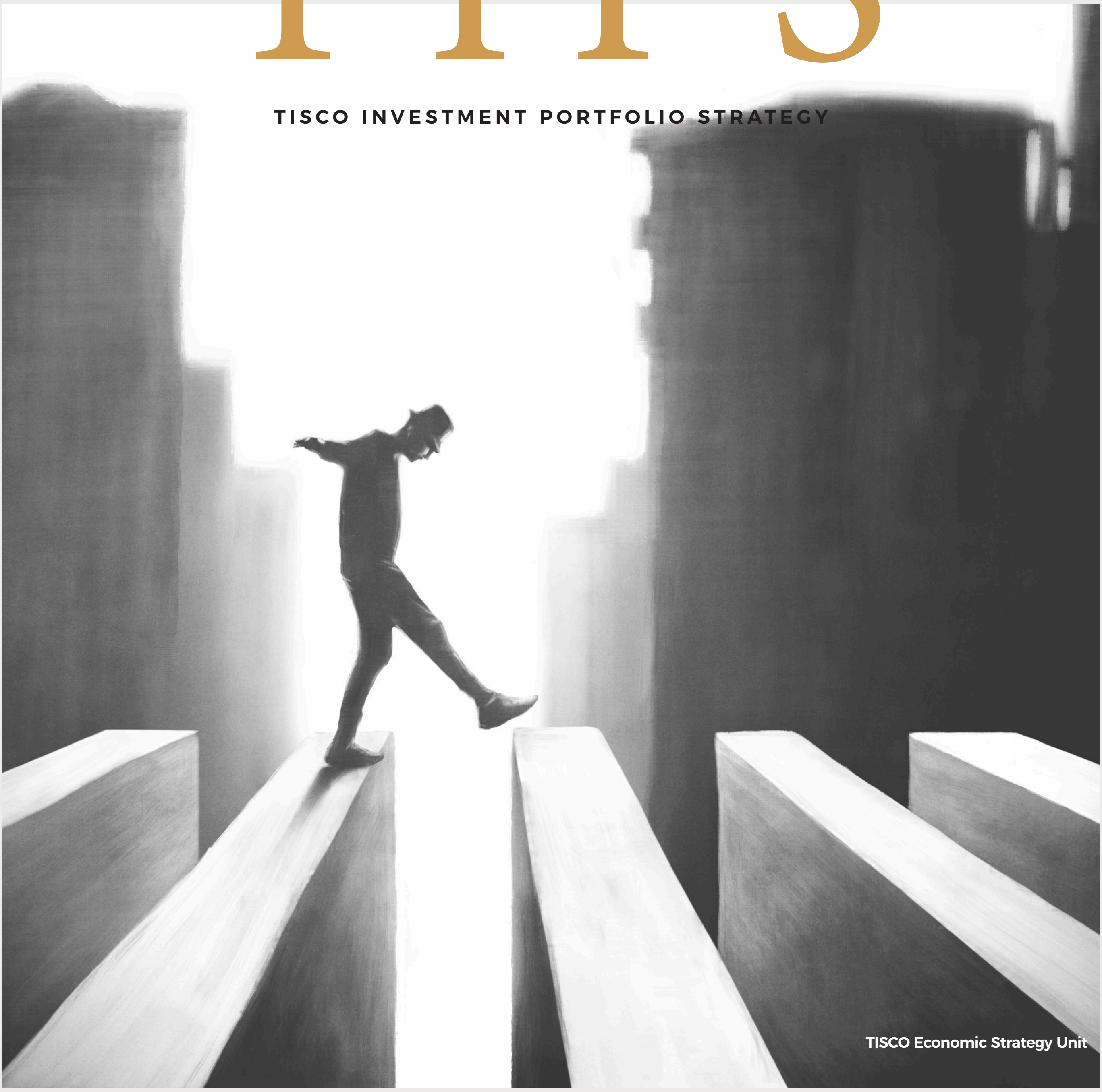
August 2023 | Issue 095

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นในครึ่งปีหลัง มีแนวโน้มลดลง เป็นภาพตรงข้ามกับครึ่งปีแรก

เนื่องจาก 1) เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง 2) อัตราดอกเบี้ยอาจเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด 3) สภาพคล่องในระบบมีแนวโน้มลดลง

เราประเมิน S&P500 ณ สิ้นปีนี้ที่ระดับ 4,250 จุด ต่ำกว่าระดับปัจจุบันอยู่ราว 5-10% แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักพันธบัตรในพอร์ตการลงทุน

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 19
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 22

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 30

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 31
- เศรษฐกิจยุโรป 36
- เศรษฐกิจจีน 42
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 47
- เศรษฐกิจไทย 50

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

ตลาดหุ้นครึ่งปีแรกฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด ท่ามกลางปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ไม่ได้แย่ลงตามที่คาด อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง ตามอัตราเงินเฟ้อที่ผ่านพ้นจุดสูงสุด ประกอบกับสภาพคล่องที่กลับมาเพิ่มขึ้น จากประเด็นหนี้สาธารณะชนเพดาน ทำให้ Bond supply ในตลาดลดลง ประกอบกับความพยายามยับยั้งแรงกดดันต่อประเด็นยกเลิก Yield Curve Control (YCC) ของธนาคารกลางญี่ปุ่น และสถานการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) ในสหรัฐฯ ซึ่งหนุน Valuation ของตลาดหุ้นนับตั้งแต่ต้นปี

อย่างไรก็ดี เรามองตลาดหุ้นในครึ่งปีหลัง อาจเป็นภาพตรงข้ามกับครึ่งปีแรก เนื่องจาก ประการแรก เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยเฉพาะจากภาคบริการ หลังเงินออมส่วนเกิน (Excess savings) หมดลง และการกลับมาเก็บหนี้เพื่อการศึกษาในช่วงไตรมาส 3 ประการที่สอง อัตราดอกเบี้ยอาจเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด โดยจากการประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสม ตามสมการ Taylor rule ซึ่งอิงตัวแปรคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) และอัตราว่างงาน (Unemployment rate) ของ Fed พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมควรอยู่ที่ 6.05% เทียบเท่ากับการปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 3 ครั้ง สูงกว่าตลาดคาดที่จะขึ้นอีกเพียง 1 ครั้ง ทำให้เรามองว่ามีความเป็นไปได้สูงที่ Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยได้อีก 2 ครั้งตามที่ส่งสัญญาณ ประการสุดท้าย สภาพคล่องในระบบมีแนวโน้มลดลง จากการออกพันธบัตรใหม่ มาตรการลดขนาดงบดุล (QT) ของ Fed ในขณะที่ยอดธุรกรรม Reverse Repo (RRP) น่าจะทรงตัวขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น

สภาพคล่องในระบบที่ลดลง ประกอบกับ Bond yield ที่อยู่ในระดับสูง อาจกดดัน Valuation ของตลาดหุ้น เราประเมินระดับ Valuation ของตลาดหุ้นจากปัจจัยดังกล่าว โดยใช้แบบจำลอง Regression model พบว่าค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ควรเทรดที่ระดับต่ำกว่า 17 เท่า ต่ำกว่าปัจจุบันที่ 19 เท่า และเมื่อคูณกับคาดการณ์กำไรปี 2024 ของ Bloomberg consensus จะได้คาดการณ์ระดับ S&P500 ณ สิ้นปีนี้ที่ 4,250 จุด ต่ำกว่าระดับปัจจุบันอยู่ราว 5-10% ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งปีหลัง

เมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์อื่น เรามองว่าพันธบัตรมีความน่าสนใจในการลงทุนมากกว่าหุ้น จากกระแสรายรับดอกเบี้ยที่สม่ำเสมอ และมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคา (Capital gains) ตามเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวในระยะกลาง โดยปัจจุบัน Bond yield อายุ 10 ปี ให้ผลตอบแทนสูงถึง 3.8% ต่อปี ในขณะที่คาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นหรือ Earnings yield ของ S&P500 ซึ่งเป็นส่วนกลับของค่า Forward P/E ลดลงมาต่ำกว่า 5% ส่วนต่างของคาดการณ์ผลตอบแทน (Earnings yield gap) ลดลงมาอยู่ที่ 1.2% ต่ำสุดในรอบเกือบ 20 ปี ชี้ว่าตลาดอาจมีมุมมองที่ดีต่อตลาดหุ้นมากเกินไป และให้ค่าความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้นต่ำเกินไป ดังนั้น เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตร

ด้านราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เราแนะนำให้เข้าซื้อน้ำมันที่ระดับราคา WTI ต่ำกว่า 80 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรล จากปัจจัยฝั่งอุปทานที่ถูกจำกัดจากนโยบายลดการผลิตของซาอุดีอาระเบียและรัสเซีย ในขณะที่การลงทุนต่ำเริ่มส่งผลให้การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ชะลอตัว สภาวะตลาดน้ำมันโลกจึงมีแนวโน้มอยู่ในภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) อย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องในไตรมาสนี้

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรามองตลาดหุ้นในครึ่งปีหลัง มีแนวโน้มลดลง เป็นภาพตรงข้ามกับครึ่งปีแรก
- เนื่องจาก 1) เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง 2) อัตราดอกเบี้ยอาจเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด 3) สภาพคล่องในระบบมีแนวโน้มลดลง
- เราประเมิน S&P500 ณ สิ้นปีนี้ที่ระดับ 4,250 จุด ต่ำกว่าระดับปัจจุบันอยู่ราว 5-10% แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักพันธบัตรในพอร์ตการลงทุน

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting: Underweight		Neutral	Overweight		Themes
ตราสารหนี้					●	- เรามอง Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี จะทรงตัวระดับสูง 3.8-4% จนถึงสิ้นปี 2023 จากเงินเฟ้อที่ยังอยู่สูงกว่าเป้า และ Bond Supply ที่จะเพิ่มขึ้น หลังการผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้ - อัตราดอกเบี้ยในตลาดอาจปรับขึ้นอีกเล็กน้อยในระยะสั้น ตามการส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นรายประเทศ						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจแข็งแกร่งกว่าคาด ประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ Fed อาจยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ดี การส่งออกยังเป็นปัจจัยฉุดหลัก ตามอุปสงค์ที่ชะลอลง - ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล โดยเฉพาะการลงคะแนนเสียงเลือกนายกรัฐมนตรีซึ่งไม่ได้มีการกำหนดกรอบระยะเวลาในการคัดเลือกไว้ ซึ่งอาจทำให้การอนุมัติร่างฯ FY2024 ล่าช้า กระทบเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 4 ของปีนี้ - BoT อาจปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอีกราว 25-50bps - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง แย่กว่าคาด ตามผลบวกหลังการเปิดเศรษฐกิจที่แผ่วลง - อาจมีมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติม เพื่อคงแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยอาจเน้นกระตุ้นภาคอสังหาฯและภาคการบริโภคเป็นหลัก - มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ซึ่งทำให้สหรัฐฯ ออกกฎกีดกันทางการค้า และการผลิตที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงเป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวขึ้น จากการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามอุปสงค์โลก - BoJ ยังคงใช้มาตรการ YCC และระบุกำลังทบทวนนโยบายการเงินในมุมมองกว้างโดยใช้ระยะเวลาหนึ่งปีถึงหนึ่งปีครึ่ง - แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากค่าจ้างที่ถูกปรับขึ้นอย่างมีนัยยะ - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะภาคบริการ - ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB อาจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสู่ Terminal rate ที่ระดับ 3.75% และมีความเสี่ยงที่จะปรับสูงกว่านั้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นรายอุตสาหกรรม						
หุ้นกลุ่ม Tech				●		- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นกลุ่ม Healthcare				●		- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ปรับขึ้นช้ากว่าตลาดรวม (Laggard) ตั้งแต่ต้นปี - คงคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - Downside ของราคามีค่อนข้างจำกัด จากต้นทุนธุรกิจเหมือง (All-in-sustaining costs) ที่ระดับ $1,650/oz เป็นฐานราคาต่ำสุด - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			● (Previous)	●		- อุปสงค์มีแนวโน้มชะลอตัวลงตามเศรษฐกิจโลก - แต่อุปทานตึงตัวขึ้นมาก จากการลดโควต้า ของ OPEC+ โดยเฉพาะซาอุฯ และรัสเซีย และการเติมน้ำมันเข้าคลังสหรัฐฯ (SPR) - EIA ประเมินว่าสมดุลตลาดน้ำมันโลกเริ่มเข้าสู่สภาวะอุปทานขาดแคลน (Supply deficit) แล้วในเดือน มิ.ย. 2023 และมีแนวโน้มขาดดุลรุนแรงในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 - เพิ่มน้ำหนัก Overweight
REITs			●			- Mortgage rate เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 แต่ราคาบ้านกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง - มีความเสี่ย'จากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และการลดการเข้าซื้อ MBS ผ่านมาตรการ QT ของ Fed - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO กลับมาอยู่ในระดับที่แพงขึ้น จากราคากองทุน REITs ที่เพิ่มขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา - คงคำแนะนำ Neutral

● (grey) Previous Recommendation　●● Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน　● Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน　●● Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,530	0.5%	0.0%	1.6%	-1.8%	-9.1%	-8.3%	-1.5%
Philippines PCOMP	6,656	0.5%	1.6%	4.1%	0.9%	-5.5%	1.4%	6.3%
Indonesia JCI	6,898	0.2%	0.4%	3.9%	1.1%	0.5%	0.7%	0.2%
Singapore STI	3,260	0.1%	0.2%	2.1%	-1.9%	-1.0%	0.3%	2.5%
Malaysia KLCI	1,418	0.5%	0.4%	1.9%	-0.3%	-5.5%	-5.2%	-3.3%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	18,748	0.8%	-3.4%	-0.7%	-6.1%	-15.0%	-5.2%	-9.0%
China H HSCEI	6,304	0.8%	-3.9%	-1.4%	-6.4%	-15.8%	-6.0%	-11.3%
MSCI China	61	0.6%	-2.4%	1.4%	-5.0%	-16.4%	-4.7%	-11.6%
China CSI300	3,806	-0.0%	-1.6%	-1.5%	-4.4%	-9.0%	-1.7%	-10.2%
Taiwan TWSE	17,058	-0.8%	-1.6%	-0.8%	9.2%	14.2%	20.7%	14.1%
Korea KOSPI	2,628	0.4%	0.3%	2.2%	4.1%	9.7%	17.5%	9.8%
MSCI Korea	812	0.3%	-0.4%	1.8%	5.2%	11.3%	21.1%	10.5%
India SENSEX	66,752	-1.3%	0.2%	6.0%	11.1%	9.5%	9.7%	19.0%
MSCI India	2,195	-1.2%	-0.3%	5.1%	12.4%	6.7%	6.1%	12.7%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	7,314	-0.2%	0.2%	3.0%	-0.1%	-2.4%	3.9%	7.7%
Japan TOPIX	2,280	0.1%	1.8%	0.7%	11.9%	15.6%	20.5%	16.6%
Japan Nikkei 225	32,711	-0.6%	1.0%	-0.2%	14.4%	19.8%	25.4%	17.2%
Europe STOXX600	465	0.3%	1.0%	2.7%	-0.8%	2.7%	9.5%	9.3%
Euro STOXX50	4,391	0.4%	-0.2%	2.8%	-0.2%	5.7%	15.8%	22.1%
US Dow Jones	35,228	0.0%	2.1%	4.4%	4.0%	4.4%	6.3%	10.4%
US S&P500	4,536	0.0%	0.7%	4.3%	9.7%	12.9%	18.1%	14.5%
MSCI US REITs	1,232	0.5%	0.9%	9.3%	6.9%	0.1%	7.5%	-3.9%
J-REITs	1,889	-0.4%	0.9%	2.5%	2.8%	2.2%	-0.3%	-5.5%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,664	0.2%	3.1%	2.7%	-3.1%	-1.2%	2.8%	5.3%
Germany DAX	16,177	-0.2%	0.4%	2.2%	2.0%	7.2%	16.2%	22.1%
France CAC 40	7,433	0.6%	0.8%	3.8%	-1.9%	5.4%	14.8%	19.6%
Switzerland SMI	11,207	0.1%	0.9%	-0.1%	-2.3%	-1.7%	4.5%	1.0%
Portugal PSI 20	6,180	0.3%	3.2%	5.3%	-0.3%	4.0%	7.9%	4.1%
Spain IBEX 35	9,572	0.5%	1.4%	3.3%	1.8%	6.7%	16.3%	18.9%
Italy FTSE MIB	28,855	0.1%	0.7%	6.0%	4.8%	11.5%	21.7%	36.0%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	120,217	1.8%	2.1%	1.0%	15.7%	6.4%	9.6%	21.5%
Chile IPSA	6,301	-0.3%	2.8%	10.9%	19.0%	19.9%	19.7%	20.7%
Mexico MEXBO	53,702	0.3%	-0.1%	0.7%	-1.8%	-2.1%	10.8%	13.6%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	525	-0.5%	-1.6%	2.2%	1.8%	-4.8%	3.9%	0.8%
MSCI Latin America	2,508	1.1%	1.6%	2.1%	12.8%	8.3%	17.8%	26.2%
MSCI All Country World	697	-0.1%	0.1%	4.1%	6.8%	8.5%	15.2%	12.9%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	76.85	1.9%	3.6%	11.1%	-2.4%	-4.1%	-4.2%	-18.8%
Brent Spot	80.86	1.8%	3.0%	9.5%	-2.3%	-6.1%	-5.9%	-21.6%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.01	-0.01	-0.34	-0.68	0.04	-1.99	-1.64	-4.49
Gold Spot	1960.31	-0.3%	0.3%	1.9%	-1.3%	1.4%	7.5%	14.1%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2855.80	-0.0%	-0.3%	-1.8%	-1.6%	-1.7%	-2.1%	-9.5%
Bloomberg Agri Subindex	70.72	-0.4%	4.3%	1.6%	4.2%	5.3%	2.7%	14.2%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	313.49	-0.1%	0.0%	0.3%	-0.5%	1.0%	3.1%	6.7%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.64	-0.0%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	1.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	306.27	-0.1%	-0.1%	-0.0%	-0.6%	-0.7%	-0.4%	2.7%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	409.27	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.0%	0.1%	1.5%	3.7%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	261.21	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.3%	-0.2%	0.2%	2.4%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	2.04	-0	0	0	27	69	67	95
2Y	2.19	2	4	6	33	56	56	38
5Y	2.37	2	4	2	28	44	41	-3
10Y	2.60	2	3	-1	10	16	-4	-10
Spread 10Y-2Y	41	-1	-1	-7	-23	-39	-60	-48
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	3.85	-2	4	11	36	39	-3	110
Japan 10Y	0.47	-2	-1	10	-1	5	4	25
UK 10Y	4.28	0	-16	-13	52	90	61	223
German 10Y	2.47	-2	-4	3	-1	29	-10	125
Spain 10Y	3.48	-1	-6	10	-4	34	-19	99
Italy 10Y	4.08	-3	-9	3	-27	9	-64	53
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	13.60	-0.4	0.3	0.2	-3.3	-5.6	-8.1	-9.4
Dollar index	101.06	0.2%	1.2%	-1.8%	-0.3%	-0.8%	-2.4%	-5.3%
USD/THB	34.51	0.6%	-0.2%	-2.1%	0.4%	5.3%	-0.3%	-6.0%
EUR/USD	1.11	0.0%	-1.0%	1.9%	0.8%	2.2%	3.9%	8.8%
GBP/USD	1.29	0.0%	-1.6%	1.2%	3.2%	4.4%	6.5%	6.8%
USD/JPY	141.54	0.9%	2.0%	-1.4%	5.3%	8.9%	7.9%	3.5%
USD/CNY	7.20	0.1%	0.3%	-0.6%	4.3%	5.9%	4.3%	6.6%
USD/CNH	7.20	0.0%	0.3%	-0.6%	4.2%	6.1%	4.0%	6.6%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU) As of 7/24/2023

