July 2023 | Issue 094

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. แต่ยังไม่ชี้นำถึงแนวโน้มนโยบายที่จะผ่อนคลายลง จากแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูงอยู่

มองว่าตลาดตอบรับข่าวดีจากการหยุดขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว ทำให้ Upside ต่อจากนี้จำกัด

แนวโน้มดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และสภาพคล่องที่ลดลง จะเป็นปัจจัยหนุน Bond yield ให้อยู่ในระดับสูง กดดัน Valuation ของตลาดหุ้น

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 19
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 23

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 30

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 31
- เศรษฐกิจยุโรป 39
- เศรษฐกิจจีน 45
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 51
- เศรษฐกิจไทย 56

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

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

EXECUTIVE SUMMARY

Fed ตัดสินใจคงดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา นับเป็นการหยุดขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก หลังจากที่ปรับขึ้นต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน มี.ค. 2022 แต่การหยุดครั้งนี้อาจยังไม่ชี้นำถึงแนวโน้มนโยบายที่จะผ่อนคลายลง เนื่องจาก Fed ได้ปรับขึ้นแนวโน้มดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า (Dot plot) เป็นการส่งสัญญาณว่าจะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 2 ครั้งในปีนี้ โดย Fed แสดงความกังวลถึงอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งไม่นับรวมราคาพลังงานและราคาอาหาร ที่ปรับลดลงค่อนข้างช้าในช่วงที่ผ่านมา และปรับประเมินอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) ขึ้น พร้อมกับปรับประเมินการเติบโตของเศรษฐกิจ (Real GDP สะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อที่มาจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาด ทำให้ Fed ยังต้องคงทิศทางนโยบายเข้มงวดไว้

นอกจากนี้ เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อยังได้รับแรงกดดันหลายด้าน ได้แก่ 1) ตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง หนุนให้ค่าจ้างยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูง 2) ราคาบ้านที่กลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งค่าเช่าที่อยู่อาศัยมีสัดส่วนสูงในตระกร้าเงินเฟ้อ 3) สถานการณ์ความตึงเครียดในภาคธนาคารที่คลี่คลายลง และ 4) สภาวะการเงิน (Financial Conditions) กลับมาผ่อนคลายลง ทำให้อัตราเงินเฟ้ออาจค้างสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% นานกว่าที่คาดการณ์ไว้ มีความเป็นไปได้สูงที่ Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีก 2 ครั้ง เข้าใกล้ระดับ 6% ตามที่ส่งสัญญาณ

ด้านตลาดหุ้น เราเชื่อว่าตลาดได้ตอบรับต่อการหยุดขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว เห็นได้จากการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นที่ปรับขึ้นมาล่วงหน้าก่อนที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งต่างจากการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในอดีต ที่มักจะเริ่มต้นปรับขึ้นหลังจากที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว

ในขณะที่สภาพคล่องจะลดลงเป็นอย่างมากในครึ่งหลังของปี โดยหลังจากที่สภาคองเกรสผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้สหรัฐฯ ไปในต้นเดือน มิ.ย. รัฐบาลสามารถออกพันธบัตรในจำนวนมากได้อีกครั้ง ซึ่งคาดว่าจะออกด้วยมูลค่าสูงถึง 1.5 ล้านล้านดอลลาร์ ภายในไตรมาส 3 และหากรวมพันธบัตรที่ออกใหม่กับมาตรการ QT ของ Fed ปริมาณพันธบัตรที่ออกสู่สาธารณะจะมีมูลค่าสูงถึง 1.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนถึง 7% ของขนาดตลาดพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (US Treasury outstanding) ปัจจุบันที่ 24 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

การเพิ่มขึ้นของ Bond Supply ในช่วง 2-3 เดือนข้างหน้า จะเป็นปัจจัยหนุน Bond yield ให้อยู่ในระดับสูง และส่งผลให้สภาพคล่องในระบบลดลง โดยเราประเมินผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้น จากสภาพคล่องที่จะลดลง โดยใช้แบบจำลอง Regression model พบว่าอาจกดดัน Valuation ของตลาดหุ้นราว 10% ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อาจลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำกว่า 17 เท่า จากปัจจุบันที่ 19 เท่า ในช่วงสิ้นปีนี้ ทำให้เรายังคงมุมมองว่าตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. แต่ยังไม่ชี้นำถึงแนวโน้มนโยบายที่จะผ่อนคลายลง จากแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูงอยู่
- เรามองว่าตลาดตอบรับข่าวดีจากการหยุดขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว ทำให้ Upside ต่อจากนี้จำกัด
- แนวโน้มดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และสภาพคล่องที่ลดลง จะเป็นปัจจัยหนุน Bond yield ให้อยู่ในระดับสูง กดดัน Valuation ของตลาดหุ้น

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย					●	- เรามอง Bond yield จะกลับไปที่ระดับ 3.8-4% จากเงินเฟ้อที่ยังอยู่สูงกว่าเป้า และการ Bond Supply ที่จะเพิ่มขึ้น หลังการผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้ - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจแข็งแกร่งกว่าคาด ประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฎจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ที่จะชะลอลง ตามตลาดสหรัฐฯ และยุโรป - ความเสี่ยงจากการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่ ซึ่งอาจทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณชะลอลง และทำให้การอนุมัติร่างฯ FY2024 ล่าช้า กระทบเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 4 ของปีนี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง แย่กว่าคาด ตามผลบวกหลังการเปิดเศรษฐกิจที่แผ่วลง - 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 แต่ถูกชดเชยจากการทยอยเปิดเศรษฐกิจจีน - 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 - BoJ ยังคงใช้มาตรการ YCC หลังผู้ว่าฯ คนใหม่เข้ารับตำแหน่ง เป็นบวกต่อ Sentiment การลงทุน และระบุกำลังทบทวนนโยบายการเงินในมุมมองกว้างโดยใช้ระยะเวลาหนึ่งปีถึงหนึ่งปีครึ่ง - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- เศรษฐกิจไตรมาส 1หดตัวเข้าสู่ Technical recession แต่น่าจะกลับมาขยายตัว QoQ ได้นับตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB อาจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสู่ Terminal rate ที่ระดับ 3.75% และมีความเสี่ยงที่จะปรับสูงกว่านั้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- เงินเฟ้อลดลงอย่างเห็นได้ชัด กลับสู่ระดับก่อน COVID ธนาคารกลางน่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปี 2023 - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ทั้งจากภายในประเทศและนอกประเทศ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ราคาทองคำมี upside จำกัด จากระดับราคาที่น่าจะสะท้อนความเสี่ยง 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+ และการเติมน้ำมันเข้าคลังสหรัฐฯ (SPR) - 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	1,507	-0.8%	-3.4%	-1.8%	-5.5%	-6.8%	-9.7%	-3.3%
Philippines PCOMP	6,400	-0.3%	-1.7%	-3.1%	-2.1%	-2.2%	-2.5%	5.5%
Indonesia JCI	6,645	-0.8%	-0.8%	-1.4%	-0.7%	-2.3%	-3.0%	-5.1%
Singapore STI	3,196	-0.0%	-2.0%	-0.7%	-0.7%	-1.9%	-1.7%	3.3%
Malaysia KLCI	1,396	0.1%	0.5%	-1.1%	-1.1%	-5.3%	-6.6%	-2.4%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	18,866	0.0%	-4.9%	-4.1%	-3.7%	-4.1%	-4.6%	-10.2%
China H HSCEI	6,383	0.0%	-5.8%	-4.6%	-3.9%	-5.0%	-4.8%	-13.0%
MSCI China	62	-0.0%	-5.3%	-1.5%	-7.8%	-3.3%	-4.5%	-15.6%
China CSI300	3,864	0.0%	0.0%	-2.7%	-3.4%	0.7%	-0.2%	-9.5%
Taiwan TWSE	17,202	0.0%	-0.2%	6.3%	9.1%	19.1%	21.7%	12.1%
Korea KOSPI	2,574	0.4%	-2.0%	0.2%	6.2%	11.2%	15.1%	11.2%
MSCI Korea	803	0.5%	-1.4%	1.4%	8.4%	15.2%	19.7%	14.1%
India SENSEX	63,104	-0.4%	-0.4%	1.8%	8.9%	5.4%	3.7%	20.7%
MSCI India	2,104	-0.7%	-0.6%	3.1%	10.8%	3.9%	1.7%	17.0%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	7,099	-1.6%	-2.1%	-2.2%	1.9%	-0.1%	0.9%	8.7%
Japan TOPIX	2,265	0.1%	-1.5%	4.8%	15.7%	19.3%	19.7%	22.3%
Japan Nikkei 225	32,782	-0.9%	-2.7%	5.9%	19.6%	25.0%	25.6%	25.3%
Europe STOXX600	455	-0.5%	-2.1%	-2.4%	1.9%	6.4%	7.0%	13.0%
Euro STOXX50	4,304	-0.4%	-1.4%	-0.9%	2.3%	12.8%	13.5%	25.3%
US Dow Jones	33,947	-0.0%	-0.1%	2.7%	5.7%	2.2%	2.4%	10.7%
US S&P500	4,382	0.4%	0.2%	5.7%	11.0%	14.0%	14.1%	15.4%
MSCI US REITs	1,146	-1.5%	-3.0%	1.1%	6.5%	-0.7%	-0.1%	-7.4%
J-REITs	1,843	-0.4%	-1.4%	-1.2%	4.7%	-1.6%	-2.7%	-3.4%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,502	-0.8%	-1.7%	-3.4%	0.0%	0.4%	0.7%	6.9%
Germany DAX	15,988	-0.2%	-1.9%	-1.0%	5.1%	14.7%	14.8%	23.8%
France CAC 40	7,203	-0.8%	-1.2%	-2.4%	0.9%	10.7%	11.3%	22.4%
Switzerland SMI	11,183	0.1%	-1.1%	-2.6%	4.3%	3.5%	4.2%	7.0%
Portugal PSI 20	5,946	-0.9%	-1.5%	-1.2%	2.5%	2.9%	3.8%	0.4%
Spain IBEX 35	9,365	-0.8%	-0.7%	1.1%	4.4%	13.2%	13.8%	15.5%
Italy FTSE MIB	27,410	-0.7%	-1.2%	0.9%	3.5%	14.8%	15.6%	26.8%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	118,934	-1.2%	-0.2%	8.2%	21.5%	8.4%	8.4%	21.3%
Chile IPSA	5,763	-0.3%	0.8%	1.4%	9.2%	9.6%	9.5%	16.8%
Mexico MEXBO	53,563	-0.9%	-3.2%	0.8%	1.4%	5.9%	10.5%	14.8%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	521	-0.4%	-2.9%	1.4%	0.6%	3.5%	3.0%	0.0%
MSCI Latin America	2,469	-1.1%	-0.6%	8.7%	19.4%	12.5%	16.0%	21.0%
MSCI All Country World	676	0.0%	-1.3%	3.8%	8.0%	11.6%	11.7%	13.3%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	68.67	-4.2%	-2.8%	-5.8%	-1.8%	-13.7%	-14.4%	-34.1%
Brent Spot	73.30	-3.9%	-4.3%	-4.6%	-3.4%	-12.7%	-14.7%	-33.4%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.63	0.04	-1.36	0.70	-1.32	0.27	-1.02	-1.15
Gold Spot	1915.73	-0.9%	-2.2%	-2.9%	-4.2%	6.5%	5.0%	4.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2904.11	-0.2%	-0.3%	-0.8%	0.5%	-0.4%	-0.4%	-10.8%
Bloomberg Agri Subindex	70.74	-1.6%	2.0%	8.9%	9.1%	3.7%	2.8%	2.1%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	312.46	0.1%	0.2%	-0.1%	-1.1%	2.9%	2.8%	7.6%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.54	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	306.29	0.0%	-0.0%	-0.2%	-1.0%	-0.4%	-0.4%	3.5%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	409.59	0.1%	0.2%	0.1%	-1.1%	1.6%	1.6%	6.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	261.18	0.0%	0.0%	-0.0%	-0.7%	0.2%	0.2%	3.2%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	2.04	0	0	9	31	63	67	94
2Y	2.13	0	0	10	38	48	50	39
5Y	2.35	-0	2	15	39	38	39	-15
10Y	2.59	-2	-3	8	21	-6	-5	-35
Spread 10Y-2Y	46	-2	-3	-2	-18	-55	-55	-74
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	3.78	8	2	9	36	4	-9	70
Japan 10Y	0.37	-0	-4	-3	5	-1	-5	14
UK 10Y	4.37	-4	-2	30	92	78	70	187
German 10Y	2.47	6	0	1	28	7	-10	105
Spain 10Y	3.45	7	0	-6	8	1	-21	73
Italy 10Y	4.13	8	0	-18	-4	-35	-58	59
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	12.91	-0.3	-1.0	-5.6	-9.7	-8.0	-8.8	-16.1
Dollar index	102.65	0.3%	0.5%	-0.8%	0.1%	-1.6%	-0.8%	-1.7%
USD/THB	35.24	0.9%	1.7%	1.9%	3.8%	1.2%	1.8%	-0.7%
EUR/USD	1.09	-0.1%	-0.1%	1.5%	0.6%	2.9%	2.1%	4.0%
GBP/USD	1.27	-0.2%	-0.8%	2.4%	3.4%	5.5%	5.2%	4.0%
USD/JPY	143.27	0.7%	1.0%	3.3%	9.5%	7.8%	9.3%	6.3%
USD/CNY	7.18	0.0%	0.2%	2.1%	4.4%	2.8%	4.1%	7.3%
USD/CNH	7.22	0.3%	1.3%	2.2%	5.9%	3.1%	4.3%	7.8%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU) As of 6/23/2023

ตลาดหุ้น

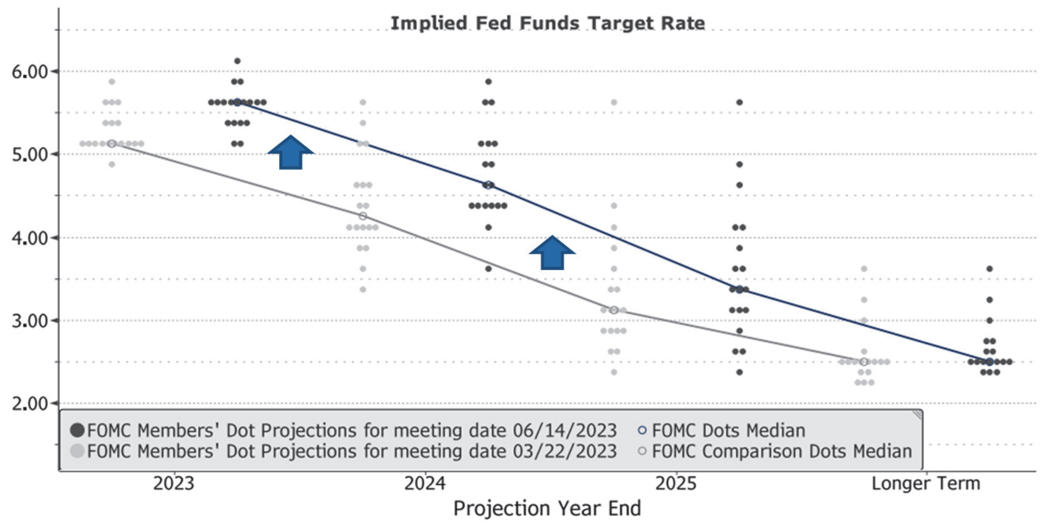
Fed ตัดสินใจคงดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา แต่ยังส่งสัญญาณนโยบายที่เข้มงวด ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่สูง ด้านผลกระทบต่อตลาดหุ้น เราเชื่อว่าตลาดได้ตอบรับข่าวดีจากการหยุดขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว ทำให้ Upside ต่อจากนี้จำกัด ในขณะที่สภาพคล่องจะลดลงเป็นอย่างมากในครึ่งหลังของปี จากการออกพันธบัตรในปริมาณมาก การทำ QT ของ Fed และ ECB รวมถึงมาตรการ TLTRO ที่ครบกำหนดคืนเงิน เราประเมินว่าค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อาจลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำกว่า 17 เท่า จากปัจจุบันที่ 19 เท่า ในช่วงสิ้นปีนี้ ทำให้เรายังคงมุมมองว่าตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี

Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ในเดือน มิ.ย. และส่งสัญญาณจะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 2 ครั้งในปีนี้

การตัดสินใจคงดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา นับเป็นการหยุดขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก หลังจากที่ปรับขึ้นต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน มี.ค. 2022 แต่การหยุดครั้งนี้อาจยังไม่ชี้นำถึงแนวโน้มนโยบายที่จะผ่อนคลายลง เนื่องจาก Fed ได้ปรับขึ้นแนวโน้มดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า (Dot plot) โดยระบุอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปีจะอยู่ที่ 5.6% จากปัจจุบันที่ 5.1% เป็นการส่งสัญญาณว่าจะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 2 ครั้ง (ครั้งละ 25bps) ในปีนี้

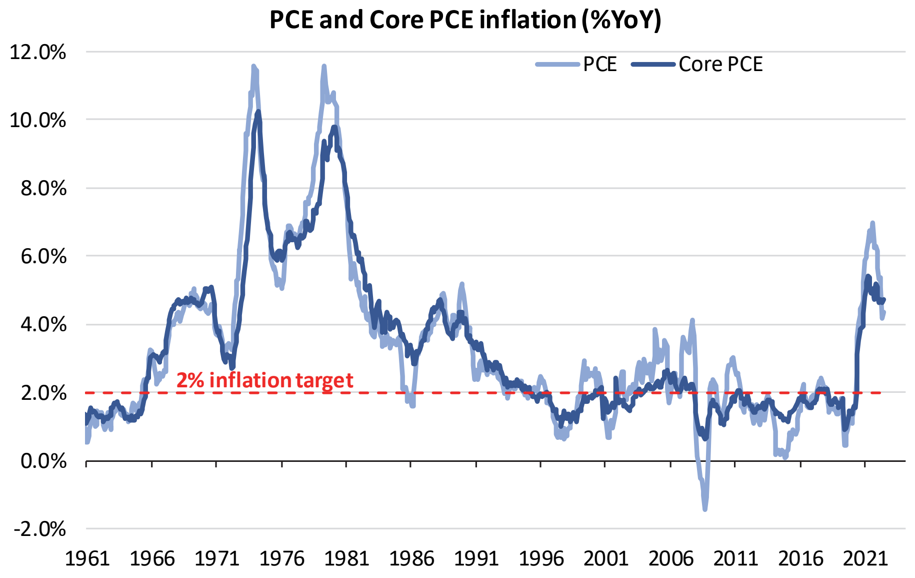
โดย Fed แสดงความกังวลถึงอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งไม่นับรวมราคาพลังงานและราคาอาหาร ที่ปรับลดลงค่อนข้างช้าในช่วงที่ผ่านมา และปรับประเมินอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) ณ สิ้นปีนี้ ขึ้นเป็น 3.9% จาก 3.6% ในประมาณการเดิม พร้อมกับปรับประเมินการเติบโตของเศรษฐกิจ (Real GDP) ขึ้นเป็น 1.0% จาก 0.4% และปรับลดอัตราว่างงาน (Unemployment rate) ลงเป็น 4.1% จาก 4.5% สะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อที่มาจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาด ทำให้ Fed ยังต้องคงทิศทางนโยบายเข้มงวดไว้

แผนภาพที่ 1: Fed ปรับ Dot plot ขึ้น โดยระบุอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี จะอยู่ที่ 5.6% จากปัจจุบันที่ 5.1% เป็นการส่งสัญญาณว่าจะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 2 ครั้ง (ครั้งละ 25bps) ในปีนี้



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

แผนภาพที่ 2: อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) ซึ่งไม่นับรวมราคาพลังงานและราคาอาหาร ปรับลดลงค่อนข้างช้า



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

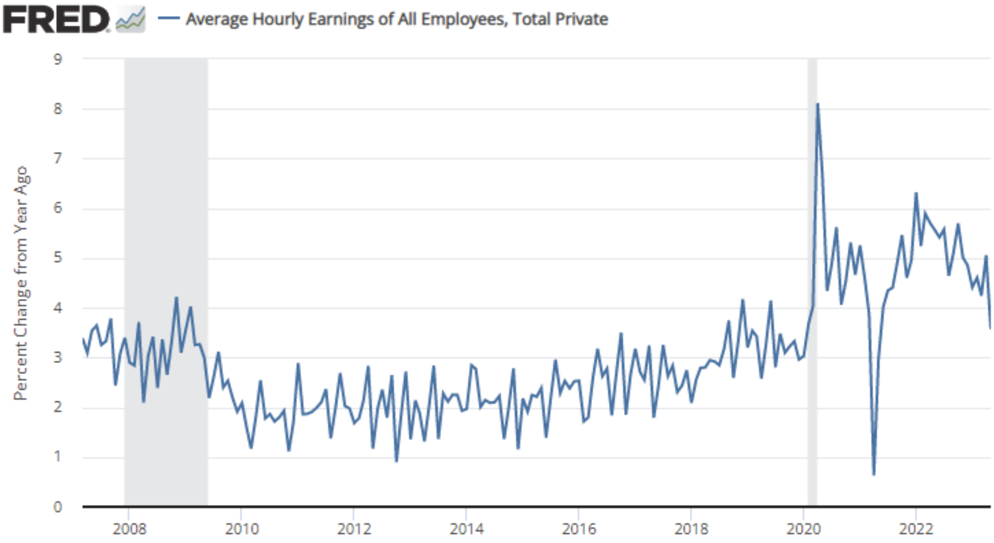
แรงกดดันเงินเฟ้อยังสูง หนุนอัตราเงินเฟ้อยืนสูงกว่าเป้า

ถึงแม้อัตราเงินเฟ้อจะเริ่มลดลงจากจุดสูงสุดในปีก่อน แต่อัตราเงินเฟ้อ Core PCE ซึ่ง Fed ให้ความสำคัญในการประเมินผลทางเศรษฐกิจยังอยู่ในระดับสูงที่ 4.7% และยังห่างไกลจากเป้าหมายที่ 2% เป็นอย่างมาก เรามองว่าสาเหตุที่อัตราเงินเฟ้อยังทรงตัวในระดับสูง มาจากแรงกดดันเงินเฟ้อหลายด้านได้แก่

1. ตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง หนุนให้ค่าจ้างยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงถึง 4.3% ต่อปี มากกว่า 3% ต่อปี ที่ Fed ประเมินว่าจะทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน
2. ราคาบ้าน (S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price) ที่กลับมาเพิ่มขึ้น อาจผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ผ่านการเพิ่มขึ้นของค่าเช่าระยะข้างหน้า เนื่องจากค่าเช่าที่อยู่อาศัยมีสัดส่วนสูงในอัตราเงินเฟ้อ Core PCE ถึง 17%
3. สถานการณ์ความตึงเครียดในภาคธนาคารที่คลี่คลายลง โดยในช่วงแรกหลังจากที่ธนาคาร Silicon Valley (SVB) ล้ม คณะกรรมการ Fed หลายท่าน รวมถึงนาย Jerome Powell ประธาน Fed แสดงความเห็นว่าหากสถานการณ์นี้ นำไปสู่การปล่อยกู้ที่เข้มงวดขึ้น และชะลอเศรษฐกิจรวมถึงเงินเฟ้อลง นโยบายการเงินก็อาจไม่จำเป็นต้องเข้มงวดมาก แต่ผ่านมาแล้ว 3 เดือน การปล่อยกู้ยังโตในอัตราที่สูง มากกว่าการเติบโตในช่วงปี 2018-2019 หรือก่อนที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ยในรอบนั้น ในขณะที่ยอดเงินฝากก็เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้นในเดือน พ.ค. สะท้อนสถานการณ์ในภาคธนาคารที่ค่อยๆ ลดความรุนแรงลง และอาจไม่ได้เป็นปัจจัยฉุดเงินเฟ้อได้ตามที่ Fed ประเมิน
4. สภาวะการเงิน (Financial Conditions) กลับมาผ่อนคลายลง โดย Bloomberg Financial Conditions Index ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับสูงสุดตั้งแต่หลัง SVB ล้ม สะท้อนถึงแรงกดดันเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่ผ่อนคลายลง ซึ่งอาจไม่เพียงพอที่จะกดเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมายได้

เรามองว่าปัจจัยเหล่านี้ เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อยังทรงตัวในระดับสูง และอาจทำให้อัตราเงินเฟ้อค้างสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% นานกว่าที่คาดการณ์ไว้ มีความเป็นไปได้สูงที่ Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีก 2 ครั้ง เข้าใกล้ระดับ 6% ตามที่ส่งสัญญาณ

แผนภาพที่ 3: ค่าจ้างยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงมากกว่า 3% ต่อปี ที่ Fed ประเมินว่าจะทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน



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

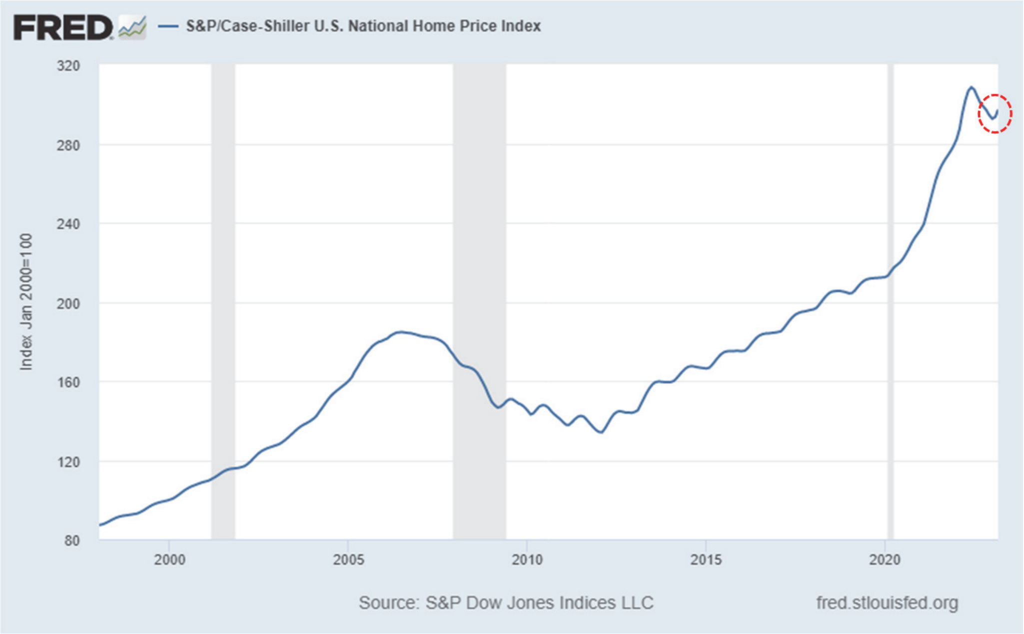
แผนภาพที่ 4: คณะกรรมการ Fed หลายท่าน แสดงความเห็นว่า หากสถานการณ์ความตึงเครียดในภาคธนาคารนำไปสู่การปล่อยกู้ที่เข้มงวดขึ้น นโยบายการเงินอาจไม่จำเป็นต้องเข้มงวดมาก

Fed members	Comments on rates
Powell (V) (Chair)	• Stresses in the banking sector could mean that "our policy rate may not need to rise as much as it would have otherwise to achieve our goals,." (19 May)
Jefferson (V) (Governor, nominated vice-chair)	• A decision to hold policy rate… should not be interpreted that we have reached the peak rate for this cycle, (1 Jun) • Little progress has been made in curbing too high inflation, (13 May)
Waller (V) (Governor)	• "I do not support stopping rate hikes unless we get clear evidence that inflation is moving down towards our 2 percent objective," (24 May) • I do not expect the data coming in over the next couple of months to make it clear that we have reached the terminal rate," (24 May)
Kashkari (V) (Minneapolis)	• "It may be that we have to go north of 6%" on the Fed funds rate. "If the banking stresses start to bring inflation down for us, then maybe ... we're getting closer to being done. (22 May)
Harker (V) (Philadelphia)	• High inflation is coming down at a "disappointingly slow" pace (1Jun) • "We are close to the point where we can hold rates in place" "We should at least skip the Jun meeting in terms of an increase." (2 Jun)
Bullard (St. Louis)	• The current rate is at the low end of a range that would be considered "sufficiently restrictive", a policy rate just above 6 percent represents the top end of the range. (18 May)
Bostic (Atlanta)	• Doesn't foresee rate cuts at least through 2023, even if there's a recession. "If there's going to be a bias to action, for me it would be a bias to increase a little further as opposed to cut."(15 May)

*(V) denotes as voters in 2023 meetings

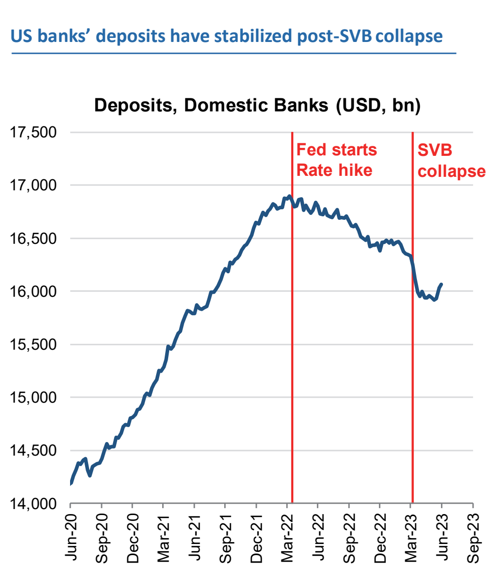
ที่มา: Bloomberg, Reuters, CNBC, Financial Times, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

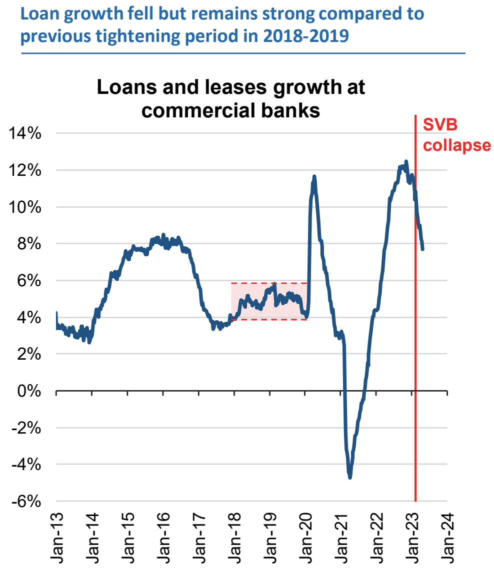
แผนภาพที่ 5: ราคาบ้านที่กลับมาเพิ่มขึ้น อาจผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น



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

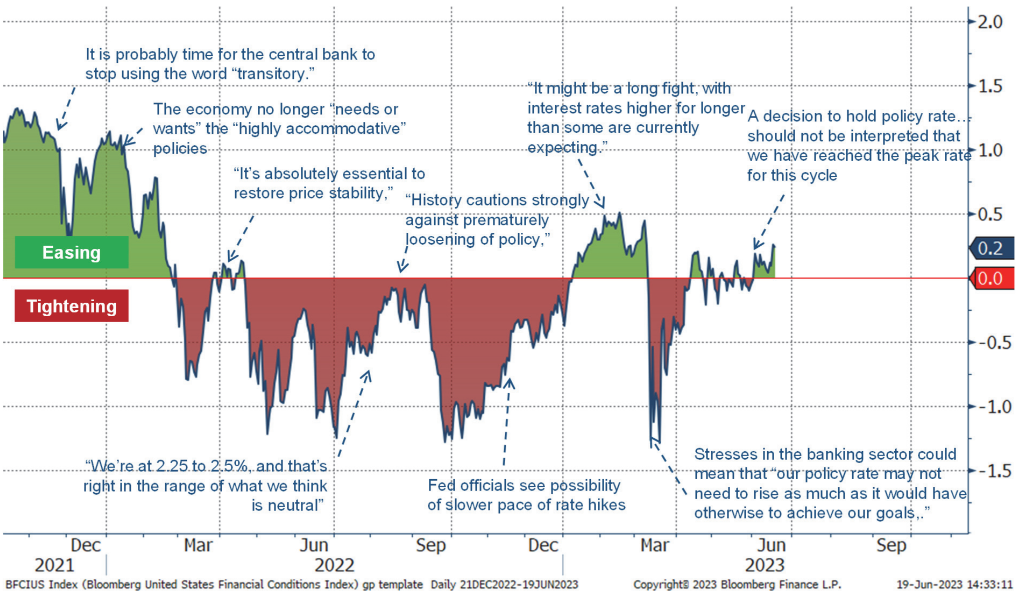
แผนภาพที่ 6: การปล่อยกู้ยังโตในอัตราที่สูง มากกว่าการเติบโตในช่วงช่วงปี 2018-2019 หรือก่อนที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ยในรอบนั้น ในขณะที่ยอดเงินฝากก็เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้นในเดือน พ.ค.