ตลาดหุ้น

เรามองตลาดหุ้นในครึ่งปีหลัง มีแนวโน้มลดลง เป็นภาพตรงข้ามกับครึ่งปีแรก เนื่องจาก 1) เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยเฉพาะจากภาคบริการ 2) อัตราดอกเบี้ยอาจเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด 3) สภาพคล่องในระบบมีแนวโน้มลดลง โดยเราประเมินค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ควรเทรดที่ระดับต่ำกว่า 17 เท่า ซึ่งเทียบเท่ากับ S&P500 ณ สิ้นปีนี้ที่ระดับ 4,250 จุด ต่ำกว่าระดับปัจจุบันอยู่ราว 5-10%

ตลาดหุ้นครึ่งปีแรกฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด

ตลาดหุ้นในปี 2023 เปิดตัวท่ามกลาง Sentiment ที่ค่อนข้างหม่นหมอง เศรษฐกิจโลกถูกประเมินเป็นเสียงเดียวกันว่าจะชะลอตัวลง จากผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ยตลอดปีที่ผ่านมา ยุโรปจะถูกซ้ำเติมด้วยปัญหาขาดแคลนพลังงานในฤดูหนาวจนถึงขั้นเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในขณะที่จีนยังไม่กลับมาเปิดประเทศ ตลาดหุ้นดูจะขาดปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ

อย่างไรก็ดี ผ่านมาครึ่งปี ตลาดหุ้นกลับปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างแข็งแกร่ง ท่ามกลางปัจจัยหนุนหลายประการจาก

1) เศรษฐกิจที่ไม่ได้แย่ลงตามที่คาด โดยยุโรปสามารถผ่านพ้นฤดูหนาวมาได้อย่างสำเร็จ ท่ามกลางพลังงานสำรองที่เหลือพอใช้ ส่วนจีนก็เซอร์ไพรส์ตลาด ประกาศเปิดประเทศอย่างเป็นทางการในช่วงต้นปี เป็นบวกต่อแนวโน้มการเติบโตเศรษฐกิจ

2) อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่มีแนวโน้มลดลง โดยอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มทำจุดสูงสุดในครึ่งปีหลัง ประกอบกับราคาพลังงานที่ปรับลดลงแรง ทำให้ตลาดคาดหวังว่า Fed จะเริ่มหยุดขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงกลางปี ทำให้ Bond yield ในตลาดลดลง หนุน Valuation ของตลาดหุ้น

3) สภาพคล่องที่กลับมาเพิ่มขึ้น จากประเด็นหนี้สาธารณะชนเพดาน ทำให้ Bond supply ในตลาดลดลง ประกอบกับแรงเก็งกำไรต่อประเด็นยกเลิก Yield Curve Control (YCC) หลังผู้ว่าฯคนใหม่เข้ารับตำแหน่ง ทำให้ BoJ ต้องเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล เพื่อควบคุม Bond Yield อายุ 10 ปี ไม่ให้ปรับขึ้นเกินกว่าเพดานที่ 0.5% และสถานการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) ที่เกิดขึ้นในสหรัฐฯ ทำให้ Fed ต้องประกาศจัดตั้งกองทุนเงินสำรองฉุกเฉินเพื่อเสริมสภาพคล่องให้กับธนาคารพาณิชย์

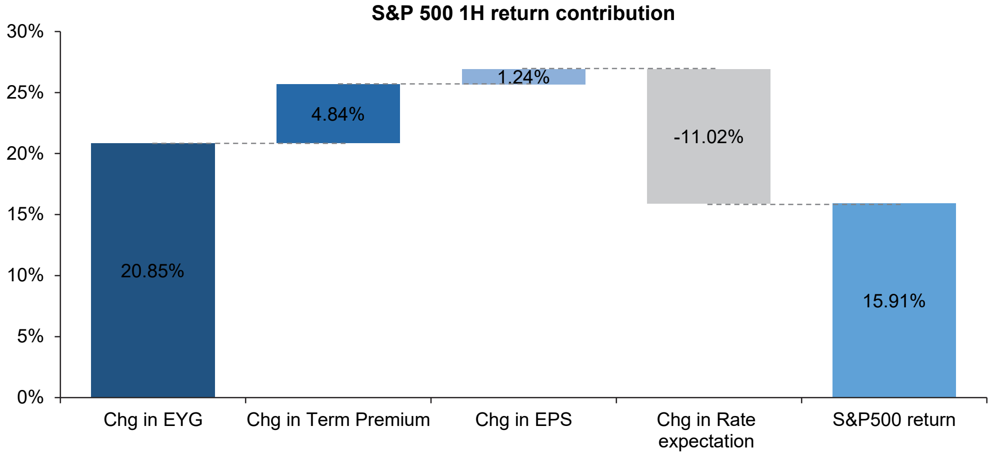
เศรษฐกิจที่รองรับผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยได้ดีกว่าคาด ความหวังที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย ประกอบกับสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น ผลักดัน Valuation ของตลาดหุ้นให้เพิ่มขึ้นสูง ค่า Forward P/E ของ S&P500 ปรับขึ้นจาก 17 เท่า มายืนเหนือ 19 เท่า ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 1 ปีกว่า หรือก่อนที่ Fed จะเริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยในปีก่อน

แผนภาพที่ 1: เรามองตลาดหุ้นในครึ่งปีหลังจะเป็นภาพตรงกันข้ามกับครึ่งปีแรก

	1H	2H
Growth	Growth has been better than expected: EU avoided recession, China's surprise reopening	• PMIs are pointing to slower growth esp. in service sector • China's recovery disappoints
Rates	• US core CPI peaked in 4Q22, setting stage for mid-'23 Fed pause • US10Y fell to 3.2% in April amid concerns in the US banking sector	• US core will likely prove sticky amid strong labor market and housing market recovery • Fed will resume hikes in 2H; market pricing of rates is still too dovish • Financial conditions have become too loose and Fed might lean against it • US10Y recovers to Jan level and may break out of this year's trading range
Liquidity	• BoJ massive bond buying in Jan-Feb • Fed liquidity injection in Mar amid SVB collapse • Debt ceiling delayed US bond sales • Term premium fell to lowest level since rate hikes began	• ECB will begin ramp up of QT in July • 1.8trn of US treasury bond supply and QT will drain market liquidity in 2H
Valuation	• S&P500 rose from 17x to 19x PER, the highest since the Fed started hiking • EYG fell to 1.3%, lowest since 2002	• Rising bond yields, falling liquidity, and low EYG will weigh on valuation

ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

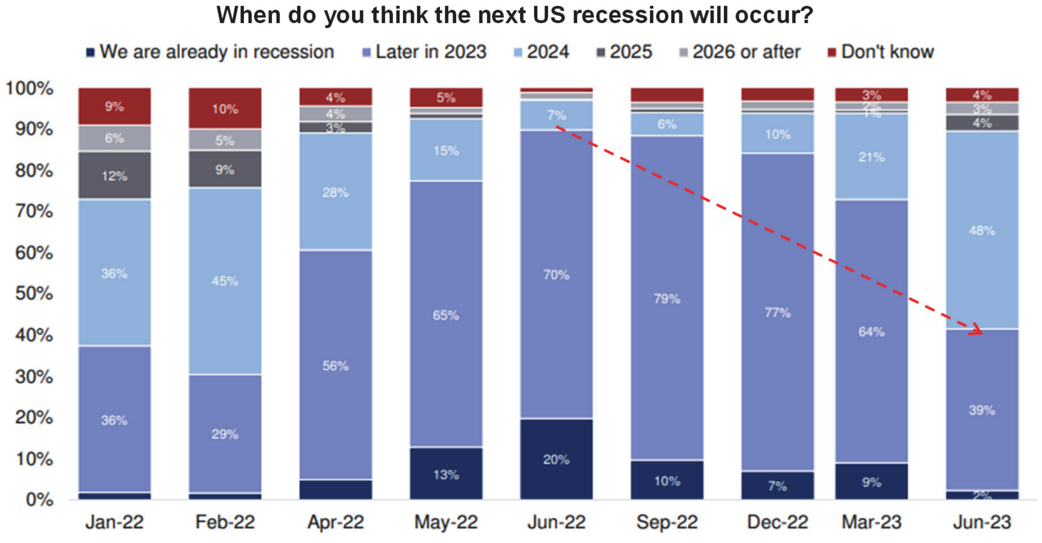
แผนภาพที่ 2: ตลาดหุ้นในครึ่งปีแรกที่ฟื้นตัวขึ้น +16% เป็นผลจาก Valuation ที่เพิ่มขึ้นถึง +15%



	EYG	Term premium	fwd EPS	PER	US10Y	Rate expectation (10Y - TP)	S&P500
31-Dec-22	2.37	-0.06	227	16.92	3.54	3.60	3,840
30-Jun-23	1.31	-0.31	230	19.37	3.85	4.16	4,450
Change	-106 bps	-25 bps	1.2%	14.5%	32 bps	56 bps	15.9%

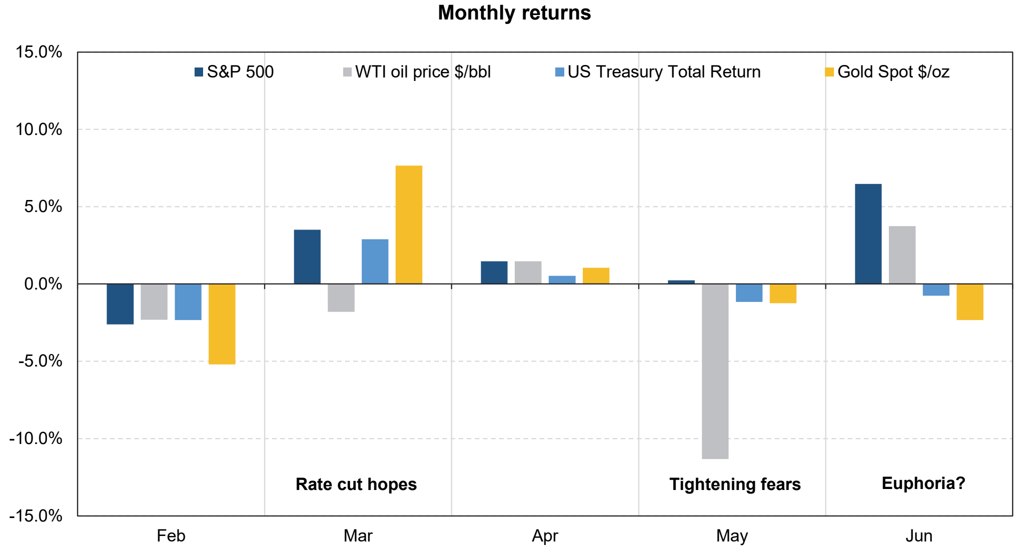
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: ตลาดมองเศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession จะเกิดขึ้นช้าลง เป็นปีหน้า



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

แผนภาพที่ 4: ผลตอบแทนในตลาดการลงทุน สะท้อน Sentiment เชิงบวกยอมรับความเสี่ยงมากขึ้น (Risk-on)



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

ครึ่งปีหลัง อาจเป็นภาพตรงข้ามกับครึ่งปีแรก

เรามองตลาดหุ้นในช่วงครึ่งปีหลัง จะเป็นภาพตรงกันข้ามกับครึ่งปีแรก จากปัจจัยบวก 3 ประการข้างต้น ที่จะกลับกลายมาเป็นปัจจัยลบ ดังนี้

ประการแรก ด้านเศรษฐกิจ เศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาถูกหนุนโดยภาคบริการที่ยังโตแข็งแกร่ง ถึงแม้ดอกเบี้ยจะถูกปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนให้เห็นในดัชนีผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) ที่ยังคงอยู่เหนือ 50 จุด ซึ่งเป็นเกณฑ์ขยายตัว สวนทางกับดัชนีภาคารผลิต (Manufacturing PMI) ซึ่งลดลงต่อเนื่องจนเขาสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด)

เราประเมินว่าสาเหตุที่ภาคบริการยังโตดี มาจากเงินออมส่วนเกิน (Excess savings) จากมาตรการช่วยเหลือภาครัฐฯ ในช่วงที่มีการระบาดของ COVID เช่น การแจกเงินให้เปล่ากับประชาชน จ่ายเงินชดเชยให้แก่ผู้ว่างงาน ซึ่งมีมูลค่ารวมสูงถึง 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนถึง 10% ของ GDP ทำให้ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ที่ถึงแม้เศรษฐกิจจะเผชิญกับภาวะเงินเฟ้อสูง ราคาสินค้าปรับเพิ่มขึ้นมาก แต่เงินออมสะสมที่มากกว่าปกติ ทำให้การใช้จ่ายยังคงขยายตัวดี ประชาชนมีกำลังซื้ออย่างต่อเนื่อง

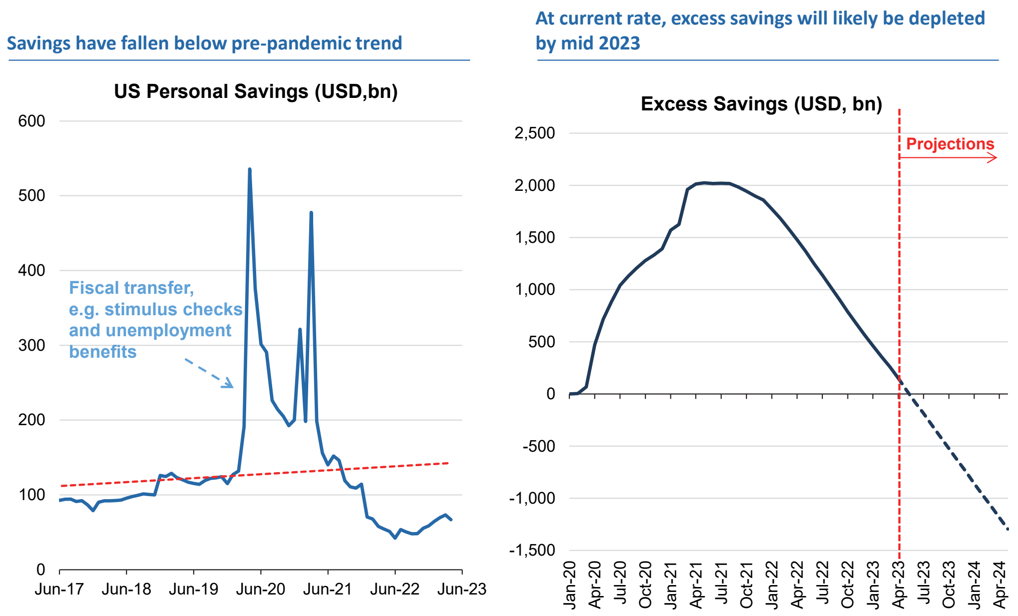
อย่างไรก็ดี เงินออมส่วนเกินนั้น เริ่มลดลงตั้งแต่ช่วงต้นปี 2022 ที่ผ่านมา และหากเทียบกับแนวโน้มเงินออมในระหว่างปี 2017-2019 ซึ่งเป็นระดับปกติก่อนการระบาดของ COVID คาดว่าเงินออมส่วนเกินจะหมดลงใน 1-2 เดือนนี้

นอกจากนี้ รัฐบาลสหรัฐฯ จะเริ่มกลับมาเก็บหนี้เพื่อการศึกษา (Student loan) ในเดือน ต.ค. นี้ หลังจากที่หยุดพักการผ่อนชำระมาตั้งแต่เกิดการระบาดของ COVID ใน 3 ปีก่อน และเป็นหนึ่งในไม่กี่มาตรการบรรเทาผลกระทบที่ยังหลงเหลืออยู่หลังการระบาด

การกลับมาเก็บหนี้การศึกษา อาจกระทบการบริโภคค่อนข้างมาก เนื่องจากมีประชากรถึง 43 ล้านคน ซึ่งคิดเป็น 13% ของประชากรทั้งประเทศที่ได้ประโยชน์จากมาตรการนี้ ในขณะที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ประชาชนน่าจะเลือกที่จะลดการใช้จ่ายสินค้าฟุ่มเฟือย (Discretionary spending) แทนการลดเงินออม

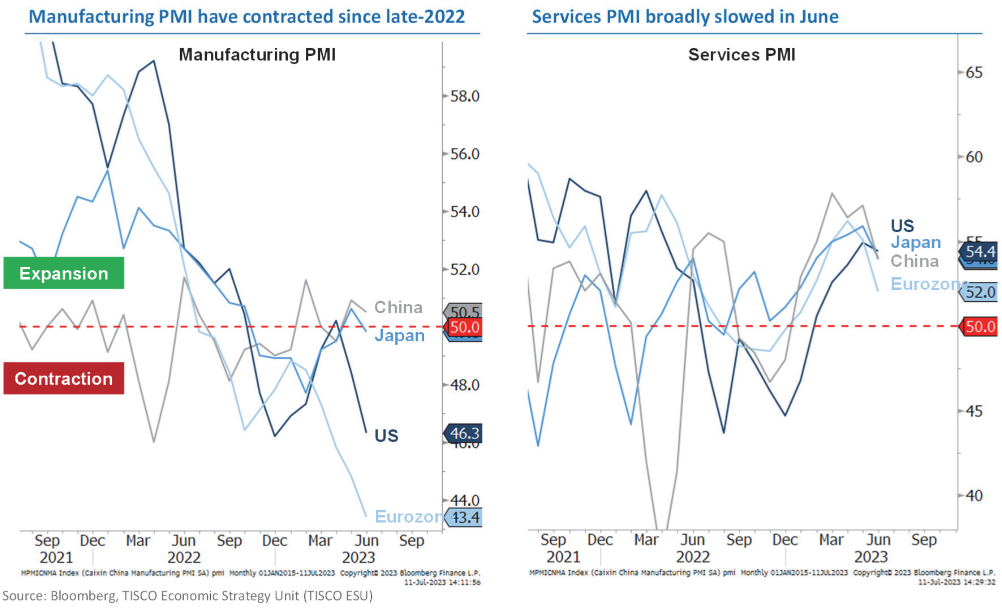
ดังนั้น เงินออมส่วนเกินที่หมดลง และการกลับมาเก็บหนี้การศึกษา จะเป็นปัจจัยฉุดภาคการบริโภค รวมถึงภาคบริการ ในช่วงไตรมาส 3 ทำให้เรามองเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงครึ่งหลังของปี

แผนภาพที่ 5: เงินออมส่วนเกิน (Excess savings) ซึ่งคาดว่าจะหมดลงในช่วงไตรมาส 3 จะเป็นปัจจัยฉุดการบริโภค



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

แผนภาพที่ 6: การเติบโตของเศรษฐกิจอาจเริ่มชะลอตัวลง จากภาคบริการ



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

ปัจจัยลบประการสอง อัตราดอกเบี้ยที่อาจเพิ่มขึ้นสูงกว่าคาด โดยการประชุม Fed ในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา Fed ปรับคาดการณ์เศรษฐกิจดีขึ้น พร้อมกับส่งสัญญาณว่าจะปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอีก 2 ครั้ง สู่ระดับ 5.5-5.75% ในปีนี้ อย่างไรก็ดี ตลาดดูจะไม่เชื่อว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยตามที่ส่งสัญญาณ โดยมองว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยได้อีกเพียง 1 ครั้ง สู่ระดับสูงสุดที่ 5-5.5% ในการประชุมเดือน ก.ค. นี้

เราประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ โดยใช้สมการ Taylor rule ซึ่งอิงตัวแปรจากเป้าหมายนโยบายการเงิน 2 ประการของ Fed ได้แก่ เสถียรภาพของราคาสินค้า (Price stability) และการจ้างงานที่เต็มศักยภาพ (Maximum employment) ซึ่ง Fed ประเมินอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) และอัตราว่างงาน (Unemployment rate) ณ สิ้นปีนี้ที่ 3.9% และ 4.1% ตามลำดับ พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมควรอยู่ที่ 6.05% ซึ่งสูงกว่าที่ตลาดคาดค่อนข้างมาก

แผนภาพที่ 7: Fed ปรับขึ้นแนวโน้มเศรษฐกิจดีขึ้น และจะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปีนี้

Variable	Median			
	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	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 Reserve, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 8: อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี จากการประเมินโดยใช้ Taylor rule อยู่ที่ 6% ตามระดับอัตราว่างงานและอัตราเงินเฟ้อที่ Fed ประเมิน

R = R* + [core PCE] + 0.5[Inflation gap] + 1*[UE gap]

Taylor rule estimate of fed funds rate for Dec 2023

Core PCE \ Unemployment rate	3.90	4.10 (Jun)	4.30	4.50 (Mar)	4.70	4.90	5.10	5.30	5.50	5.70
4.20	6.70	6.50	6.30	6.10	5.90	5.70	5.50	5.30	5.10	4.90
4.10	6.55	6.35	6.15	5.95	5.75	5.55	5.35	5.15	4.95	4.75
4.00	6.40	6.20	6.00	5.80	5.60	5.40	5.20	5.00	4.80	4.60
Jun 3.90	6.25	6.05	5.85	5.65	5.45	5.25	5.05	4.85	4.65	4.45
3.80	6.10	5.90	5.70	5.50	5.30	5.10	4.90	4.70	4.50	4.30
3.70	5.95	5.75	5.55	5.35	5.15	4.95	4.75	4.55	4.35	4.15
Mar 3.60	5.80	5.60	5.40	5.20	5.00	4.80	4.60	4.40	4.20	4.00
3.50	5.65	5.45	5.25	5.05	4.85	4.65	4.45	4.25	4.05	3.85
3.40	5.50	5.30	5.10	4.90	4.70	4.50	4.30	4.10	3.90	3.70
3.30	5.35	5.15	4.95	4.75	4.55	4.35	4.15	3.95	3.75	3.55
3.20	5.20	5.00	4.80	4.60	4.40	4.20	4.00	3.80	3.60	3.40
3.10	5.05	4.85	4.65	4.45	4.25	4.05	3.85	3.65	3.45	3.25
3.00	4.90	4.70	4.50	4.30	4.10	3.90	3.70	3.50	3.30	3.10

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

แผนภาพที่ 9: ตลาดมองว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกเพียง 1 ครั้ง สู่ระดับสูงสุดที่ 5-5.5% ในการประชุมเดือน ก.ค. นี้

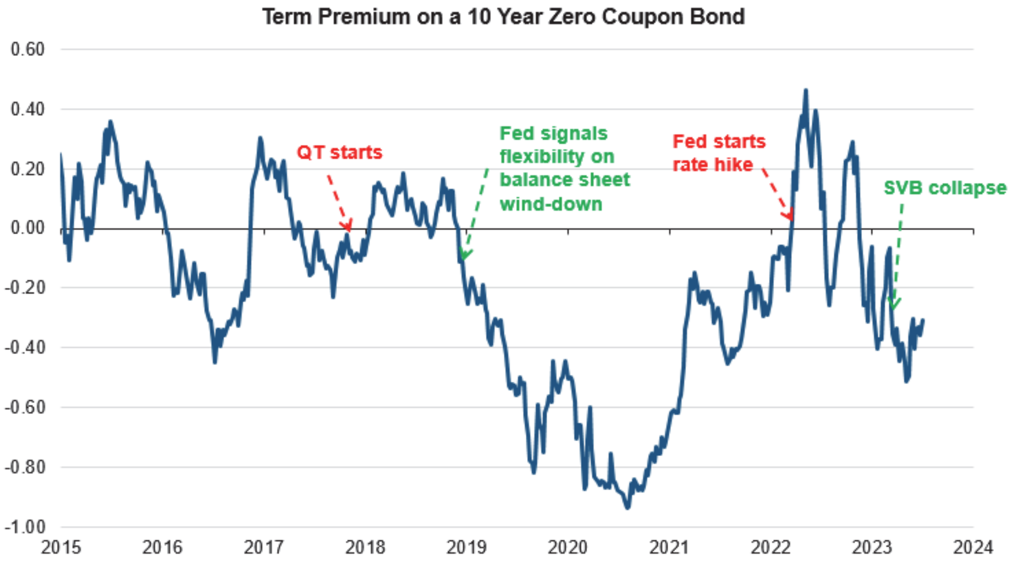
MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550 (Market)	550-575 (FOMC dots)	575-600
7/26/2023				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	99.2%	0.0%	0.0%
9/20/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	83.5%	15.9%	0.0%
11/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	68.8%	27.8%	2.8%
12/13/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	9.1%	63.6%	24.7%	2.5%
1/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	28.3%	50.0%	16.9%	1.6%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	16.8%	40.0%	32.1%	8.6%	0.7%
5/1/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	15.8%	38.5%	32.6%	10.1%	1.2%	0.0%
6/19/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.1%	26.2%	35.8%	22.3%	6.0%	0.7%	0.0%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.6%	22.3%	33.8%	25.2%	9.5%	1.8%	0.2%	0.0%
9/25/2024	0.0%	0.0%	0.5%	5.6%	19.8%	31.9%	26.6%	12.0%	3.1%	0.4%	0.0%	0.0%
11/6/2024	0.0%	0.4%	4.5%	16.7%	29.3%	27.7%	15.2%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
12/18/2024	0.3%	3.1%	12.5%	25.0%	28.3%	19.5%	8.5%	2.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

ที่มา: CME Fed Watch tool, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่มีโอกาสปรับขึ้นตามที่ Fed ส่งสัญญาณ ทำให้ Bond yield อายุ 10 ปี น่าจะยังอยู่ในระดับสูง เราคาดการณ์ระดับ Bond yield โดยคำนวนจากคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย (Dot plot) ของ Fed บวกกับ Term premium ที่กลับมาเพิ่มขึ้นเป็น 0.5% ซึ่งเป็นระดับที่ Fed ใช้นโยบายเข้มงวดในอดีต ประเมินว่า Bond yield น่าจะอยู่ที่ 3.9% ในช่วงสิ้นปีนี้ใกล้เคียงกับระดับในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 10: Term premium ลดลงมาติดลบในช่วงครึ่งแรกของปี ท่ามกลางสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น



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

แผนภาพที่ 11: เราประเมินว่า Bond yield น่าจะอยู่ที่ 3.9% ในช่วงสิ้นปีนี้ ใกล้เคียงกับระดับในปัจจุบัน

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

ประการสุดท้าย สภาพคล่องในระบบมีแนวโน้มลดลง โดยสภาพคล่องในระบบ ประเมินได้จากปริมาณเงินของภาคเอกชนที่หมุนเวียนในกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ซึ่งรวมถึงมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการเงิน และการคลัง จึงสามารถเทียบเคียงสภาพคล่อง โดยใช้ขนาดงบดุลของ Fed (Fed's total assets) หักลบด้วยเงินคงคลังภาครัฐฯ (Treasury General Account: TGA) หรือเงินของภาครัฐที่ไม่ได้นำไปกระตุ้นเศรษฐกิจ และมูลค่าธุรกรรม Reverse Repo (RRP) กับ Fed หรือเงินที่โดยปกติแล้วจะถูกนำไปซื้อตั๋วเงินคลัง (T-bill) เป็นรายรับของภาครัฐอีกทาง แต่เพราะสถานการณ์ขาดแคลนตั๋วเงินคลังในช่วงที่มีประเด็นหนี้สาธารณะชนเพดานก่อนหน้านี้ ประกอบอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในการทำธุรกรรม RRP ของภาคเอกชน (SOFR) ที่ต่ำกว่า RRP rate ของ Fed ทำให้ความต้องการและมูลค่าธุรกรรม RRP กับ Fed เพิ่มขึ้นมากกว่าปกติ

นับตั้งแต่ที่กฎหมายประเด็นเพดานหนี้สหรัฐฯผ่าน ในต้นเดือน มิ.ย. สภาพคล่องเริ่มกลับมาลดลง โดยจำแนกที่มาออกเป็น มาตรการลดขนาดงบดุล (QT) มูลค่า 4.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และการออกขายพันธบัตรใหม่ มูลค่า 4 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แต่ถูกกลบด้วยการลดลงของมูลค่าการทำธุรกรรม RRP กับ Fed ราว 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้สภาพคล่องลดลงไปเพียง 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงระยะเวลา 1 เดือนที่ผ่านมา น้อยกว่าเป้าเพดาน QT ที่ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯต่อเดือน

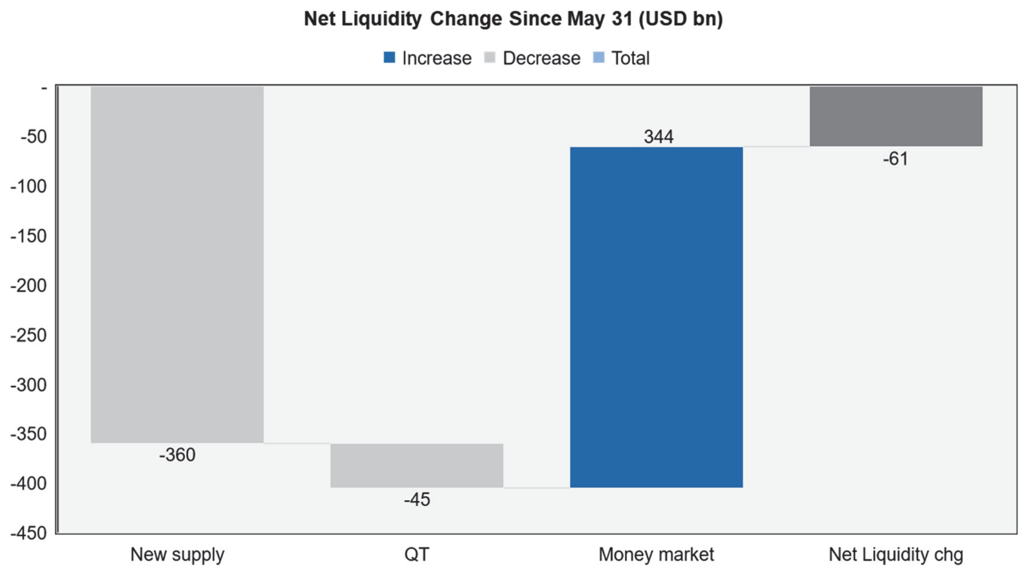
โดยสาเหตุที่การทำธุรกรรม RRP กับ Fed ลดลง เกี่ยวเนื่องมาจากการออกพันธบัตรใหม่ของรัฐบาล ซึ่งรวมถึงตั๋วเงินคลัง หรือพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นอายุไม่เกิน 1 ปี ทำให้กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund: MMF) ซึ่งเป็นผู้ทำธุรกรรมรายใหญ่ที่สุดกับ Fed หรือราว 90% ของมูลค่าธุรกรรมทั้งหมดลดการทำธุรกรรม RRP แล้วไปซื้อตั๋วเงินคลังแทน ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในการทำธุรกรรม RRP ของภาคเอกชน (SOFR) เริ่มกลับมาสูงกว่า RRP rate ของ Fed ทำให้ความต้องการและมูลค่าธุรกรรม RRP กับ Fed ลดลง

อย่างไรก็ดี ในระยะข้างหน้า เรามองว่าการลดลงของยอดธุรกรรม RRP น่าจะมีอย่างจำกัด เนื่องจาก

1. มูลค่าตลาดของตั๋วเงินคลัง (T-bills outstanding) กลับมาเพิ่มขึ้นเข้าใกล้ระดับสูงสุดตลอดการณ์ที่ 5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สะท้อน Supply ที่เพิ่มขึ้นสูง ในขณะที่สัดส่วนการถือครอง RRP ในพอร์ตการลงทุนของกองทุนรวมตลาดเงิน ก็ลดลงเป็น 40% จากสูงสุดที่เกือบ 60% สะท้อนการสับเปลี่ยนการลงทุนจาก RRP ไปยังตั๋วเงินคลังของกองทุนรวมตลาดเงินที่มากพอสมควรแล้ว
2. อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในการทำธุรกรรม RRP ของภาคเอกชน (SOFR) ที่ถึงแม้จะเริ่มกลับมาเพิ่มขึ้นสูงกว่า RRP rate ของ Fed แต่ส่วนต่างยังอยู่ที่ราว 5 bps ต่ำกว่าระดับ 10-20 bps ในอดีต ซึ่งน่าจะไม่สอดรับกับความเสี่ยงจากการทำธุรกรรมกับภาคเอกชนที่มากกว่า Fed (Counterparty risk) ชี้ว่าความต้องการ RRP กับ Fed น่ายังมีมากกว่ากับภาคเอกชนอยู่

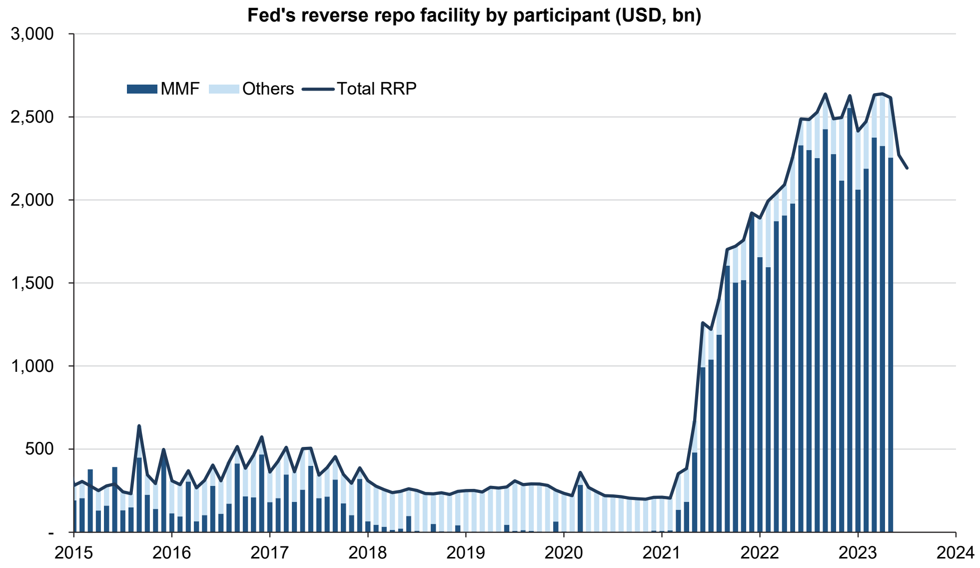
ดังนั้น ยอดธุรกรรม RRP อาจไม่ได้ลดลงมากนัก และไม่ได้เป็นปัจจัยชดเชยสภาพคล่องในระยะข้างหน้า ในขณะที่ Fed ยังใช้มาตรการลดขนาดงบดุล (QT) และรัฐบาลยังออกพันธบัตรใหม่ ทำให้สภาพคล่องน่าจะมีแนวโน้มลดลงต่อจากนี้

แผนภาพที่ 12: นับตั้งแต่ที่กฎหมายประเด็นเพดานหนี้สหรัฐฯผ่าน ในต้นเดือน มิ.ย. สภาพคล่องเริ่มกลับมาลดลง จาก มาตรการลดขนาดงบดุล (QT) และการออกขายพันธบัตรใหม่ แต่ถูกชดเชยด้วยการลดลงของมูลค่าการทำธุรกรรม RRP



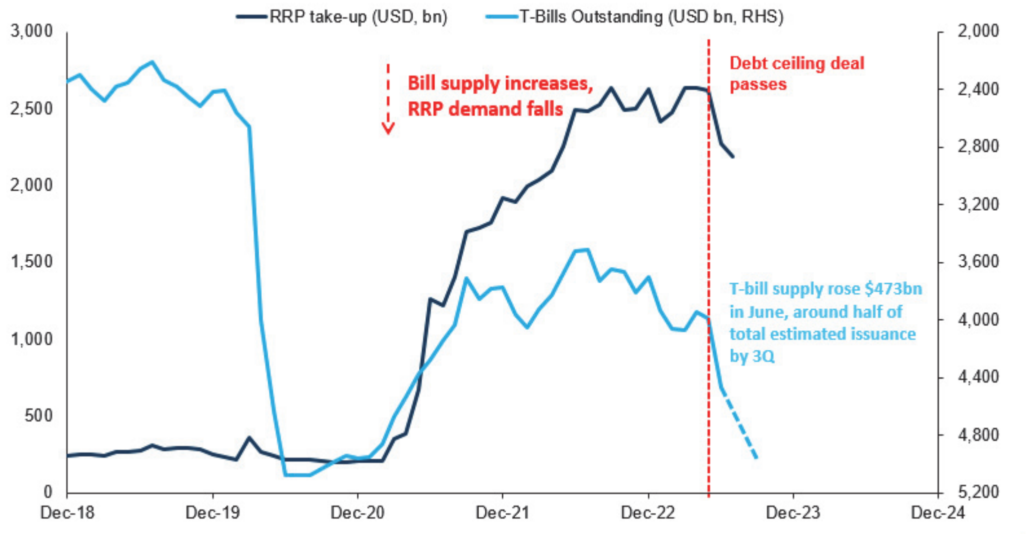
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 13: กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund: MMF) เป็นผู้ทำธุรกรรมรายใหญ่ที่สุดกับ Fed หรือราว 90% ของมูลค่าธุรกรรมทั้งหมด



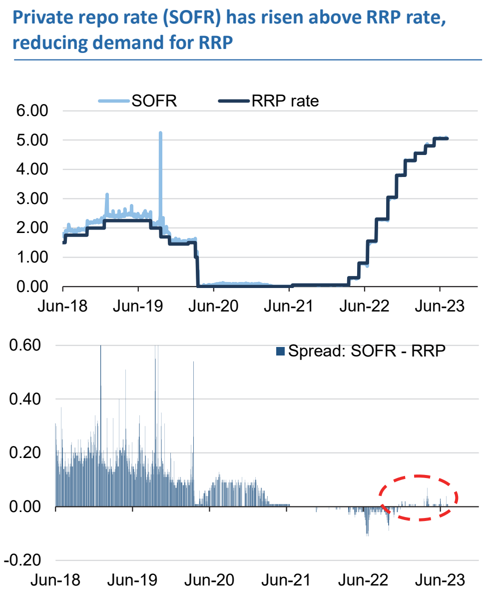
ที่มา: OFR, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

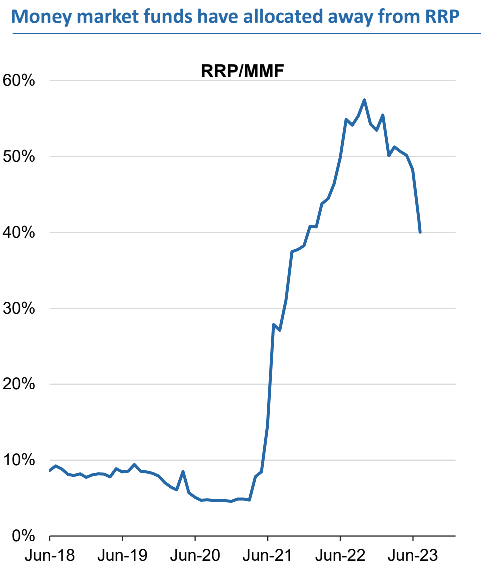
แผนภาพที่ 14: มูลค่าตลาดของตั๋วเงินคลัง (T-bills outstanding) กลับมาเพิ่มขึ้นเข้าใกล้ระดับสูงสุดตลอดการณ์ที่ 5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สะท้อน Supply ที่เพิ่มขึ้นสูง



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

แผนภาพที่ 15: อัตราดอกเบี้ย RRP ของภาคเอกชน (SOFR) สูงกว่า RRP rate ของ Fed เพียง 5 bps ต่ำกว่าระดับ 10-20 bps ในอดีต ซึ่งน่าจะไม่เพียงพอกับความเสี่ยง Counterparty risk ชี้ว่าความต้องการ RRP กับ Fed น่าจะยังมีมากกว่ากับภาคเอกชนอยู่