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

แผนภาพที่ 7: สภาวะการเงิน (Financial Conditions) กลับมาผ่อนคลายลง สะท้อนแรงกดดันเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่ผ่อนคลายลง

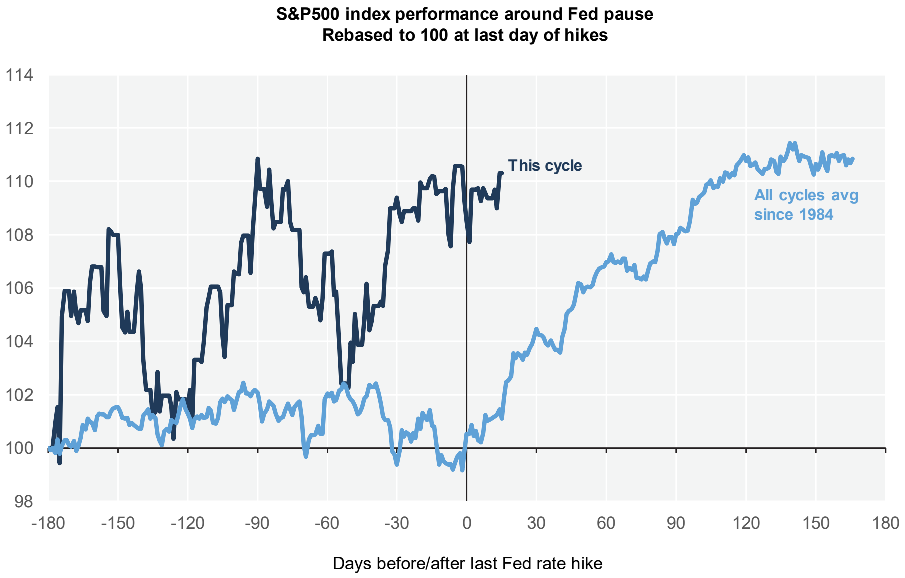


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม ตลาดดูจะไม่เชื่อว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้ง แต่จะขึ้นอีกเพียง 1 ครั้ง โดยตลาด Fed Fund Futures ประเมินโอกาสไว้สูงถึง 70% และประเมินโอกาสที่ Fed จะปรับดอกเบี้ยมากกว่า 1 ครั้งในปีนี้เพียง 10%

ความคาดหวังต่อแนวโน้มดอกเบี้ยที่ยังต่ำกว่า Fed ประกอบกับการหยุดขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมล่าสุด เป็นปัจจัยผลักดันให้ตลาดหุ้นปรับเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยดัชนี S&P500 ได้ปรับตัวขึ้นมาแล้วกว่า 10% ในช่วง 6 เดือนย้อนหลัง ซึ่งต่างจากการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในอดีต ที่มักจะทรงตัวในกรอบแคบในช่วง 6 เดือนก่อน Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย แล้วค่อยปรับตัวขึ้นโดยเฉลี่ย 10% ในช่วง 6 เดือนหลังจากที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นในปัจจุบันจึงน่าจะสะท้อนว่าตลาดตอบรับต่อปัจจัยบวกจากการหยุดขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว ในขณะที่ยังมีปัจจัยกดดันจากเงินเฟ้อสูง ทำให้ Fed น่าจะกลับมาปรับขึ้นดอกเบี้ยต่ออีกหลังจากนี้

แผนภาพที่ 8: ตลาดหุ้นในอดีตมักจะทรงตัวในกรอบแคบในช่วง 6 เดือนก่อน Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ก่อนที่จะขึ้นเฉลี่ย 10% หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งต่างกับปัจจุบันที่ตลาดหุ้นปรับขึ้นมาแล้วกว่า 10% ซึ่งสะท้อนว่าตลาดตอบรับต่อปัจจัยบวกจากการหยุดขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว



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

อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจในระยะยาวสูงขึ้น

อัตราดอกเบี้ย R-star หรือที่เรียกอีกอย่างว่า Neutral / Natural real fed funds rate เป็นอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่สอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจ และการจ้างงานสูงสุด เมื่อ Fed กำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงกว่า R-star จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจ และเงินเฟ้อลดลง เป็นการดำเนินนโยบายแบบตึงตัว (Contractionary) ในทางกลับกัน อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำกว่า R-star จะผลักดันให้เกิดการเติบโตของเศรษฐกิจและหนุนเงินเฟ้อ เป็นการดำเนินนโยบายแบบขยายตัว (Expansionary) R-star จึงเปรียบเสมือนมาตรวัดระดับความเข้มงวด/ผ่อนคลายของนโยบายการเงิน

ในทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาค อัตราดอกเบี้ย R-star ถูกกำหนดโดยดุลยภาพระหว่างอุปสงค์จากการลงทุน และอุปทานของการออม โดยการเติบโตของศักยภาพทางเศรษฐกิจ (Potential growth) จะเป็นแรงจูงใจให้เกิดการลงทุนเพื่ออนาคต เพิ่มความต้องการในการลงทุน และลดอุปทานของการออม หนุนจุดดุลยภาพของ R-star ขึ้น ในทางกลับกัน การออมที่เพิ่มขึ้นทำให้จุดดุลยภาพของ R-star ลดลง

หลังวิกฤติ Subprime ในปี 2009 อัตราดอกเบี้ย R-star อยู่ในระดับต่ำมาก โดยเป็นผลมาจากความพยายามลดหนี้ครัวเรือน และการสูญเสียความเชื่อมั่นในระบบการเงิน ซึ่งเป็นต้นเหตุของวิกฤติ รวมถึงการใช้จ่ายทางการคลังที่รัดกุม ซึ่งเกี่ยวเนื่องกับประเด็นเพดานหนี้ในปี 2011 ที่นำไปสู่การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ (US Sovereign credit rating) ทำให้เกิดการออมเผื่อฉุกเฉิน (Precautionary saving) เพิ่มขึ้น ส่งผลให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อลดต่ำลง ซึ่งส่งผลต่อเนื่องให้ R-star ลดต่ำลงจากระดับ 2-3% ในช่วงก่อนวิกฤติ Subprime ไปอยู่ที่ระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์ที่ราว 0.5% ในปี 2009- 2014

แต่รอยแผลจากวิกฤตินั้น ค่อยๆ ลดเลือนไป โดยนับตั้งแต่ปี 2015 เป็นต้นมา อัตราดอกเบี้ย R-star เริ่มปรับสูงขึ้น โดยส่วนหนึ่งเป็นผลของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลังในปริมาณมหาศาลในช่วงวิกฤติ COVID ทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว และทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นสูง ประกอบกับปัจจัยระยะยาวได้แก่

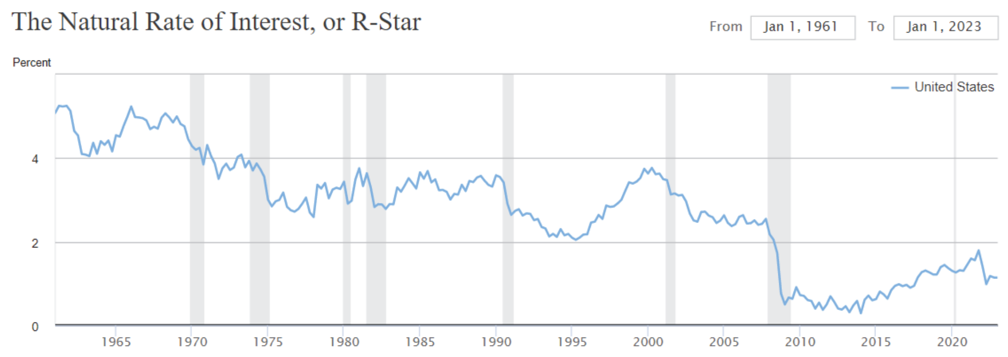
1) สังคมผู้สูงอายุ (Aging population) ซึ่งจะมีสัดส่วนประชากรวัยเกษียณ ที่ใช้จ่ายมากกว่าเก็บออม เพิ่มขึ้น

2) นโยบายภาครัฐที่สนับสนุนการลงทุนด้านพลังงาน เพื่อชะลอการเปลี่ยนแปลงภูมิอากาศ (Climate change) และการสนับสนุนการย้ายฐานการผลิตกลับเข้าสหรัฐฯ

3) นโยบายในต่างประเทศ เช่น การใช้จ่ายด้านการป้องกันประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ความไม่สงบในยุโรป ซึ่งน่าจะทำให้การใช้จ่ายด้านนี้มีอย่างต่อเนื่อง และแนวโน้มนโยบายของจีนที่สนับสนุนให้เกิดการบริโภคภายในประเทศมากขึ้น

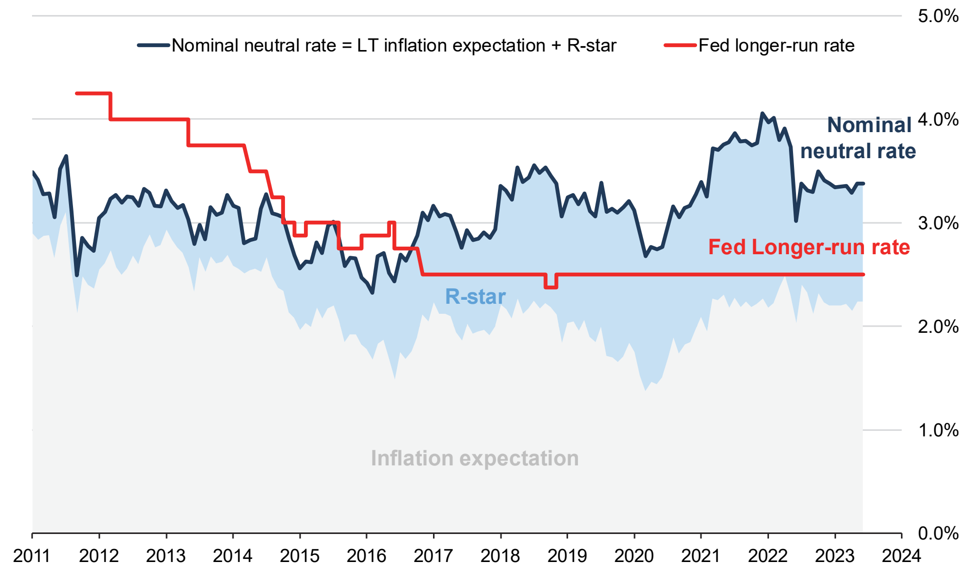
แนวโน้มด้านโครงสร้างประชากร และนโยบายภาครัฐเหล่านี้ จะกระตุ้นการลงทุน และทำให้ R-star เพิ่มขึ้น โดยปัจจุบัน Fed สาขา New York ประเมินว่า R-star ได้เพิ่มขึ้นอยู่ที่ระดับ 1% ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 2% จะได้อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจในระยะยาว (Nominal neutral rate) ที่ 3% ซึ่งสูงกว่าค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่คณะกรรมการ Fed ประเมิน (Fed longer-run dot) ที่ 2.5% สะท้อนว่าระดับนโยบายในปัจจุบันอาจยังผ่อนคลายเกินไปและอาจต้องปรับนโยบายการเงินให้เข้มงวดขึ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 9: Fed สาขา New York ประเมินว่าอัตราดอกเบี้ย R-star ปรับขึ้นมาแล้ว 0.5pp - 1pp มาอยู่ที่ระดับราว 1% ณ ไตรมาส 1/2023



ที่มา: Federal Reserve Bank of New York

แผนภาพที่ 10: อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจในระยะยาว (Nominal neutral rate) อยู่ที่ 3% ซึ่งสูงกว่าค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่คณะกรรมการ Fed ประเมิน (Fed longer-run dot) ที่ 2.5%



*Inflation expectations using 5Y5Y Forward breakeven inflation; R-star using New York Fed's estimates of natural rate of interest (Laubach and Williams model)

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

แผนภาพที่ 11: อัตราดอกเบี้ย R-star มีปัจจัยระยะยาวหนุนหลายประการ

Macro driver	Impact on r-star
Potential growth	
Labor force growth	=
Productivity growth	=
Savings / investment behavior	
Domestic	
Fiscal policy	?
Aging population	↑
Increasing life expectancy	↓
Precautionary savings motive	?
Sovereign debt supply	↑
Global	
China shift towards consumption	↑
Increased European fiscal (defense / energy)	↑
Fracturing of global supply chains (more inv)	↑
Demand for safe / USD assets	?

ที่มา: Deutsche Bank

สภาพคล่องจะลดลงเป็นอย่างมากในครึ่งหลังของปี กดดัน Valuation ของตลาดหุ้น

รัฐบาลสหรัฐฯเริ่มกลับมาออกประมูลพันธบัตรใหม่เป็นครั้งแรกในรอบเกือบ 6 เดือน หลังจากที่สภาคองเกรสผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้สหรัฐฯ ไปในต้นเดือน มิ.ย. เปิดทางให้รัฐบาลสามารถออกขายพันธบัตรได้อีกครั้ง

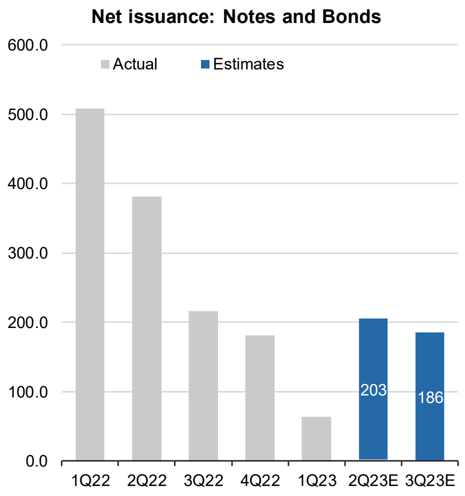
โดยกระทรวงการคลังประกาศแผนคาดว่าจะเติมเงินคงคลัง (Cash balance) เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นเดือน ก.ย. จากปัจจุบันที่ระดับราว 1 แสนล้านดอลลาร์ และหากอิงรายละเอียดจากแผนเดิมที่ออกในวันที่ 1 พ.ค. หรือก่อนผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้ คาดว่าจะออกพันธบัตรมูลค่ารวม 1.5 ล้านล้านดอลลาร์ แบ่งออกเป็นพันธบัตรระยะสั้น (Bills) อายุ

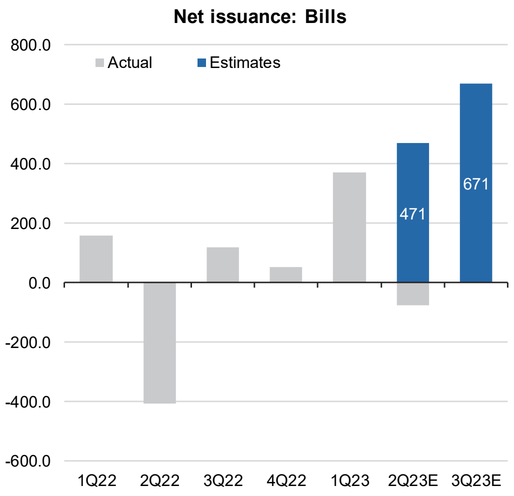
ไม่เกิน 1 ปี มูลค่าราว 1.1 ล้านล้านดอลลาร์ ซึ่งคิดเป็นส่วนใหญ่หรือราว 70% ของปริมาณพันธบัตรใหม่ทั้งหมด ที่เหลือออกเป็นพันธบัตรระยะกลางและยาว (Notes and Bonds) มูลค่าราว 4 แสนล้านดอลลาร์ เพื่อให้รัฐบาลมีเงินเพียงพอใช้จ่ายตามแผนในช่วงไตรมาส 3 และเหลือเติมเข้าเงินคงคลังได้ตามที่คาดการณ์

หากรวมพันธบัตรที่ออกใหม่กับมาตรการ QT ของ Fed หรือการปล่อยให้พันธบัตรหมดอายุลงโดยไม่ซื้อกลับ ซึ่งกำหนดมูลค่าสูงสุดที่ 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน ปริมาณพันธบัตรที่ออกสู่สาธารณะจะมีมูลค่าสูงถึง 1.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนถึง 7% ของขนาดตลาดพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (US Treasury outstanding) ปัจจุบันที่ 24 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

การเพิ่มขึ้นของ Bond Supply ในช่วง 2-3 เดือนข้างหน้าจะเป็นปัจจัยหนุน Bond yield ให้อยู่ในระดับสูง และส่งผลให้สภาพคล่องในระบบลดลง โดยเราประเมินผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้น จากสภาพคล่องที่จะลดลง โดยใช้แบบจำลอง Regression model จากตัวแปร ได้แก่ 1) อัตราการเติบโตของกำไร (EPS growth) บริษัทจดทะเบียนใน S&P500 2) ปริมาณสภาพคล่องในระบบ ซึ่งเทียบเคียงจากขนาดงบดุลของ Fed หักลบด้วยปริมาณเงินคงคลัง และมูลค่าธุรกรรม Reverse Repo (Total assets-TGA-RRP) และ 3) Bond yield ของพันธบัตรอายุ 10 ปี พบว่าอาจกดดัน Valuation ของตลาดหุ้นราว 10% ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อาจลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำกว่า 17 เท่า จากปัจจุบันที่ 19 เท่า ในช่วงสิ้นปีนี้

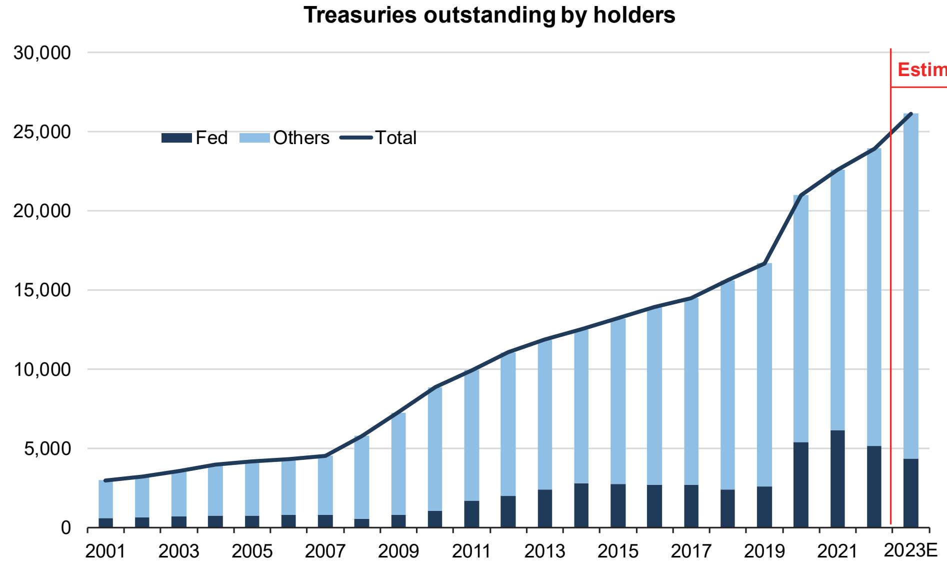
แผนภาพที่ 12: กระทรวงการคลังประกาศแผนคาดว่าจะเติมเงินคงคลัง (Cash balance) เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นเดือน ก.ย. ผ่านการออกพันธบัตรมูลค่ารวม 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ





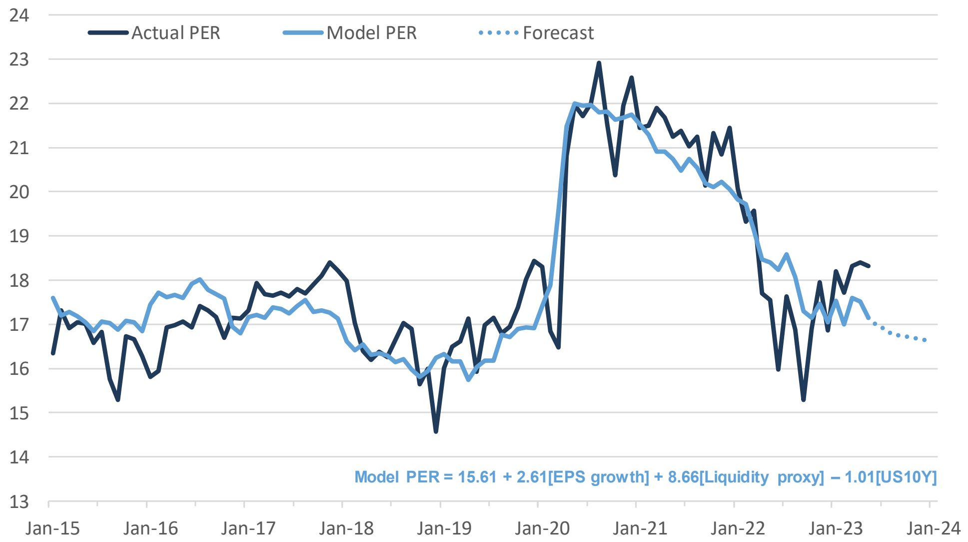
ที่มา: US Treasury, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 13: หากรวมพันธบัตรที่ออกใหม่กับมาตรการ QT ของ Fed ปริมาณพันธบัตรที่ออกสู่สาธารณะจะมีมูลค่าสูงถึง 1.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนถึง 7% ของขนาดตลาดพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (US Treasury outstanding)



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

แผนภาพที่ 14: เราประเมินว่าสภาพคล่องที่อาจกดดัน Valuation ของตลาดหุ้นราว 10% ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อาจลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำกว่า 17 เท่า จากปัจจุบันที่ 19 เท่า



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

นอกจากนี้ สภาพคล่องจากประเทศอื่นๆก็จะลดลงเป็นอย่างมาก โดยธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีกำหนดได้รับเงินคืนจากการให้กู้ยืมผ่านมาตรการ Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO) เป็นจำนวนมากถึง 4.77 แสนล้านยูโรในเดือน มิ.ย. ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนถึง 7% ของขนาดงบดุลของ ECB การจ่ายคืนในครั้งนี้จะส่งผลให้งบดุลของ ECB ลดลงอย่างมีนัยยะ

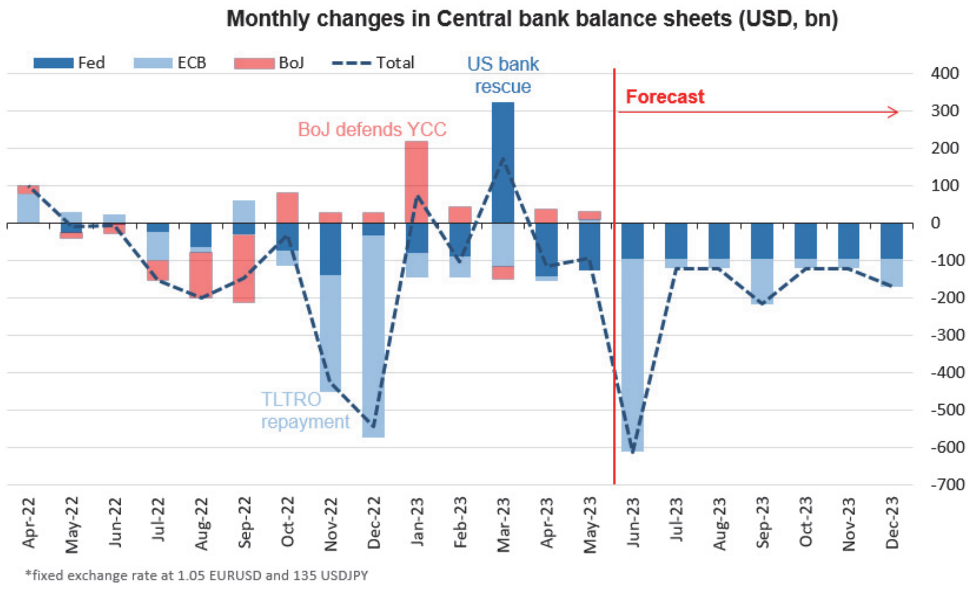
โดยนับตั้งแต่ปีใหม่เป็นต้นมา สภาพคล่องของโลกถูกหนุนให้เพิ่มขึ้น จากธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) และ Fed จากเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด ดังนี้

1) แรงเก็งกำไรต่อการยกเลิกมาตรการ Yield Curve Control (YCC) ของญี่ปุ่น ทำให้ BoJ ต้องเข้าซื้อพันธบัตรในปริมาณมาก เพื่อควบคุม Bond yield อายุ 10 ปี ให้อยู่ในกรอบไม่เกิน +/-0.5% ที่กำหนด แต่หลังจากที่ผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่เข้ารับตำแหน่งในต้นเดือน เม.ย. และประกาศจุดยืนว่าจะยังไม่ยกเลิกมาตรการ YCC เร็วๆนี้ ทำให้แรงกดดัน Bond yield ลดลง และลดความจำเป็นที่ BoJ ต้องเข้าแทรกแซงตลาด

2) เหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) ที่เกิดขึ้นในเดือน มี.ค. ทำให้ Fed ต้องเข้าไปจัดสรรเงินช่วยเหลือธนาคารที่ขาดแคลนสภาพคล่อง รวมถึงจัดสรรเงินให้กับลูกค้าเงินฝากของธนาคารที่ล้มลง เป็นการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าไปในระบบ

ในช่วงครึ่งหลังของปี BoJ น่าจะยังไม่มีการปรับเปลี่ยนนโยบายครั้งใหญ่ และหากสถานการณ์ในภาคธนาคารสหรัฐฯ ไม่ได้รุนแรงขึ้น Fed น่าจะยังคงลดขนาดงบดุล (QT) ซึ่งปัจจุบันมีเป้าสูงสุดที่เดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ได้อย่างต่อเนื่อง เช่นเดียวกับ ECB ที่จะยุติการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุในมาตรการ Asset Purchase Programme (APP) นับตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นไป ซึ่งเทียบเท่ากับการลดการถือครองพันธบัตรในอัตราเฉลี่ยเดือนละ EUR25bn เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่กำหนดกรอบสูงสุดของที่เดือนละ EUR15bn ส่งผลให้สภาพคล่องในช่วงที่เหลือของปีน่าจะมีแนวโน้มลดลงได้อย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 15: ECB มีกำหนดรับเงินคืนจากมาตรการ TLTRO มูลค่าสูงถึง 4.8 แสนล้านยูโร ในเดือน มิ.ย. ซึ่งหากรวมกับมูลค่า QT ของ Fed ที่ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะนับเป็นการถอนสภาพคล่องรายเดือนที่มากสุดตั้งแต่หลังวิกฤติ COVID



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

คาดการณ์กำไรถูกปรับเพิ่มขึ้นจากบริษัทที่เกี่ยวเนื่องกับ AI

กระแสเทคโนโลยี Artificial Intelligence (AI) ที่กำลังได้รับความสนใจ ทำให้ความต้องการใช้งาน AI เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานและการผลิตสูงขึ้น เป็นบวกต่อราคาหุ้นและแนวโน้มกำไรของบริษัทที่มีสินค้าเกี่ยวเนื่องกับ AI เช่น Microsoft ซึ่งเปิดให้ใช้งานแชตบอต ChatGPT, NVIDIA ซึ่งผลิตชิปในการประมวลผล และ Amazon ซึ่งริเริ่มนำ AI มาใช้งานในระบบจัดส่งสินค้าและการจัดการคลังสินค้า เพื่อลดต้นทุน

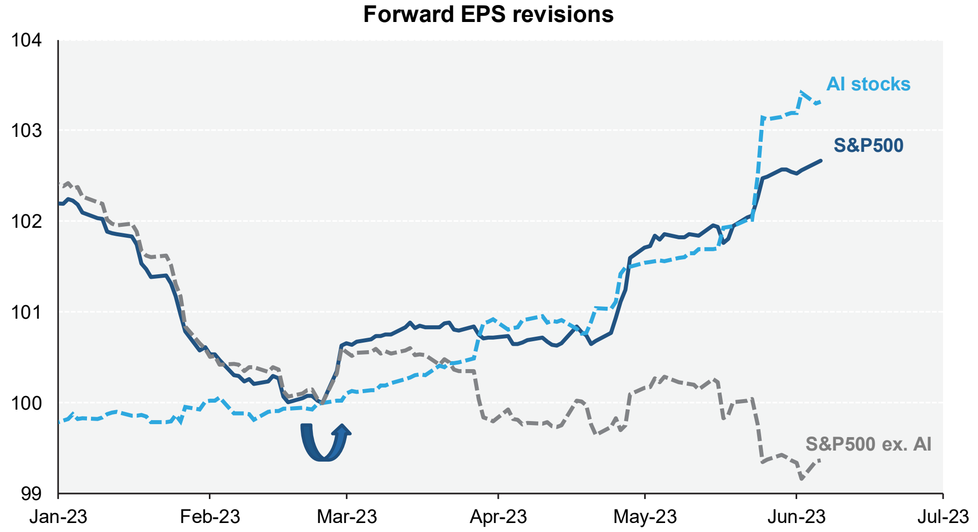
กำไรของบริษัทที่เกี่ยวเนื่องกับ AI ถูกปรับเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา และผลักดันให้คาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียน S&P500 (12-month Forward EPS) ถูกปรับขึ้นถึง +3% ในระยะเวลาเพียง 3 เดือน สวนทางกับแนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียนอื่นๆที่ยังถูกปรับลดลง ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า

Goldman Sachs มองว่าการรับ AI มาใช้เป็นปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้นในระยะยาว โดยประเมินว่าหากมีการใช้เป็นวงกว้างภายในช่วงเวลา 10 ปี จะส่งผลบวกต่อแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจ (Trend real GDP growth) +1.1pp และส่งผลต่ออัตราการเติบโตของกำไร (EPS) ประมาณ +0.5pp หรือจากที่ EPS จะโตเฉลี่ย 5% ต่อปี ก็จะโต 5.5% ต่อปี ในระยะเวลา 20 ปีข้างหน้า