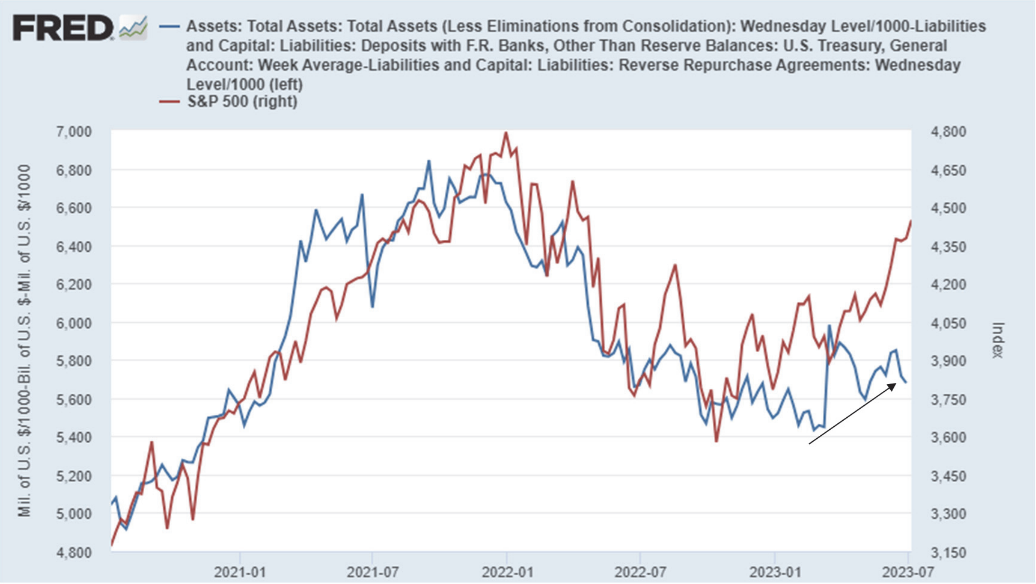




ที่มา: OFR, St.Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สภาพคล่องในระบบที่ลดลง อาจกดดันการเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้น ดังจะเห็นได้จากการเคลื่อนไหวของดัชนี S&P500 ที่ไปในทิศทางเดียวกับปริมาณสภาพคล่องในระบบ ซึ่งเทียบเคียงจากขนาดงบดุลของ Fed หักลบด้วยปริมาณเงินคงคลัง และมูลค่าธุรกรรม Reverse Repo (Total assets-TGA-RRP) ในข้างต้น

แผนภาพที่ 16: ดัชนี S&P500 มีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับสภาพคล่องในระบบ

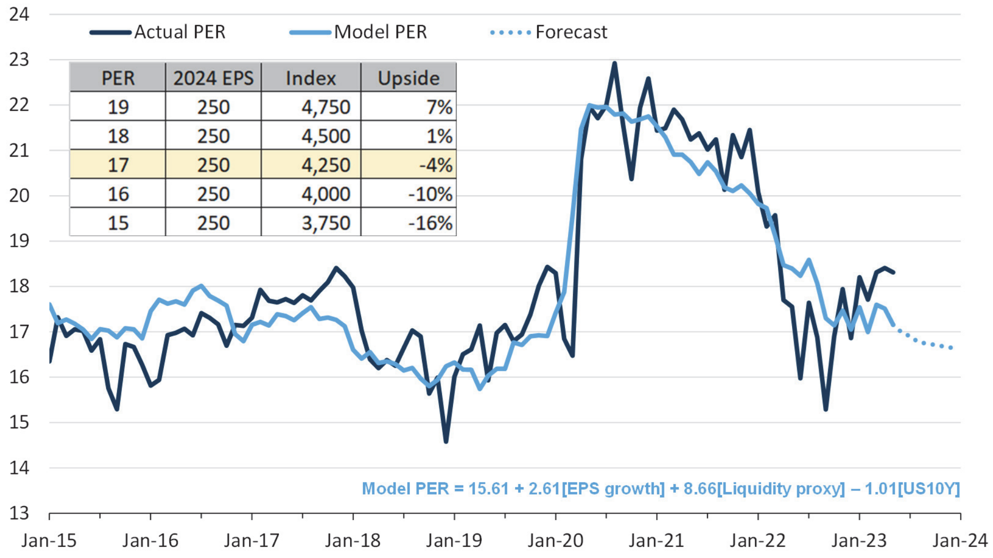


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามอง S&P500 อาจลดลง 5-10% จากระดับในปัจจุบัน

สภาพคล่องในระบบที่ลดลง ประกอบกับ Bond yield ที่น่าจะยังอยู่ในระดับสูง อาจกดดัน Valuation ของตลาดหุ้น เราใช้แบบจำลอง 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 พบว่าค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อาจลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำกว่า 17 เท่า จากปัจจุบันที่ 19 เท่า ในช่วงสิ้นปีนี้ และเมื่อคูณกับคาดการณ์กำไรปี 2024 ของ Bloomberg consensus จะได้คาดการณ์ระดับ S&P500 ณ สิ้นปีนี้ที่ 4,250 จุด ต่ำกว่าระดับปัจจุบันอยู่ราว 5-10%

แผนภาพที่ 17: เรามอง S&P500 อาจลดลง 5-10% จากระดับในปัจจุบัน



PER	2024 EPS	Index	Upside
19	250	4,750	7%
18	250	4,500	1%
17	250	4,250	-4%
16	250	4,000	-10%
15	250	3,750	-16%

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

แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตร

เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัว ประกอบกับ Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันที่แพง ทำให้เรามองตลาดหุ้นอาจเริ่มปรับตัวลงในระยะข้างหน้า

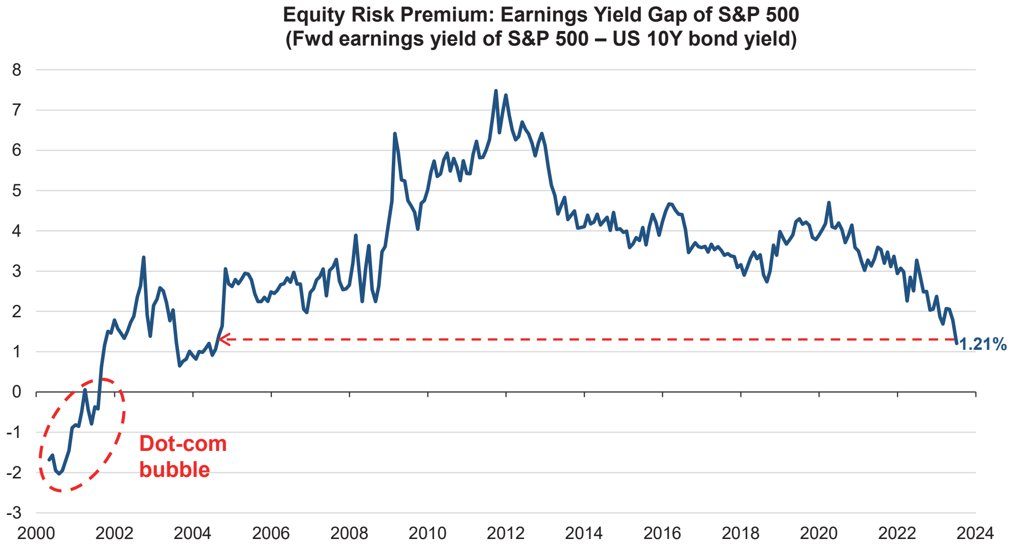
เมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์อื่น เรามองว่าพันธบัตรมีความน่าสนใจในการลงทุนมากกว่าหุ้น จากกระแสรายรับดอกเบี้ยที่สม่ำเสมอ และมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคา (Capital gains) ตามเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวในระยะกลาง โดยปัจจุบัน Bond yield อายุ 10 ปี ให้ผลตอบแทนสูงถึง 3.8% ต่อปี ในขณะที่คาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น หรือ Earnings yield ของ S&P500 ซึ่งเป็นส่วนกลับของค่า Forward P/E ลดลงมาต่ำกว่า 5% ส่วนต่างของคาดการณ์ผลตอบแทน (Earnings yield gap) ลดลงมาอยู่ที่ 1.2% ต่ำสุดในรอบเกือบ 20 ปี ทำให้การลงทุนในตลาดพันธบัตรมีความน่าสนใจเพิ่มขึ้น

ในอีกมุมหนึ่ง Earnings yield gap สามารถสะท้อนความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในตลาดพันธบัตร หรือที่เรียกว่า Equity risk premium ซึ่งปัจจุบันลดลงมาต่ำมาก ชี้ว่าตลาดอาจจะมีมุมมองที่ดีต่อตลาดหุ้นมากเกินไป และให้ค่าความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้นต่ำเกินไป ทำให้เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตร

แผนภาพที่ 18: ค่า Forward P/E ของ S&P500 ปรับขึ้นมาสูง เทียบเท่าระดับเดียวกับก่อนที่ Fed จะเริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ย

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

แผนภาพที่ 19: คาดการณ์ผลตอบแทนของตลาดหุ้นเทียบกับพันธบัตรอยู่ที่ 1.2% ต่ำสุดในรอบเกือบ 20 ปี



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

ตลาดตราสารหนี้

เรามองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) มีแนวโน้มทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3.8 – 4.0% จากมุมมองนักลงทุนต่อภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่กลับมาเป็นบวกมากขึ้น หลังอัตราเงินเฟ้อทยอยปรับตัวลงท่ามกลางอัตราการว่างงานที่อยู่ในระดับต่ำ ฟื้นความคาดหวังเศรษฐกิจจะหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยรุนแรงได้ ทำให้นักลงทุนคาดการณ์ว่า Fed ไม่มีความจำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่ออีกหลังจากขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้ายในการประชุมวันที่ 25 - 26 ก.ค. 2023 สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.25 – 5.50% แต่ก็น่าจะยังไม่ปรับดอกเบี้ยลงโดยเร็วจากเศรษฐกิจที่ยังแข็งแรง เปิดโอกาสทยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

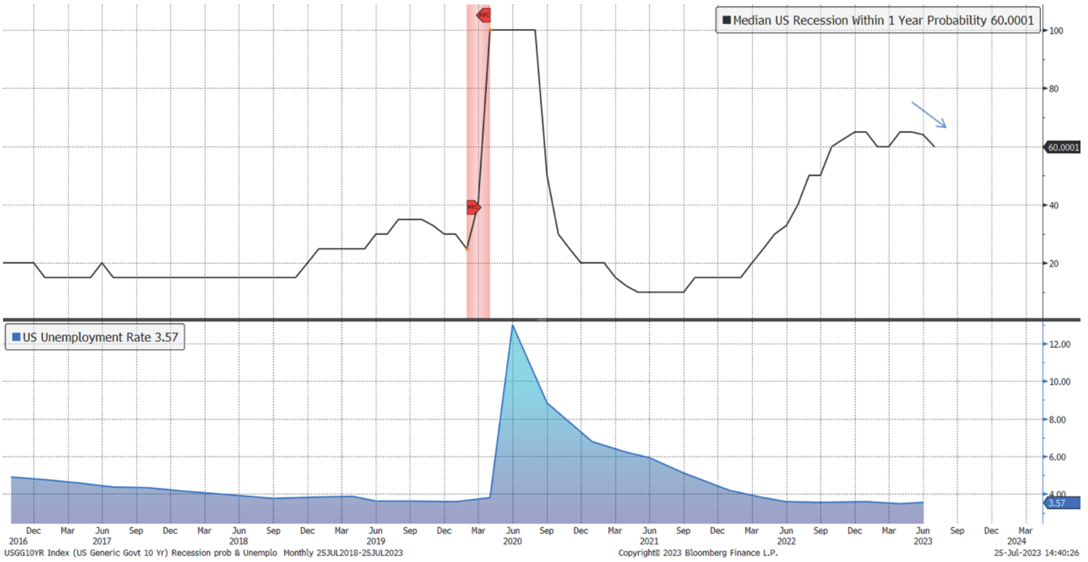
ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงจากความคาดหวังเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3.8 – 4% ซึ่งเรามองว่าเป็นจุดเข้าซื้อที่เหมาะสม และแนะนำ Overweight เนื่องจากโอกาสที่ Bond yield จะปรับสูงขึ้นมากกว่ากว่าปัจจุบันมีไม่มาก หลังอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ชะลอตัวลงต่อเนื่อง โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน มิ.ย. 2023 ลดลงมาสู่ระดับ 3.0% YoY จากจุดสูงสุด 9.1% YoY ในเดือน มิ.ย. 2022

การลดลงของเงินเฟ้อช่วยให้ Sentiment ของนักลงทุนที่มีต่อแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจากเงินเฟ้อปรับลดลงในขณะที่อัตราการว่างงานในสหรัฐฯ ในปัจจุบันอยู่เพียง 3.6% เป็นระดับใกล้เคียงจุดต่ำสุดในระยะเวลาประมาณ 50 ปี ในขณะที่ความตึงเครียดในภาคการเงินที่เข้ามากดดันตลาดตั้งแต่เดือน มี.ค. จากเหตุการณ์การล้มละลายของธนาคาร SVB ไม่ได้ส่งผลกระทบรุนแรงต่อสภาพคล่องของระบบการเงินมากเท่าที่นักลงทุนเคยกังวล ส่งผลให้ความหวัง Fed จะสามารถปรับอัตราดอกเบี้ยลดลงสู่เกณฑ์มาตรฐาน (Policy normalization) โดยที่เศรษฐกิจไม่เข้าสู่สภาวะถดถอย (Soft landing) ได้เมื่อเงินเฟ้อลดลงใกล้เคียงระดับเป้าหมาย

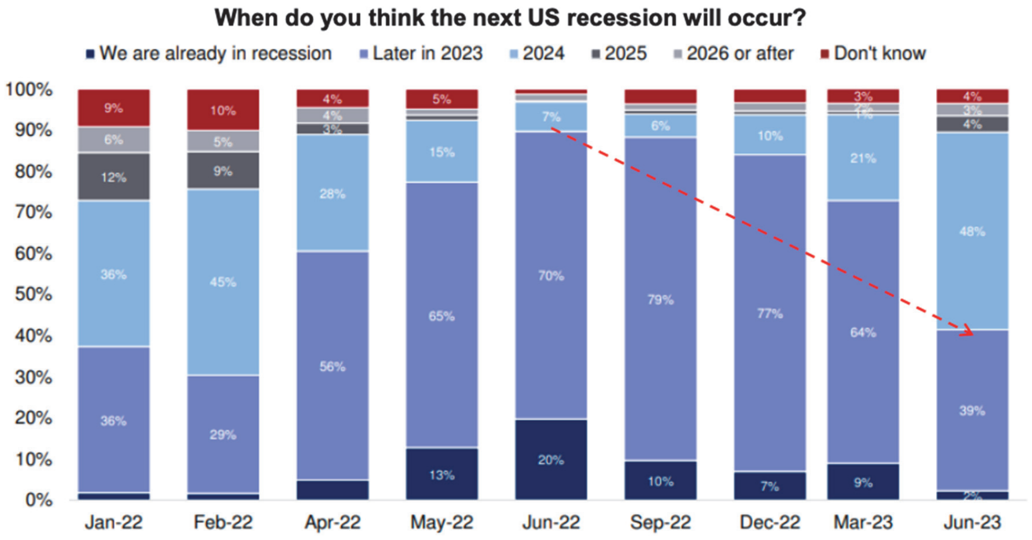
เงินเฟ้อที่คาดจะชะลอตัวลงต่อเนื่องส่งผลให้ตลาด (สะท้อนผ่าน Fed Fund Futures) มองว่า Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ยหลังการประชุมวันที่ 26 – 27 ก.ค. และคงอัตรา Terminal rate ที่ 5.25 – 5.50% ไปจนถึงเดือน มี.ค. 2024 ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงปัจจุบันต่อไปอีกระยะหนึ่ง เป็นโอกาสทยอยเข้าซื้อเพื่อสะสมตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม

แผนภาพที่ 20: นักเศรษฐศาสตร์เริ่มมองโอกาสที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยภายในระยะ 1 ปีข้างหน้าน้อยลง



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

แผนภาพที่ 21: ผลสำรวจตลาดมองช่วงเวลาที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยขยับออกไปอนาคตไกลมากขึ้น



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

นักลงทุนต่างชาติมีมุมมองเป็นลบต่อค่าเงินดอลลาร์ จึงไม่ได้เร่งเข้าซื้อพันธบัตรสหรัฐฯ เป็นจำนวนมากแม้ผลตอบแทนจะเพิ่มขึ้นสูง

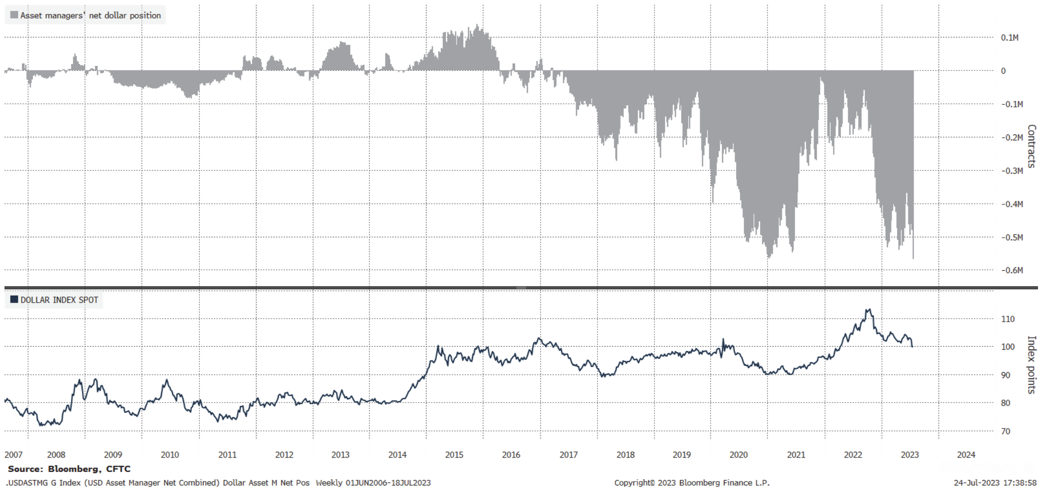
พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) ในปัจจุบันให้ผลตอบแทน (Yield to maturity) เกือบ 4% เป็นระดับใกล้จุดสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2010 ซึ่งเป็นระดับที่น่าสนใจเข้าลงทุน เนื่องจากถูกมองว่าเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ ทั้งความเสี่ยงด้านความน่าเชื่อถือ (Credit risk) และความผันผวนของราคาหากถือครองในระยะยาว ผลตอบแทนในปัจจุบันเมื่อเทียบกับสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้นที่มี Valuation ค่อนข้างแพงจึงมีความน่าสนใจเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนประเภทบุคคลทั่วไป (Household) ในสหรัฐฯ เข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลในจำนวนปริมาณที่มากขึ้นชัดเจนในช่วงที่ผ่านมา โดยปริมาณการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ โดยนักลงทุนประเภทบุคคลทั่วไปเพิ่มสูงขึ้นกว่า 2.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาส 1/2023 ที่ผ่านมา มากกว่าการเพิ่มขึ้นในช่วงเดียวกันปีที่แล้วที่เพิ่มขึ้นประมาณ 0.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เกือบ 3 เท่า

อย่างไรก็ดี พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่มีความต้องการจากนักลงทุนทั่วโลก มีความเสี่ยงสำคัญเพิ่มเติมขึ้นมาอีกปัจจัยสำหรับนักลงทุนภายนอกสหรัฐฯ คือความผันผวนของค่าเงิน โดยการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อเทียบกับสกุลเงินท้องถิ่นของนักลงทุนในแต่ละประเทศ จะส่งผลเสียต่อนักลงทุนที่ถือครองพันธบัตรสกุลเงินดอลลาร์ได้ นับตั้งแต่ช่วงปลายปี 2022 เป็นต้นมา เงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลงต่อเนื่องเมื่อเทียบกับสกุลเงินหลักอื่น ๆ ของโลกเช่นสกุลเงินยูโร (EUR) ปอนด์ (GBP) และเงินเยน (JPY) นักลงทุนต่างชาติจึงไม่รีบร้อนเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เพื่อรอโอกาสซื้อในช่วงที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้ว