ถึงแม้การรับ AI มาใช้จะเป็นปัจจัยบวกต่อกำไรของตลาดหุ้นในระยะยาว แต่ตลาดหุ้นมีการเคลื่อนไหวสอดคล้องตามแนวโน้มเศรษฐกิจในปัจจุบันมากกว่า ดังจะเห็นได้จากการเปลี่ยนแปลงของดัชนี ISM Manufacturing PMI และผลตอบแทนของดัชนี S&P500 ที่ไปในทิศทางเดียวกัน

ปัจจุบันดัชนี ISM Manufacturing PMI กำลังอยู่ในแนวโน้มหดตัว สะท้อนเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยงสูงจากภาวะ Recession และเมื่อใดที่ความเสี่ยงนี้ชัดเจนขึ้น ตลาดก็น่าจะกลับมาให้น้ำหนักประเด็น Recession มากกว่าปัจจัยบวกจากกระแส AI

แผนภาพที่ 16: กำไรของ S&P500 ถูกปรับขึ้นจากกำไรของบริษัทที่เกี่ยวเนื่องกับ AI สวนทางกับกำไรของบริษัทอื่นๆที่ยังคงถูกปรับลดลง ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า

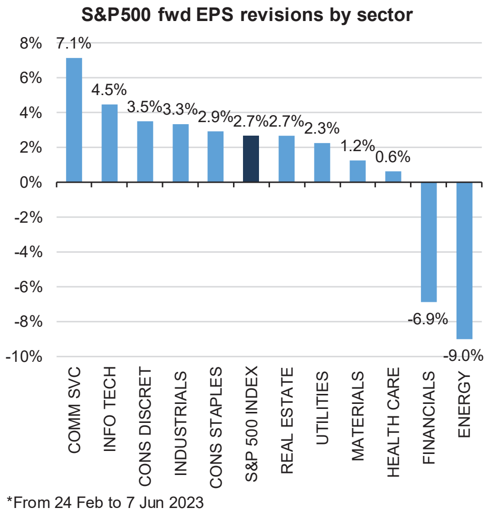


*AI stocks includes NVIDIA CORP, MICRON TECHNOLOGY INC, MICROSOFT CORP, AMAZON.COM INC, META PLATFORMS INC-CLASS A, ALPHABET INC-CL C, ALPHABET INC-CL A
*Data rebased to 24 Feb 2023

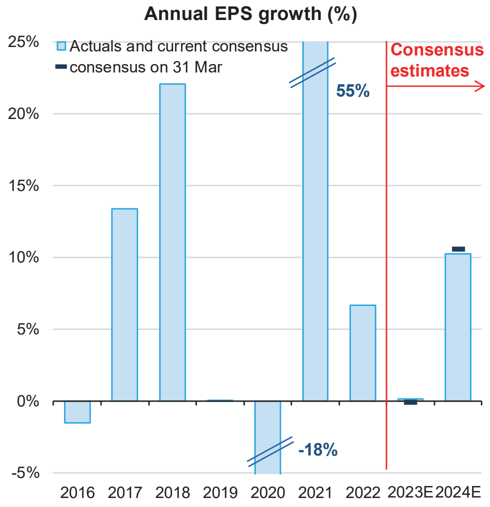
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 17: ถึงแม้กำไรจะถูกปรับขึ้น แต่ก็ถูกปรับขึ้นมาใกล้เคียงกับระดับในปีก่อน ซึ่งยังไม่มากพอที่จะทำให้กำไรของปี 2023 โตขึ้นอย่างมีนัยยะ

EPS upward revisions have been led by the communication services sector

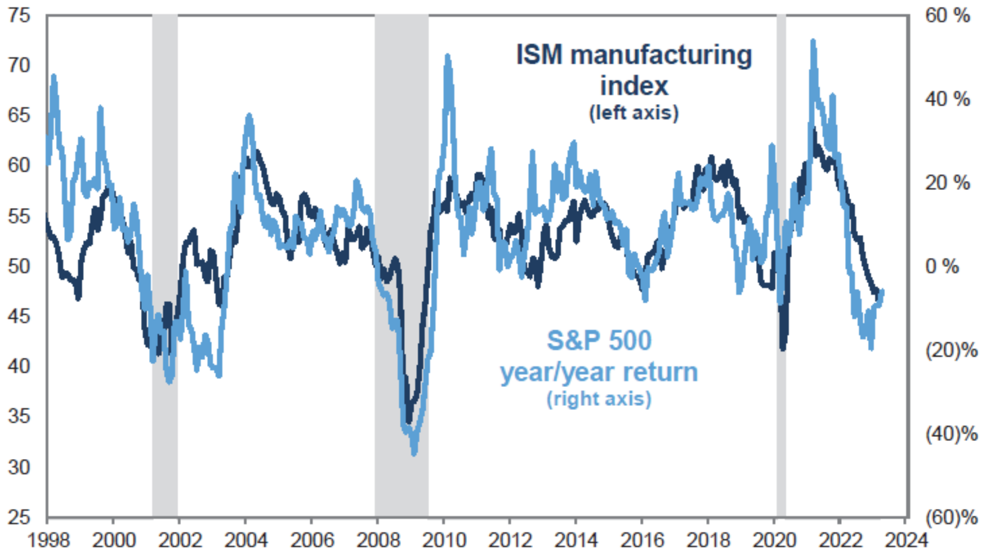


Upward revisions for 2023 offset by downward revisions for 2024



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

แผนภาพที่ 18: ตลาดหุ้นถูกขับเคลื่อนจากตัวเลขเศรษฐกิจในระยะสั้น



ที่มา: Goldman Sachs

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนตราสารตลาดเงิน (Money market instrument) ปัจจุบันที่ระดับ 5.2% มีความคุ้มค่าที่สุดในรอบกว่า 23 ปี หรือตั้งแต่เหตุการณ์ฟองสบู่ Dot-com เมื่อเทียบกับตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P 500) ที่ปัจจุบันมีอัตรากำไรต่อราคาหุ้น (Earning yield) เพียงประมาณ 4.8% ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ปรับตัวสูงขึ้นตามคาดการณ์ของเรามาอยู่ที่ระดับ 3.8 – 4.0% เปิดโอกาสเพิ่มน้ำหนักการลงทุน (Overweight) จากความเสี่ยงด้านต่ำที่จำกัด เมื่อเทียบกับโอกาสทำกำไรจากตราสารหนี้ระยะยาว (Long duration bond) ตามรอบวัฏจักรเศรษฐกิจที่มักเกิดขึ้นเพียงหนึ่งครั้งในรอบหลายปี

ตราสารตลาดเงินให้ผลตอบแทนดีที่สุดในรอบกว่า 23 ปีเมื่อเทียบกับตลาดหุ้น

กระแสการพัฒนาของปัญญาประดิษฐ์ หรือ Artificial Intelligence: AI ได้ส่งผลเชิงบวกต่อตลาดหุ้น (S&P 500) อย่างมากในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะบริษัทเทคโนโลยียักษ์ใหญ่ 7 บริษัท ได้แก่ Nvidia, Meta, Alphabet, Apple, Amazon, Microsoft และ Tesla จนได้รับฉายาว่าเป็น ‘ผู้ยิ่งใหญ่ทั้งเจ็ด’ (Magnificent Seven) ที่มีโอกาสเป็นผู้นำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ AI ในอนาคต ทำให้เม็ดเงินลงทุนจำนวนมากไหลเข้าสู่หุ้นกลุ่มดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง

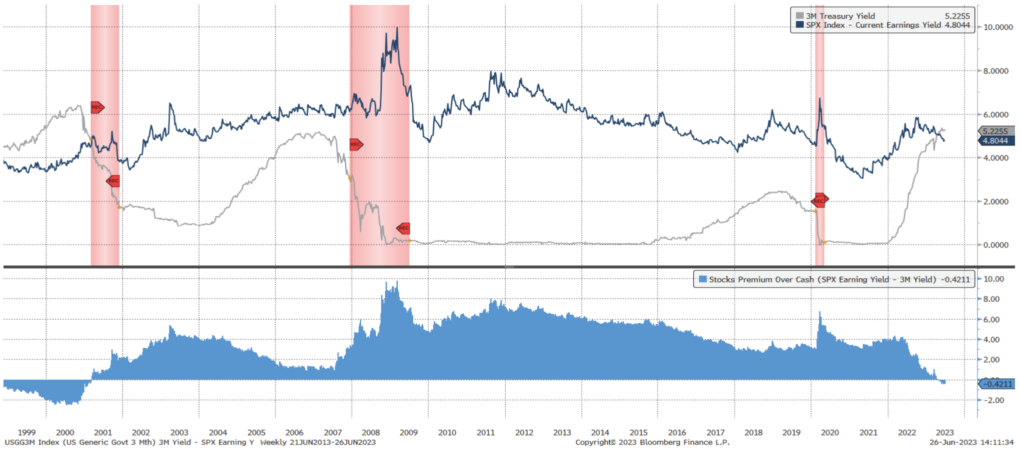
อย่างไรก็ดี ราคาที่ปรับสูงขึ้นมาจาก Sentiment เชิงบวกของนักลงทุนตลาดหุ้นในขณะที่คาดการณ์กำไรของดัชนีโดยรวมไม่ได้ปรับตัวขึ้นมาทันที ส่งผลให้อัตรากำไรต่อหุ้น (Earning yield) ของดัชนีหุ้น S&P 500 ปรับลดลงเหลือ 4.8% โดยค่า Earning yield คือการนำผลกำไรของบริษัทต่อหุ้น (Earning per share) หารด้วยราคา (Price) หรือก็คือส่วนกลับของ P/E Ratio ที่นักลงทุนคุ้นเคยกัน โดยค่า P/E ที่สูง ก็จะส่งผลให้ Earning yield ต่ำ สะท้อนราคาของหุ้นที่แพงมากขึ้นเมื่อเทียบกับความสามารถในการทำกำไร

ในขณะเดียวกัน ผลตอบแทนของสินทรัพย์ตลาดเงิน ซึ่งในที่นี้เราใช้ตัวแทน (Proxy) เป็นผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังสหรัฐฯ ชนิดอายุ 3 เดือน (3-Month US Treasury Bill) ที่จัดว่าเป็นสินทรัพย์ความเสี่ยงต่ำ ทั้งความเสี่ยงด้านความน่าเชื่อถือ และความเสี่ยงด้านราคา จากระยะเวลา (Duration) ที่ต่ำ โดยปัจจุบัน Yield ของตั๋วเงินคลังปรับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 5.2% สูงกว่าระดับ Earning yield 4.8% ของหุ้นซึ่งจัดเป็นสินทรัพย์เสี่ยง จึงสะท้อนความโลภ (Greed) ของนักลงทุนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก

โดยครั้งสุดท้ายที่ระดับผลตอบแทนตั๋วเงินคลังสหรัฐฯ ชนิดอายุ 3 เดือนอยู่สูงกว่า Earning yield ต้องย้อนกลับไปถึงปี 2000 หรือปรากฏการณ์ฟองสบู่หุ้นดอทคอม (Dot-com bubble) ที่ดัชนีหุ้นสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นอย่างมากจากกระแสของธุรกิจออนไลน์ในยุคเริ่มต้น แต่หลังจากนั้นไม่นานผลกระทบจากการดำเนินนโยบายเชิงเข้มงวดอย่างต่อเนื่องของ Fed ในยุคนั้น ก็ส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวลงและเข้าสู่ภาวะ Recession ในเวลาต่อมา ส่งผลให้ฟองสบู่หุ้นสหรัฐฯ แตกลง ดัชนี S&P 500 ปรับตัวลงรุนแรงกว่า 48% จากจุดสูงสุดในระยะเวลา 2 ปี 8 เดือน

เราจึงมองว่าการถือตราสารเงินที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดในรอบกว่า 23 ปีเมื่อเทียบกับหุ้น เพื่อประเมินสถานการณ์เพิ่มเติมท่ามกลางตลาดที่มีความโลภสูง สวนทางกับการดำเนินนโยบายการเงินเชิงเข้มงวดอย่างมากของ Fed ในปัจจุบัน มีความเหมาะสมกว่าการไล่ระดับราคาเพื่อซื้อหุ้นที่มี Valuation แพง

แผนภาพที่ 19: ผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังสหรัฐฯ ชนิดอายุ 3 เดือน (3-Month US Treasury Bill) ปรับตัวขึ้นสูงกว่าอัตรา กำไรต่อหุ้น (Earning yield) ของดัชนีหุ้น S&P 500 ครั้งแรกในรอบกว่า 23 ปี



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

พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี มีโอกาสให้ผลตอบแทนโดยรวมสูงถึง 9 – 16% ในอีก 12 เดือนข้างหน้า

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) ปรับตัวขึ้นมาอยู่ในระดับราว 3.8 – 4% ตามที่เราคาด ซึ่งเรามองว่าเป็นจุดเข้าซื้อที่เหมาะสม และแนะนำ Overweight เนื่องจากโอกาสที่ Bond yield จะปรับสูงขึ้นมากกว่าปัจจุบันมีค่อนข้างต่ำ ในขณะที่เมื่อมองไปข้างหน้า หากเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่สภาวะชะลอตัวไม่รุนแรง (Soft landing) และ Fed ทยอยปรับอัตราดอกเบี้ยลดลงสู่เกณฑ์มาตรฐาน (Policy normalization) ซึ่งมีโอกาสส่งผลให้ Bond yield ทยอยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 3.2% ในอีก 12 เดือนข้างหน้า พันธบัตรอายุ 10 ปี จะให้ผลตอบแทนราว 9%

และหากสถานการณ์เงินเฟ้อยืดเยื้อจนส่งผลให้ Fed ต้องดำเนินนโยบายการเงินเชิงเข้มงวดมากขึ้น จนส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะหดตัวอย่างรุนแรง (Hard landing) ก็มีโอกาสที่เม็ดเงินลงทุนจะไหลเข้าสู่สินทรัพย์ปลอดภัยอย่างพันธบัตรรัฐบาล ประกอบกับการต้องเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงิน ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอย่างรวดเร็ว ก็มีโอกาสที่ Bond yield จะปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 2.4% ซึ่งในกรณีหลังนี้ จากการคำนวณจะพบว่าพันธบัตรอายุ 10 ปี อาจให้ผลตอบแทนสูงถึง 16%

โอกาสในการทำกำไรจากตราสารหนี้ในระดับสูงกว่า 10% ต่อปี เกิดขึ้นเพียง 17 ครั้งในรอบ 50 ปีล่าสุด หรือเฉลี่ยทุก ๆ 3 ปี โดยครั้งล่าสุดคือปี 2020 ที่ผ่านมา ซึ่งนับเป็นเวลาประมาณ 3 ปีพอดี เราจึงให้คำแนะนำ Overweight พันธบัตรระยะยาว เปิดโอกาสรับผลตอบแทนสูงจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

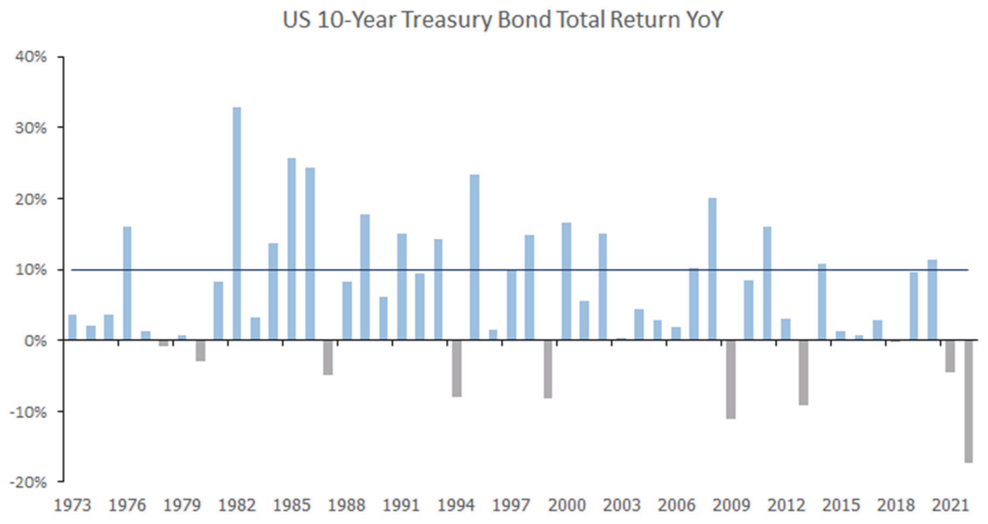
แผนภาพที่ 20: พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี มีโอกาสให้ผลตอบแทนโดยรวมสูงถึง 9 – 16% ในอีก 12 เดือนข้างหน้า

If invest in 10-year Treasury Bond at 3.8%

	Expected yield 12 months ahead	Coupon	Capital gain/loss	Expected total return
Worst case	4.3% (Oct22 high)	3.8%	-4.0%	**-0.2%**
Soft Landing	3.2%	3.8%	5.1%	**8.9%**
Hard Landing	2.4%	3.8%	12.3%	**16.1%**

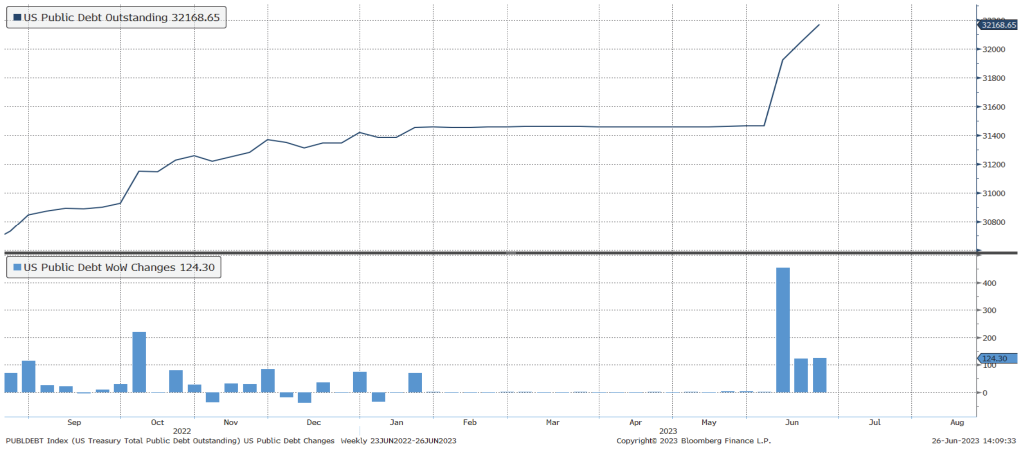
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 21: โอกาสในการทำกำไรจากตราสารหนี้ในระดับสูงกว่า 10% ต่อปี เกิดขึ้น 17 ครั้งในรอบ 50 ปีล่าสุด หรือเฉลี่ยทุก ๆ ประมาณ 3 ปี โดยครั้งล่าสุดคือปี 2020 ที่ให้ผลตอบแทนประมาณ 11%



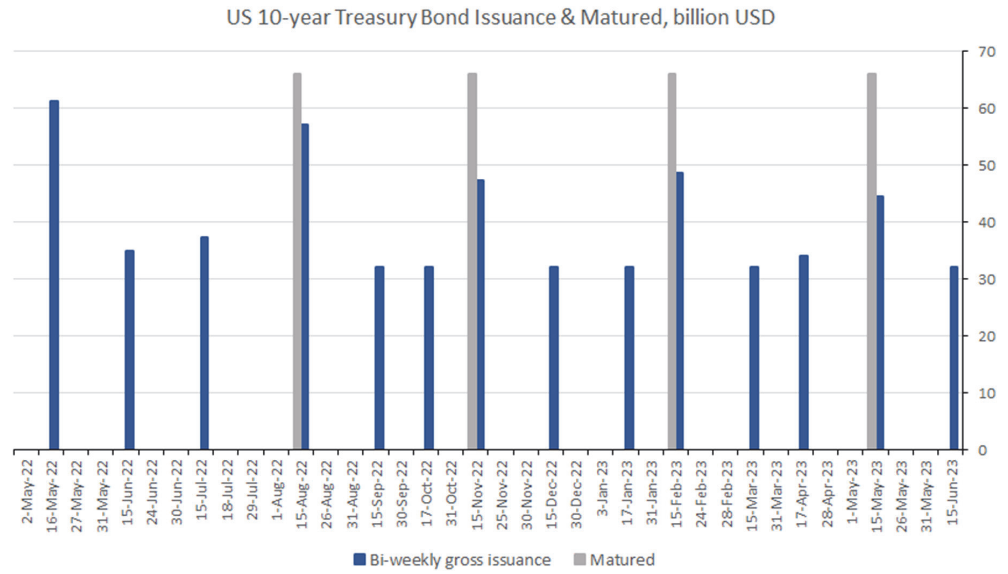
ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 22: ระดับหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มสูงกว่า 7 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สู่ระดับ 32.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หลังรัฐบาลโหวตผ่านมติยกเว้นเพดานหนี้ในช่วงปลายเดือน พ.ค. 2023..



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

แผนภาพที่ 23: ..โดยส่วนมากเป็นการกู้ยืมผ่านตั๋วเงินคลังระยะสั้น (T-bills) ในขณะที่การออกจำหน่ายพันธบัตรัฐบาลชนิดอายุ 10 ปีไม่ได้เพิ่มขึ้นในรอบการออกจำหน่ายประจำช่วงกลางเดือน มิ.ย. 2023 ที่ผ่านมา



ที่มา: US Treasury, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3 จากความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะกดดันให้ Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ประกอบกับ Valuation ของทองคำที่สูงมากในปัจจุบัน และการเข้าซื้อที่จำกัดของผู้เล่นในตลาด ทำให้เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3 สำหรับราคาน้ำมัน เรามองราคาน้ำมัน (WTI) มีโอกาสปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3/2023 และมีแนวรับที่เปรียบเสมือนราคาฐานที่แข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จากความต้องการซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเติมคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ ประกอบกับแนวโน้มการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกที่ยังคงแข็งแกร่ง

ทองคำ

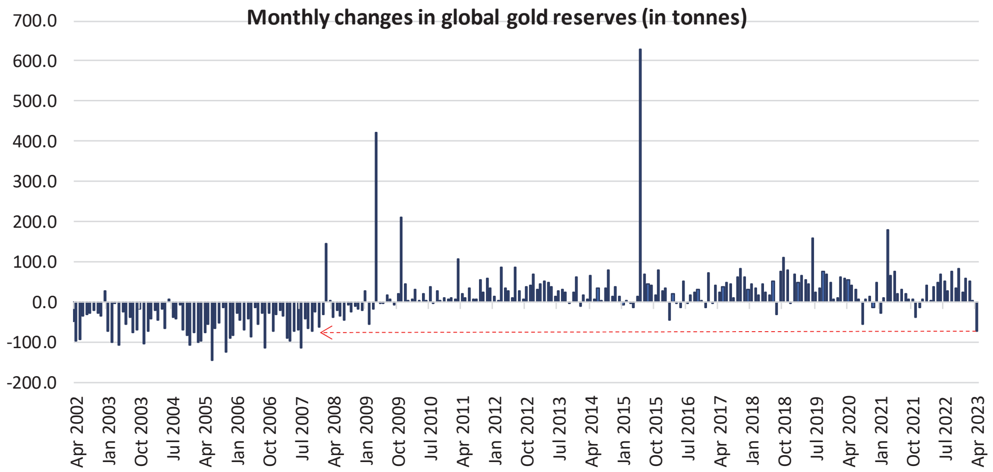
ธนาคารกลางขายทองคำในเดือน เม.ย. มากสุดตั้งแต่ปี 2007

รายงานการถือครองทองคำในทุนสำรองระหว่างประเทศ (Gold reserves) โดย IMF ระบุธนาคารกลางทั่วโลกมียอดขายทองคำสุทธิจำนวน 71 ตันในเดือน เม.ย. นับเป็นการขายรายเดือนที่มากที่สุดตั้งแต่ปี 2007 จากการขายของธนาคารกลางตุรกี (81 ตัน) และคาซัคสถาน (13 ตัน) แต่ถูกชดเชยบางส่วนจากการเข้าซื้อของธนาคารกลางโปแลนด์ (15 ตัน) และจีน (8 ตัน)

การขายทองคำของธนาคารกลางเป็นไปตามมุมมองเรา ซึ่งประเมินว่าธนาคารกลางอาจเข้าซื้อทองคำได้จำกัด จากสัดส่วนการถือครองทองคำในเงินสำรองระหว่างประเทศ (International Reserve) ที่เพิ่มขึ้นมาก เมื่อเทียบกับในอดีต (รายละเอียดใน TIPS ฉบับเดือน พ.ค.)

ก่อนหน้านี้ ในไตรมาส 1 ธนาคารกลางเป็นผู้เข้าซื้อทองคำรายสำคัญ และเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำให้เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา การขายทองคำของธนาคารกลางในปริมาณที่มากนี้ นับเป็นสัญญาณสะท้อนการเข้าซื้อของธนาคารกลางที่อาจแผ่วลงต่อจากนี้ ไม่ได้เป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำเหมือนที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 24: ธนาคารกลางขายทองคำในเดือน เม.ย. มากสุดตั้งแต่ปี 2007



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

ราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3

ราคาทองคำที่ปรับลดลงสู่ระดับ 1,920 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ จาก 2,050 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ถูกขับเคลื่อนจากแนวโน้มดอกเบี้ยที่สูงขึ้น จากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สะท้อนให้เห็นในการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) สวนทางกับราคาทองคำที่ปรับลดลง

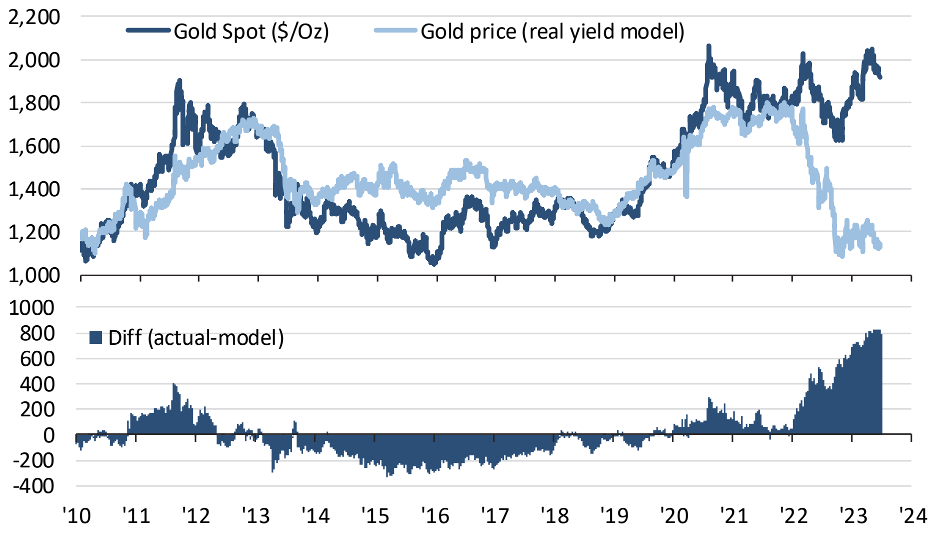
เราใช้ Real yield ดังกล่าว เป็นตัวแปรในแบบจำลอง Regression model ในการประเมินราคาทองคำที่เหมาะสม พบว่าราคาทองคำในปัจจุบันควรอยู่ที่ระดับ 1,100 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ โดยราคาทองคำมักจะมีความคาดเคลื่อนจากแบบจำลองราว 0-200 ดอลลาร์สหรัฐฯ แต่ในภาวะ Recession หรือมีความไม่แน่นอนทางการเมืองระหว่างประเทศ (Geopolitical risks) ราคาทองคำมักจะปรับสูงขึ้นมากกว่าแบบจำลองราว 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามความคาดหวังผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Premium) จากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น

ดังนั้น เมื่อบวกราคาทองคำตามแบบจำลองที่ 1,100 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ และค่า Premium ที่ 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ จะได้ราคาที่เหมาะสมราว 1,500-1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ ซึ่งต่ำกว่าราคาทองคำในปัจจุบันที่ 1,920 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ อยู่ราว 10-20% ทำให้เราประเมินว่าราคาทองคำในปัจจุบันแพงเกินไป และมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3

แผนภาพที่ 25: ราคาทองคำเคลื่อนไหวสวนทางกับ Real yield

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

แผนภาพที่ 26: ในช่วงที่มีความเสี่ยงจาก Recession และความไม่แน่นอนทางการเมือง ราคาทองคำมักจะมีส่วนเพิ่ม (Premium) ราว 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ จากแบบจำลอง



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

น้ำมัน

เรามีมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีโอกาสปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3/2023 และมีแนวรับที่เปรียบเสมือนราคาฐานที่แข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จากความต้องการซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเติมคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ ประกอบกับแนวโน้มการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกที่ยังคงแข็งแกร่ง ในขณะที่ฝั่งอุปทานถูกจำกัดจากการหยุดขยายตัวของการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ประกอบกับการปรับลดการผลิตเพิ่มเติมของประเทศซาอุดีอาระเบียอีกจำนวนมากในเดือน ก.ค. 2023 สภาวะตลาดน้ำมันโลกจึงมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) อย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องในไตรมาสนี้

ซาอุดีอาระเบียมีแผนการปรับลดการผลิตลงอีก -1 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ค. 2023

ทางการซาอุดีอาระเบียได้ออกแถลงการณ์หลังการประชุมของกลุ่ม OPEC และพันธมิตร หรือ OPEC+ (OPEC and Non-OPEC Ministerial Meeting: ONOMM) ครั้งที่ 35 เมื่อวันที่ 4 มิ.ย. ที่ผ่านมา ถึงแผนการลดการผลิตน้ำมันดิบของตนลงอีก -1 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ค. 2023 เป็นเวลา 1 เดือน แต่อาจพิจารณาขยายระยะเวลาออกไปได้หากมีความจำเป็น

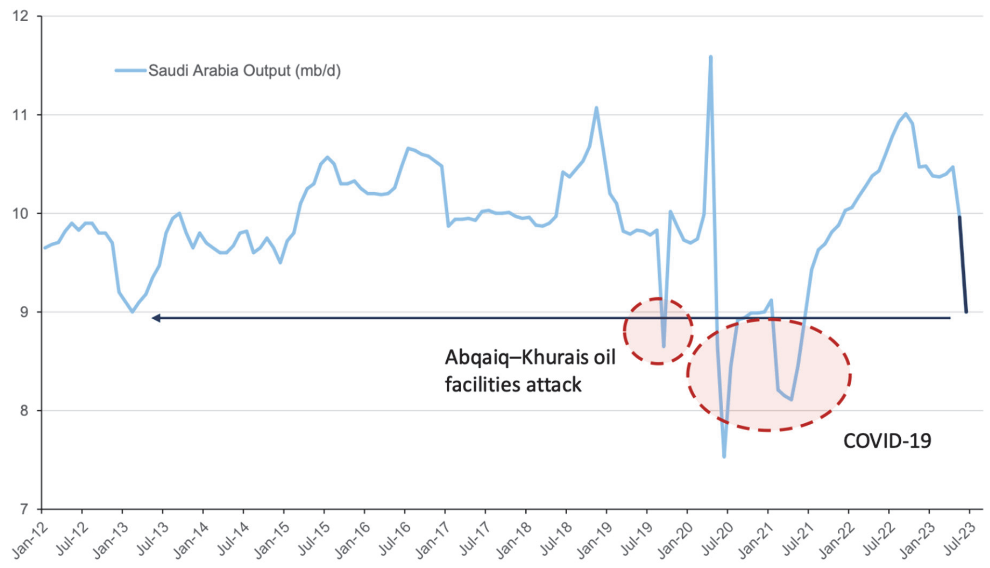
โดยอัตราการผลิตน้ำมันดิบของประเทศซาอุดีอาระเบียในเดือน พ.ค. 2023 อยู่ที่ประมาณ 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน การปรับลดลงครั้งนี้จะส่งผลให้อัตราการผลิตลดไปอยู่ที่ระดับ 9 ล้านบาร์เรลต่อวัน นับเป็นระดับต่ำสุดตั้งแต่เดือน ก.พ. 2013 หากไม่นับเหตุสุดวิสัยอย่างช่วงวิกฤต COVID-19 และการถูกโจมตีโรงกลั่นน้ำมันในเมือง Abqaiq ในปี 2019