โดยในปัจจุบัน นักลงทุนประเภทสถาบันมีมุมมองด้านลบต่อค่าเงินดอลลาร์ค่อนข้างมาก จากแนวโน้ม Fed ที่น่าจะขึ้นดอกเบี้ยใกล้ถึงจุดสูงสุดแล้ว หลังแนวโน้มเงินเฟ้อสหรัฐฯ ชะลอตัวลงต่อเนื่อง ในขณะที่ธนาคารกลางหลักอื่นได้แก่ธนาคารกลางแห่งประเทศอังกฤษ (BoE) และธนาคารกลางยุโรป (ECB) ยังต้องคุมโทน Hawkish ต่อเนื่อง จากเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงช้ากว่า และปัจจัยความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่ก่อให้เกิดกระแสของประเทศที่อยู่คนละขั้วอำนาจที่พยายามจะลดการพึ่งพาเงินดอลลาร์สหรัฐฯ หรือ De-dollarization เพิ่มเข้ามากดดันตลาด

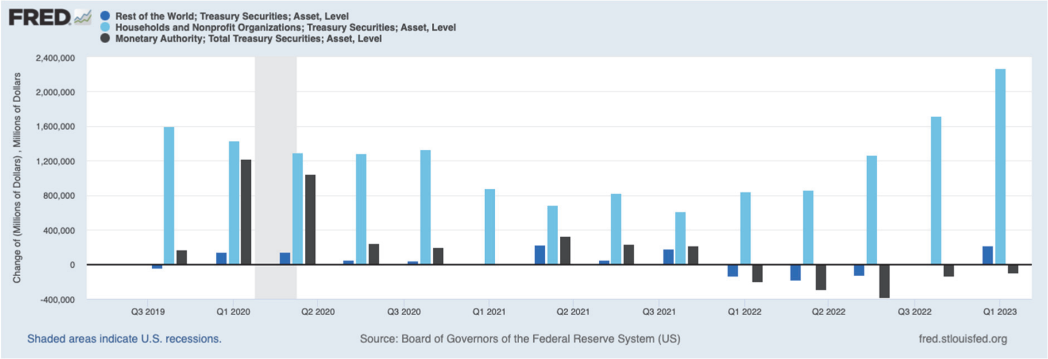
อย่างไรก็ดี เรามองว่าแรงเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จากนักลงทุนต่างชาติที่ยังเพิ่มขึ้นไม่มาก เป็นโอกาสสำหรับนักลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนระยะยาว และต้องการลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า ให้เข้าซื้อตราสารหนี้ระยะยาว โดยใช้วิธีทยอยเข้าซื้อเพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของค่าเงิน

แผนภาพที่ 22: นักลงทุนประเภทสถาบันมีจำนวนสถานะ Short สะสมในสัญญาค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ สะท้อนมุมมองเป็นลบอย่างมาก



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

แผนภาพที่ 23: แรงเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจากนักลงทุนประเภทบุคคลทั่วไปในประเทศสหรัฐฯ (แท่งสีฟ้าอ่อน) เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากในไตรมาส 1/2023 ที่ผ่านมา ตาม Bond yield ที่เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่อุปสงค์จากนักลงทุนต่างชาติ (แท่งสีน้ำเงิน) ทยอยฟื้นตัวอย่างช้า ๆ



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3 จากความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะกดดันให้ Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ด้านต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ ชี้ว่าฐานราคาทองคำอยู่ที่ 1,650 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ออนซ์ สอดคล้องกับระดับราคาเหมาะสมที่ 1,500-1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จากการประเมินโดยใช้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) แนะนำให้รอจังหวะทยอยสะสมทองคำที่ระดับ 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ สำหรับราคาน้ำมัน เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) ปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3/2023 จากปัจจัยฝั่งอุปทานที่ถูกจำกัดจากนโยบายลดการผลิตของซาอุดีอาระเบียและรัสเซีย ในขณะที่การลงทุนต่ำเริ่มส่งผลให้การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ชะลอตัว สภาวะตลาดน้ำมันโลกจึงมีแนวโน้มอยู่ในภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) อย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องในไตรมาสนี้

ราคาทองคำ

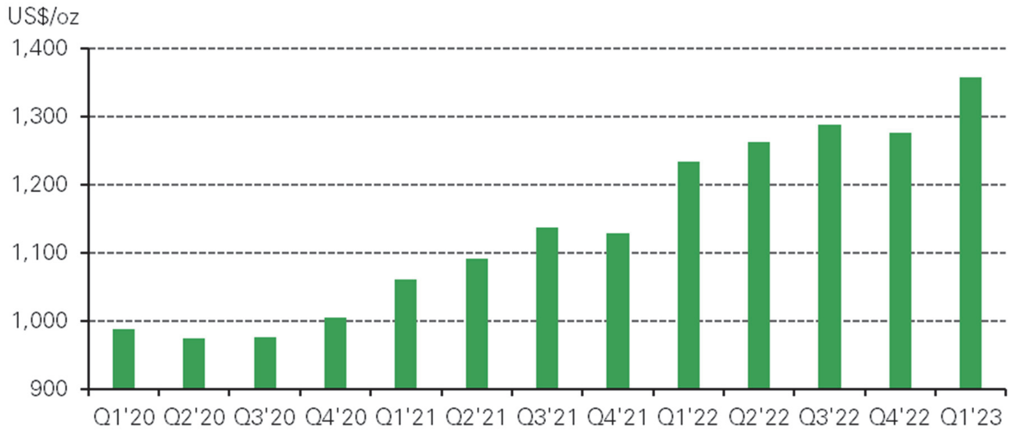
ต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำเพิ่มขึ้นสูงสุด ตั้งแต่มีการรวบรวมข้อมูลในปี 2012

ต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs: AISC) ซึ่งประกอบด้วยค่าใช้จ่ายด้านการขุด, การขนส่ง, การหลอมขึ้นรูป, ค่าสัมปทาน, การสำรวจ, ค่าสำนักงานและการจัดจำหน่าย ในไตรมาส 1/2023 เพิ่มขึ้นเป็น 1,358 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่มีการรวบรวมข้อมูลในปี 2012 จากราคาต้นทุนหน้าเหมืองที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะค่าจ้างคนงานเหมือง รวมถึงค่าน้ำมัน และค่าไฟฟ้า

ถึงแม้ทองคำจะเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีการนำกลับมาใช้ใหม่อยู่เสมอ ทำให้ปริมาณทองคำที่ขุดขึ้นในแต่ละปีที่ประมาณ 3,000 ตัน คิดเป็นเพียง 1.5% ของปริมาณทองคำทั้งหมด 205,238 ตัน ที่ขุดขึ้นมาตั้งแต่ในอดีต (จากการประเมินโดย World Gold Council) ปริมาณทองคำที่ขุดได้ใหม่อาจไม่ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาทองคำในตลาดมากนัก อย่างไรก็ดี หากราคาทองคำลดลงเข้าใกล้ระดับต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ ผู้ประกอบการเหมืองก็อาจระงับการขุดเจาะ และอาจเริ่มเข้าซื้อทองคำ

หากรวมต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำดังกล่าวที่ระดับ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ กับส่วนต่างระหว่างราคาทองคำในตลาดและต้นทุน ที่เฉลี่ย 338 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงปี 2012-2019 จะได้ราคาที่ผู้ประกอบการเหมืองอาจเริ่มระงับการขุดเจาะที่ 1,650 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งอาจเทียบเคียงเป็นฐานราคาต่ำสุดในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 24: ต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs: AISC) ไตรมาส 1/2023 เพิ่มขึ้นเป็น 1,358 ดอลลาร์ต่อออนซ์ มากสุดตั้งแต่มีการรวบรวมข้อมูลในปี 2012



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

ระดับฐานราคาจากต้นทุนธุรกิจเหมืองที่ 1,650 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ดังกล่าว สอดคล้องกับระดับราคาเหมาะสมที่ 1,500-1,700 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จากการประเมินโดยใช้แบบจำลอง Regression model จากตัวแปรอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) (อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมใน TIPS เดือน ก.ค.) ซึ่งต่ำกว่าราคาทองคำในปัจจุบันที่ 1,950 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์อยู่ราว 10-15% ทำให้เรายังคงน้ำหนักทองคำตามเดิม และรอจังหวะทยอยสะสมทองคำที่ระดับ 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3/2023 จากปัจจัยฝั่งอุปทานที่ถูกจำกัดจากนโยบายลดการผลิตของซาอุดีอาระเบียและรัสเซีย ในขณะที่การลงทุนต่ำเริ่มส่งผลให้การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯชะลอตัว สวนทางกับอุปสงค์น้ำมันโลกที่แนวโน้มโมเมนตัมการเติบโตจะยังแข็งแกร่งในครึ่งหลังของปี 2023 สภาวะตลาดน้ำมันโลกจึงมีแนวโน้มอยู่ในภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) อย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องในไตรมาสนี้

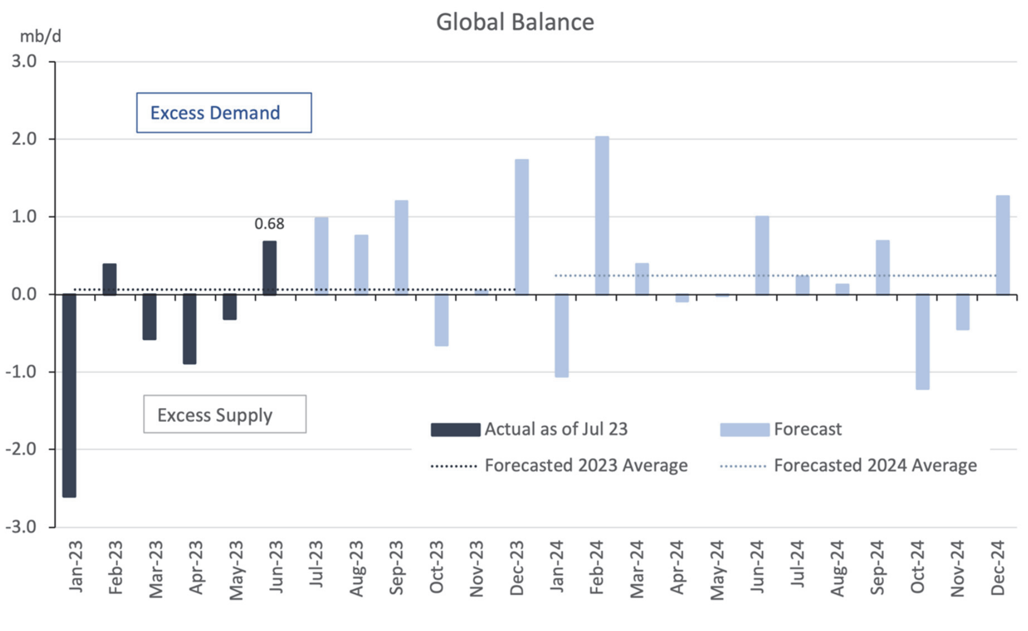
ราคาน้ำมันดิบเริ่มปรับตัวสะท้อนปัจจัยพื้นฐานมากขึ้น

ในช่วงครึ่งแรกของปี 2023 ที่ผ่านมา Sentiment ของนักลงทุนต่อตลาดน้ำมันเป็นลบอย่างมาก จากความกังวลโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่จะทำให้ระดับการบริโภคน้ำมันหดตัว สวนทางกับข้อมูลปัจจัยพื้นฐานอย่างอุปสงค์น้ำมันโลกที่ยังคงเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในช่วงที่ผ่านมา มุมมองที่เป็นลบของนักลงทุนในตลาดการเงินเป็นปัจจัยสำคัญในการกดดันราคาน้ำมันดิบ WTI ให้อยู่ที่ระดับประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาส 2/2023 ซึ่งเรามองว่าค่อนข้างต่ำเกินไป เนื่องจากเป็นจุดที่เริ่มทำให้เกิดการลดลงของอุปทาน (Supply destruction) ที่เห็นได้ชัด อย่างการชะลอตัวของระดับการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ หรือการตอบสนองต่อราคาของผู้นำกลุ่ม OPEC อย่างซาอุดีอาระเบีย ที่ระบุถึงสัญญาณจากตลาดการเงิน (Financial market) มีมุมมองที่เป็นลบมากเกินไป และไม่สอดคล้องกับตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) เป็นเหตุให้ทางซาอุดีอาระเบียตัดสินใจลดการผลิตน้ำมันดิบลงจำนวนมาก

อย่างไรก็ดี ราคาน้ำมันดิบ WTI เริ่มปรับตัวสูงขึ้นในเดือน ก.ค. สะท้อนภาพปัจจัยพื้นฐานที่เริ่มมีน้ำหนักมากขึ้น หลังองค์กรด้านข้อมูลพลังงานของสหรัฐฯ Energy Information Administration หรือ EIA ประเมินว่าสมดุลตลาดน้ำมันโลกเริ่มเข้าสู่สภาวะอุปทานขาดแคลน (Supply deficit) แล้วในเดือน มิ.ย. 2023 ที่ผ่านมา และมีแนวโน้มขาดดุลรุนแรงขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2023

เราคาดว่าแนวโน้มอุปสงค์ที่แข็งแรง สวนทางกับอุปทานที่เริ่มลดลงในช่วงก่อนหน้านี้ จะส่งผลให้สภาวะตลาดน้ำมันตึงตัวอย่างเห็นได้ชัดในไตรมาส 3 ซึ่งมักเป็นไตรมาสที่เกิดการขาดดุลรุนแรงที่สุดในปี และทำให้ Sentiment ของนักลงทุนพลิกกลับเป็นปัจจัยบวก ผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวอยู่ที่ระดับประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 25: EIA ประมาณการสมดุลตลาดน้ำมันโลกเริ่มเข้าสู่สภาวะอุปทานขาดแคลน (Supply deficit) แล้วในเดือน มิ.ย. 2023 ที่ผ่านมา และมีแนวโน้มขาดดุลรุนแรงขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2023



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

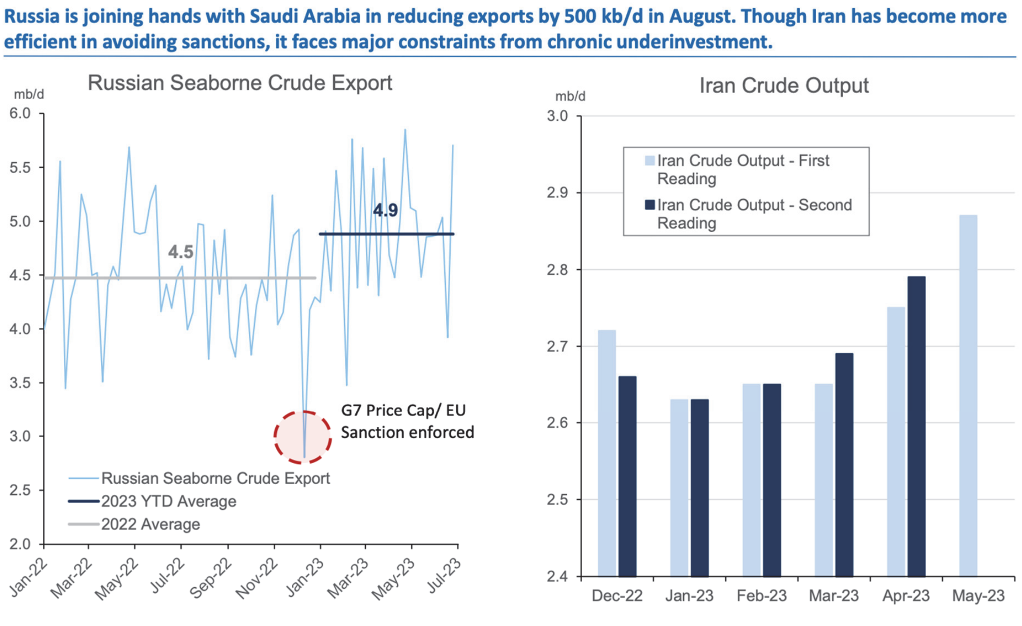
แนวโน้มอุปทานน้ำมันจากประเทศรัสเซียและอิหร่านค่อนข้างจำกัดในระยะข้างหน้า

หนึ่งในปัจจัยที่ส่งผลลบต่อราคาในช่วงครึ่งแรกของปี 2023 คืออุปทานน้ำมันจากผู้ผลิตรายใหญ่ที่ถูกคว่ำบาตรทางการค้าจากสหรัฐฯ อย่างประเทศรัสเซีย และประเทศอิหร่าน ที่เพิ่มสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว จากความต้องการบริโภคน้ำมันที่สูงขึ้นของประเทศฝั่งตะวันออก ซึ่งอาจไม่ได้ดำเนินแนวทางนโยบายความสัมพันธ์ระหว่างประเทศในทางเดียวกันกับประเทศมหาอำนาจทางตะวันตกมากนัก ได้ถือโอกาสเจรจาต่อรองกับประเทศผู้ผลิตน้ำมันที่ถูกคว่ำบาตร เพื่อซื้อน้ำมันในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด

รูปแบบการซื้อขายน้ำมันระหว่างประเทศดังกล่าวทำให้อุปทานจากผู้ผลิตที่ถูกคว่ำบาตรสามารถเพิ่มสูงขึ้นได้ในระยะที่ผ่านมา อย่างไรก็ดี ล่าสุดทางรัสเซียได้ประกาศจะร่วมมือกับทางซาอุดีอาระเบีย ปรับลดการผลิตและการส่งออกน้ำมันลงเพิ่มเติม 500,000 บาร์เรลต่อวันในเดือน ส.ค. ในขณะที่ข้อมูลการส่งออกผ่านการติดตามข้อมูลเรือบรรทุกน้ำมัน (Vassel tracking) สะท้อนปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของรัสเซียเริ่มลดลงต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา

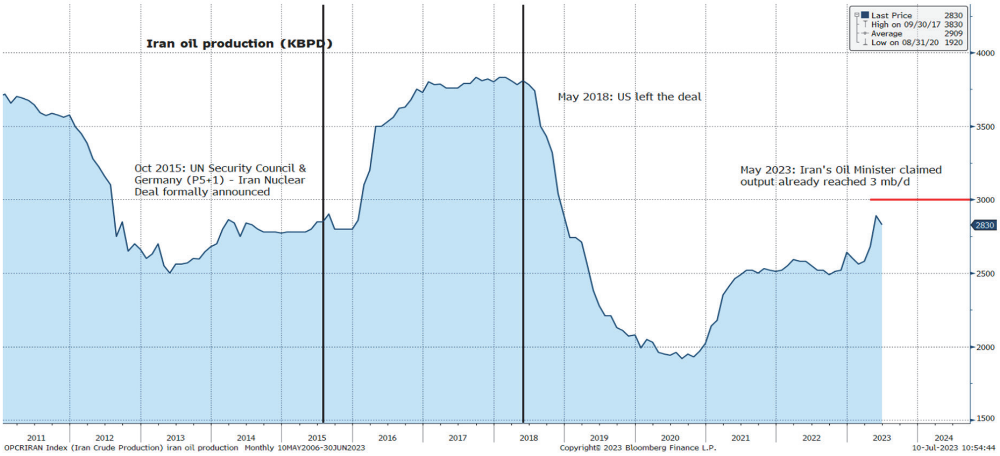
ด้านประเทศอิหร่าน ที่ในปัจจุบันเร่งระดับการผลิตมาอยู่ที่ประมาณ 2.8 – 3.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน เป็นระดับใกล้เคียงกับที่เคยผลิตในปี 2015 หรือก่อนที่จะมี Nuclear Deal กับชาติมหาอำนาจ 6 ประเทศเกิดขึ้น เราจึงมองว่าแนวโน้มอุปทานจากอิหร่านค่อนข้างจำกัดในระยะข้างหน้า หากยังไม่มีความคืบหน้าในการเจรจารื้อฟื้น Nuclear Deal กับสหรัฐฯ ขึ้นมาอีกครั้ง ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์จึงเป็นอีกปัจจัยกดดันอุปทานน้ำมันโลก

แผนภาพที่ 26: แนวโน้มอุปทานน้ำมันจากประเทศรัสเซียมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า จากนโยบายที่ต้องการร่วมมือกับทางซาอุดีอาระเบีย ปรับลดการผลิตและการส่งออกน้ำมันลงเพิ่มเติม 500,000 บาร์เรลต่อวันในเดือน ส.ค.