เรามองว่าซาอุดีอาระเบียซึ่งเป็นผู้นำกลุ่ม OPEC มีความตั้งใจ 2 ประการจากการตัดสินใจดังกล่าว ประกอบด้วย

1. ความพยายามรักษาระดับราคาน้ำมันดิบ WTI ให้อยู่สูงกว่า 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในระยะสั้น โดยยอมรับความเสี่ยงที่ค่อนข้างสูงจากการลดการผลิตเพิ่มเติมลงเพียงรายเดียว ไม่ได้เป็นการกระจายปรับลดลงระหว่างสมาชิกกลุ่มโดยปกติ ซึ่งจะส่งผลให้ส่วนแบ่งในตลาดและรายได้ของซาอุดีอาระเบียลดลงชั่วคราว และ
2. การส่งสัญญาณแก่นักลงทุนและนักเก็งกำไรในตลาด ถึงอำนาจในการแทรกแซงราคาน้ำมันดิบที่กลับมาอยู่ในมือ OPEC และพันธมิตรมากขึ้น หลังคู่แข่งอันดับหนึ่งอย่างอุตสาหกรรมการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอการเติบโตลงชัดเจน ซึ่งจะส่งผลต่อการประเมินราคาน้ำมันในระยะยาว

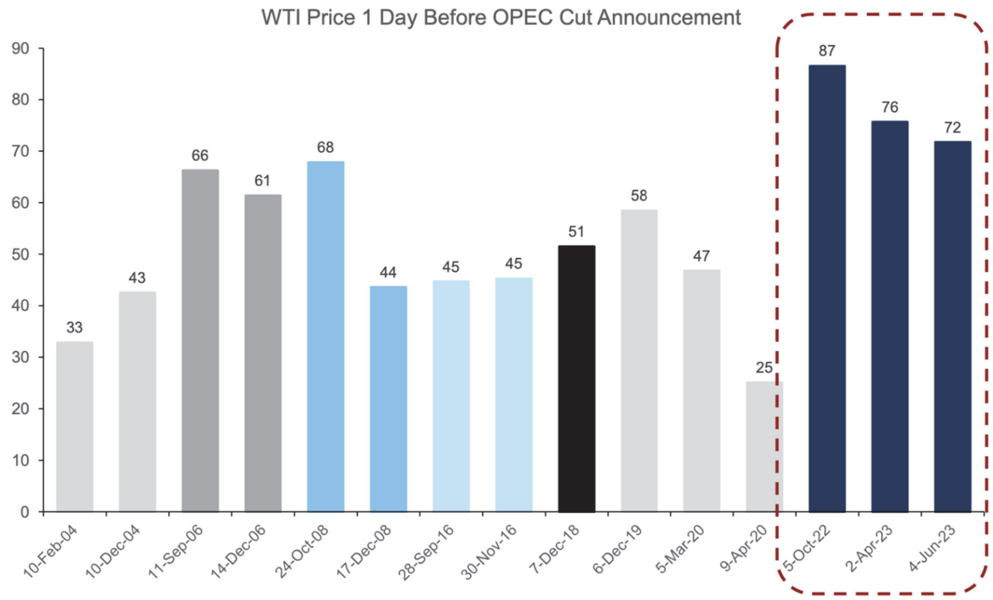
นอกจากนี้ ระหว่างงานสัมมนาธุรกิจ อาหรับ-จีน (Arab-China Business Conference) ซึ่งจัดขึ้นหลังการประชุม OPEC+ ประมาณหนึ่งสัปดาห์ เจ้าชาย Abdulaziz bin Salman รัฐมนตรีกระทรวงพลังงานซาอุดีอาระเบีย ยังได้ระบุถึงสัญญาณจากตลาดการเงิน (Financial market) ที่มีมุมมองเป็นลบมากเกินไป ไม่สอดคล้องกับสถานการณ์ในตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) และคาดว่าการปรับลดการผลิตของซาอุดีอาระเบียในเดือน ก.ค. จะทำให้ปัจจัยพื้นฐานมีความชัดเจน และส่งผลให้ Sentiment ในตลาดการเงินพัฒนาดีขึ้น

แผนภาพที่ 27: การผลิตน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียคาดจะลดลงไปอยู่ที่ระดับ 9 ล้านบาร์เรลต่อวัน นับเป็นระดับต่ำสุดตั้งแต่เดือน ก.พ. 2013 หากไม่นับเหตุสุดวิสัยอย่างช่วงวิกฤต COVID-19 และการถูกโจมตีโรงกลั่นน้ำมันในเมือง Abqaiq ในปี 2019



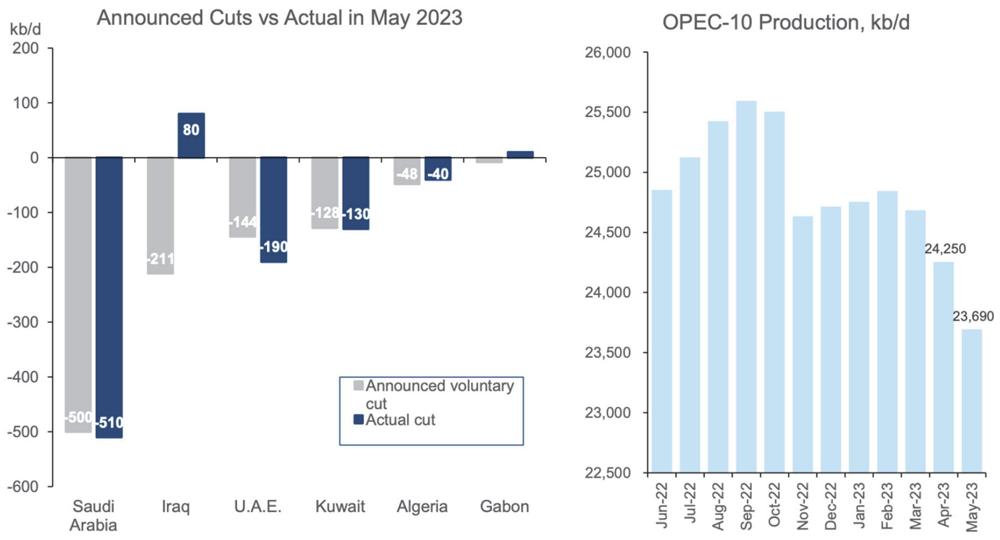
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: การตัดสินใจของซาอุดีอาระเบียสะท้อนความพยายามที่จะรักษาราคาน้ำมันดิบ WTI ไว้เหนือระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



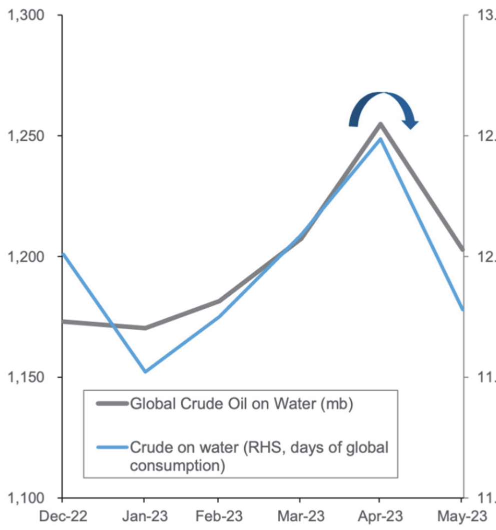
ที่มา: Bloomberg, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

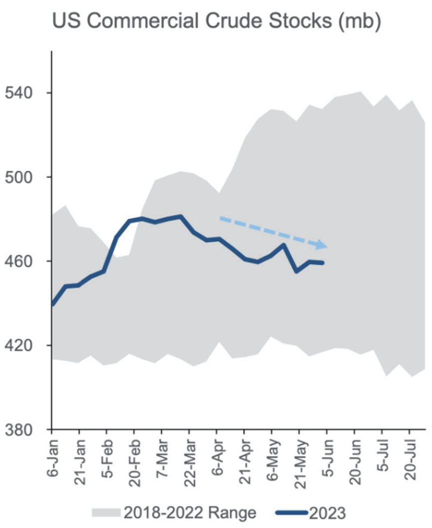
แผนภาพที่ 29: การตัดสินใจปรับลดการผลิตเพิ่มเติมของซาอุดีอาระเบียเกิดขึ้นหลังอัตราการผลิตรวมของกลุ่ม OPEC-10 ในเดือน พ.ค. 2023 ลดลงต่ำกว่าเป้าที่คาดไว้



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

แผนภาพที่ 30: ระดับน้ำมันดิบที่อยู่ระหว่างการขนส่งทางทะเลทั่วโลก (Crude on water) (ภาพซ้าย) ปรับลดลงจำนวนมากในเดือน พ.ค. 2023 หลังสมาชิก OPEC เริ่มปรับลดการผลิตลง สร้างแรงกดดันด้านต่ำต่อระดับคลังสำรองน้ำมันดิบในประเทศสหรัฐฯ (ภาพขวา) ในระยะข้างหน้า





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

การชะลอตัวลงของกิจกรรมการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ กดดันให้ SPR ต้องเข้ามาช่วยสร้างความมั่นใจ

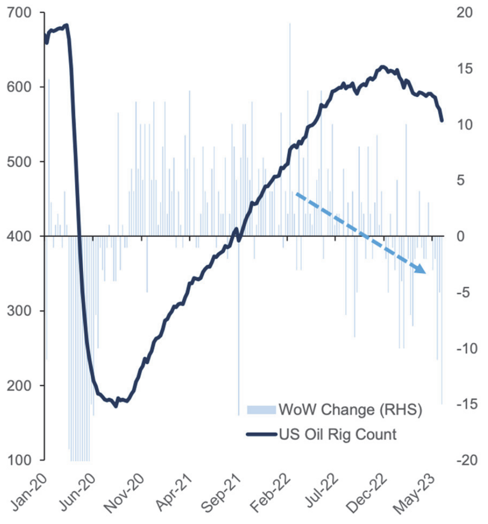
จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ (US active oil rig count) รายงานโดย Baker Hughes อยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่ทำจุดสูงสุดที่ประมาณ 620 แท่นในช่วงปลายปีที่แล้ว มาอยู่ที่ราว 550 แท่นในปัจจุบัน โดยเฉพาะตั้งแต่เดือน พ.ค. เป็นต้นมาที่อัตราการลดลงของแท่นขุดเจาะน้ำมันดูจะเร่งตัวขึ้น แม้ราคาน้ำมันดิบ WTI จะทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

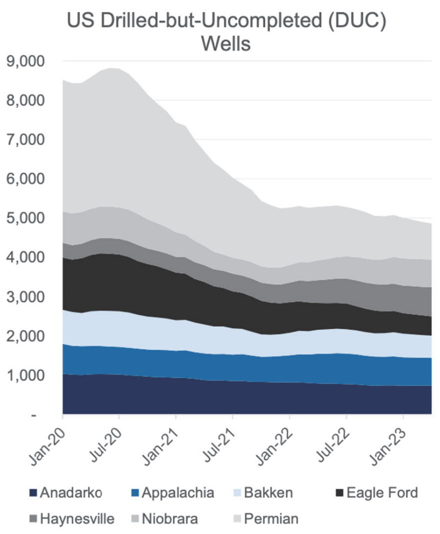
ในขณะที่จำนวนหลุมน้ำมันที่ได้ขุดเจาะรอไว้ล่วงหน้า (Drilled-but-Uncompleted Wells: DUC) หรือหลุมที่ทางผู้ผลิตได้ค้นพบและดำเนินการขุดเจาะไว้แล้ว แต่ยังไม่เสร็จสมบูรณ์พร้อมที่จะผลิตน้ำมันดิบออกมา ซึ่งเปรียบเสมือนคลังสำรองของหลุมน้ำมัน ก็ทยอยปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมาเช่นกัน

ในอดีต เมื่อจำนวนแท่นขุดเจาะที่กำลังทำงาน (Active rig count) ปรับลดลง จำนวนหลุม DUC มักจะเพิ่มจำนวนขึ้น จากอัตราการนำหลุมเก่าออกมาใช้ที่ลดลงจนอยู่ต่ำกว่าการค้นพบแหล่งขุดเจาะใหม่ (Exploration) อย่างไรก็ดี การลดลงพร้อมกันของทั้งจำนวนแท่นขุดเจาะและหลุม DUC ในปัจจุบัน สะท้อนถึงพฤติกรรมของผู้ผลิตที่ชะลอการค้นหาแหล่งน้ำมันดิบใหม่ลงอย่างมาก เนื่องจากเป็นส่วนการดำเนินงานที่ต้องการเงินลงทุนต่อเนื่องและมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง จึงไม่เหมาะสมในสภาพแวดล้อมปัจจุบันที่ต้นทุนการดำเนินงานและต้นทุนทางการเงินปรับสูงขึ้นมาก

จำนวนแท่นขุดเจาะที่ปรับลดลง ประกอบกับจำนวนหลุม DUC ที่ค่อนข้างต่ำนับเป็นอุปสรรคในการเร่งเพิ่มอัตราการผลิตน้ำมันดิบในระยะข้างหน้า ทำให้อุปทานน้ำมันจากสหรัฐฯ มีแนวโน้มตึงตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 กระทรวงพลังงานสหรัฐฯ ที่ทราบถึงความเสี่ยงนี้ดี จึงเร่งส่งสัญญาณว่าจะซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเติมคลัง SPR ในช่วงหลังของปี โดยล่าสุดได้แถลงถึงความตั้งใจจะซื้อน้ำมันดิบจำนวนประมาณ 12 ล้านบาร์เรลภายในปีนี้ และมีกำหนดการเริ่มต้นการซื้อตั้งแต่เดือน ส.ค. 2023 เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับอุตสาหกรรมพลังงานในประเทศ ป้องกันไม่ให้ระดับการผลิตลดต่ำลงเกินไป ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้นในอนาคต แนวโน้มการดำเนินนโยบายของ SPR จึงเป็นอีกปัจจัยสำคัญที่จะช่วยรักษาราคาน้ำมันดิบ WTI ไม่ให้ลดต่ำลงกว่าระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลมากนัก

แผนภาพที่ 31: จำนวนแท่นขุดเจาะที่ปรับลดลง (ภาพซ้าย) ประกอบกับจำนวนหลุม DUC ที่อยู่ค่อนข้างต่ำ (ภาพขวา) เป็นอุปสรรคต่อการเร่งเพิ่มอัตราการผลิตน้ำมันดิบในระยะข้างหน้า





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

ดัชนีบ่งชี้แนวโน้มอุปสงค์น้ำมันในระยะข้างหน้ายังคงแข็งแกร่ง

รายงานตลาดพลังงานรายเดือนของ EIA ฉบับล่าสุดเปิดเผยประมาณการอุปสงค์น้ำมันโลกในเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา อยู่ที่ 100.4 บาร์เรลต่อวัน คิดเป็นการเติบโตจากช่วงเวลาเดียวกันในปีที่แล้วราว 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งในจำนวนนี้ มีสัดส่วนการเติบโตที่มาจากประเทศสหรัฐฯ สูงกว่า 1.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน (21.1 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน พ.ค. 2023 vs. 20.0 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน พ.ค. 2022) สะท้อนภาพเศรษฐกิจที่มีความแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดเคยคาดการณ์

และหากดูแนวโน้มในระยะข้างหน้า ความต้องการบริโภคน้ำมันในไตรมาสที่ 3 มักจะปรับตัวสูงขึ้นกว่าไตรมาสที่ 2 ของปีตามปัจจัยตามฤดูกาล (Seasonal pattern) ดังเช่นในไตรมาส 3/2022 ที่มีอุปสงค์น้ำมันโลกเฉลี่ยสูงกว่าในไตรมาส 2/2022 กว่า 2.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน (100.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน vs. 98.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ) ประกอบกับดัชนีบ่งชี้ล่วงหน้า (Leading indicators) อย่างยอดขายรถบรรทุกขนาดใหญ่ในสหรัฐฯ ที่ยังปรับตัวเพิ่มขึ้นและอยู่ในระดับค่อนข้างสูง หรือค่าอรรถประโยชน์ของระบบการกลั่นน้ำมันในสหรัฐฯ (Refinery utilization rate) ที่อยู่ในระดับสูงที่สุดในรอบประมาณ 4 ปี สะท้อนมุมมองเชิงบวกของผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมแปรรูปและจัดจำหน่ายเชื้อเพลิง ต่อแนวโน้มความต้องการบริโภคน้ำมันในระยะข้างหน้า

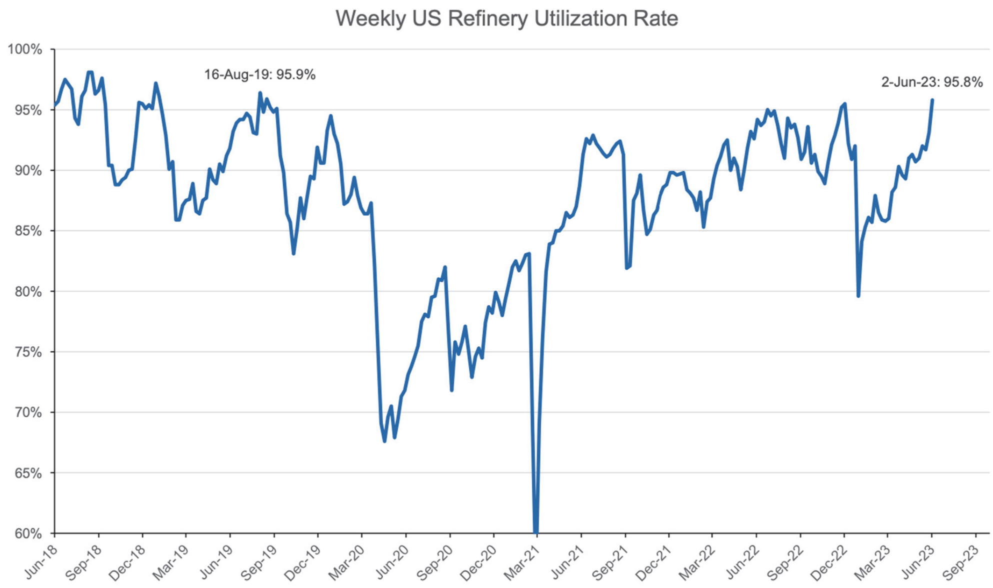
ด้วยปัจจัยดังกล่าว เราจึงเชื่อว่าระดับราคาน้ำมันดิบ WTI มีแนวรับที่เปรียบเสมือนราคาฐาน (Floor price) ที่แข็งแกร่งอยู่ที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และมีโอกาสปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3/2023

แผนภาพที่ 32: ยอดขายรถบรรทุกขนาดใหญ่ในสหรัฐฯ เมื่อเทียบกับจำนวนประชากร ยังปรับตัวเพิ่มขึ้น และอยู่ในระดับค่อนข้างสูง สะท้อนภาพเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มยังไม่เข้าสู่ภาวะหดตัวในระยะสั้น

Note: Heavy trucks are trucks with more than 14,000 pounds (6.4 metric tons) gross vehicle weight

ที่มา: US Bureau of Economic Analysis, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

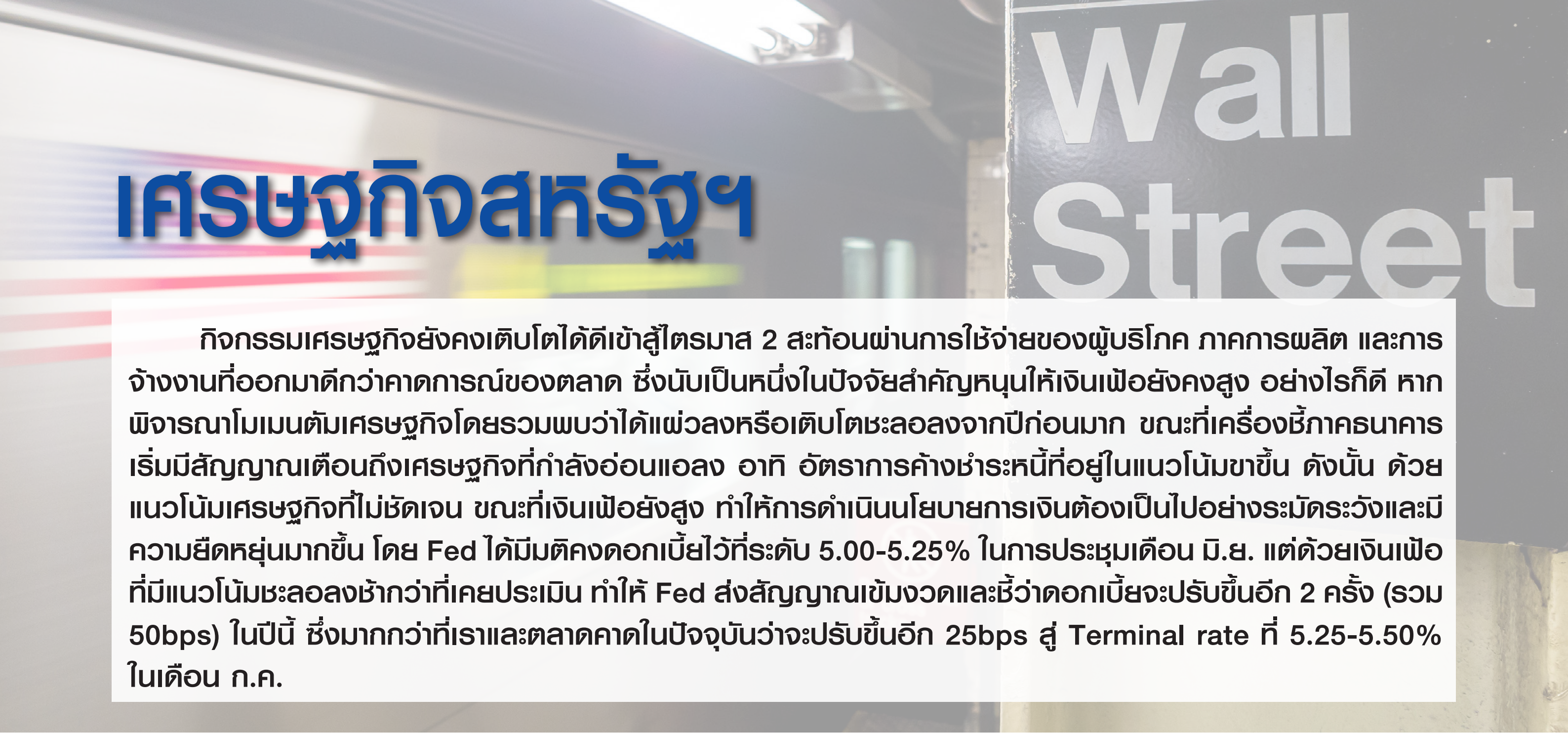
แผนภาพที่ 33: ค่าอรรถประโยชน์ของระบบการกลั่นน้ำมันในสหรัฐฯ (Refinery utilization rate) เพิ่มขึ้นทำระดับสูงที่สุดในรอบประมาณ 4 ปี สะท้อนมุมมองเชิงบวกของผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมแปรรูปและจัดจำหน่ายเชื้อเพลิง ต่อแนวโน้มความต้องการบริโภคน้ำมันในระยะข้างหน้า



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงเติบโตได้ดีเข้าสู้ไตรมาส 2 สะท้อนผ่านการใช้จ่ายของผู้บริโภค ภาคการผลิต และการจ้างงานที่ออกมาดีกว่าคาดการณ์ตลาด ซึ่งนับเป็นหนึ่งในปัจจัยหนุนให้เงินเฟ้อยังคงสูง อย่างไรก็ดี หากพิจารณาโมเมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมพบว่าแผ่วลงหรือเติบโตชะลอลงจากปีก่อนมาก ขณะที่เครื่องชี้ภาคธนาคารเริ่มมีสัญญาณเตือนถึงเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง อาทิ อัตราการค้างชำระหนี้ที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ดังนั้น ด้วยแนวโน้มเศรษฐกิจที่ไม่ชัดเจน ขณะที่เงินเฟ้อยังสูง ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินต้องเป็นไปอย่างระมัดระวังและยืดหยุ่นมากขึ้น โดย Fed ได้คงดอกเบี้ยที่ 5.00-5.25% ในการประชุมเดือน มิ.ย. แต่ชี้ว่าดอกเบี้ยจะปรับขึ้นอีก 2 ครั้ง (รวม 50bps) ในปีนี้ ซึ่งมากกว่าที่เราและตลาดคาดในปัจจุบันว่าจะปรับขึ้นอีก 25bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.25-5.50% ในเดือน ก.ค.
- เศรษฐกิจยูโรโซนเข้าสู่ภาวะ Technical Recession ในไตรมาสแรก หลัง GDP ถูกปรับลดลงเป็นติดลบ ท่ามกลางเงินเฟ้อสูงกดดันการใช้จ่ายของผู้บริโภค รวมถึงการใช้จ่ายภาครัฐลดลง ในระยะข้างหน้า GDP คาดจะกลับมาขยายตัวได้ในไตรมาส 2 ท่ามกลางตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ช่วยหนุนกำลังซื้อ ขณะที่เงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว อย่างไรก็ดี ปัจจัยดังกล่าวอาจทำให้เงินเฟ้อชะลอลงช้ากว่าที่ประเมิน ซึ่งจะกดดัน ECB ปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ โดยในการประชุมเดือน มิ.ย. ECB ได้ปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับ 3.50% และส่งสัญญาณจะปรับขึ้นต่อในการประชุมเดือน ก.ค. ท่ามกลางประมาณการเงินเฟ้อที่ถูกปรับเพิ่มขึ้นจากเดิม ในกรณีฐาน เรามองว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้ง (+25bps) สู่ระดับสูงสุดที่ 3.75% ในเดือน ก.ค. แต่มองว่ามีความเสี่ยงที่ดอกเบี้ยจะต้องปรับสูงขึ้นกว่านั้น
- เศรษฐกิจในประเทศญี่ปุ่นยังคงฟื้นต่อเนื่องในเดือน พ.ค. โดยเฉพาะภาคบริการ ขณะที่ภาคการส่งออกชะลอตัวลงต่อเนื่องตามภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอ ด้านนโยบายการเงิน BoJ คงนโยบายการเงินเดิมตามคาดในการประชุมเดือน มิ.ย. โดยมีมติเป็นเอกฉันท์คงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5% โดยในการประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ค. เรามองว่า BoJ อาจคงนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไปด้วยเงินเฟ้อพื้นฐานที่น่าจะมีการชะลอตัวลงในช่วงไตรมาส 4/2023 และค่าจ้างรายเดือนที่ยังคงเติบโตต่ำกว่าเป้าหมาย อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามรายงานตัวเลขทั้ง 2 ตัวอย่างใกล้ชิดเพราะนับเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับ BoJ ในการตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน
- เศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. สะท้อนถึงการเติบโตที่เปราะบาง หลังเศรษฐกิจไตรมาสแรกขยายตัวดีกว่าที่ตลาดประเมินไว้ท่ามกลางอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวหลังรัฐบาลผ่อนปรนมาตรการ COVID-19 โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของทางการจีนเดือน พ.ค. ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ทั้งในและนอกภาคการผลิต ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจอย่างการลงทุนและยอดค้าปลีกได้ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์เช่นกัน แม้จะได้รับอานิสงส์จากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อน นอกจากนี้ ยอดส่งออกสินค้าได้หดตัวมากกว่าที่ตลาดคาดไว้มากจากแรงกดดันของภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ทำให้แนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนมีความไม่แน่นอนสูง และตลาด (Bloomberg consensus) ได้เริ่มมีการปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลง ขณะที่รัฐบาลส่งสัญญาณกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม
- เศรษฐกิจไทยเดือน เม.ย. ยังได้รับแรงหนุนหลักจากการท่องเที่ยวและการบริโภคเอกชน ขณะที่การส่งออกหดตัวต่อเนื่อง ขณะที่ในการประชุม กนง. ครั้งล่าสุดได้มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นดอกเบี้ย +25bps สู่ระดับ 2% ตามคาดการณ์ โดยแม้ กนง. คงประมาณการ GDP ปีนี้และปีหน้าไว้เช่นเดิม แต่ได้มีการปรับลดประมาณการเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานลง โดยล่าสุดคาดเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2023F ที่ 2.5% และ 2.0% ตามลำดับ ซึ่งน่าจะสะท้อนว่า กนง. มีความกังวลด้านเงินเฟ้อในกรณีฐานที่ลดลง อย่างไรก็ดี กนง. ได้แสดงความกังวลต่อนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลชุดใหม่ที่อาจทำให้เศรษฐกิจและเงินเฟ้อขยายตัวสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ อีกทั้งได้แสดงความกังวลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ต่ำเกินไป ทำให้เรามองความเสี่ยง Upside ต่อคาดการณ์ดอกเบี้ยสูงสุดในกรณีฐานที่ 2% ของเรายังคงมีอยู่ (ราว 25-50bps) ซึ่งขึ้นกับพัฒนาการเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และสถานการณ์การเมืองในระยะข้างหน้าที่มีความไม่แน่นอนสูง



เศรษฐกิจสหรัฐฯ

กิจกรรมเศรษฐกิจยังคงเติบโตได้ดีเข้าสู่ไตรมาส 2 สะท้อนผ่านการใช้จ่ายของผู้บริโภค ภาคการผลิต และการจ้างงานที่ออกมาดีกว่าคาดการณ์ของตลาด ซึ่งนับเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญหนุนให้เงินเฟ้อยังคงสูง อย่างไรก็ดี หากพิจารณาโมเมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมพบว่าได้แผ่วลงหรือเติบโตชะลอลงจากปีก่อนมาก ขณะที่เครื่องชี้ภาคธนาคารเริ่มมีสัญญาณเตือนถึงเศรษฐกิจที่กำลังอ่อนแอลง อาทิ อัตราการค้างชำระหนี้ที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ดังนั้น ด้วยแนวโน้มเศรษฐกิจที่ไม่ชัดเจน ขณะที่เงินเฟ้อยังสูง ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินต้องเป็นไปอย่างระมัดระวังและมีความยืดหยุ่นมากขึ้น โดย Fed ได้มีมติคงดอกเบี้ยไว้ที่ระดับ 5.00-5.25% ในการประชุมเดือน มิ.ย. แต่ด้วยเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงช้ากว่าที่เคยประเมิน ทำให้ Fed ส่งสัญญาณเข้มงวดและชี้ว่าดอกเบี้ยจะปรับขึ้นอีก 2 ครั้ง (รวม 50bps) ในปีนี้ ซึ่งมากกว่าที่เราและตลาดคาดในปัจจุบันว่าจะปรับขึ้นอีก 25bps สู่ Terminal rate ที่ 5.25-5.50% ในเดือน ก.ค.

กิจกรรมเศรษฐกิจยังคงเติบโตดี แม้โมเมนตัมโดยรวมจะแผ่วลง ขณะที่เงินเฟ้อยังคงสูง

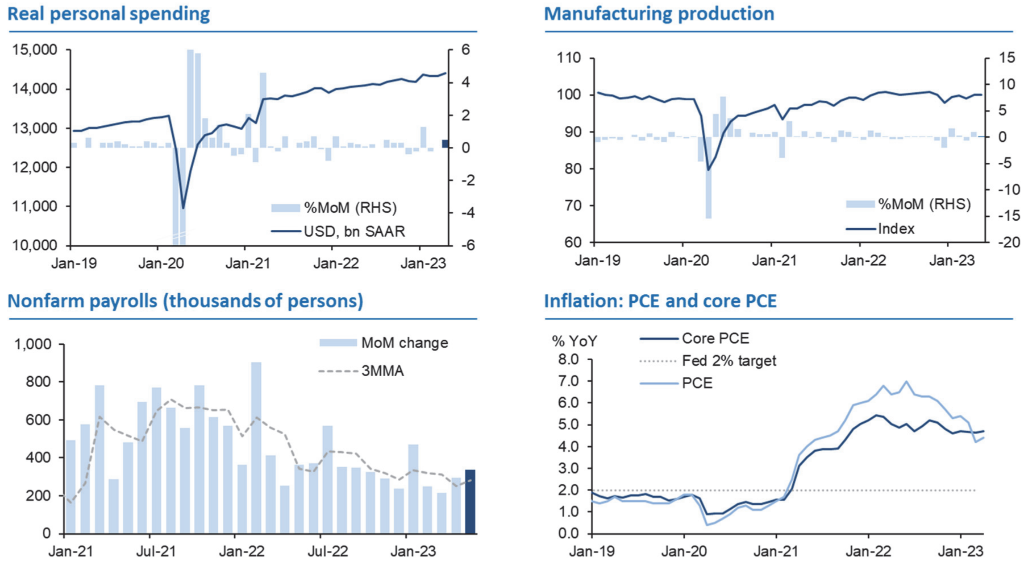
กิจกรรมเศรษฐกิจยังคงเติบโตได้ดีเข้าสู่ไตรมาสที่ 2 สะท้อนผ่านการใช้จ่ายของผู้บริโภค ภาคการผลิต และการจ้างงาน ซึ่งนับเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญทำให้เงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูง แม้จะชะลอลงต่อเนื่องก็ตาม โดยการใช้จ่ายของผู้บริโภคหลังหักผลของราคา (Real personal spending) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น 0.5% MoM (vs. 0.0% เดือนก่อน) สูงสุดในรอบ 3 เดือน และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.3% สะท้อนภาพอุปสงค์ที่ยังดีอยู่ทั้งในส่วนของสินค้า (0.8% MoM) และบริการ (0.3%) โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน การใช้จ่ายของผู้บริโภคขยายตัว 2.3% YoY (vs. 1.9% เดือนก่อน)

ด้านภาคการผลิตซึ่งไม่นับรวมผลผลิตในหมวดสาธารณูปโภคและเหมืองแร่ หรือ Manufacturing Production เดือน พ.ค. เพิ่มขึ้น 0.1% MoM ชะลอลงจาก 0.9% ในเดือนก่อน (ถูก Revised ปรับลดลง -0.1ppt) แต่ดีกว่าคาดการณ์ตลาดที่จะหดตัว -0.1% โดยผลผลิตเพิ่มขึ้นในหมวดรถยนต์, อุปกรณ์ที่เกี่ยวเนื่องกับอากาศยาน และเครื่องใช้ แต่ลดลงในหมวดสินค้าผู้บริโภค อาทิ เสื้อผ้าและเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน รวมถึงอุปกรณ์ทางธุรกิจ

ขณะที่การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เดือน พ.ค. เพิ่มขึ้น 3.39 แสนตำแหน่ง ต่อเนื่องจากที่เพิ่มขึ้น 2.94 แสนตำแหน่งในเดือนก่อน และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดอย่างมากที่ 1.95 แสนตำแหน่ง สะท้อนภาพตลาดแรงงานที่ยังคงดีอยู่แม้จะเริ่มมีสัญญาณอ่อนแอลง อาทิ อัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ที่พุ่งขึ้นเป็น 3.7% (vs 3.4% เดือนก่อน) แย่กว่าตลาดคาดที่ 3.5% และอัตราค่าจ้างแรงงาน (Average Hourly Earnings) ที่ชะลอลงต่อเนื่องอยู่ที่ 4.3% YoY ต่ำสุดนับตั้งแต่กลางปี 2021 และต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่จะทรงตัวเท่าเดือนก่อนที่ 4.4%

กิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังเติบโตได้ดี นับเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้เงินเฟ้อยังคงขยายตัวในระดับสูงโดยอัตราเงินเฟ้อ PCE เดือน เม.ย. ได้เพิ่มขึ้น 0.4% MoM สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.3% และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ได้เร่งตัวขึ้นเป็น 4.4% YoY (vs. 4.2% เดือนก่อน) สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 4.3% ด้านอัตราเงินเฟ้อ Core PCE ที่สะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่แท้จริง (Underlying prices) เพิ่มขึ้น 0.4% MoM สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.3% เช่นเดียวกัน และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อนได้เร่งตัวขึ้นเป็น 4.7% YoY สูงกว่าคาดการณ์ตลาดเล็กน้อยที่จะทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 4.6% ซึ่งอาจสะท้อนได้ว่าการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ Fed ที่ได้กระทำมาทั้งการลดขนาดงบดุล (QT) และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (+500bps จนถึงสิ้นเดือน มิ.ย.) อาจยังไม่เพียงพอ

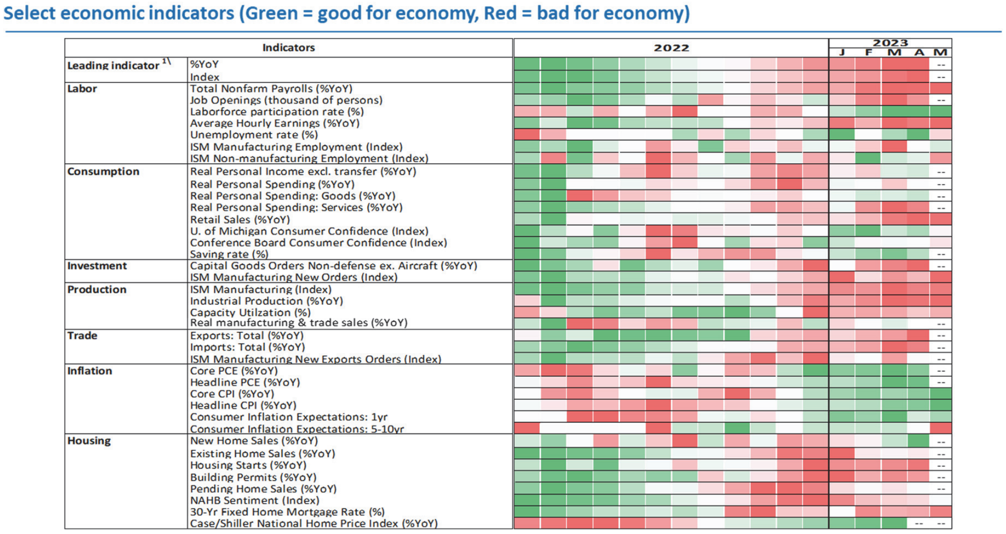
แผนภาพที่ 34: กิจกรรมเศรษฐกิจยังคงเติบโตในระดับที่ดี หนุนเงินเฟ้อให้ยังขยายตัวในระดับสูง



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

อย่างไรก็ดี หากดูเป็นโมเมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมจะพบว่ากิจกรรมเศรษฐกิจส่วนใหญ่ได้แผ่วลงหรือเติบโตในอัตราที่ชะลอลงเมื่อเทียบกับปี 2022 (ที่เป็นกลุ่มสีแดงในแผนภาพ 35 ด้านล่าง)

แผนภาพที่ 35: โมเมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมแผ่วลง (เป็นกลุ่มสีแดง)

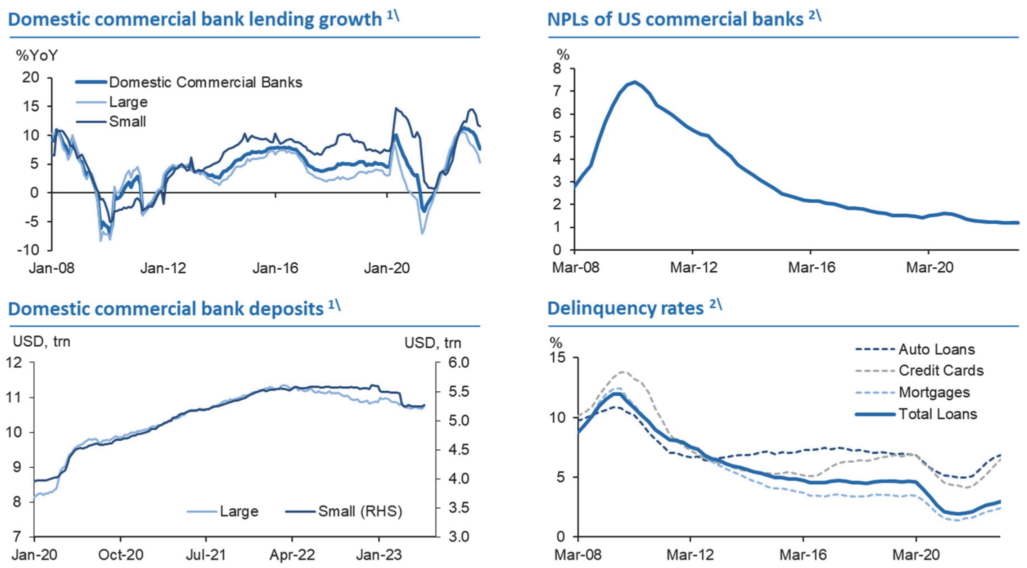


Note: 1\ Composed of average work week, production workers, manufacturing, jobless claims, new orders for manufacturers for consumer goods and materials, ISM index of New Orders, new orders for manufacturers for nondefense capital goods excluding aircraft, build permits for new private housing, S&P500 Stock Index, leading credit index, 10yr spread yield minus the official bank rate, average consumer expectations for business conditions.

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

ขณะที่เครื่องชี้ในภาคธนาคารก็เริ่มมีสัญญาณเตือนถึงเศรษฐกิจที่กำลังอ่อนแอลง อาทิ การปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ที่ชะลอลงต่อเนื่อง และอัตราการค้างชำระหนี้ (Delinquency rate) ที่อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยเฉพาะหนี้บัตรเครดิตและรถยนต์ ซึ่งน่าจะบ่งชี้ถึงความสามารถในการซื้อสินค้าของผู้บริโภคที่จะลดลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 36: เครื่องชี้ในภาคธนาคารเริ่มมีสัญญาณเตือนถึงระบบเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง อาทิอัตราการค้างชำระหนี้ (ภาพขวามือล่าง) ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ขณะที่การปล่อยสินเชื่อชะลอลงต่อเนื่อง



Note: 1\ Data as of 24 May. 2\ Data as of 1Q23.
ที่มา: Bloomberg, NY Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดังนั้น ด้วยแนวโน้มเศรษฐกิจที่ไม่ชัดเจน ขณะที่เงินเฟ้อยังสูง ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินต้องเป็นไปอย่างระมัดระวัง และต้องมีความยืดหยุ่นมากขึ้น ซึ่งในช่วงที่ผ่านมา (ก่อนการประชุมเดือน มิ.ย.) คณะกรรมการ Fed ได้มีการพูดถึงการคงดอกเบี้ย (Pause/ Skip) ในการประชุมเดือน มิ.ย. เพื่อให้มีเวลาประเมินดูผลจากการดำเนินนโยบายที่ได้กระทำมา ประกอบกับเพื่อรอดูพัฒนาการที่เกิดขึ้นในตลาดการเงินและสถาบันการเงินหลังเกิดประเด็นธนาคารพาณิชย์ล้มละลายในช่วงเดือน มี.ค. ขณะที่ไม่ได้ปิดประตูการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ซึ่งในการประชุมเดือน มิ.ย. Fed ก็ได้ตัดสินใจคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับเดิม (5.00-5.25%) ตามที่ได้ส่งสัญญาณก่อนหน้า ซึ่งเราจะกล่าวเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป

แผนภาพ 37: คณะกรรมการ Fed ถกกันถึงการคงดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มิ.ย. แต่ไม่ได้ปิดประตูการปรับดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติม ขณะที่ตลาด (Fed funds futures) ได้มีการ Re-price มุมมองดอกเบี้ยของ Fed ในช่วงที่ผ่านมา (กราฟขวามือ)

Recent Fed comments

Voter

Governor Jefferson (31 May): "*Skipping a rate hike at a coming meeting* would allow the committee to see more data before making decisions about the extent of additional policy firming,"

Voter

Philadelphia President Harker (31 May): "I am definitely *in the camp of thinking about skipping any increase at this meeting*" … "I think we *have to be ready that we might have to do more in subsequent meetings*.."

Non Voter

Cleveland President Mester (26 May): "Everything is on the table in June.. *Inflation is still too high and it's stubborn*" and that "..I do think *we're going to have to tighten a bit more*,"

Non Voter

Atlanta President Bostic (25 May): "We're going *to let the data guide us*, and we don't want to be locked into any particular movement,"

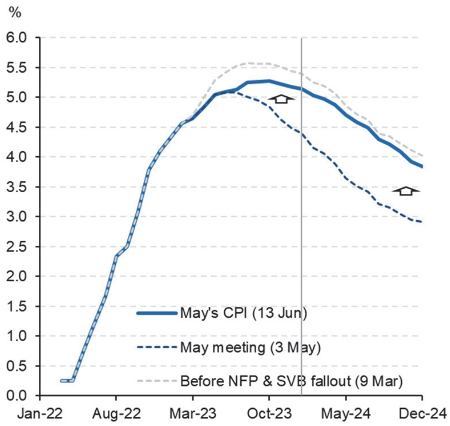
Voter

Governor Waller (24 May): "I *do not support stopping rate hikes unless we get clear evidence that inflation is moving down towards our 2% objective*," … "..whether we should hike or skip at the June meeting will *depend on the data*.."

Voter

Minneapolis President Kashkari (21 May): "I'm *open to the idea that we can move a little bit more slowly* from here,"

Fed funds futures



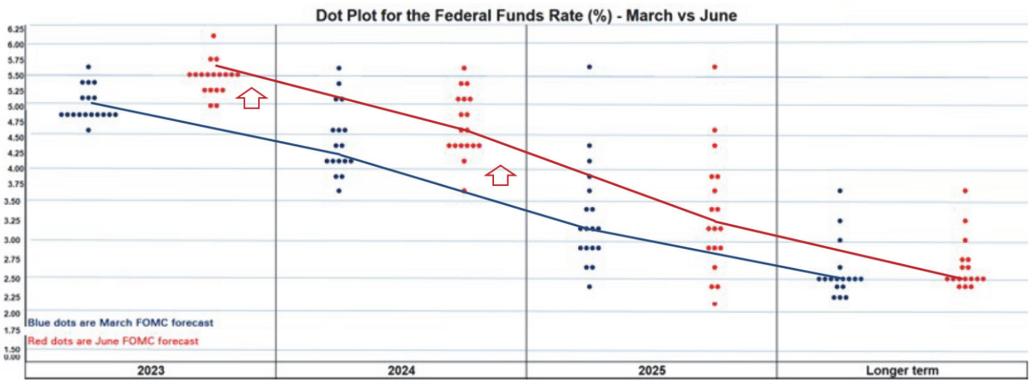
ที่มา: Bloomberg, CNBC, WSJ, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fed คงดอกเบี้ยไว้ที่ 5.00-5.25% ตามคาดในการประชุมเดือน มิ.ย. แต่ส่งสัญญาณการปรับขึ้นดอกเบี้ยที่ยังไม่จบ โดย Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นอีก 2 ครั้ง (รวม 50bps) ในปีนี้

ในการประชุมนโยบายการเงินครั้งล่าสุด (13-14 มิ.ย.) ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้มีมติเป็นเอกฉันท์ (11-0) คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 5.00-5.25% ซึ่งเป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์และตามที่คณะกรรมการ Fed หลายท่านได้มีการส่งสัญญาณก่อนหน้านี้ (ตามที่ได้กล่าวถึงในหัวข้อก่อนหน้า) โดยให้เหตุผลในการคงดอกเบี้ยว่า เพื่อให้คณะกรรมการได้มีเวลาในการประเมินผลต่อเศรษฐกิจและตรวจสอบข้อมูลเพิ่มเติม

อย่างไรก็ดี Fed ได้ส่งสัญญาณถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่ยังไม่จบ โดยแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยหรือ Dot plot ถูกปรับเพิ่มขึ้นจากเดิมเมื่อเดือน มี.ค. โดยชี้ว่าค่ากลางอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ที่ระดับ 5.6% (5.50-5.75%) ณ สิ้นปีนี้ เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 5.1% (5.00-5.25%) หรือเท่ากับว่า Fed มองอัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับเพิ่มขึ้นอีก 2 ครั้ง (รวมกัน +50bps) ในปีนี้ ซึ่งมีคณะกรรมการเกินครึ่ง (12 จากทั้งหมด 18 ท่าน) ที่มีมุมมองดังกล่าว ส่วนปี 2024F ค่ากลางอัตราดอกเบี้ยถูกปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 4.6% (4.50-4.75%) จากเดิมที่ 4.3% (4.25-4.50%) และปี 2025F อยู่ที่ระดับ 3.4% (3.25-3.50%) เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 3.1% (3.00-3.25%) ขณะที่ Fed ยังคงคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run rate) ไว้ที่ 2.5% ตามเดิม

แผนภาพที่ 38: Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะถูกปรับเพิ่มขึ้นอีก 50bps สู่ระดับ 5.50-5.75% ณ สิ้นปีนี้ และอยู่ที่ 4.50-4.75% ณ สิ้นปี 2024



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

สอดรับกับแนวโน้มดอกเบี้ยที่ปรับเพิ่มขึ้น Fed ได้มีมุมมองดีขึ้นค่อนข้างมากสำหรับเศรษฐกิจปีนี้ โดยได้ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ขึ้นเป็น 1.0% จากเดิมที่ 0.4% ขณะที่ปรับลดคาดการณ์อัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ลงเป็น 4.1% จากเดิมที่ 4.5% (vs. ล่าสุดอยู่ที่ 3.7% ณ เดือน พ.ค.) นอกจากนี้ ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อ Core PCE ขึ้นเป็น 3.9% จากเดิมที่ 3.6% ด้วย สะท้อนถึงเงินเฟ้อที่จะชะลอลงได้ช้ากว่าที่เคยประเมิน

แผนภาพที่ 39: Fed มีมุมมองดีขึ้นต่อเศรษฐกิจปีนี้ และไม่ได้เปลี่ยนแปลงนักสำหรับปี 2024-2025F ขณะที่ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อปีนี้ขึ้น

Percent

Variable	Median[1]			
	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0
Core PCE inflation[4]	3.9	2.6	2.2	
March projection	3.6	2.6	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5

ที่มา: Federal Reserves

ในส่วนของแถลงการณ์การประชุมไม่ได้เปลี่ยนแปลงนัก จากเมื่อเดือน พ.ค. โดยระบุเช่นเดิมว่า ภาคธนาคารของสหรัฐฯ มีความแข็งแรงและยืดหยุ่น แต่ภาวะการตึงตัวของสินเชื่อ (Tighter credit conditions) สำหรับภาคครัวเรือนและธุรกิจ คาดจะส่งผลกดดันต่อเศรษฐกิจ การจ้างงาน และเงินเฟ้อ ซึ่งผลกระทบดังกล่าวจะมากหรือน้อยยังมีความไม่แน่นอน ขณะที่ Fed จะยังคงให้ความสนใจต่อความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ รวมถึง Fed จะประเมินผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดที่ผ่านมา รวมถึงความล่าช้าในการส่งผ่านผลของการดำเนินนโยบายการเงินต่อกิจกรรมเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และพัฒนาการเศรษฐกิจและการเงิน "ในการพิจารณาถึงการเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายการเงินเพิ่มเติมที่จะมีความเหมาะสม" (เปลี่ยนแปลงจากเดิมเล็กน้อยที่ระบุ "..ในการพิจารณาดูความเหมาะสมของการเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายเพิ่มเติม") เพื่อให้เงินเฟ้อกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2%

นอกจากนี้ Fed ยังคงแนวทางการลดขนาดลบดุล (QT) ไว้เช่นเดิม กล่าวคือจะยังลดในอัตราเดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

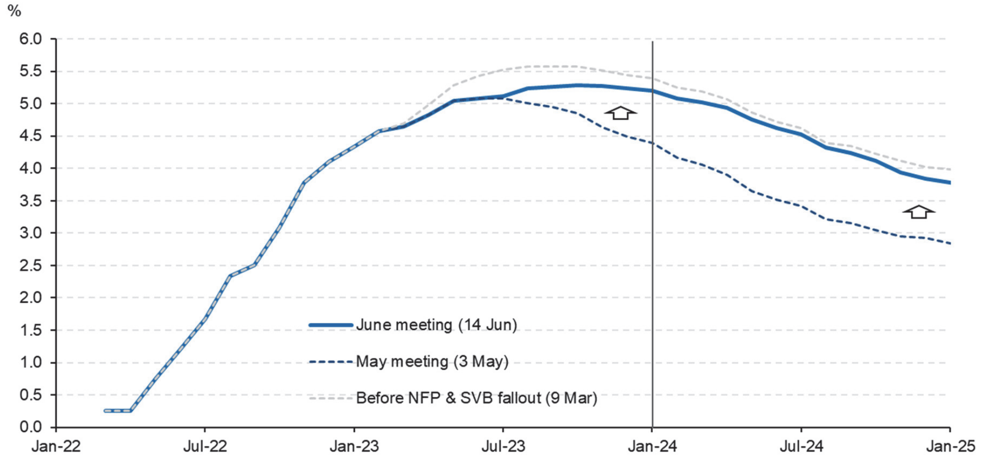
นาย Jerome Powell ประธาน Fed ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า คณะกรรมการเกือบทุกท่านมองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีกหน่อย (Somewhat further) ในปีนี้นั้นมีความเหมาะสม แต่ไม่ระบุชัดว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยจะเกิดขึ้นในการประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ค. เลยหรือไม่ เพียงแต่ระบุว่าจะเป็น "Live meeting" หรือก็คือน่าจะมีการถกกันระหว่างคณะกรรมการถึงประเด็นดังกล่าวค่อนข้างมาก โดยนาย Powell ยังคงแสดงความกังวลต่อเงินเฟ้อ โดยกล่าวว่าแรงกดดันเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับที่สูงและยังต้องใช้เวลาอีกนานในการนำพาให้ชะลอลงกลับมาสู่ระดับ 2% นอกจากนี้ นาย Powell ระบุว่าตัวเขาและคณะกรรมการยังคงมองว่าเงินเฟ้อมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ในขณะที่มองความเสี่ยงของการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากเกินไปหรือน้อยเกินไป ได้มีความสมดุลกันมากขึ้น

โดยรวมผลการประชุม Fed ค่อนข้างเป็นไปตามคาด ท่ามกลางกิจกรรมเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณไปในหลายทิศทาง (Mixed signal) ประกอบกับผลจากประเด็นในภาคธนาคารก่อนหน้านี้ (ต้นเดือน มี.ค.) ที่ยังไม่ชัดเจน อย่างไรก็ดี Fed มีท่าที Hawkish กว่าที่เราคาดไว้ โดย Dot plot ชี้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับเพิ่มขึ้นอีกถึง 2 ครั้ง (รวมกัน 50bps) สู่ระดับ 5.50-5.75% ณ สิ้นปีนี้ และมีคณะกรรมการเกินครึ่ง (12 จาก 18 ท่าน) ที่มีมุมมองดังกล่าว

ขณะที่เรายังคงมองในกรณีฐานว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกหนึ่งครั้ง (+25bps) สู่ระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ 5.25-5.50% ในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 25-26 ก.ค. ขณะที่การปรับลดดอกเบี้ยลงครั้งแรกน่าจะเกิดขึ้นในไตรมาส 1/2024

ในส่วนของตลาด (อิงจาก Fed funds futures) คาด Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.25-5.50% เช่นกัน และมองว่า Fed จะไม่ปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้แล้ว (vs. คาดปรับลด -50bps ในการประชุมครั้งก่อนเมื่อเดือน พ.ค.) โดยตลาดให้น้ำหนัก 64.5% ว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นในการประชุมเดือน ก.ค.

แผนภาพที่ 40: ตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) คาด Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 25bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.25-5.50% และมองว่า Fed จะไม่ปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้แล้ว (vs. คาดจะลด -50bps ในการประชุมเดือน พ.ค.)



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

สภาผ่านกฎหมาย Fiscal Responsibility Act ระงับเพดานหนี้จนถึงปี 2025 เลี่ยงการเกิด Default ไปได้อย่างหวุดหวิด โดยแลกกับการลดการใช้จ่ายลงราว 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ใน 10 ปี

สภาสหรัฐฯ อนุมัติร่างกฎหมาย Fiscal Responsibility Act ระงับเพดานหนี้เป็นการชั่วคราว (Debt limit suspension) จนถึงวันที่ 1 ม.ค. 2025 เลยผ่านการเลือกตั้งประธานาธิบดีครั้งถัดไป (วันที่ 5 พ.ย. 2024) ซึ่งเท่ากับว่าตอนนี้รัฐบาลสามารถก่อหนี้เพิ่มเท่าไหร่ก็ได้จากเพดานกำหนดที่ 31.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยเมื่อถึงวันที่ 1 ม.ค. 2025 หนี้อยู่ที่ระดับใด ก็ค่อยยกเพดานหนี้ขึ้นจากระดับนั้น นับเป็นการหลีกเลี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ที่ประเมินว่าจะเกิดขึ้นในช่วงเดือน มิ.ย. ไปได้อย่างหวุดหวิด

เพื่อแลกเปลี่ยนกับการระงับเพดานหนี้ออกไป กฎหมาย Fiscal Responsibility Act ได้รวมถึงการลดการใช้จ่ายภาครัฐลง ซึ่งเป็นสิ่งที่พรรค Republicans เรียกร้อง อาทิผ่านการ 1) กำหนดกรอบการใช้จ่าย (Discretionary spending) ประจำปีงบประมาณ 2024 (ที่ 1.59 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และปี 2025 (ที่ 1.606 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) 2) เรียกคืนเงินจากงบฟื้นฟูวิกฤต COVID ที่ยังไม่ได้ใช้ และ 3) ปรับเปลี่ยนข้อกำหนดการทำงานเพื่อขอรับสวัสดิการอย่าง Food Stamp ให้มีความเข้มงวดมากขึ้น เป็นต้น

โดยทางสำนักงบประมาณหรือ Congressional Budget Office (CBO) ประเมินว่าสุทธิแล้ว (เมื่อรวมภาระรายจ่ายดอกเบี้ยที่จะลดลง) จะทำให้ภาครัฐขาดดุลการคลังลดลง 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปี หรือเทียบเท่ากับการใช้จ่ายภาครัฐที่จะหายไปเฉลี่ยปีละราว 0.6% ของ GDP อย่างไรก็ดีนับเป็นการลดลงที่น้อยกว่าในร่างกฎหมาย Limit, Save, Grow Act ที่ ส.ส. Republicans ได้นำเสนอในช่วงก่อนหน้า (26 เม.ย.) ที่จะทำให้ภาครัฐขาดดุลการคลังลดลงมากถึง 4.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ใน 10 ปี ซึ่งเทียบเท่ากับการใช้จ่ายภาครัฐที่จะหายไปเฉลี่ยปีละราว 1.9% ของ GDP

แผนภาพที่ 41: เปรียบเทียบกฎหมาย Fiscal Responsibility Act ที่ผ่านสภากับ Limit, Save, Grow Act ที่ ส.ส. Republicans ได้เสนอก่อนหน้า

Debt limit deal: a comparison between House Republicans' proposal and what has been passed by Congress 1\

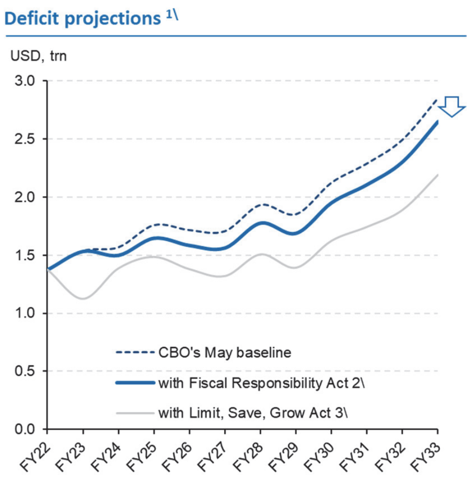
Limit, Save, Grow Act 3\	Savings (10-year)
Suspending the debt limit until 31 Mar 2024 (or $1.5trn increase)	
Return discretionary spending to FY22 level in FY24, then grow 1% for a decade	$3,200bn
Repeal energy tax credits	$540bn
Prevent student debt cancellation	$460bn
Expand work requirements in Medicaid, SNAP & TANF	$120.1bn
Rescind unused COVID funds	$29.5bn
Enact reform related to energy regulations	$3.4bn
Rescind most of $80bn increased IRS funding	-$120bn
Policy savings	$4,200bn
Interest savings	$543bn
Total savings	**$4,800bn (~19%GDP)**

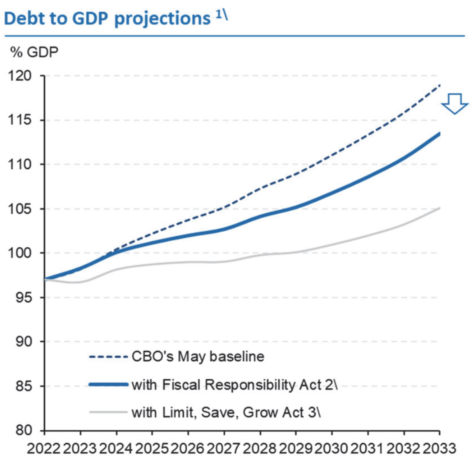
Fiscal Responsibility Act 2\	Savings (10-year)
Suspending the debt limit until 1 Jan 2025	
Spending caps:	$1,330bn
• *Statutory caps on discretionary spending for FY24-25*	*$245bn*
• *Savings from lower discretionary spending in FY26-29*	*$1,085bn*
Rescind unobligated COVID relief funds	$11bn
Rescind $1.4bn of $80bn increased IRS funding	-$0.9bn
Modify work requirements for SNAP & TANF 4\	-$2.1bn
Policy savings	$1,338bn
Interest savings	$188bn
Total savings	**$1,526bn (~6% GDP)**

Note: 1\ Based on CBO estimations. 2\ As President Biden signed into law on 3 Jun. 3\ As House Republican passed on 26 Apr. 4\ reform work requirements for Temporary Assistance for Needy Families (TANF) and the Supplemental Nutrition Assistance Program (SNAP) – including by expanding SNAP work requirements to those aged 50 to 54 but loosening them for veterans and the homeless.