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

แผนภาพที่ 27: ระดับการผลิตน้ำมันดิบของประเทศอิหร่านฟื้นตัวสู่ระดับเทียบเท่ากับช่วงก่อนที่มี Nuclear Deal แล้ว หากข้อตกลงยังไม่ถูกรื้อฟื้นได้สำเร็จ การเพิ่มระดับการผลิตขึ้นจากปัจจุบันอีกจึงน่าจะเป็นไปได้อย่างยากลำบาก



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

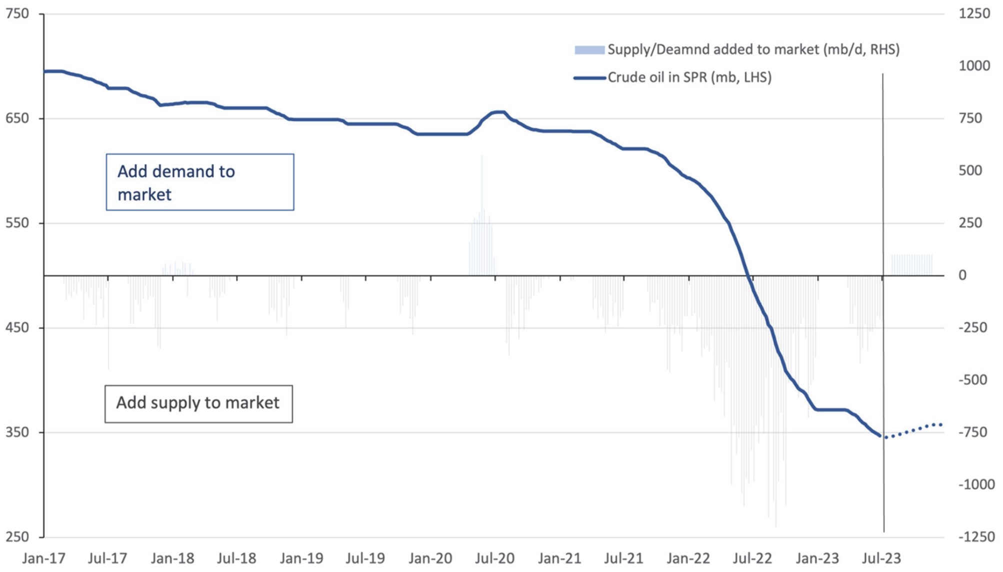
SPR จะพลิกกลับเป็นปัจจัยบวกต่อราคาในครึ่งหลังของปี 2023

คลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) เป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมา ด้วยนโยบายการปล่อยน้ำมันดิบจำนวนมากออกมาสู่ตลาดเพื่อเพิ่มปริมาณอุปทาน ได้ทยอยหยุดปล่อยน้ำมันตั้งแต่ช่วงกลางเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา และจะพลิกกลับเป็นผู้ซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเติมคลัง SPR ในช่วงหลังของปี เนื่องจากระดับน้ำมันคงคลังในปัจจุบันที่อยู่ต่ำกว่า 350 ล้านบาร์เรล หรือเพียงประมาณกึ่งหนึ่งของความจุโดยรวม ส่งผลเสียต่อความมั่นคงด้านพลังงานของประเทศ

โดยกระทรวงพลังงานสหรัฐฯ ได้แถลงถึงความตั้งใจจะซื้อน้ำมันดิบจำนวนประมาณ 12 ล้านบาร์เรลภายในปีนี้ และมีกำหนดการเริ่มต้นการซื้อตั้งแต่เดือน ส.ค. 2023 เพื่อ 1.) เสริมสร้างความมั่นคงด้านพลังงาน ในช่วงเวลาที่ความสัมพันธ์ระหว่างประเทศมหาอำนาจทั่วโลกอยู่ในจุดเปราะบาง และ 2.) สร้างความมั่นใจให้กับอุตสาหกรรมพลังงานในประเทศ ป้องกันไม่ให้ระดับการผลิตลดลงต่ำเกินไป เนื่องจากสภาพแวดล้อมปัจจุบันที่ต้นทุนการดำเนินงานและต้นทุนทางการเงินปรับสูงขึ้น สวนทางกับราคาพลังงานที่ปรับลดลง เป็นเหตุให้กลุ่มผู้ผลิตพลังงานชะลอการลงทุน ซึ่งจะส่งผลต่อความสามารถในการผลิตในอนาคต

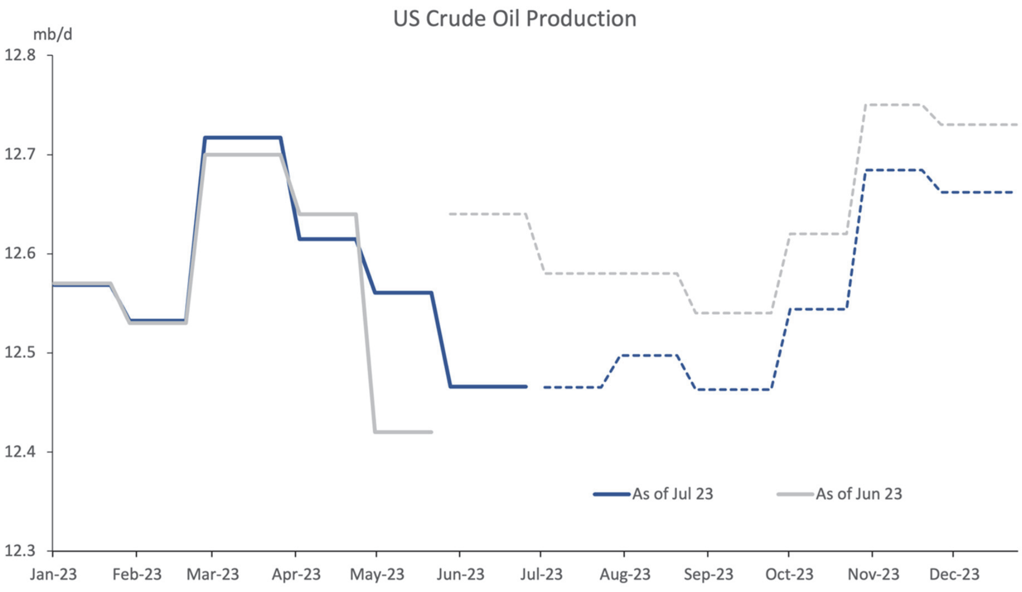
นโยบายของ SPR ที่กำลังจะพลิกบทบาทจากผู้กดดันราคากลายมาเป็นผู้ทยอยเข้าซื้อต่อเนื่องในระยะเวลาหลายปี จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยพยุงให้ราคาน้ำมันดิบไม่ปรับลดลงอย่างรุนแรงในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว

แผนภาพที่ 28: ระดับน้ำมันดิบคงคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ หรือ SPR ที่ลดลงมาต่ำสุดใน 40 ปี ทำให้ทางการสหรัฐฯ ต้องเปลี่ยนแนวทางนโยบายจากการปล่อยออกมาช่วยเหลือ เป็นผู้ซื้อคืนหลังจากนี้ เป็นปัจจัยบวกต่ออุปสงค์น้ำมันโลก



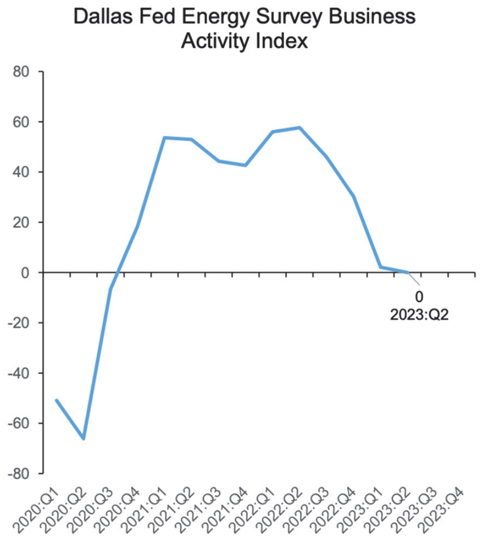
ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

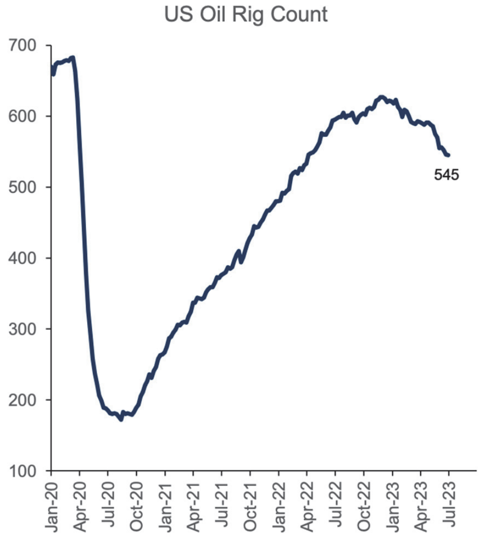
แผนภาพที่ 29: ระดับการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ทยอยปรับตัวลดลงในไตรมาส 2/2023 ที่ผ่านมา...



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

แผนภาพที่ 30: ...และยังไม่มีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นได้โดยเร็ว เมื่อดูดัชนีบ่งชี้อย่างระดับกิจกรรมของผู้ผลิต และจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ที่อยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง





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

EIA, OPEC, และ IEA คาดโมเมนตัมการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกยังคงแข็งแกร่งในครึ่งหลังของปี 2023

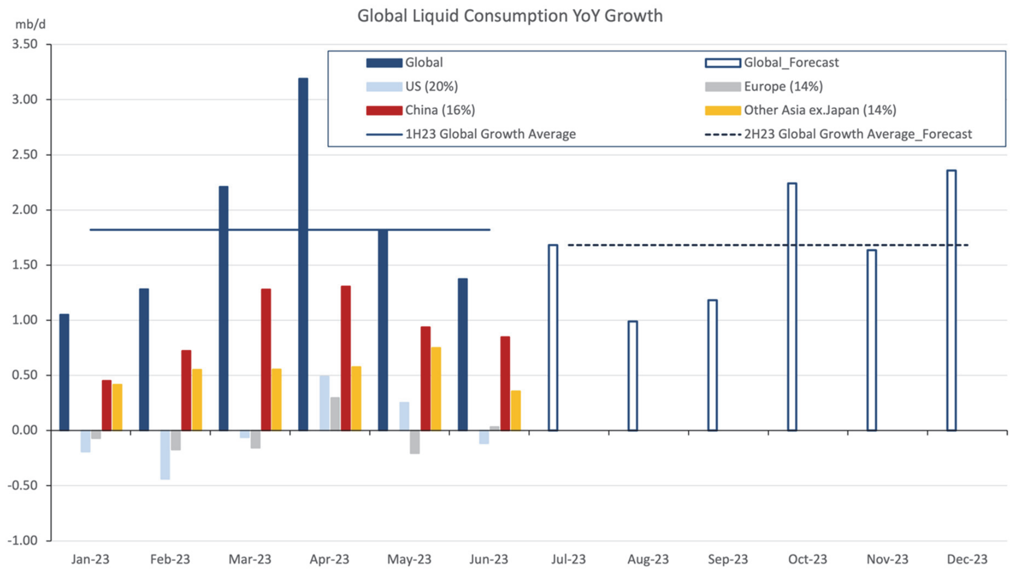
รายงานพลังงานประจำเดือน ก.ค. 2023 (Short-Term Energy Outlook: STEO) โดยองค์กรด้านข้อมูลพลังงานหลักของสหรัฐฯ อย่าง Energy Information Administration (EIA) เปิดเผยประมาณการอุปสงค์น้ำมันโลกในเดือน มิ.ย. 2023 อยู่ที่ 102.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน เติบโต 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน MoM และ 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY ในขณะที่ประมาณการอุปสงค์น้ำมันโลกตลอดครึ่งแรกของปี 2023 ที่ผ่านมา เฉลี่ยอยู่ที่ 100.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน คิดเป็นการเติบโต 1.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY โดยได้รับอานิสงส์จากการเติบโตของความต้องการบริโภคน้ำมันในประเทศจีน และประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคเอเชียเป็นหลัก

EIA คาดว่าโมเมนตัมการเติบโตจะดำเนินต่อไปในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะส่งผลให้อุปสงค์น้ำมันโลกโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 101.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ใน 2H23F เติบโต 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY ใกล้เคียงกับครึ่งแรกของปีที่ผ่านมา และทำให้อุปสงค์น้ำมันโลกเฉลี่ยทั้งปี 2023 จะอยู่ที่ 101.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

คาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกโดย EIA ถือว่าต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับอีก 2 สำนักวิเคราะห์หลักอย่าง OPEC และ International Energy Agency (IEA) ที่ในรายงานประจำเดือน ก.ค. ของทั้งคู่มองว่าอุปสงค์น้ำมันดิบโลกเฉลี่ยในปี 2023 จะอยู่ที่ 102.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน และ 102.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ จึงมีโอกาสที่คาดการณ์ของ EIA จะถูกปรับขึ้นอีกในอนาคต

ด้วยแนวโน้มอุปสงค์น้ำมันโลกที่คาดจะเติบโตแข็งแกร่งโดยเฉพาะในช่วงครึ่งหลังของปีนี้จากปัจจัยตามฤดูกาล สวนทางกับอุปทานที่ค่อนข้างจำกัด เราจึงคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในไตรมาส 3/2023 และมีความเสี่ยงไปทางด้านสูง

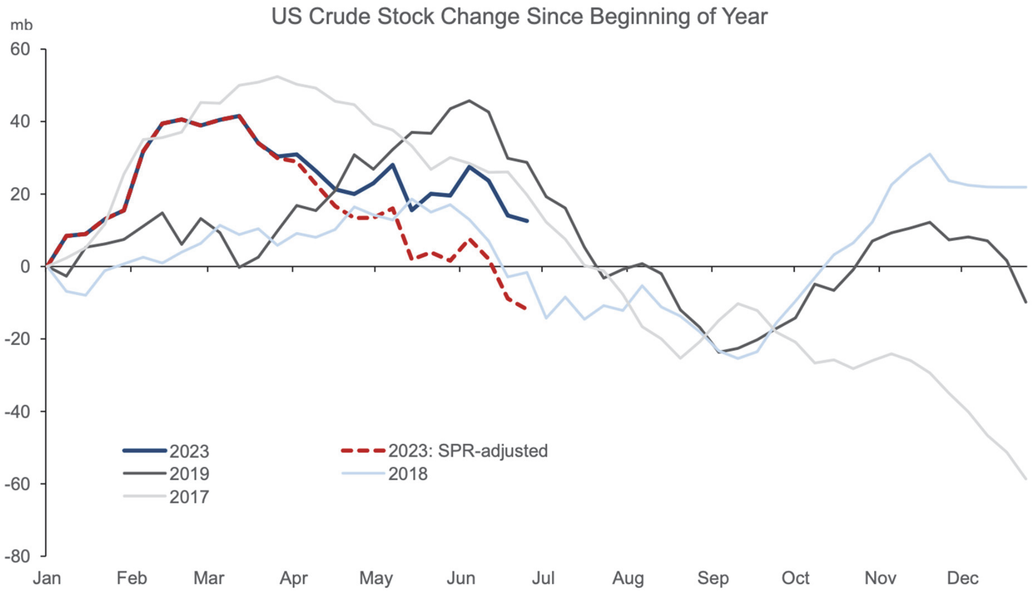
แผนภาพที่ 31: EIA คาดอุปสงค์น้ำมันโลกในครึ่งปีหลังจะเติบโต 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY ใกล้เคียงกับช่วงครึ่งแรกของปีที่ผ่านมา



Note: Numbers in blankets indicate the country/region portion as a percentage of global consumption as of June 2023

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

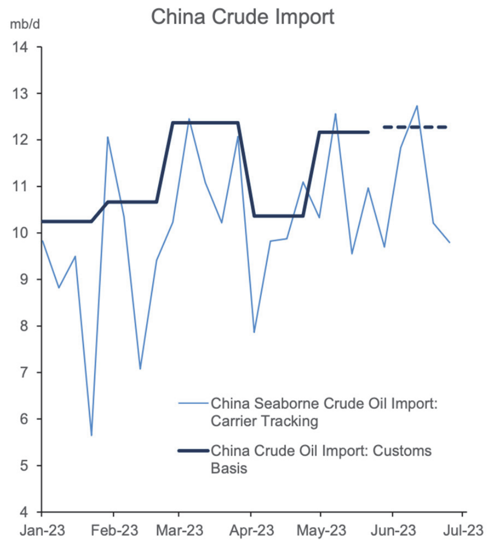
แผนภาพที่ 32: ระดับคลังน้ำมันสำรองเชิงพาณิชย์ (US commercial crude stocks) ปรับลดลงจำนวนมากในไตรมาส 2/2023 หากไม่ได้รับความช่วยเหลือจาก SPR



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

แผนภาพที่ 33: ดัชนีการเคลื่อนไหว (Mobility index) ของประชากรจีน (ภาพขวา) เป็นปัจจัยผลักดันการเติบโตของความต้องการบริโภคน้ำมัน ส่งผลให้ระดับการนำเข้าน้ำมันดิบของประเทศจีนอยู่ระดับสูงกว่า 12 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ภาพซ้าย) ต่อเนื่อง

Carrier tracking data points to >12 mb/d in crude imports in June



Mobility indices are on the path to recovery

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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงเติบโตได้ดี สะท้อนผ่านดัชนี ISM ภาคบริการเดือน มิ.ย. ที่กลับมาเพิ่มขึ้นดีกว่าคาดสู่ระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง และการใช้จ่ายของผู้บริโภคยังคงแข็งแกร่งหนุนโดยตลาดแรงงานที่ตึงตัวและแรงกดดันเงินเฟ้อที่แผ่วลง ขณะเดียวกันตลาดบ้านมีสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นผ่านยอดขายบ้านใหม่และการก่อสร้างบ้าน ด้านอัตราเงินเฟ้อยังคงสูงกว่าเป้า Fed ที่ 2% โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ทรงตัวในระดับสูงและแทบไม่ชะลอลงเลยในปีนี้ ทำให้ในการประชุมเดือน มิ.ย. Fed ส่งสัญญาณจะปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม (ผ่าน Dot plot) อีก 2 ครั้ง (รวม +50bps) ในปีนี้ สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.50-5.75%

- เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณแผ่วลงมากสะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน มิ.ย. โดยภาคการผลิตปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่กลางปี 2020 ขณะที่ภาคบริการ ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักปรับตัวลดลงมากสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 เดือน อย่างไรก็ดี เงินเฟ้อยังคงสูงกว่าเป้า ECB ที่ 2% โดยแม้เงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอลงต่อเนื่อง แต่เงินเฟ้อพื้นฐานซึ่งเป็นสิ่งที่ ECB กังวลกลับมาเร่งตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. ทำให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติมยังมีความจำเป็น โดยเราคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 3.75% ในการประชุมเดือน ก.ค. แต่มองว่ามีความเสี่ยงที่ดอกเบี้ยจะต้องปรับสูงขึ้นกว่านั้น

- เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวในภาคบริการสะท้อนจากดัชนี PMI ที่ต่ำสุดในรอบ 4 เดือนรวมถึงภาคการผลิตที่ยังคงได้รับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลง ในขณะที่หนึ่งในตัวเลขที่ BoJ ใช้พิจารณาตัดสินใจการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน หรือตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) เดือน พ.ค. ขยายตัว 2.5% YoY จาก 0.8% เดือน เม.ย. ส่วนหนึ่งได้รับอานิสงส์จากการเจรจาค่าจ้าง (Shunto Negotiation) ที่เสร็จสิ้นไปในเดือน มี.ค. โดยผลสำรวจครั้งสุดท้ายของการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างอยู่ที่ 3.58% สูงสุดตั้งแต่ปี 1993 อย่างไรก็ดี ตัวเลขค่าจ้างรายเดือนยังคงต่ำกว่าระดับ 3% ที่เป็นเป้าของนาย Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน ทำให้ BoJ มีแนวโน้มที่จะปรับนโยบายการเงินถ้าหากเห็นสัญญาณการเติบโตของเงินเฟ้อที่ยั่งยืน

- เศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ในไตรมาส 2 โดยขยายตัว 6.3% YoY (vs. ตลาดคาด 7.1%) แม้จะได้รับอานิสงส์จากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อน โดยอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศอ่อนแอ สะท้อนถึงการเติบโตที่เปราะบาง ขณะที่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนต่อจากนี้มีความไม่แน่นอนสูงและมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำ (Downside risk) ทำให้ในระยะข้างหน้า ทางการจีนอาจออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเพื่อรักษาโมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยมีความเป็นไปได้ที่ทางการจีนจะออกมาตรการเพื่อกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์และภาคการบริโภคเป็นหลัก

- เศรษฐกิจไทยในเดือน พ.ค. ยังได้รับแรงหนุนตามการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของภาคการท่องเที่ยวและการขยายตัวของการบริโภคครัวเรือน ขณะที่ภาคการส่งออกสินค้านับเป็นปัจจัยถ่วงตามการหดตัวต่อเนื่อง 8 เดือน สำหรับแนวโน้มในระยะต่อไปนับว่ามีความท้าทายมากขึ้น ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์การเมืองที่ยังมีความเสี่ยงอยู่มากหากการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลไม่มีความราบรื่น โดยเฉพาะการลงคะแนนเสียงเลือกนายกรัฐมนตรีซึ่งไม่ได้มีการกำหนดกรอบระยะเวลาในการคัดเลือกไว้ อีกทั้งความยืดเยื้อดังกล่าวจะยิ่งเพิ่มความเสี่ยงที่จะทำให้การจัดทำงบประมาณประจำปี FY2024 มีการล่าช้าออกไปจากเดิมมาก เหมือนที่เคยเกิดขึ้นหลังการเลือกตั้งในเดือน มี.ค. 2019 ด้านความกังวลของ กนง. ต่อเสถียรภาพของระบบการเงินนั้น เราคาดว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอีกราว 25-50bps มีความเป็นไปได้ เพื่อให้ดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเป็นบวก

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงเติบโตได้ดี สะท้อนผ่านดัชนี ISM ภาคบริการเดือน มิ.ย. ที่กลับมาเพิ่มขึ้นดีกว่าคาด สู่ระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง และการใช้จ่ายของผู้บริโภคยังคงแข็งแกร่ง หนุนโดยตลาดแรงงานที่ตึงตัวและแรงกดดันเงินเฟ้อที่แผ่วลง ขณะเดียวกันตลาดบ้านมีสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นผ่านยอดขายบ้านใหม่และการก่อสร้างบ้าน ด้านอัตราเงินเฟ้อยังคงสูงกว่าเป้า Fed ที่ 2% โดยเฉพาะอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ทรงตัวในระดับสูงและแทบไม่ชะลอลงเลยในปีนี้ ทำให้ในการประชุมเดือน มิ.ย. Fed ส่งสัญญาณจะปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม (ผ่าน Dot plot) อีก 2 ครั้ง (รวม +50bps) ในปีนี้ สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.50-5.75%

เศรษฐกิจยังคงเติบโตได้ดีโดยเฉพาะภาคบริการและการใช้จ่ายของผู้บริโภค

กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังคงเติบโตได้ดีแม้จะมีสัญญาณแผ่วลงก็ตาม โดยดัชนี ISM ภาคบริการเดือน มิ.ย. ปรับตัวดีขึ้น +3.6 จุด เป็น 53.9 จุด สูงสุดในรอบ 4 เดือน และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 51.2 จุด ท่ามกลางยอดคำสั่งซื้อใหม่ การจ้างงาน และกิจกรรมการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 46.0 จุด ต่ำสุดในรอบกว่า 3 ปี และสวนทางกับคาดการณ์ตลาดที่จะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 47.1 จุด จากต้นทุน (price paid) และการจ้างงานที่ปรับตัวลดลง

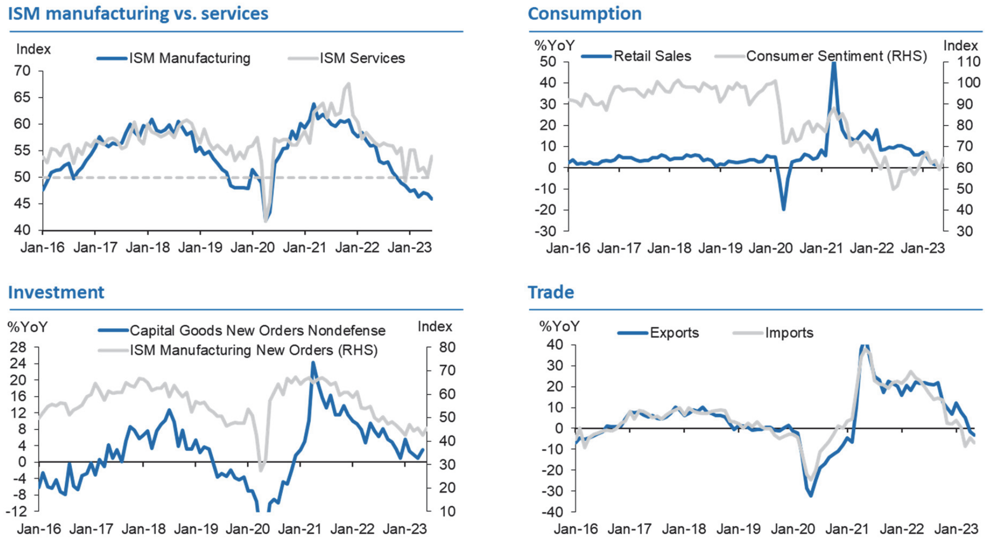
ด้านตัวเลขเศรษฐกิจจริง ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. ขยายตัว 0.2% MoM ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.5% ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้น +0.2ppt เป็น 0.5% หากเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน พบว่า ยอดค้าปลีกขยายตัว 1.5% YoY (vs. 2.0% เดือนก่อน) โดยหากไม่นับรวมหมวดสินค้าที่ผันผวน อาทิ ร้านอาหาร, รถยนต์, อุปกรณ์ก่อสร้าง และปั๊มน้ำมันหรือ Retail Control Group ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคำนวณ GDP พบว่า ขยายตัว 0.6% MoM สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.3% และตัวเลขเดือนก่อนถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1ppt เป็น 0.3% สะท้อนภาพการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ยังดีอยู่ ท่ามกลางตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งและแรงกดดันเงินเฟ้อที่แผ่วลง

ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เดือน มิ.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +5.2 จุด เป็น 64.4 จุด สูงสุดในรอบ 4 เดือน

ส่วนภาคการผลิตอ่อนแอ โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มิ.ย. หดตัว -0.5% MoM ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่จะไม่ขยายตัว ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูก Revised ปรับลดลง -0.3ppt เป็น -0.5% และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -0.4% YoY (vs. 0.0% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2021 สะท้อนภาพภาคการผลิตที่ไม่ดีนักสอดคล้องกับดัชนี ISM Manufacturing ที่อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง 8 เดือน และต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2020 ท่ามกลางอุปสงค์โลกชะลอและการใช้จ่ายซื้อสินค้าของผู้บริโภคที่แผ่วลงหลังจากเร่งตัวไปมากในช่วงวิกฤต COVID

ขณะที่การลงทุน ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุนไม่นับรวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Capital goods orders excl. defense & aircraft) ซึ่งสะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่แท้จริง เดือน พ.ค. ขยายตัว 0.7% MoM ต่อเนื่องจาก 0.6% ในเดือนก่อน และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.1% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ขยายตัว 3.1% YoY (vs. 1.0% เดือนก่อน) ด้านดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ในภาคการผลิต (ISM Manufacturign New Orders) เดือน มิ.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +3.0 จุด เป็น 45.6 จุด แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10 สะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่ยังอ่อนแอ

แผนภาพที่ 34: ดัชนี ISM ภาคบริการเดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตยังหดตัวต่อเนื่องต่ำสุดในรอบกว่า 3 ปี ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคและการลงทุนแผ่วลงเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน

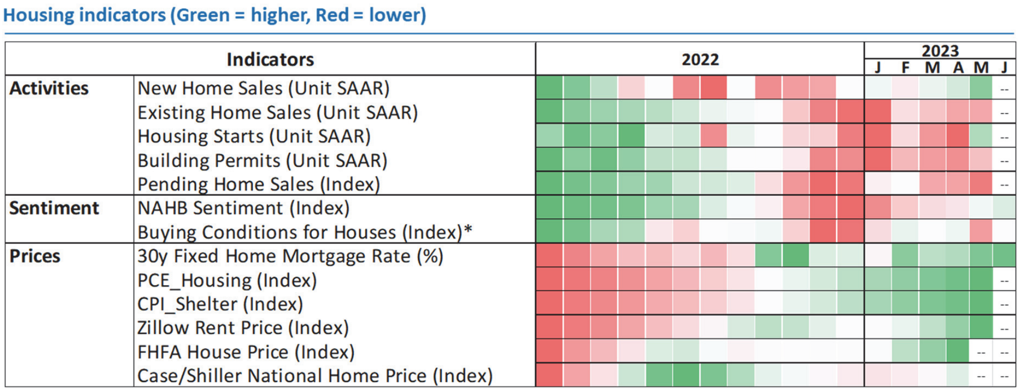


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กิจกรรมในตลาดบ้านส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นนับเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจในไตรมาส 2 แต่ก็ทำให้ราคาบ้านและค่าเช่าปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจกลับมาสร้างความกังวลให้กับ Fed

กิจกรรมในตลาดบ้านส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 2 โดยยอดขายบ้านใหม่ (New home sales) เดือน พ.ค. ขยายตัว 12.2% MoM ต่อเนื่องจาก 3.5% ในเดือนก่อน และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดอย่างมากที่จะหดตัว -1.2% โดยนับเป็นการขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 อยู่ที่ระดับ 7.63 แสนหลัง SAAR สูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2022 สะท้อนถึงอุปสงค์ในตลาดบ้านที่ฟื้นตัวดีขึ้น ขณะที่ยอดขายบ้านมือสอง (Existing home sales) ขยายตัวเล็กน้อย 0.2% MoM ฟื้นตัวขึ้นจากที่หดตัว -3.2% ในเดือนก่อน และดีกว่าคาดการณ์ของตลาดที่จะหดตัวต่อ -0.7% แต่ยอดขายบ้านมือสองยังอยู่ในระดับต่ำที่ 4.3 ล้านหลัง SAAR โดยหนึ่งในสาเหตุที่ยอดขายบ้านมือสองไม่ค่อยเพิ่มขึ้นมากเหมือนยอดขายบ้านใหม่เป็นผลจากจำนวนบ้านมือสองในคลัง (Inventory) ที่มีจำกัด ส่งผลให้มีอุปทานไม่เพียงพอสอดรับกับอุปสงค์

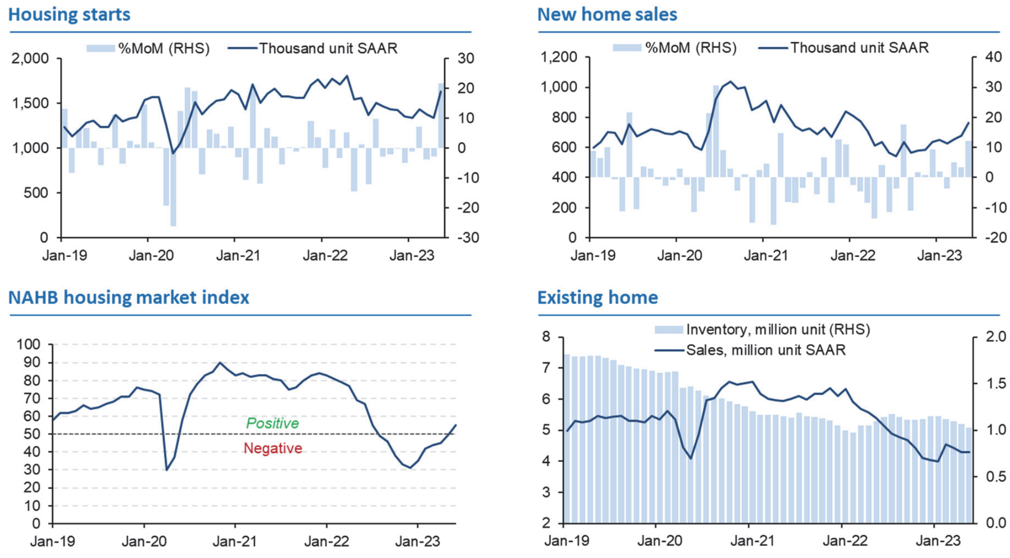
แผนภาพที่ 35: โมเมนตัมในภาคอสังหาริมทรัพย์ปรับดีขึ้น



*Note: * Conference Board Consumer Sentiment.*
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้วยอุปสงค์บ้านที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น ประกอบกับค่าวัสดุอุปกรณ์ก่อสร้างต่างๆ ที่ปรับลดลงมา ทำให้ความเชื่อมั่นของผู้ก่อสร้างบ้านปรับตัวดีขึ้น โดยดัชนีความเชื่อมั่น NAHB Sentiment เดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 55 จุด สูงสุดในรอบ 11 เดือน และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 51 จุด ซึ่งค่าดัชนีที่อยู่เหนือระดับ 50 จุดบ่งชี้ถึงแนวโน้มที่เป็นบวก ขณะเดียวกันยอดก่อสร้างบ้านใหม่ (Housing Starts) เดือน พ.ค. ออกมาขยายตัว 15.7% MoM สูงสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 และสูงกว่าคาดการณ์ตลาดอย่างมากที่จะหดตัว -0.1% ทำให้ยอดก่อสร้างบ้านใหม่เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1.56 ล้านหลัง SAAR สูงสุดในรอบ 13 เดือน นับเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจในไตรมาส 2 โดยคาดกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์จะพลิกกลับมาเป็นปัจจัยหนุน GDP ในไตรมาส 2 หลังจากที่เป็นปัจจัยฉุดมาต่อเนื่อง 8 ไตรมาสก่อนหน้า

แผนภาพที่ 36: กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ฟื้นตัวดีขึ้น โดยเฉพาะยอดขายบ้านใหม่และยอดก่อสร้างบ้าน ส่วนหนึ่งจากอุปทานของบ้านมือสองที่อยู่ในระดับต่ำ

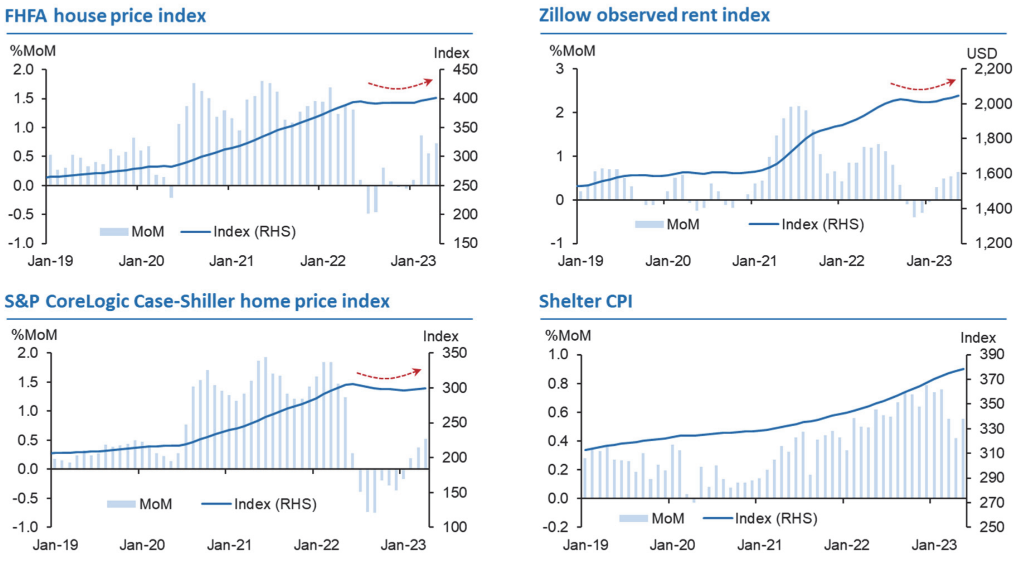


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในทางกลับกัน กิจกรรมตลาดบ้านที่ฟื้นตัวก็ทำให้ราคาบ้านและค่าเช่าบ้านกลับมาเพิ่มขึ้นนับตั้งแต่ต้นปีนี้ หลังจากที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังปีก่อน โดยราคาบ้าน S&P CoreLogic Case-Shiller เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น 0.5% MoM ต่อเนื่องจาก 0.4% ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 อย่างไรก็ดี เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน หดตัว -0.3% YoY (vs. 0.7% เดือนก่อน) ส่วนราคาบ้านโดย FHFA เพิ่มขึ้น 0.7% MoM ต่อเนื่องจาก 0.6% ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ขยายตัวลดลงเป็น 3.1% YoY (vs. 3.7% เดือนก่อน) ด้านราคาค่าเช่าบ้าน โดย Zillow Observed Rent เดือน พ.ค. เพิ่มขึ้น 0.6% MoM ต่อเนื่องจาก 0.5% ในเดือนก่อน แต่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ขยายตัวลดลงเป็น 4.8% YoY (vs. 5.3% เดือนก่อน)

โดยราคาบ้านและค่าเช่าบ้านที่กลับมาเพิ่มขึ้น นับเป็นสิ่งที่อาจสร้างความกังวลให้กับ Fed ต่อประเด็นเงินเฟ้อที่จะชะลอลงกลับเข้าสู่เป้า 2% ได้ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งจะทำให้ Fed ยังต้องคงท่าที Hawkish และคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงยาวนานเข้าสู่ปี 2024

แผนภาพ 37: ราคาบ้านและค่าเช่าบ้านฟื้นตัวขึ้นในปีนี้



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

Fed มองดอกเบี้ยต้องปรับสูงขึ้นอีก 2 ครั้ง (รวม 50bps) ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ชะลอลงช้ากว่าที่เคยประเมินและตลาดแรงงานยังตึงตัว

ธนาคารกลางสหรัฐฯ ส่งสัญญาณปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมในปีนี้ แม้จะมีมติเป็นเอกฉันท์คงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับเดิม 5.00-5.25% ในการประชุมเมื่อวันที่ 13-14 มิ.ย. ที่ผ่านมา ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่ชะลอลงได้ช้ากว่าที่ประเมินไว้เดิมและตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวมาก โดยในรายงานการประชุม (Fed minutes) รอบดังกล่าวได้ระบุว่า คณะกรรมการเกือบทุกท่านมองการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมดังกล่าวมีความเหมาะสม โดยส่วนใหญ่มองว่าดอกเบี้ยจะแตะระดับ 5.50-5.75% ณ สิ้นปีนี้ หรือเท่ากับว่าจะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา +25bps อีกสองครั้ง

ขณะที่มีคณะกรรมการบางท่านเสนอให้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปเลย +25bps มากกว่าที่จะระงับการปรับขึ้นในการประชุมครั้งนี้เนื่องจากมองว่าตลาดแรงงานยังตึงตัวและยังไม่มีสัญญาณเพียงพอว่าอัตราเงินเฟ้อกำลังชะลอลงกลับเข้าเป้าหมาย 2% โดยเฉพาะเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core inflation) ที่ค่อนข้างทรงตัวในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา อย่างไรก็ดี คณะกรรมการส่วนมากได้ระบุถึงความไม่แน่นอนของแนวโน้มเศรษฐกิจและเห็นว่าจะเป็นการดีกว่าหากได้รับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับเศรษฐกิจเพิ่มเติม โดยมองว่าการเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี 2022 ได้ช่วยให้ Fed มีช่องว่างตอนนี้ ในการที่จะประเมินถึงผลของการเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายการเงินที่ได้ทำมาต่อเศรษฐกิจ รวมถึงผลกระทบจากประเด็นในภาคธนาคารที่เกิดขึ้นในช่วงเดือน มี.ค.