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

แผนภาพที่ 42: กฎหมาย Fiscal Responsibility Act (เส้นสีน้ำเงินเข้ม) จะลดการขาดดุลการคลังและระดับหนี้สาธารณะลงจากที่ CBO เคยประเมินไว้เดิม





Note: 1\ Based on CBO estimations. 2\ As President Biden signed into law on 3 Jun. 3\ As House Republican passed on 26 Apr.
ที่มา: CRFB, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

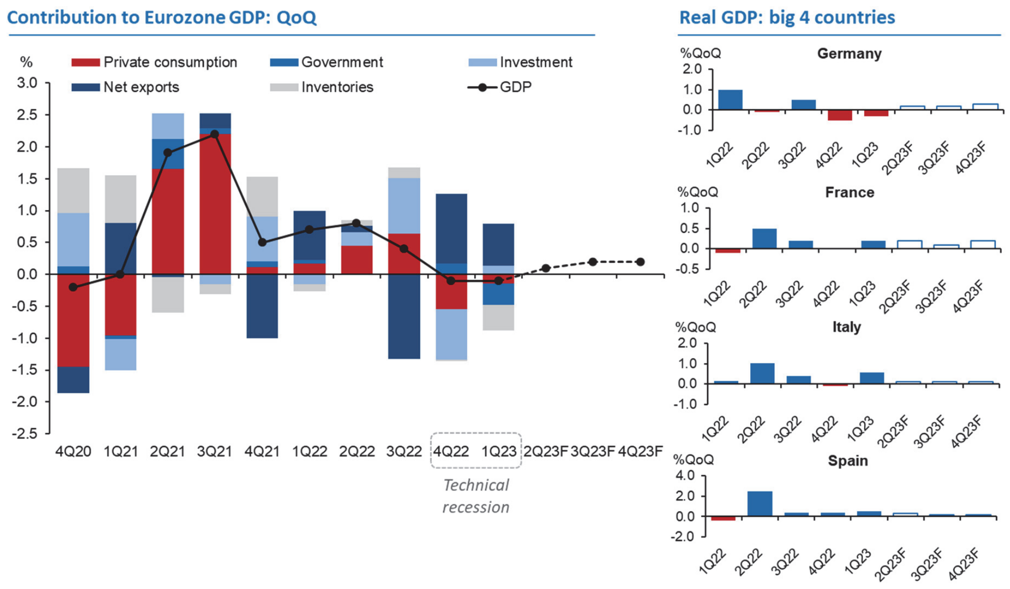
เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนเข้าสู่ภาวะ Technical Recession ในไตรมาสแรก หลัง GDP ถูกปรับลดลงเป็นติดลบ ท่ามกลางเงินเฟ้อสูงกดดันการใช้จ่ายของผู้บริโภค รวมถึงการใช้จ่ายภาครัฐลดลง ในระยะข้างหน้าคาด GDP จะกลับมาขยายตัวได้ในไตรมาส 2 ท่ามกลางตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ช่วยหนุนกำลังซื้อ ขณะที่เงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว อย่างไรก็ดี ปัจจัยดังกล่าวอาจทำให้เงินเฟ้อชะลอลงช้ากว่าที่ประเมิน ซึ่งจะกดดันให้ ECB ยังต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ โดยในการประชุมเดือน มิ.ย. ECB ได้ปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับ 3.50% ตามคาด และส่งสัญญาณจะปรับขึ้นต่อในการประชุมเดือน ก.ค. ด้วย ท่ามกลางประมาณการเงินเฟ้อที่ถูกปรับเพิ่มขึ้นจากเดิม โดยในกรณีฐาน เรามองว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้ง (+25bps) สู่ระดับสูงสุดที่ 3.75% ในเดือน ก.ค. แต่มองว่ามีความเสี่ยงที่ดอกเบี้ยจะต้องปรับสูงขึ้นกว่านั้น โดยเฉพาะจากตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งมาก ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อพื้นฐานทรงตัวในระดับสูงนานกว่าที่ประเมิน

เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะ Technical Recession หลัง GDP ไตรมาสแรกถูกปรับลดลงติดลบ แต่คาดจะฟื้นตัวดีขึ้น จากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ขณะที่เงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

GDP ไตรมาสแรกของยูโรโซนถูก Revised ปรับลดลงเป็นหดตัว -0.1% QoQ (vs. ตัวเลขเบื้องต้นที่ 0.1%) ซึ่งนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องจาก -0.1% ในไตรมาส 4/2022 ทำให้เศรษฐกิจของยูโรโซนเข้าสู่ภาวะ Technical Recession โดยปัจจัยฉุดหลักมาจากการบริโภคเอกชนที่ได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อสูง รวมถึงการใช้จ่ายภาครัฐที่ลดลง โดยมีประเทศเยอรมนีที่นับเป็นประเทศหลักที่เศรษฐกิจหดตัวต่อเนื่องสองไตรมาส (-0.5% และ -0.3% ในไตรมาส 4/2022 และ 1/2023 ตามลำดับ) เข้าสู่ภาวะ Technical Recession

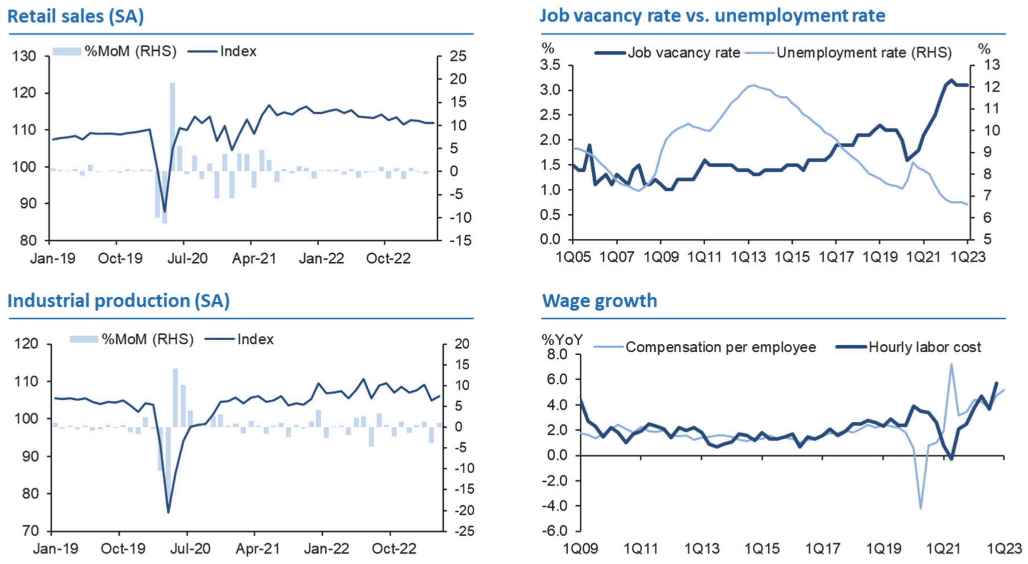
แผนภาพที่ 43: GDP ไตรมาส 1 ถูก Revised ปรับลดลงเป็นติดลบทำให้เข้าสู่ภาวะ Technical Recession แต่คาด GDP จะกลับมาเป็นบวกได้ตั้งแต่ไตรมาส 2



Note: 2Q23-4Q23F GDP are forecast based on Bloomberg consensus as of 9 Jun.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในระยะข้างหน้า แนวโน้มเศรษฐกิจยูโรโซนดูดีขึ้นและคาดจะกลับมาขยายตัว QoQ ได้นับตั้งแต่ไตรมาส 2 ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่ได้ขยายตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ประกอบกับตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ซึ่งอาจสะท้อนได้จากตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job vacancy rate) ที่อยู่ในระดับสูง (3.1% ในไตรมาส 1/2023) และอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ที่อยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ (6.5% เดือน เม.ย.) ช่วยหนุนให้ค่าจ้างเติบโตต่อเนื่องในอัตราสูง เพิ่มกำลังซื้อของผู้บริโภค แต่ในทางกลับกัน ค่าจ้างที่เติบโตสูง ก็นับเป็นความเสี่ยงให้อัตราเงินเฟ้อทรงตัวในระดับสูงนาน โดยเฉพาะในหมวดบริการ ซึ่งนับเป็นสิ่งที่ ECB กังวล

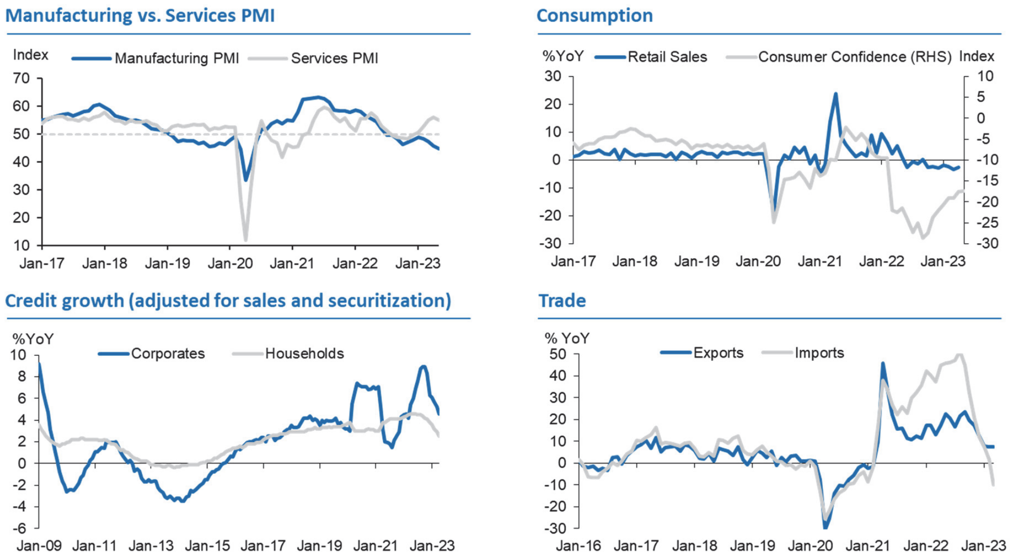
แผนภาพที่ 44: เครื่องชี้ตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง (กราฟด้านขวามือ) หนุนค่าจ้างให้ยังโตสูง นับเป็นปัจจัยหนุนสำคัญสำหรับเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า



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

ด้านการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในไตรมาส 2 คาดจะไม่หวือหวานัก โดย Bloomberg consensus คาด GDP จะพลิกกลับมาขยายตัวเพียง 0.1% QoQ เท่านั้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ล่าสุดเดือน พ.ค. ได้ปรับลดลงทั้งภาคบริการ (-1.1 เป็น 55.1 จุด) และภาคการผลิต (-1.0 เป็น 44.8 จุด) โดยในส่วนของภาคการผลิตนับเป็นการหดตัว (ดัชนีอยู่ในระดับต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่อง 11 เดือนแล้ว ส่วนหนึ่งจากผลของอุปสงค์ที่ชะลอลงทั่วโลก ขณะที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีก (Retail Sales) ยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวชัดเจน โดยเดือน เม.ย. ยังคงหดตัว -2.6% YoY (vs. -3.3% เดือนก่อน) นับเป็นการหดตัวต่อเนื่อง 7 เดือน แม้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) จะฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่องแล้วก็ตาม และการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์มีแนวโน้มชะลอลงต่อเนื่อง จากผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวด

แผนภาพ 45: ดัชนี PMI ภาคบริการและภาคการผลิตปรับลดลงในเดือน พ.ค. ขณะที่ยอดค้าปลีกยังคงหดตัว YoY ต่อเนื่อง และการปล่อยสินเชื่อมีแนวโน้มชะลอลงต่อตามนโยบายการเงินเข้มงวด



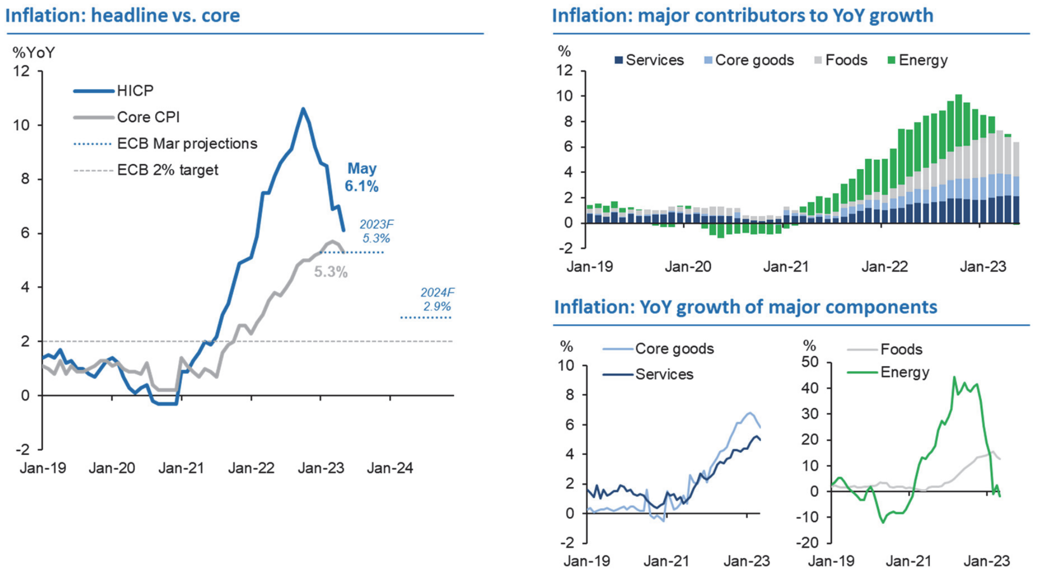
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อชะลอลงมากกว่าคาดในเดือน พ.ค. แต่ยังสูงกว่าเป้า ECB ที่ 2% ค่อนข้างมาก ขณะที่คณะกรรมการ ECB ย้ำชัดดอกเบี้ยต้องปรับสูงขึ้นไปอีก

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP inflation) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 6.1% YoY ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2022 จาก 7.0% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 6.3% ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารและพลังงาน และเป็นตัวสะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่แท้จริง (Underlying price) ได้ชะลอตัวลงเป็น 5.3% YoY จาก 5.6% เดือนก่อน ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 5.5% เช่นเดียวกัน ซึ่งนับเป็นสัญญาณที่ดี

โดยราคาในหมวดหลักชะลอตัวลงทั้งหมด นำโดยหมวดพลังงาน (-1.7% YoY vs. 2.4% เดือนก่อน), อาหาร (12.5% vs. 13.5% เดือนก่อน), หมวดบริการ (5.0% vs. 5.2% เดือนก่อน) และสินค้าหลัก (5.8% vs. 6.2% เดือนก่อน)

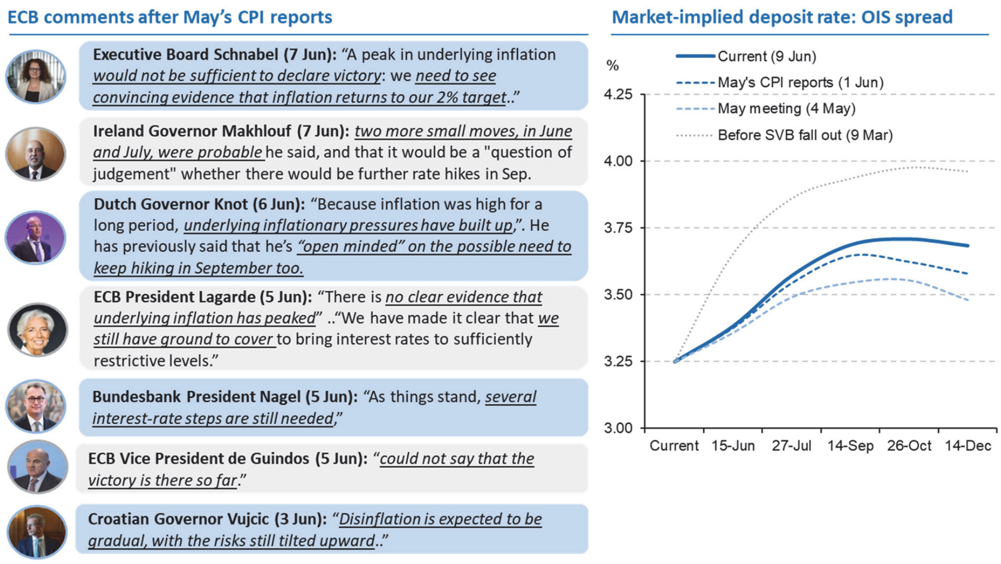
แผนภาพที่ 46: อัตราเงินเฟ้อชะลอตัวลงในเดือน พ.ค. แต่ยังสูงกว่าเป้า ECB ที่ 2% อยู่มาก



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

อย่างไรก็ดี แม้อัตราเงินเฟ้อจะชะลอลงมากกว่าคาด แต่ก็ไม่สามารถทำให้ ECB วางใจ เนื่องจากเงินเฟ้อยังคงสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% อยู่มาก ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานก็ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงและมีความหนืด (Sticky) ซึ่งยังไม่ชัดเจนว่าได้ขยายตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในเดือน พ.ค. ส่วนหนึ่งเนื่องจากตลาดแรงงานยังแข็งแกร่งมากตามที่ได้กล่าวถึงในหัวข้อก่อนหน้า ซึ่งจะผลักดันให้ค่าจ้างยังเติบโตในระดับสูง โดยหลังรายงานเงินเฟ้อเดือน พ.ค. ถูกเปิดเผย คณะกรรม ECB หลายท่านได้ออกมาระบุถึงความจำเป็นที่ต้องปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นไปอีก และยังต้องการเห็นอัตราเงินเฟ้อชะลอตัวลงมากกว่านี้ โดยบางท่านมองว่ามีโอกาสที่ดอกเบี้ยต้องปรับขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงเดือน ก.ย.

แผนภาพที่ 47: คณะกรรมการ ECB ยังย้ำความจำเป็นในการปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นไปอีก แม้เงินเฟ้อเดือน พ.ค. จะชะลอลงมากกว่าคาด



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

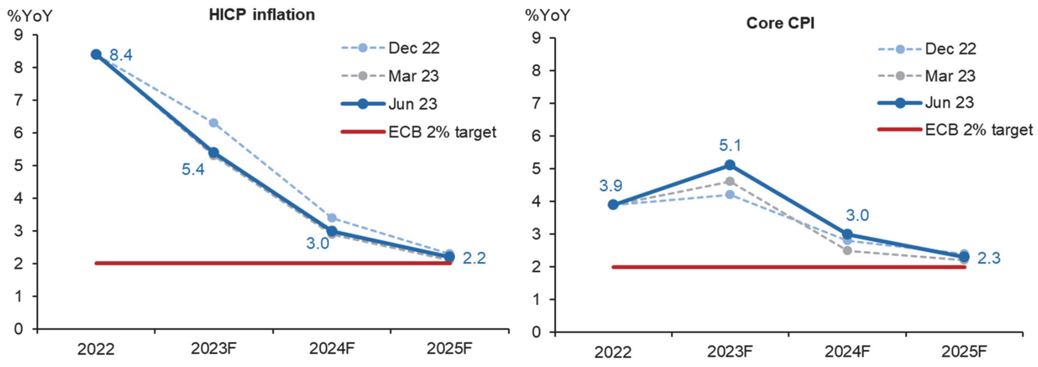
ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้น +25bps สู่ระดับ 3.50% ตามคาดในการประชุมเดือน มิ.ย. และส่งสัญญาณจะปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อในการประชุมเดือน ก.ค. ท่ามกลางเงินเฟ้อที่คาดว่าจะอยู่ในระดับสูงยาวนานเกินไป

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นต่อเนื่องอีก +25bps ตามการคาดการณ์เป็นวงกว้างในการประชุมวันที่ 15 มิ.ย. ทำให้อัตราดอกเบี้ย Deposit rate ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.50% สูงสุดในรอบกว่า 20 ปี ท่ามกลางเงินเฟ้อที่แม้จะชะลอลงแต่ก็คาดว่าจะอยู่ในระดับสูงยาวนานเกินไป โดย นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ได้ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่าการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นต่อเนื่องในการประชุมเดือน ก.ค. นั้นมีความเป็นไปได้สูง (Very likely)

ในการประชุมรอบนี้ ECB ได้ปรับเพิ่มประมาณการเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) ขึ้น +0.1ppt สำหรับปี 2023-25F เป็น 5.4%, 3.0% และ 2.2% ตามลำดับ อยู่เหนือเป้าหมายที่ 2% เล็กน้อย โดยได้ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ขึ้นมาก +0.5ppt สำหรับปี 2023-24F เป็น 5.1% และ 3.0% ตามลำดับ และปรับปี 2025F ขึ้น +0.1ppt เป็น 2.3% จากค่าจ้างแรงงานที่สูงหนุนโดยตลาดแรงงานแข็งแกร่ง

ด้านเศรษฐกิจ ECB ปรับลดประมาณการ GDP ปี 2023-24F ลงเล็กน้อย -0.1ppt เป็น 0.9% และ 1.5% ตามลำดับ จากสภาวะทางการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น รวมถึง GDP ไตรมาสแรกที่ถูก Revised ปรับลดลงติดลบ (-0.1% QoQ) ขณะที่คงคาดการณ์ปี 2025F ไว้ที่ 1.6%

แผนภาพที่ 48: ECB ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐานขึ้นมาก (กราฟขวามือ) โดยหลักจากค่าจ้างแรงงานที่สูง



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

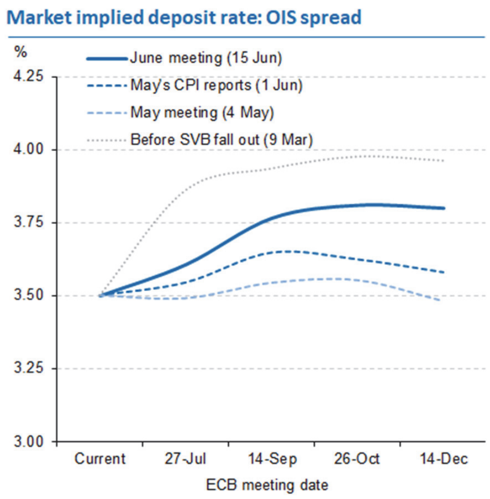
แถลงการณ์ระบุว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา ได้ส่งผลต่อสภาวะการเงินค่อนข้างมากและเริ่มทยอยส่งผลต่อกิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวม โดยอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมได้ปรับสูงขึ้นมากและการปล่อยสินเชื่อชะลอลง ซึ่งสภาวะทางการเงินที่ตึงตัวนับเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้คาดว่าเงินเฟ้อจะชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าหมาย

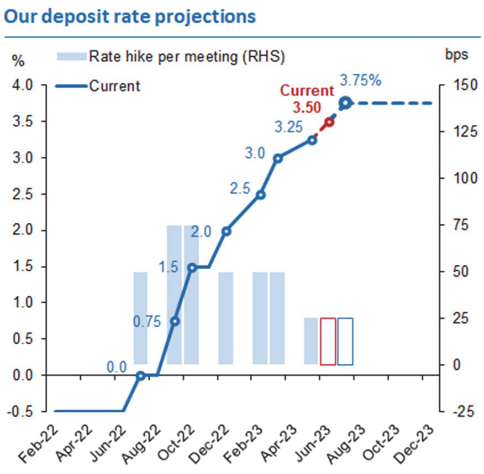
ขณะที่ระบุเช่นเดิมว่าการตัดสินใจในการประชุมรอบถัดๆ ไป (Future decisions) จะช่วยรับรองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้อยู่ในระดับที่เป็นการจำกัดเศรษฐกิจเพียงพอให้เงินเฟ้อกลับเข้าเป้าหมายที่ 2% ได้ทันเวลา (Timely) และจะคงอยู่ที่ระดับดังกล่าวยาวนานตราบเท่าที่จำเป็น ซึ่ง ECB จะประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมและระยะเวลาที่จะอยู่ในระดับที่เป็นการจำกัดเศรษฐกิจโดยอิงจากตัวเลขเศรษฐกิจหรือเป็นแบบ Data dependent approach

ด้านการลดขนาดงบดุลผ่านการลดการถือครองสินทรัพย์ภายใต้มาตรการ Asset Purchase Programme (APP) หรือ QT นั้น ECB ย้ำว่าจะยุติการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุที่ได้เข้าซื้อผ่านมาตรการดังกล่าวนับตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นไป ตามที่ได้ระบุในการประชุมครั้งก่อน ซึ่งเทียบเท่ากับการลดการถือครองพันธบัตรในอัตราเฉลี่ยเดือนละ 2.5 หมื่นล้านยูโร (เพิ่มขึ้นจากที่ได้ลดการถือครองในอัตราเดือนละ 1.5 หมื่นล้านยูโร นับตั้งแต่เดือน มี.ค.)

เงินเฟ้อที่มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ประกอบกับการส่งสัญญาณที่ค่อนข้าง Hawkish ของ ECB ทำให้เรายังคงมองในกรณีฐาน (Base case) ว่า ECB จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้ง (+25bps) สู่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 3.75% อย่างไรก็ดี เรามองว่ามีความเสี่ยงสูงที่ ECB อาจต้องปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นไปกว่านั้นอีก โดยเฉพาะจากตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งมาก ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อพื้นฐานทรงตัวในระดับสูงนานกว่าที่ประเมิน โดยตลาดการเงิน (อิงจาก OIS spread) มองว่า ECB อาจต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นไปจนถึงเดือน ก.ย. หรือดอกเบี้ยแตะระดับสูงสุดที่ 4.00%

แผนภาพที่ 49:เรายังคงมองในกรณีฐานว่า ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้ง (25bps) สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% ขณะที่ตลาด (กราฟซ้ายมือ: อิงจาก OIS spread) มองว่ามีความเสี่ยงที่ดอกเบี้ยจะต้องปรับสูงขึ้นกว่าระดับดังกล่าว





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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. สะท้อนถึงการเติบโตที่เปราะบาง หลังเศรษฐกิจไตรมาสแรกขยายตัวดีกว่าที่ตลาดประเมินไว้ จากอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวหลังรัฐบาลผ่อนปรนมาตรการ COVID-19 โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของทางการจีนเดือน พ.ค. ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ทั้งในและนอกภาคการผลิต ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจอย่างการลงทุนและยอดค้าปลีกได้ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์เช่นกัน แม้จะได้รับอานิสงส์จากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อน นอกจากนี้ ยอดส่งออกสินค้าได้หดตัวมากกว่าที่ตลาดคาดไว้มาก จากแรงกดดันของภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ทำให้แนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนมีความไม่แน่นอนสูง และตลาด (Bloomberg consensus) ได้เริ่มมีการปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลง ขณะที่รัฐบาลส่งสัญญาณกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน พ.ค. ชะลอตัวลง สะท้อนการฟื้นตัวที่เปราะบาง

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ชะลอตัวลง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน พ.ค. ที่ปรับตัวลดลง -0.4 จุด เป็น 48.8 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 49.5 จุด ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.9 จุด เป็น 54.5 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 55.2 จุด จากทั้งภาคบริการ (-1.3 จุด เป็น 53.8 จุด) และภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -5.7 จุด เป็น 58.2 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศเดือน พ.ค. ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ชะลอตัวลงเป็น 12.7% YoY จาก 18.4% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่13.7% นำโดยหมวดร้านอาหาร (35.1% vs. 43.8% เดือนก่อน), เครื่องสำอาง (11.7% vs. 24.3% เดือนก่อน) และรถยนต์ (24.2% vs. 38.0% เดือนก่อน)

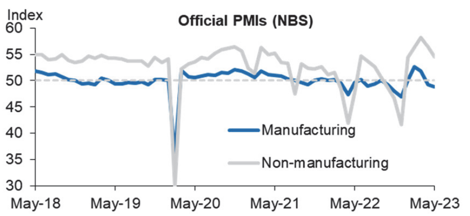
ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ชะลอตัวลงเป็น 3.5% YoY เท่ากับที่ตลาดคาด จาก 5.6% ในเดือนก่อน นำโดยหมวดรถยนต์ (23.8% vs. 44.6 เดือนก่อน), ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (-1.3% vs. 5.0% เดือนก่อน), ไมโครคอมพิวเตอร์ (-18.8% vs. -19.9% เดือนก่อน) และไฟฟ้า (5.6% vs. 6.1% เดือนก่อน) ขณะที่แผงวงจรรวม (7.0% vs. 3.8% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงเป็น 4.0% YoY YTD จาก 4.7% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 4.4% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในทุกภาคส่วน นำโดยการลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ (-7.2% vs. -6.2% เดือนก่อน) ที่หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (7.5% vs. 8.5% เดือนก่อน) และภาคการผลิต (6.0% vs. 6.4% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

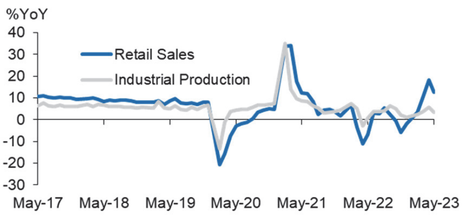
ขณะที่ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน พ.ค. พลิกหดตัว -7.5% YoY จากเดือนก่อนที่ขยายตัว 8.5% และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -1.8% ด้านยอดนำเข้า (Imports) เดือน พ.ค. หดตัว -4.5% YoY ลดลงจาก -7.9% ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ -8.0% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน พ.ค. เกินดุล 65.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจาก 90.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 50: กิจกรรมเศรษฐกิจขยายตัวน้อยกว่าที่ตลาดคาดการณ์ในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. สะท้อนการเติบโตที่เปราะบาง

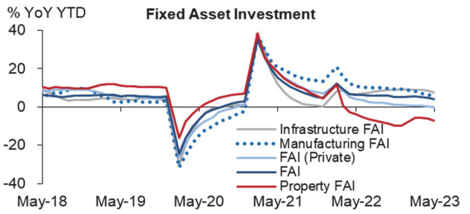
Manufacturing vs. Services PMI



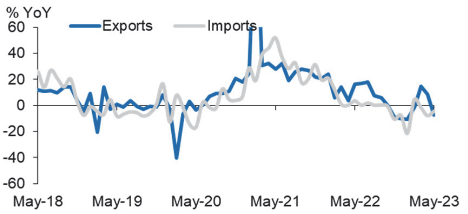
Economic activity



Fixed asset investment (3MMA)



Trade



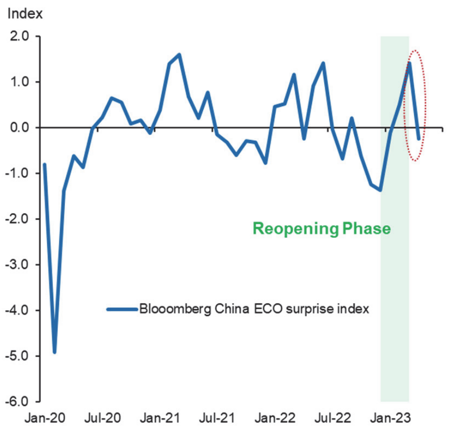
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: ดัชนี Bloomberg China Economic Surprise Index เข้าสู่เกณฑ์ติดลบอีกครั้ง (บ่งชี้ถึงตัวเลขเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาแย่กว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้) สะท้อนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่อ่อนแอลง

China key economic indicators

Indicator	Period	Unit	Market survey	Actual
Official Manufacturing PMI	May	Index	49.5	48.8
Official Non-Manufacturing PMI	May	Index	55.2	54.5
Caixin Manufacturing PMI	May	Index	49.5	50.9
Caixin Services PMI	May	Index	55.2	57.1
Exports	May	%YoY	-1.8%	-7.5%
Imports	May	%YoY	-8.0%	-4.5%
Retail sales	Apr	%YoY	21.9%	18.4%
Industrial production	Apr	%YoY	10.9%	5.6%
Fixed asset investment	Apr	%YoY	5.7%	4.7%
New CNY loans	Apr	CNY,bn	1,400	719

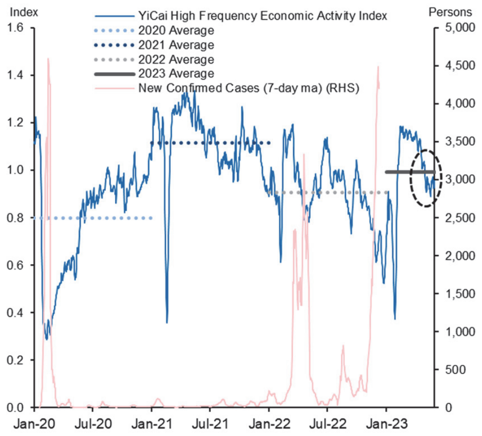
Bloomberg China ECO surprise index



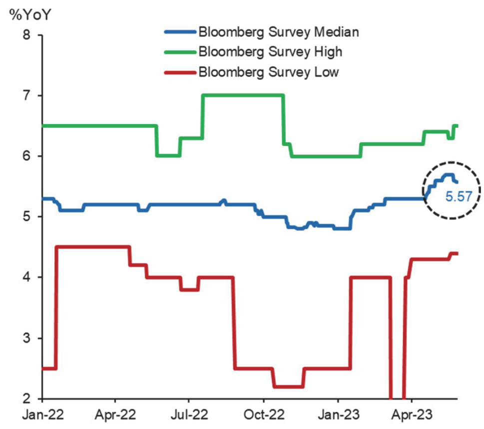
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 52: เศรษฐกิจที่เติบโตอย่างเปราะบางในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้คาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจจีนถูกปรับลดลงเป็นครั้งแรกตั้งแต่มีการผ่อนปรนมาตรการควบคุมโควิด

High frequency economic activity index



GDP forecasts



Note: Bloomberg consensus as of 3 Jun.
ที่มา: YiCai, CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภาคอสังหาฯ ของจีนยังคงอ่อนแอส่งผลให้รายได้ของรัฐบาลท้องถิ่นลดลงไปด้วย

ในเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา ตลาดอสังหาฯ ของจีนได้มีการถูกหยิบยกขึ้นมาเป็นประเด็นเนื่องจากมีการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ KWG ซึ่งได้กระทบไปถึงความเชื่อมั่นของตลาดว่าจะมีบริษัทในภาคอสังหาฯ ที่จะมีการผิดนัดชำระหนี้อีกตามมาเพิ่มเติม ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของ China High-Yield Bonds มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี เมื่อเปรียบเทียบขนาดของบริษัท KWG กับ Evergrande ที่เป็นบริษัทอสังหาฯ ยักษ์ใหญ่ที่มีประเด็นผิดนัดชำระหนี้ก่อนหน้านี้นั้น พบว่าบริษัท KWG มีขนาด (มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด) คิดเป็นเพียงราว 1 ใน 5 ของ Evergrande เท่านั้น อีกทั้งบริษัทอสังหาฯ ยังสามารถเจรจาไกล่เกลี่ยหนี้ ซึ่งเป็นไปในลักษณะเดียวกับที่เคยทำคือการเลื่อนนัดชำระหนี้ออกไปก่อน ในขณะที่รอมาตรการจากภาครัฐที่จะออกมาช่วยเหลือเพิ่มเติม ทำให้เรามองว่าประเด็นดังกล่าวไม่น่ากังวลมากนัก แต่เนื่องจากภาคอสังหาฯ ยังคงฟื้นตัวได้อย่างไม่เต็มที่ ทำให้ในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มที่จะเกิดการผิดนัดชำระหนี้เพิ่มเติมอีกได้ ซึ่งนับเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจจีน

ในขณะเดียวกัน รัฐบาลท้องถิ่นส่วนใหญ่ในจีนได้เผชิญปัญหาที่ถูกส่งผ่านมาจากภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ โดยรัฐบาลท้องถิ่นได้เผชิญปัญหารายจ่ายที่เพิ่มขึ้น แต่มีรายได้ที่ลดลง เนื่องจากยอดการขายดินที่ปรับตัวลดลง โดยรายได้หลักของรัฐบาลท้องถิ่นนั้นมาจากการขายที่ดินเป็นหลัก (คิดเป็นสัดส่วน 40% ของรายได้ทั้งหมด) ซึ่งในเดือน พ.ค. รัฐบาลท้องถิ่นมณฑล Yunnan ได้ชำระหนี้ในช่วงสุดท้ายของกำหนดการชำระเงิน และรัฐบาลท้องถิ่นมณฑล Guizhou ได้มีการทำหนังสือไปถึงรัฐบาลกลางเพื่อขอความช่วยเหลือด้านการเงิน สะท้อนถึงความเสี่ยงที่ Local Government Financing Vehicle (LGFV) จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ทันกำหนดหรือเกิดการผิดนัดชำระหนี้ ทำให้ตลาดหันมาให้ความสนใจกับประเด็นเรื่องหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มขึ้น

โดยเรายังมองว่าความเสี่ยงที่รัฐบาลท้องถิ่นจะมีการผิดนัดชำระหนี้นั้นเป็นไปได้ยาก เนื่องจากแนวทางการแก้ปัญหาเรื่องหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นนั้นมีหลายวิธี อาทิ 1) ขอคำอนุญาตจากรัฐบาลกลางในการรีไฟแนนซ์กับสถาบันการเงิน 2) การออก Local Government Bond เพื่อแปลงหนี้ของ LGFV เข้ามาเป็นหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นแทน เพื่อลดความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ และ 3) การพึ่งพารัฐวิสาหกิจของมนฑลนั้นๆ ในการเข้ามาจัดการหนี้สินของ LGFV และโอนหุ้นของรัฐวิสาหกิจให้รัฐบาลท้องถิ่นเพื่อเสริมสถานะทางการเงิน ดังนั้น ด้วยแนวทางแก้ปัญหาที่มีอยู่ ทำให้เรามองว่าปัญหาเรื่องหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นจีนนั้นยังอยู่ในระดับที่จัดการได้

แผนภาพที่ 53: แรงกดดันจากภาคอสังหาริมทรัพย์ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตร High-yield ของจีนปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงปี 2023

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

แผนภาพที่ 54: รายชื่อบริษัทในภาคอสังหาฯ ขนาดใหญ่ที่มีการผิดนัดชำระหนี้

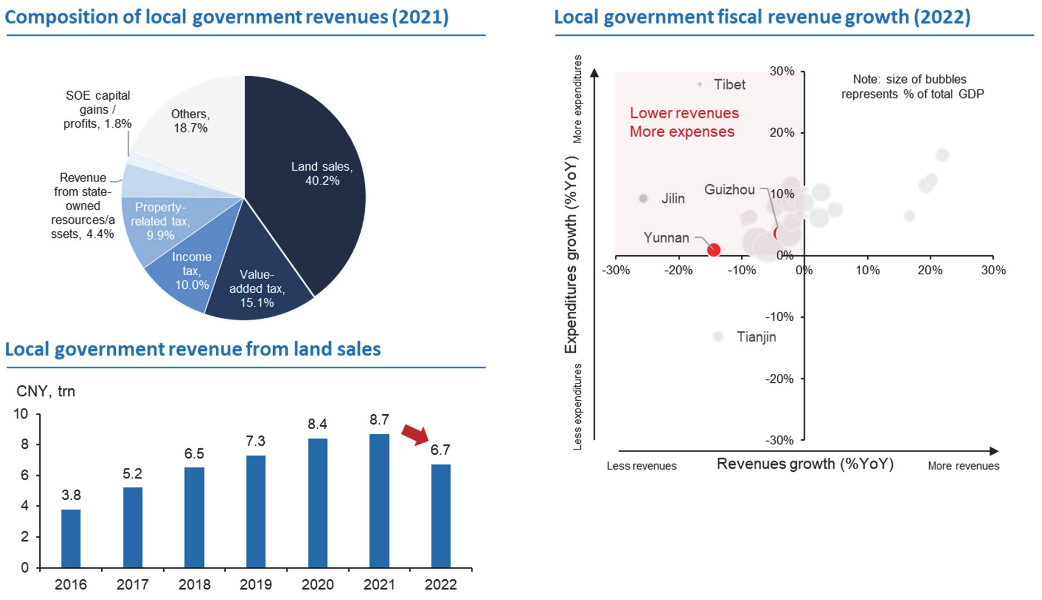
Major China developers that have defaulted

Company name	First distress event date	SOE/POE	Market Cap (2020) (HKD,bn)
Evergrande	6/7/2021	POE	197,265.35
Sunac	4/1/2022	POE	133,600.28
Shimao	1/6/2022	POE	87,381.13
Logan	3/19/2022	POE	70,103.33
CIFI	10/8/2022	POE	54,007.12
Jinke	5/30/2022	POE	44,972.44
Guangzhou R&F	1/11/2022	POE	37,411.10
Red Star Macalline	11/7/2022	POE	35,398.53
KWG	9/9/2022	POE	33,649.75
Yango	11/17/2021	POE	31,912.80

Company name	First distress event date	SOE/POE	Market Cap (2020) (HKD,bn)
Kaisa	11/4/2021	POE	23,489.11
Times	9/8/2022	POE	20,932.79
Zhenro	3/11/2022	POE	20,397.42
Aoyuan	11/12/2021	POE	20,379.74
Yuzhou	1/23/2022	POE	15,942.37
Fantasia	10/4/2021	POE	7,789.75
Greenland	6/16/2022	SOE	6,505.09

Note: KWG missed a mandatory 15% principal repayment of its $794 million bonds due 2024 on May 14, which were issued to exchange bonds previously due in 2022.
ที่มา: S&P Global, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 55: ความกังวลในภาคอสังหาฯจีนถูกส่งผ่านมายังรัฐบาลท้องถิ่น โดยรายได้หลักของรัฐบาลท้องถิ่นในจีนนั้นมาจากการขายที่ดิน ส่งผลให้ตลาดหันมามองปัญหาเรื่องหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มขึ้น



ที่มา: CEIC, Goldman Sachs, ft.com, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

PBoC ปรับลดดอกเบี้ย LPR ลง -10bps ตามคาด นับเป็นการปรับลดครั้งแรกในรอบ 10 เดือน หลังเศรษฐกิจส่งสัญญาณแผ่วลงมาก

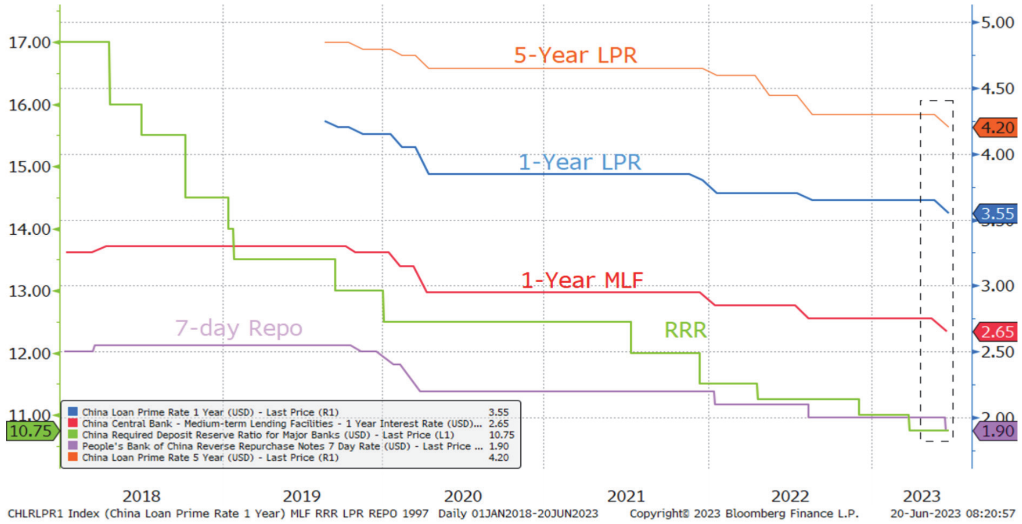
ธนาคารกลางจีน (PBoC) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์ให้ลูกค้าชั้นดีระยะ 1 ปี (1-Year LPR) ลง -10bps เป็น 3.55% เท่ากับที่ตลาดคาด โดยนับเป็นการปรับลดลงเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2022

ขณะที่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์ให้ลูกค้าชั้นดีระยะ 5 ปี (5-Year LPR) ซึ่งเป็นดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับดอกเบี้ยบ้าน (Mortgage Rate) ลง -10bps เป็น 4.20% แต่น้อยกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 4.15%

ก่อนหน้านี้ PBoC ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ระยะ 7 วัน ลง -10bps เป็น 1.90% และปรับลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ระยะ 1 ปี ลง -10bps เป็น 2.65% ซึ่งนับเป็นการปรับลดลงเพื่อตอบสนองต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงมากในช่วงไตรมาส 2

จีนตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยท่ามกลางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงมาก สะท้อนได้จากการรายงานตัวเลขเศรษฐกิจเดือน เม.ย.-พ.ค. ที่ออกมาแย่กว่าที่ตลาดคาดในเกือบทุกภาคส่วน ประกอบกับปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงยืดเยื้อ

แผนภาพที่ 56: PBoC ปรับลดดอกเบี้ย LPR อายุ 1 ปี และ 5 ปี, MLF และ Reverse Repo ลงอย่างละ -10bps



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นยังคงฟื้นต่อเนื่องในเดือน พ.ค. โดยเฉพาะภาคบริการ ขณะที่ภาคการส่งออกชะลอตัวลงต่อเนื่องตามภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินตามเดิมในการประชุมเดือน มิ.ย. โดยมีมติเป็นเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5% โดยในการประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ค. เรามองว่า BoJ อาจคงนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไปด้วยเงินเฟ้อพื้นฐานที่น่าจะมีการชะลอตัวลงในช่วงไตรมาส 4/2023 และค่าจ้างรายเดือนที่ยังคงเติบโตต่ำกว่าเป้าหมาย อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามรายงานตัวเลขทั้ง 2 ตัวอย่างใกล้ชิดเพราะจะเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับ BoJ ในการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในเดือน พ.ค. โดยเฉพาะภาคบริการ ขณะที่อุปสงค์จากต่างประเทศยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่อง

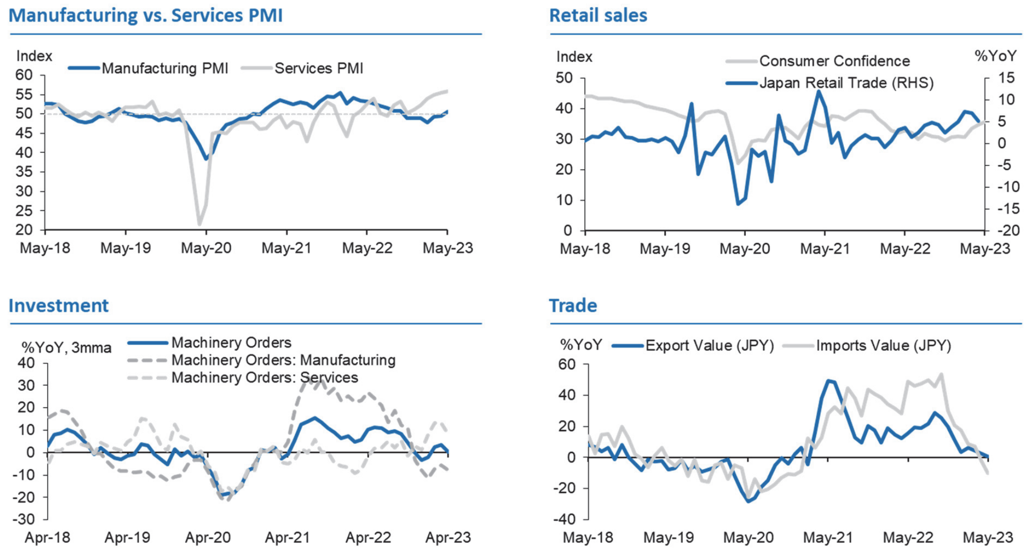
กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในเดือน พ.ค. สะท้อนผ่านดัชนี Composite PMI ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.4 จุด เป็น 54.3 จุด โดยดัชนีภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น (+0.4, 55.9 จุด) สู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่มีการจัดเก็บข้อมูล จากแรงหนุนของการผ่อนคลาย COVID-19 และอุปสงค์จากนักท่องเที่ยวทั้งในและต่างประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ภาคการผลิต (+1.1, 50.6) พลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (เหนือ 50 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบ 8 เดือน จากยอดคำสั่งซื้อใหม่และผลผลิตที่อยู่ในเกณฑ์ขยายตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2022

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน เม.ย. พลิกหดตัว -1.2% MoM, SA จากที่ขยายตัว 0.3% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.5% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 5.0% YoY (vs. 6.9% เดือนก่อน)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน เม.ย. พลิกหดตัว -0.4% MoM, SA จากที่ขยายตัว 1.1% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 1.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -0.3% YoY (vs. -0.6% เดือนก่อน)

ด้านภาคต่างประเทศ มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 0.6% YoY จาก 2.6% ในเดือนก่อน ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2021 แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ -1.2% ด้านมูลค่าการนำเข้า (Imports) หดตัว -9.9% YoY เพิ่มขึ้นจาก -2.3% ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยที่ -10.3% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน พ.ค. ขาดดุล -1,372.5 พันล้านเยน เพิ่มขึ้นจากที่ขาดดุล -432.4พันล้านเยน ในเดือนก่อน นับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 22

แผนภาพที่ 57: กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในเดือน พ.ค.



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

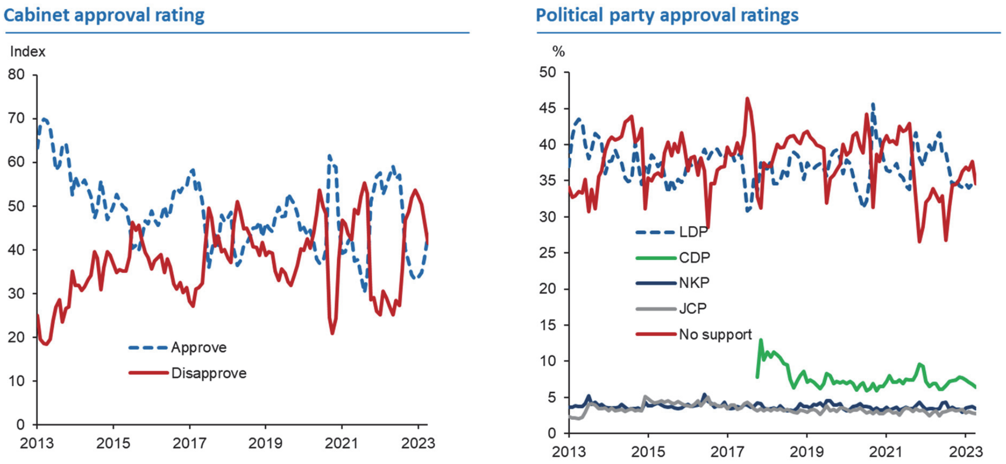
คะแนนความนิยมของรัฐบาลปรับสูงขึ้นทำให้มีผู้เชี่ยวชาญมองว่าอาจมีการยุบสภาเพื่อเลือกตั้งใหม่ในญี่ปุ่น

การยุบสภาเพื่อเลือกตั้งใหม่ในญี่ปุ่น ได้เป็นกระแสในช่วงที่ผ่านมา หลังจากที่ญี่ปุ่นได้เป็นเจ้าภาพในการจัดการประชุม G7 ที่เมืองฮิโรชิมา เมื่อวันที่ 19-21 พ.ค. ซึ่งส่งผลให้คะแนนนิยมของคณะรัฐมนตรีและพรรครัฐบาล Liberal Democratic Party (LDP) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันคะแนนนิยมของพรรคฝ่ายค้าน (CDP) ได้ปรับตัวลดลง ทำให้นักวิชาการในญี่ปุ่นมองว่าเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมที่จะทำการประกาศยุบสภา

โดยสิ่งที่ต้องระวังหากมีการยุบสภาเพื่อเลือกตั้งใหม่ คือ การแก้รัฐธรรมนูญมาตรา 9 ที่ว่าด้วยกองกำลังป้องกันตัวเองของญี่ปุ่นและการอนุญาตให้จัดตั้งกองทัพ ซึ่งอาจทำให้ประเด็นด้านภูมิรัฐศาสตร์มีความรุนแรงมากขึ้น โดยการแก้ไขรัฐธรรมนูญนั้นเป็นหนึ่งในเป้าหมายสำคัญของอดีตนายกรัฐมนตรี Shinzo Abe

อย่างไรก็ตาม การแก้ไขรัฐธรรมนูญนั้นต้องใช้เสียง 2 ใน 3 ของทั้งสภาบนและสภาล่าง ซึ่งในปัจจุบันพรรค LDP ยังขาดเสียงอยู่ถึง 47 เสียง โดยเรามองว่าการที่พรรค LDP จะได้เสียงเกิน 2 ใน 3 ในการเลือกตั้งใหม่นั้น ยังมีความเป็นไปได้น้อย โดยในอดีตสมัยนายกฯ Abe แม้จะมีคะแนนนิยมที่สูงกว่าในปัจจุบัน แต่เมื่อได้มีการจัดการเลือกตั้งใหม่ ก็ยังได้เสียงต่ำกว่า 2 ใน 3 ของสภาอยู่ดี ดังนั้น จึงเป็นไปได้ยากที่พรรค LDP จะครองเสียงข้างมากเมื่อเทียบกับคะแนนนิยมในอดีต จนสามารถแก้ไขรัฐธรรมนูญได้สำเร็จ

แผนภาพที่ 58: คะแนนความนิยมของคณะรัฐมนตรีและพรรค LDP ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา (เส้นประสีน้ำเงิน)



ที่มา: Real Politics Japan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

BoJ คงนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมสอดคล้องกับที่ตลาดคาด โดยต้องติดตามการประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ค. ที่จะมีประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อใหม่

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติคงนโยบายการเงินเดิมต่อไปในการประชุมวันที่ 15-16 มิ.ย. โดยมีมติเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5% รวมถึงคงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่ได้ประกาศก่อนหน้านี้ได้แก่

- คงวงเงินและการเข้าซื้อ ETFs และ REITs สูงสุดต่อปีที่ 12 ล้านล้านเยน และ 180 พันล้านเยน ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด
- คงการเข้าซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) ที่อัตรา 2 ล้านล้านเยน และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) ที่อัตรา 3 ล้านล้านเยน ต่อปี

ในแถลงการณ์ระบุ BoJ มองอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) จะชะลอตัวลงในช่วงกลางของปีงบประมาณ FY2023 (หรือไตรมาส 3-4) จากผลของการส่งผ่านต้นทุนของผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภคที่จะลดลง ก่อนที่จะเร่งตัวขึ้นหลังจากนั้น จากแรงหนุนของค่าจ้าง, การคาดการณ์เงินเฟ้อ และแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น

ภายหลังการประชุม นาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาให้ความเห็นว่า ทิศทางของเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้นจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจและตลาดแรงงานที่ดีขึ้น อย่างไรก็ดี หนึ่งในปัจจัยที่นาย Ueda ให้ความสำคัญคือตัวเลขค่าจ้าง โดยนาย Ueda ยังคงเน้นถึงความไม่แน่นอนของการเจรจาค่าจ้างในปีหน้าและความยั่งยืนของการเติบโตของค่าจ้าง หลังค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnigns) ล่าสุดเดือน เม.ย. ขยายตัวเพียง 1.0% YoY ชะลอลงจาก 1.3% YoY ในเดือนก่อนหน้า ซึ่งยังต่ำกว่าตัวเลขที่นาย Haruhiko Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ เคยระบุไว้ว่า ถ้าต้องการให้อัตราเงินเฟ้อเติบโตเกิน 2% ได้อย่างยั่งยืนจำเป็นต้องให้ค่าจ้างเติบโตได้อย่างน้อย 3%

ในการประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ค. BoJ จะออกประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อใหม่ โดยในประมาณการครั้งก่อนในเดือน เม.ย. BoJ ได้คาด GDP จะขยายตัว 1.4% ในปี 2023F และ 1.2% ในปี 2024F และคาดเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) ที่ 1.8% ในปี 2023F และ 2.0% ในปี 2024F

โดยปัจจุบันเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) เดือน เม.ย. ขยายตัว 3.4% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 3.0% ในเดือนก่อน และขยายตัวเกินเป้าหมาย 2% ที่ทาง BoJ ตั้งเอาไว้ 13 เดือนติดต่อกัน โดยตลาดคาดว่าเงินเฟ้อ Core CPI จะชะลอตัวลงเป็น 3.2% ในเดือน พ.ค.

เรายังคงคาดในกรณีฐานว่า BoJ จะคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อไปในการประชุมเดือน ก.ค. เพื่อรอดูพัฒนาการของตัวเลขเศรษฐกิจ โดยเรามองว่าค่าจ้างรายเดือน (Cash earnings) ที่ขยายตัวเพียง 0.8% YoY ในเดือน เม.ย. ยังไม่สะท้อนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ชัดเจนและยังคงมีความไม่แน่นอนสูง ประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) ที่คาดว่าจะชะลอตัวลงในช่วงไตรมาส 3 รวมถึงแรงกดดันของตลาดต่อนโยบาย YCC ที่ได้มีลดลง

แผนภาพที่ 59: ผู้ว่าฯ BoJ ยังคงมองว่าเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นในปัจจุบัน มีสาเหตุจากต้นทุนไม่ได้มาจากฝั่งอุปสงค์

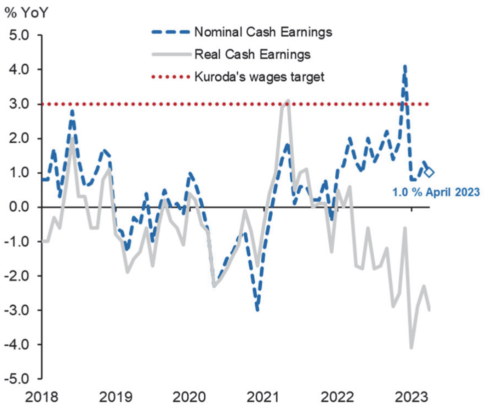
Ueda's speech

Kazuo Ueda
Governor of the Bank of Japan
May 19, 2023

Speech at a meeting held by the Naigai Josei Chosa Kai (Research Institute of Japan)

- "The Bank aims to achieve price stability in a sustainable and stable manner. **The main reason prices are currently rising at a rate above 3 percent is not strength of demand, but cost-push factors originating from overseas.**"
- "With extremely high uncertainties surrounding economies and financial markets at home and abroad, **the Bank will patiently continue with monetary easing while nimbly responding to developments in economic activity and prices** as well as financial conditions. By doing so, it will aim to achieve the price stability target of 2 percent in a sustainable and stable manner, accompanied by wage increases."

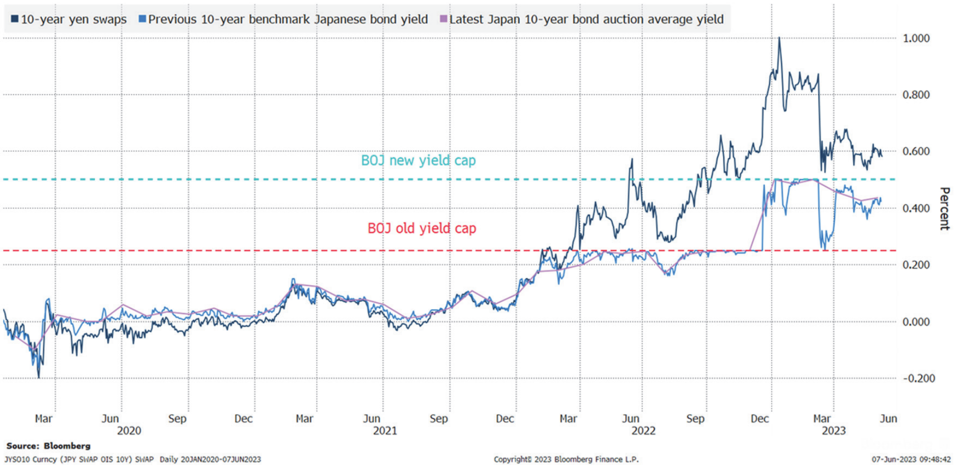
Wage growth



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

แผนภาพที่ 60: แรงกดดันจากการเทขายพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นมีลดลง เปิดช่องให้ BoJ ดำเนินนโยบายผ่อนคลายต่อไป

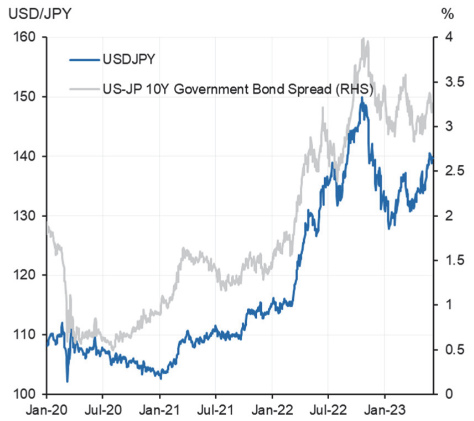
10-year yen swaps



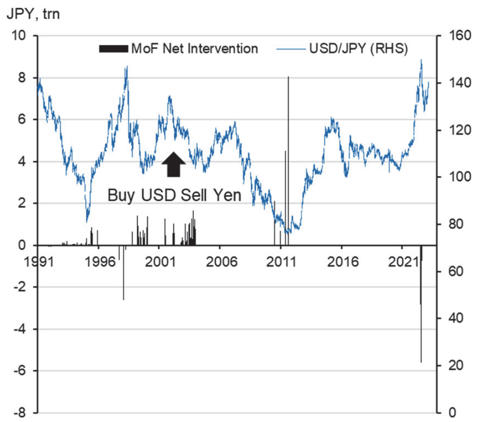
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 61: เงินเยนอ่อนค่าสู่ระดับ 140 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ หลังการประชุม BoJ โดยต้องจับตาค่าเงินเยนเมื่อแตะระดับ 146 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นระดับที่กระทรวงการคลังได้เข้าแทรกแซงเมื่อปีก่อน

USD/JPY



Ministry of Finance currency intervention



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

เศรษฐกิจไทย

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ยังได้รับแรงหนุนหลักจากภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน ขณะที่การส่งออกหดตัวต่อเนื่อง ขณะที่ในการประชุมครั้งล่าสุด (31 พ.ค.) กนง. มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย +25bps สู่ระดับ 2% ตามคาดการณ์ โดยแม้ กนง. คงประมาณการการเติบโตของ GDP ในปีนี้และปีหน้าไว้เช่นเดิม แต่ได้มีการปรับลดประมาณการทั้งเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานลง ซึ่งน่าจะเป็นส่วนหนึ่งที่สะท้อนว่า กนง. มีความกังวลด้านเงินเฟ้อในกรณีฐานที่ลดลง อย่างไรก็ดี กนง. ได้แสดงความกังวลต่อนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลชุดใหม่ที่อาจทำให้เศรษฐกิจและเงินเฟ้อขยายตัวสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ อีกทั้งได้แสดงความกังวลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ต่ำเกินไป ซึ่งอาจกระทบต่อเสถียรภาพระบบการเงินในระยะยาว ทำให้เรามองว่าความเสี่ยง Upside ต่อคาดการณ์ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุดในกรณีฐานที่ 2% ของเรายังคงมีอยู่ (ราว 25-50bps) ซึ่งขึ้นกับพัฒนาการเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และสถานการณ์การเมืองในระยะข้างหน้าที่มีความไม่แน่นอนสูง

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ยังได้รับแรงหนุนหลักจากภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน ขณะที่การส่งออกหดตัวต่อเนื่อง

ภาคการท่องเที่ยวยังเป็นแรงขับเคลื่อนกิจกรรมเศรษฐกิจหลักในเดือน เม.ย. โดยนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศยังคงสูงกว่าระดับ 2 ล้านคน (2.18 ล้านคน vs. 2.22 ล้านคนเดือนก่อน) ซึ่งนักท่องเที่ยวจีนปรับเพิ่มขึ้นมากกว่า 22% MoM สู่ระดับ 3.28 แสนคน

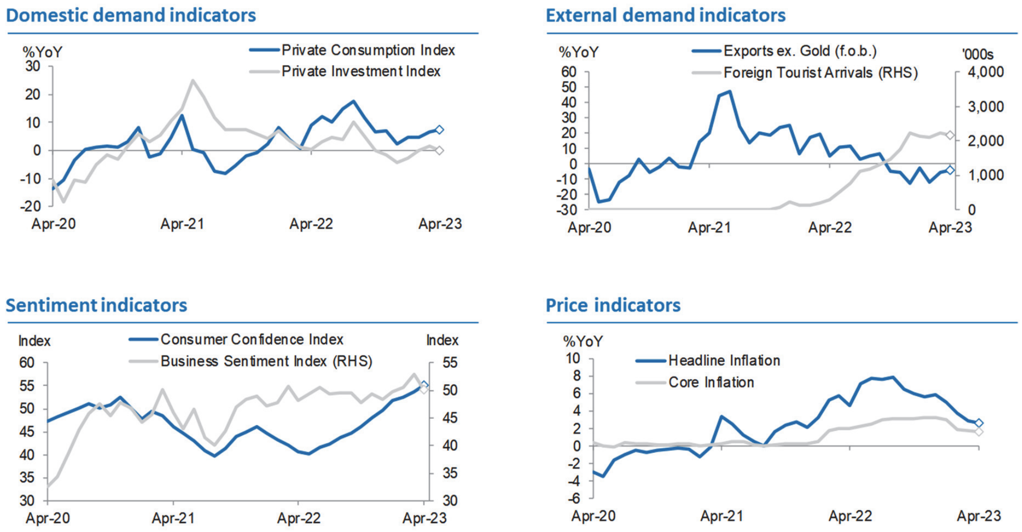
ขณะที่การส่งออกสินค้า (f.o.b.) ยังเป็นปัจจัยฉุดการเติบโต โดยการส่งออกสินค้าหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ติดต่อกัน (-4.9% YoY vs. -5.8% เดือนก่อน) ซึ่งสอดรับกับดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมที่หดตัวมากขึ้น (-8.1% YoY vs. -3.9% เดือนก่อน)

ด้านอุปสงค์ในประเทศ เครื่องชี้การบริโภคภาคเอกชน (PCI) ขยายตัวอย่างแข็งแกร่งที่ +7.6% YoY (vs. +6.7% เดือนก่อน) โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตระดับสองหลักของการใช้จ่ายในภาคบริการ (+24%) ขณะที่การปรับตัวดีขึ้นของตลาดแรงงาน (กลับมาอยู่ในระดับก่อนช่วง COVID-19 แล้ว) และรายได้เกษตรกร (+3.8%) เป็นปัจจัยสนับสนุนที่ดีสำหรับการใช้จ่ายของภาคครัวเรือน

ในทางตรงกันข้าม การลงทุนภาคเอกชน (PII) ไม่ขยายตัว (+0.0% YoY vs. +1.7% เดือนก่อน) ซึ่งถูกกดดันจากเกือบทุกหมวดการใช้จ่าย โดยเฉพาะยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่เพื่อการลงทุน (-17.8%)

ในส่วนของการใช้จ่ายภาครัฐฯ (ไม่รวมเงินโอน) มีการปรับลดลงในส่วนของงบประจำ -2.8% YoY แต่ปรับตัวขึ้นในส่วนงบลงทุน +5.4%

แผนภาพที่ 62: กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ยังได้รับแรงหนุนหลักจากภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน ขณะที่การส่งออกหดตัวต่อเนื่อง



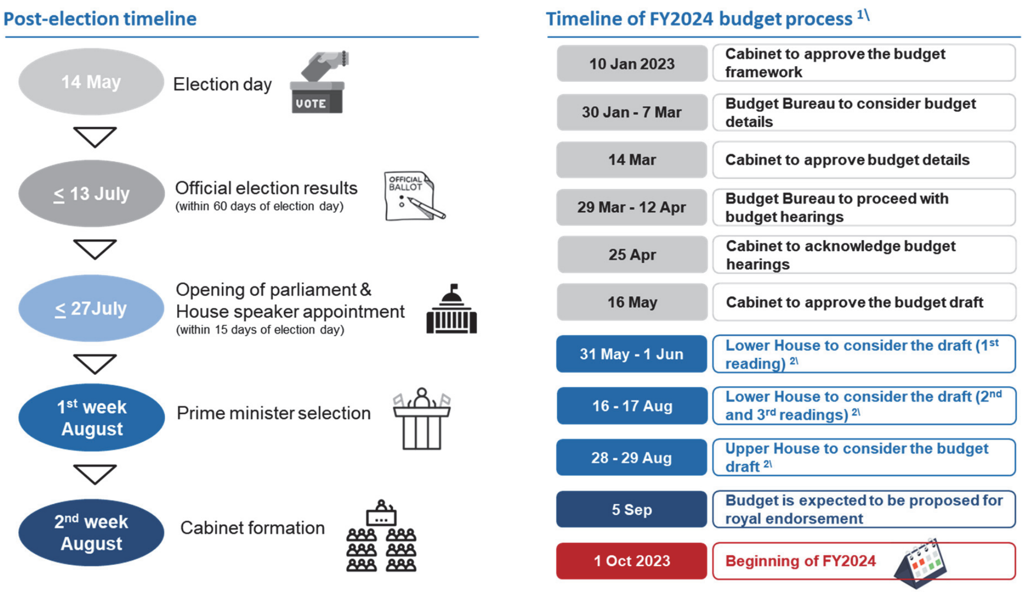
ที่มา: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ยังมีมุมมองที่ระมัดระวังต่อความเสี่ยงทางด้านการเมืองที่จะกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี จากความเสี่ยงในการอนุมัติงบประมาณ FY2024 ล่าช้า

หลังการเลือกตั้งทั่วไปเมื่อวันที่ 14 พ.ค. ผ่านพ้นไป ทางพรรคก้าวไกลภายใต้การนำของคุณพิธา ลิ้มเจริญรัตน์ ได้ประกาศจับมือกับพรรคร่วมรวมกันทั้งหมดเป็น 8 พรรคในการจัดตั้งรัฐบาล และมีการลงนาม MoU ในข้อตกลงร่วมกันในการบริหารประเทศ โดยระหว่างนี้จะต้องรอประกาศรับรองผลการเลือกตั้งอย่างเป็นทางการจากทางคณะกรรมการการเลือกตั้ง (กกต.) ภายใน 60 วันนับแต่วันเลือกตั้ง (หรือภายในวันที่ 13 ก.ค.) หลังจากนั้นจะมีกำหนดการเปิดประชุมสภาผู้แทนราษฎรครั้งแรกภายใน 15 วันนับแต่วันรับรองผลการเลือกตั้ง (หรือภายในวันที่ 27 ก.ค.) ดังนั้น หากเป็นไปตามไทม์ไลน์ดังกล่าวคาดว่าจะมีการลงคะแนนเสียงเลือกนายกรัฐมนตรี รวมทั้งการจัดตั้งคณะรัฐมนตรีเกิดขึ้นภายในช่วงต้นเดือน ส.ค.

อย่างไรก็ดี ยังมีความไม่แน่นอนในหลายประเด็น อาทิ ส.ว. จะให้การสนับสนุนการลงคะแนนเสียงเลือกคุณพิธา (ตัวแทนจากพรรคก้าวไกล) เป็นนายกรัฐมนตรีหรือไม่ (ต้องได้รับคะแนนเสียงรวมจากทั้ง ส.ส. และ ส.ว. อย่างน้อย 376 เสียง) และความรวดเร็วในกระบวนการคัดเลือกนายกรัฐมนตรีและการจัดตั้งคณะรัฐมนตรี เพราะจะทำให้เกิดความเสี่ยงที่การอนุมัติงบประมาณประจำปี FY2024 จะไม่ทันก่อนวันขึ้นปีงบประมาณใหม่ในวันที่ 1 ต.ค. 2023 และอาจล่าช้าออกไปในช่วงไตรมาสแรกของปี FY2024 (หรือนั่นคือไตรมาสสี่ ของปี 2023) เป็นอย่างน้อย ทั้งนี้ จากการประเมินของเรา อาจทำให้เม็ดเงินใช้จ่ายจากภาครัฐหายไปราว 0.2-0.8% ดังนั้น ทำให้เรายังมีมุมมองที่ระมัดระวังต่อความเสี่ยงทางด้านการเมืองที่จะกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปีจากเม็ดเงินภาครัฐที่จะหายออกไปจากระบบชั่วคราว

แผนภาพที่ 63: ยังมีมุมมองที่ระมัดระวังต่อความเสี่ยงทางด้านการเมืองที่จะกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี จากความเสี่ยงในการอนุมัติงบประมาณ FY2024 ล่าช้า



Note: 1\ As of 21 Oct 2022. 2\ House and Senate has 105 days and 20 days, respectively, for consideration of the draft.
ที่มา: Budget Bureau, Thaipublica, Flaticon, Press, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พรรคก้าวไกลเน้นผลักดันการลดภาระค่าครองชีพและหนุนกำลังซื้อของครัวเรือน

ทางด้านนโยบายของพรรคก้าวไกลซึ่งเป็นแกนนำในการจัดตั้งพรรคร่วมรัฐบาลนั้น มีนโยบายที่เกี่ยวเนื่องกับการช่วยเหลือค่าครองชีพและเพิ่มกำลังซื้อของครัวเรือนที่สำคัญ อาทิ

- นโยบายเงินผู้สูงวัยเดือนละ 3,000 บาท โดยจะเพิ่มเงินช่วยเหลือให้แก่ผู้สูงวัยให้เป็นอัตราเดียวแบบถ้วนหน้าเดือนละ 3,000 บาท ภายใน 4 ปี เพื่อให้ผู้สูงอายุมีรายได้เพียงพอต่อการดำรงชีพ และมีความมั่นคงทางการเงินเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ จากการประเมินของเราพบว่า จะทำให้ผู้สูงอายุได้รับเม็ดเงินช่วยเหลือค่าครองชีพเพิ่มเติมราว 1.3% ของ GDP
- นโยบายเงินเด็กเล็ก เดือนละ 1,200 บาท โดยจะเพิ่มและขยายเงินอุดหนุนเลี้ยงดูเด็กตั้งแต่แรกเกิดจนถึง 6 ปี มาเป็นเงินเด็กเล็กเดือนละ 1,200 บาท โดยให้ทุกคนแบบถ้วนหน้าไม่ตกหล่น ทั้งนี้ จากการประเมินของเราพบว่า จะทำให้ผู้ปกครองได้รับเม็ดเงินช่วยเหลือค่าครองชีพเพิ่มเติมราว 0.2% ของ GDP
- นโยบายปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำทุกปี เริ่มทันทีวันละ 450 บาท โดยจะเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำให้เริ่มต้นที่วันละ 450 บาท (จากปัจจุบันที่เฉลี่ย 337 บาทต่อวัน หรือเพิ่มขึ้น 34%) เพื่อให้สอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อและดัชนีค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้นทุกปีจนถึงปัจจุบัน ขณะที่จะมีการแบ่งเบาภาระค่าแรงที่สูงขึ้นสำหรับผู้ประกอบการ SME ในช่วง 6 เดือนแรกโดยการที่รัฐจะช่วยสมทบค่าประกันสังคมในส่วนของผู้ว่าจ้างสำหรับแรงงานที่ถูกกระทบโดยการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ ทั้งนี้ จากการประเมินของเราพบว่า จะทำให้ครัวเรือนมีกำลังซื้อเพิ่มขึ้นเพิ่มเติมราว 1.1% ของ GDP ในขณะเดียวกันก็อาจทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นราว 0.9%9% จากต้นทุนของผู้ประกอบการที่สูงขึ้น
- นโยบายค่าไฟแฟร์ ถูกและเป็นธรรมสำหรับประชาชน โดยจะลดค่าไฟให้กับประชาชนได้อย่างน้อย 70 สตางค์/หน่วย หรือทำให้ค่าไฟลดลงจาก 4.7 บาทต่อหน่วย ลงมาอยู่ที่ 4.0 บาทต่อหน่วย (หรือลดลงราว 15%) ทั้งนี้ จากการประเมินของเราพบว่า จะทำให้เงินเฟ้อลดลงราว 0.6%

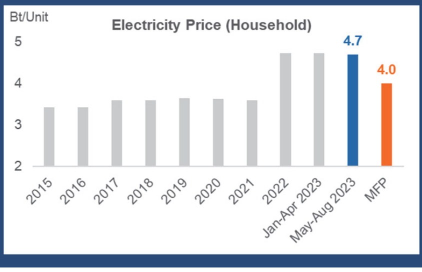
ทั้งนี้ ยังต้องรอติดตามว่าการจัดตั้งรัฐบาลภายใต้การนำของพรรคก้าวไกลจะสำเร็จหรือไม่ รวมทั้งความรวดเร็วในการผลักดันนโยบายเศรษฐกิจตามที่ได้หาเสียงไว้ ซึ่งเรามองว่ายังมีความไม่แน่นอนสูงและอาจต้องใช้เวลาในการผลักดันนโยบายต่างๆ ให้ดำเนินการได้สำเร็จ

แผนภาพที่ 64: หนึ่งในนโยบายที่หาเสียงไว้ของพรรคก้าวไกลคือ การลดภาระค่าไฟฟ้าของครัวเรือน และการเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำในอัตราสูง...

Select economic policies from the Move Forward Party (MFP)

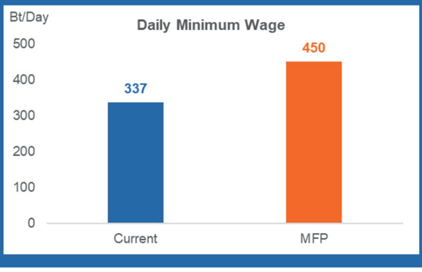
To cut household electricity price by 70 satang/unit

- The plan will cut electricity bills by 15% on avg to 4 bath/unit from 4.7 baht/unit currently.
- This could help reduce inflation by 0.6%. [1\]



To raise minimum wage to 450 baht/day

- The plan will raise minimum wage by 34% to 450 baht/day from 337 baht/day currently.
- This could lift worker income by 1.1% of GDP, increase inflation by 0.9%, and reduce employment by -0.2%. [1\]



Note: 1\ Based on our estimate.

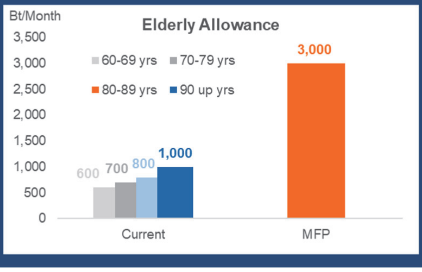
ที่มา: election66.moveforwardparty.org, press, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 65: ...รวมทั้งการช่วยลดภาระค่าครองชีพของผู้สูงอายุและครอบครัวที่มีเด็กเล็ก

Select economic policies of the Move Forward Party

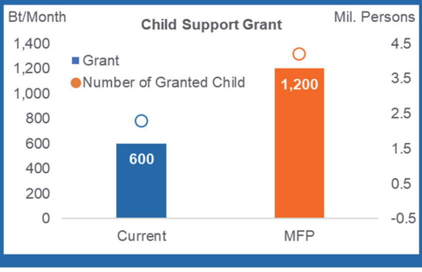
3,000 baht/month elderly allowance (within 4 years)

- The plan will give 3,000 baht/month in cash support to the elderly within 4 years from 600-1,000 baht/month (depending on age) currently.
- This could raise elderly income by 1.3% of GDP per year. [1\]



1,200 baht/month grant for child support

- The plan will raise cash support for children to 1,200 baht/month without conditions from currently 600 baht/month for parents with income of no more than 100,000 baht/person/year.
- This could raise parent income by 0.2% of GDP per year. [1\]



Note: 1\ Based on our estimate.

ที่มา: election66.moveforwardparty.org, press, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กนง. ได้แสดงความกังวลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ต่ำเกินไป (เปิดเผยใน Minutes ของการประชุมวันที่ 29 มี.ค. และมีการกล่าวถึงในช่วง Q&A ของการประชุมวันที่ 31 พ.ค.)

ในการประชุมครั้งล่าสุด (31 พ.ค.) คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.0% ตามคาดการณ์ โดย กนง. คงประมาณการการเติบโตของ GDP ไทยที่ระดับ 3.6% และ 3.8% ในปี 2023-24F ตามลำดับ โดยได้ปัจจัยหนุนหลักจากภาคท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวเป็นวงกว้างและการบริโภคภาคครัวเรือนที่ดีขึ้น อีกทั้ง กนง. ยังเชื่อว่านโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลใหม่อาจเป็นปัจจัยหนุนให้เศรษฐกิจเติบโตดีกว่าที่ประเมินไว้

ด้านเงินเฟ้อ กนง. ได้มีการปรับลดประมาณการทั้งเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานลง โดยล่าสุดคาดอัตราเงินเฟ้อทั่วไปอยู่ที่ระดับ 2.5% ในปี 2023F (vs. 2.9% ครั้งก่อน) และ 2.4% ในปี 2024F (vs. 2.4% ครั้งก่อน) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานถูกปรับลดประมาณการลงมาอยู่ที่ระดับ 2.0% ในปีนี้ (vs. 2.4% ครั้งก่อน) และจะเติบโตอยู่ในระดับดังกล่าวในปีหน้าด้วย (2.0% ไม่มีการเปลี่ยนแปลง)

โดยเเม้ว่า กนง. ได้ระบุว่า “อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูง (upside inflationary risk exists)” แต่ดูเหมือนจะมีความกังวลที่ลดลงเมื่อเทียบกับการประชุมครั้งก่อน ที่แสดงความกังวลว่า “อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงที่จะอยู่ในระดับสูงนานกว่าคาด (persistently high inflation remains a risk)” โดยความเสี่ยงด้านสูงดังกล่าว กนง. ระบุว่าส่วนหนึ่งมาจากนโยบายของรัฐบาลใหม่ “จึงต้องติดตามพฤติกรรมการปรับราคาของผู้ประกอบการที่อาจเปลี่ยนไป (there is a need to monitor the price-setting behavior of businesses)” นอกจากนี้ กนง. ยังคงกล่าวถึงการที่ภาวะทางการเงินโดยรวมที่ผ่อนคลายลดลง โดยมาจากต้นทุนการระดมทุนของภาคเอกชนที่สูงขึ้นตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

โดยในกรณีฐาน เรายังคงคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ 2% ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยระยะยาวนับตั้งแต่มีการกำหนดเงินเฟ้อเป็นเป้าหมาย โดยเหตุผลสนับสนุนส่วนหนึ่งมาจากความเสี่ยงของการผลักภาระต้นทุนที่รออยู่ก็ผ่อนคลายลง หลังอัตราส่วนระหว่างดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) และดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ปรับลดลงในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา

นอกจากนี้ เราพบว่าในช่วงก่อน COVID ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการ (Core services) และการเติบโตของนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ในระดับต่ำ ดังนั้น เรามองว่า ธปท. น่าจะเลือกเฝ้าติดตามอย่างระมัดระวังและรอประเมินสถานการณ์ไปก่อน (Wait-and-see approach) มากกว่าที่จะเลือกปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าระดับปัจจุบันไปมาก

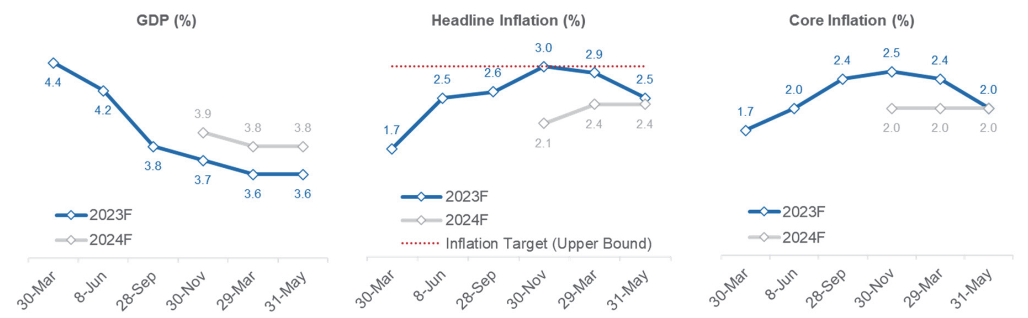
อีกทั้ง เรายังคงกังวลว่าจะสามารถจัดตั้งรัฐบาลใหม่ได้เร็วแค่ไหน เพราะอาจทำให้การอนุมัติงบประมาณประจำปี FY2024 ไม่ทันกำหนด ซึ่งจะกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี ทั้งนี้ เหลือเวลาไม่ถึง 2 เดือนในการดำเนินการหากรัฐบาลสามารถจัดตั้งได้ภายในเดือน ส.ค.

อย่างไรก็ดี ปัจจัยเสี่ยงด้านบวก (Upside risks) ที่อัตราดอกเบี้ยอาจสูงกว่าที่เรามองไว้อาจเกิดขึ้นได้จากความแข็งแรงของอุปสงค์ในประเทศที่ดีกว่าคาด และการส่งผ่านต้นทุนที่มากกว่าคาด ตัวอย่างเช่น หากการเปลี่ยนผ่านทางการเมืองไปยังรัฐบาลชุดใหม่มีความราบรื่น รวมทั้งการผลักดันนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะเพิ่มรายได้และการใช้จ่ายของครัวเรือน เช่น นโยบายปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำที่มาก และการให้เงินช่วยเหลือให้ครอบคลุมแก่กลุ่มเป้าหมายมากขึ้น ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะกระทบต่อการคาดการณ์เงินเฟ้อของสาธารณชนให้ปรับเพิ่มขึ้น และทำให้ต้องมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มสูงขึ้นไปอีก

ขณะที่ในกรณีที่ กนง. ได้แสดงความกังวลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ต่ำเกินไป (เปิดเผยใน Minutes ของการประชุมวันที่ 29 มี.ค. และมีการกล่าวถึงในช่วง Q&A ของการประชุมวันที่ 31 พ.ค.) แล้วอาจกระทบต่อเสถียรภาพระบบการเงินในระยะยาว อาจทำให้ กนง. จะต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกราว 25-50bps (สู่ระดับ 2.25-2.50%) เพื่อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกลับไปเป็นบวก (หรือไม่ติดลบ) หากอิงจากประมาณการเงินเฟ้อล่าสุดของ ธปท. ทั้งนี้ หากอิงจากตัวเลขเงินเฟ้อล่าสุดเดือน พ.ค. พบว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงที่หักออกด้วยเงินเฟ้อ (ทั้งเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐาน) ได้กลับมาเป็นบวกแล้วทั้งคู่

แผนภาพที่ 66: กนง. คงประมาณการการเติบโตของ GDP ไทยที่ระดับ 3.6% และ 3.8% ในปี 2023-24F ตามลำดับ แต่ปรับลดประมาณการเงินเฟ้อในปี 2023F ลงมาอยู่ที่ 2.5% สำหรับเงินเฟ้อทั่วไป และ 2.0% สำหรับเงินเฟ้อพื้นฐาน

BoT's key economic forecasts (as of 31 May)



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

แผนภาพที่ 67: กนง. ได้แสดงความกังวลต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ต่ำเกินไป (เปิดเผยใน Minutes ของการประชุมวันที่ 29 มี.ค. และมีการกล่าวถึงในช่วง Q&A ของการประชุมวันที่ 31 พ.ค.)

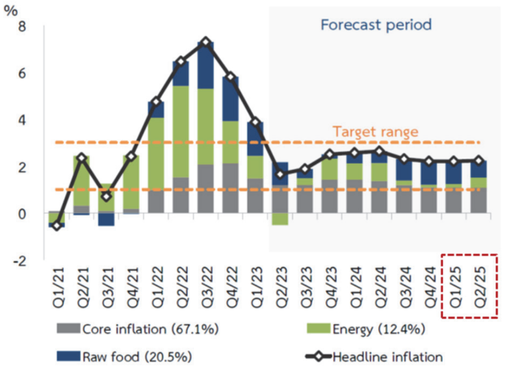
Key MPC Discussion (based on "Minutes" published two weeks after the meeting)

	25 Jan	29 Mar	31 May *(Post Meeting)*
Economy	• Thai economy to continue to recover. Tourism sector to be a key economic driver this year, while growth momentum from merchandise exports should moderate from the previous year • Concerns over the effects of structural changes on Thailand's merchandise exports outlook	• Thai economy to continue expanding • Increased risks to the global economy and financial system	• Thai economy should continue to expand • Need to monitor the uncertain economic and monetary policy outlook of major economies
Price	• Inflationary risks have increased and warrant close monitoring	• Upside risks to inflation remain (post meeting cited "persistently high inflation remains a risk")	• Upside inflation risks exist
Policy	• Gradual and measured policy normalization is an appropriate course for monetary policy while the MPC stands ready to adjust the size and timing of policy normalization should the growth and inflation outlook shift from the current assessment. • However, monetary policy could face greater challenges in the period ahead.	• Agreed on continued policy normalization to lessen the risk of inflation staying persistently above the target range • Discussed potential role of low real interest rates in engendering a build-up of economic imbalance, posing risks to long-term financial stability • The appropriate level of real interest rates is a relevant consideration for monetary policy deliberation looking ahead	• Prepared to adjust the size and timing of policy normalization should the evolving growth and inflation outlook differ from the current assessment • **(Q&A [1])** Inflation is expected at below 2% during May and June due to the high base from last year. • Real interest rates must be more than zero or positive during normal situations • At this time, there is quite a lot of uncertainty in all aspects; thus, the MPC will wait to see the trend from incoming information

Note: 1\ Regarding Mr. Piti Disyatat, Secretary of the MPC.
ที่มา: BoT, Prachachart, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

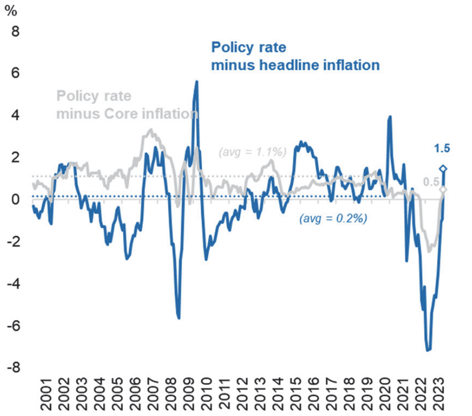
แผนภาพที่ 68: หากอิงจากตัวเลขเงินเฟ้อล่าสุดเดือน พ.ค. พบว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงที่หักออกด้วยเงินเฟ้อ (ทั้งเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐาน) ได้กลับมาเป็นบวกแล้วทั้งคู่

BoT forecasts: Contribution to headline inflation



%YoY May 23 (Mar 23)	2022	2023	2024
Headline	6.1	2.5 (2.9)	2.4 (2.4)
Core	2.5	2.0 (2.4)	2.0 (2.0)

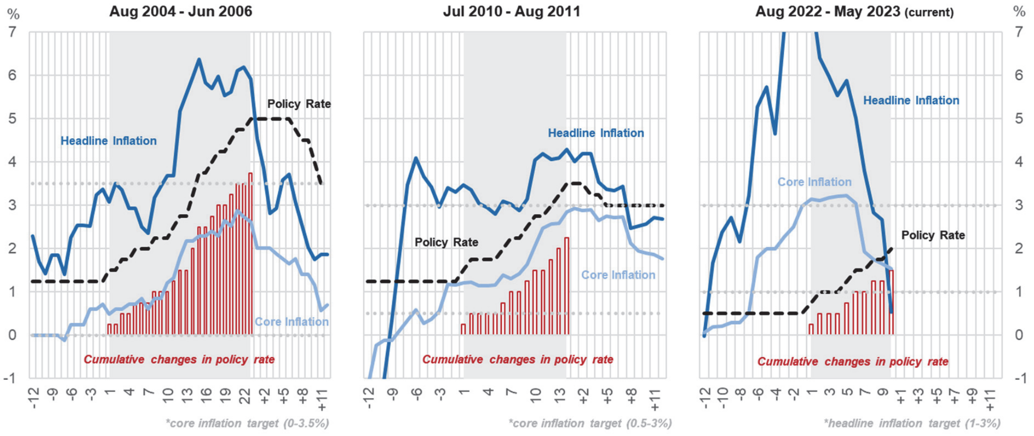
Real policy interest rate 1\



Note: the x-axis represents the monthly periods before and after the first policy rate hike (T=1)
ที่มา: BoT, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 69: กนง. อาจจะต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกราว 25-50bps (สู่ระดับ 2.25-2.50%) เพื่อให้ระดับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกลับไปเป็นบวก (หรือไม่ติดลบ) หากอิงจากประมาณการเงินเฟ้อล่าสุดของ ธปท. เพื่อป้องกันความเสี่ยงของเสถียรภาพระบบการเงินในระยะยาว

Rate hike cycles 1\



Note: 1\ Dotted lines represent an average of real policy rate before pre COVID.
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (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

ธนภัทร ธนชาต
Research Assistant
(66) 2633 6488
tanapatd@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		