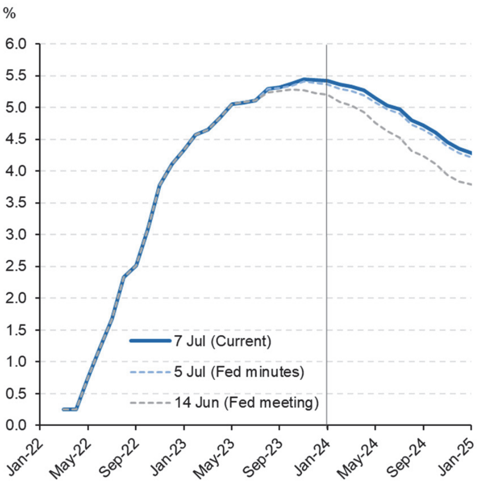
คณะกรรมการหลายท่านได้ระบุถึงเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังดีอยู่ซึ่งช่วยจำกัดการเกิด Recession แต่ขณะเดียวกัน ความแข็งแกร่งดังกล่าว อาทิ ตลาดแรงงานที่ยังคงตึงตัว ก็ทำให้เกิดความกังวลว่าจะต้องใช้เวลานานแค่ไหนกว่าที่เงินเฟ้อจะกลับเข้าเป้า 2% ได้ ทั้งนี้ คณะกรรมการมองการขยายตัวของเศรษฐกิจจะค่อนข้างอ่อนแอในช่วงที่เหลือของปี แม้ประเด็นในภาคการเงินจะได้คลี่คลายลงเมื่อเทียบกับช่วงต้นปี โดยคณะทำงานของ Fed (staff) ยังคงย้ำถึงโอกาสเกิด Mild recession ในช่วงปลายปี ก่อนที่จะฟื้นตัวขึ้นแบบอ่อนๆ แม้จะมองว่ามีโอกาสเพิ่มขึ้นที่เศรษฐกิจจะยังขยายตัวได้อยู่และเลี่ยง Recession ได้ โดยยังคงมองว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจในระดับต่ำกว่าแนวโน้ม (Trend) เป็นระยะเวลาหนึ่ง และการเพิ่มขึ้นของการเลิกจ้างงาน นับเป็นปัจจัยสำคัญในการทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าเป้า 2%

แผนภาพที่ 38: Fed minutes ชี้คณะกรรมการส่วนใหญ่มองการปรับดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมมีความจำเป็นท่ามกลางตลาดแรงงานที่ตึงตัวและเงินเฟ้อที่ชะลอลงช้า

Key points from 13-14 Jun meeting minutes

- **Almost all** participants judged it is *appropriate or acceptable to maintain the target range* for the Fed funds rate at 5-5.25% at this meeting, observing that it *would allow them more time to assess the economy's progress* toward the Fed's goal.
- **Some** participants indicated that they *favored raising the Fed funds rate by 25bps at this meeting*, reasoning that the labor market remained very tight, momentum in economic activity had been stronger than earlier anticipated, and there were *few clear signs that inflation is on path to return to the 2% target*.
- **Almost all** participants judged that in their economic projections *additional increases in the Fed funds rate during 2023 would be appropriate*.
- **Participants** agreed that *inflation was unacceptably high* and noted that the *declines in inflation had been slower* than they had expected.
- **Few** participants *pointed to upside risks to the outlook for housing services* inflation. Additionally, **some** participants remarked that *core non-housing services inflation had shown few signs of slowing* in the past few months.

Fed funds futures



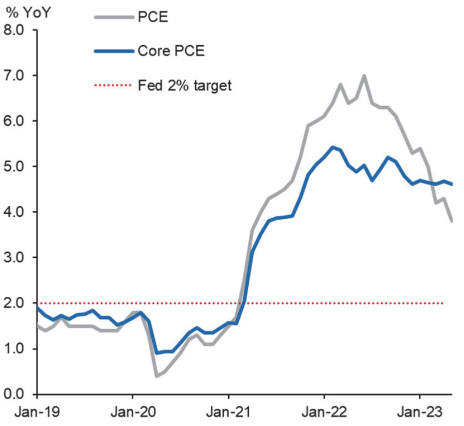
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserves, Wikimedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังคงดีอยู่ ขณะที่ตลาดแรงงานตึงตัวและอัตราเงินเฟ้อ โดยเฉพาะเงินเฟ้อพื้นฐานที่ค่อนข้างหนืดและทรงตัวในระดับสูง นับเป็นปัจจัยสำคัญหนุนให้ Fed ยังคงมีความจำเป็นต้องปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมอีก แม้จะได้มีมติระงับการปรับขึ้นในการประชุมครั้งล่าสุด โดยส่วนใหญ่มองว่าจะปรับขึ้นอีกถึง 2 ครั้ง (รวม +50bps) สู่ระดับ 5.50-5.75% ในปีนี้ และจะยังไม่ทำการลดดอกเบี้ยจนกว่าจะเข้าปี 2024

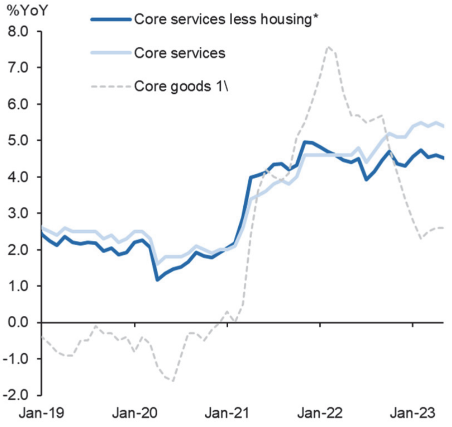
เราคาด Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ย +25bps สู่ระดับสูงสุด หรือ Terminal rate ที่ 5.25-5.50% ในการประชุมเดือน ก.ค. ซึ่งเป็นมุมมองเดียวกับตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) อย่างไรก็ดี เรามองว่ามีความเสี่ยงสูงที่อัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับสูงขึ้นไปกว่านั้นตาม Dot plot ล่าสุด

แผนภาพที่ 39: อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core) ไม่ค่อยชะลอตัวลงนักในปีนี้

PCE price index: headline vs. core



PCE price index: core goods & core services



*Note: 1\ Finished goods less food & energy. *Based on Bloomberg calculations using BEA data. It is Fed's Powell preferred inflation gauge for services and is seen to keep overall inflation elevated unless the job market softens.*

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

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณแผ่วลงมากสะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน มิ.ย. ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอ โดยดัชนี Manufacturing PMI ปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่กลางปี 2020 และอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 12 ขณะที่ภาคบริการ (Services PMI) ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในช่วงที่ผ่านมาปรับตัวลดลงมากสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 เดือน อย่างไรก็ดี อัตราเงินเฟ้อยังคงสูงกว่าเป้า ECB ที่ 2% โดยแม้เงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอลงต่อเนื่องต่ำสุดนับตั้งแต่ต้นปีก่อน แต่เงินเฟ้อพื้นฐานซึ่งสะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่แท้จริงและเป็นสิ่งที่ ECB กังวลมากได้กลับมาเร่งตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. ทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมยังมีความจำเป็น โดยเราคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 3.75% ในการประชุมเดือน ก.ค. แต่มองว่ามีความเสี่ยงที่ดอกเบี้ยจะต้องปรับสูงขึ้นกว่านั้น

โมเมนตัมเศรษฐกิจส่งสัญญาณแผ่วลง สะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่ปรับตัวลดลงทั้งภาคการผลิตและบริการ ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจจริงยังอ่อนแอ

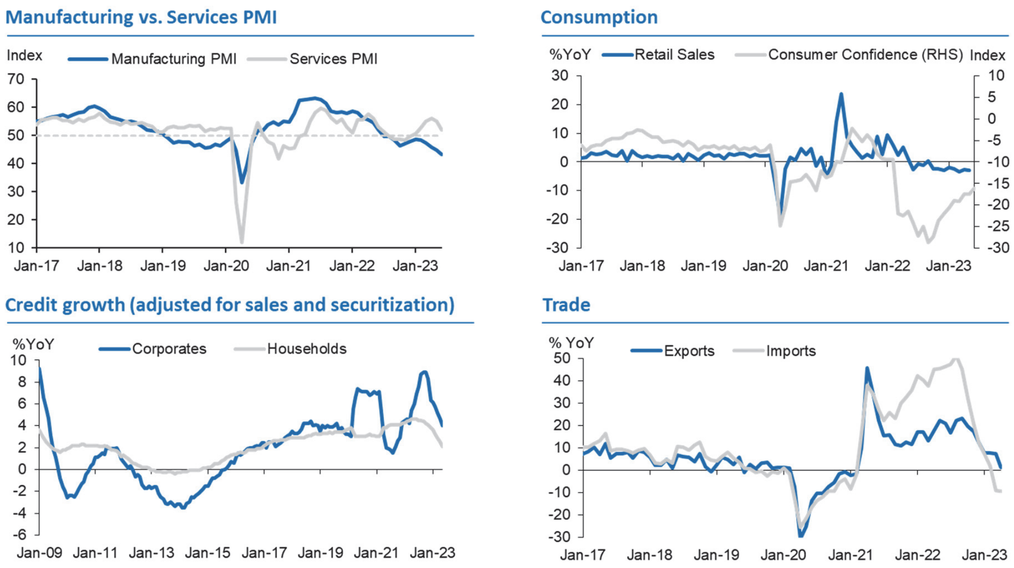
โมเมนตัมเศรษฐกิจของยูโรโซนส่งสัญญาณแผ่วลงมากสะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน มิ.ย. ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอ โดยดัชนีภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.4 จุด เป็น 43.4 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่กลางปี 2020 และอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 12 ขณะที่ภาคบริการ (Services PMI) ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักปรับตัวลดลงมาก -3.1 จุด เป็น 52.0 จุด ต่ำสุดในรอบ 5 เดือน

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อน (0.0% MoM) และต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่จะเพิ่มขึ้น 0.2% ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยังคงหดตัว -2.9% YoY (vs. -2.6% เดือนก่อน) โดยนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8 สะท้อนถึงอุปสงค์ของผู้บริโภคที่ยังอ่อนแอมากแม้อัตราเงินเฟ้อจะได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วก็ตาม และความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (Consumer confidence) จะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องอยู่ที่ -16.1 จุดในเดือน มิ.ย. สูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2022

ส่วนการค้าระหว่างประเทศยังคงอ่อนแอ โดยยอดส่งออก (Exports) ไปนอกกลุ่มยูโรโซนเดือน เม.ย. ขยายตัวเพียง 1.1% YoY (vs. 7.4% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2021 ส่วนยอดนำเข้า (Imports) จากนอกกลุ่มยูโรโซนหดตัว -9.5% YoY (vs. -9.2% เดือนก่อน) โดยนับเป็นการหดตัวมากสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2020 ส่วนหนึ่งจากผลของฐานที่สูงในช่วงเดียวกันปีก่อนที่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูโครน หนุนราคาพลังงานและอาหารให้พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก

ยอดปล่อยสินเชื่อยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB โดยยอดปล่อยกู้สู่ครัวเรือน (Households) ขยายตัว 2.1% YoY (vs. 2.5% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่ปลายปี 2016 ส่วนยอดปล่อยกู้สู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว 4.0% YoY (vs. 4.6% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2021

แผนภาพที่ 40: ดัชนี PMI เดือน มิ.ย. ปรับตัวลดลงต่อทั้งภาคการผลิตและบริการ ขณะที่ยอดค้าปลีกยังอ่อนแอ แม้ความเชื่อมั่นผู้บริโภคจะฟื้นตัวดีขึ้น และยอดปล่อยสินเชื่อชะลอลงต่อเนื่องตามนโยบายการเงินเข้มงวด



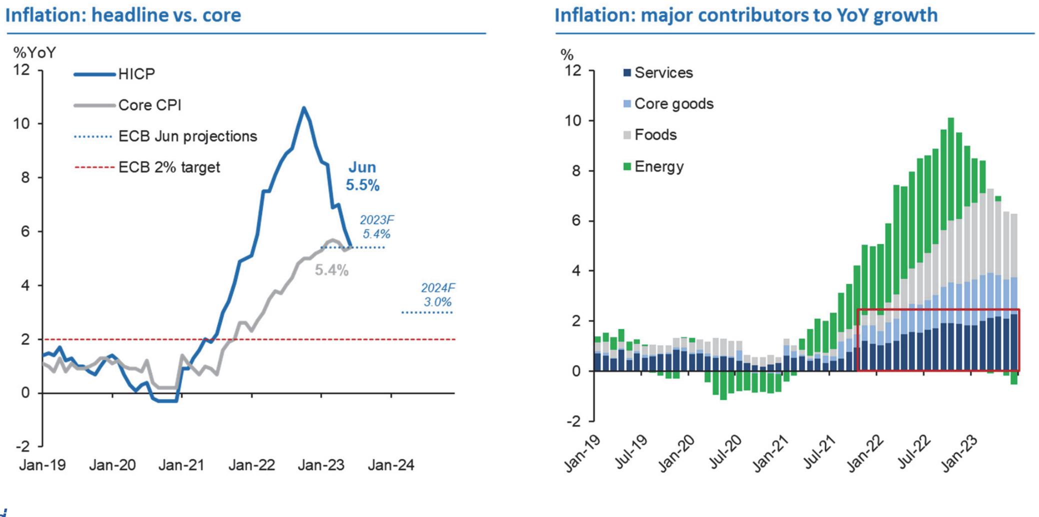
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อ Core CPI กลับมาเร่งตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. ยังสร้างความกังวลให้กับ ECB และหนุนการปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) ของยูโรโซนชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องอยู่ที่ 5.5% YoY (vs. 6.1% เดือนก่อน) ในเดือน มิ.ย. ซึ่งนับเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2022 ตามราคาพลังงานที่หดตัวต่อเนื่อง (-5.6% YoY vs. -1.8% เดือนก่อน) และราคาอาหารที่ชะลอตัวลงแม้จะยังคงสูง (11.7% vs. 12.5% เดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นสัญญาณที่ดี

อย่างไรก็ดี อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ซึ่งสะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่แท้จริง (Underlying prices) และเป็นสิ่งที่ ECB ให้ความสำคัญ ได้กลับมาเร่งตัวขึ้นเป็น 5.4% YoY (vs. 5.3% เดือนก่อน) ยังคงอยู่ในระดับสูงมาก จากราคาในหมวดบริการที่ยังคงเร่งตัวขึ้น โดยส่วนหนึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากตลาดแรงงานที่ยังตึงตัว

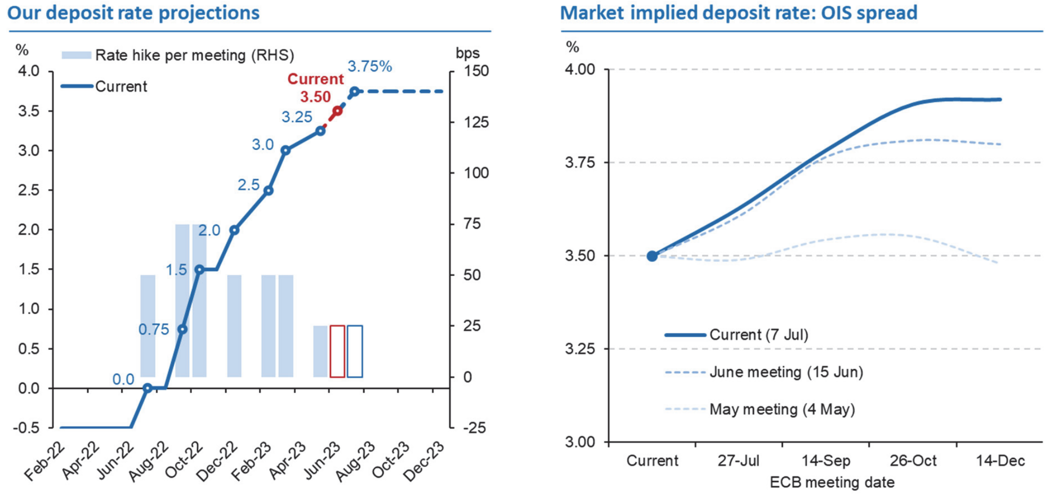
แผนภาพที่ 41: เงินเฟ้อทั่วไป (CPI) ชะลอลงต่อในเดือน มิ.ย. อยู่ที่ 5.5% แต่เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) กลับมาเร่งตัวขึ้น ท่ามกลางราคาหมวดบริการที่ยังเพิ่มขึ้น



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

ดังนั้น การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ยังไม่สิ้นสุด โดยเราคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับ 3.75% ในการประชุมเดือน ก.ค. โดยมองว่าจะเป็นการปรับขึ้นครั้งสุดท้ายหรือดอกเบี้ยแตะระดับ Terminal rate แล้ว อย่างไรก็ดี เรามองว่ามีความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยจะต้องปรับสูงขึ้นกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ โดยเฉพาะหากตลาดแรงงานไม่มีสัญญาณแผ่วลง

แผนภาพที่ 42: เราคาด ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้น +25bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% ในการประชุมเดือน ก.ค. ขณะที่มองว่ามีความเสี่ยงที่ดอกเบี้ยจะปรับสูงขึ้นไปกว่านั้น

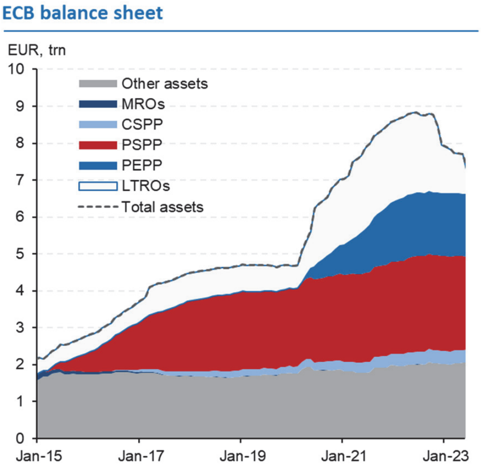


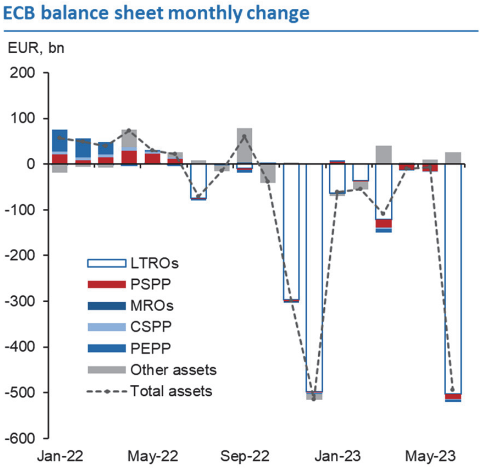
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB เดินหน้าลดขนาดงบดุลต่อเนื่องผ่านการคืนเงินกู้โครงการ TLTRO และการลดการถือครองพันธบัตรที่ซื้อผ่านมาตรการ APP

นอกเหนือจากการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องแล้ว (+400bps จนถึงสิ้นเดือน มิ.ย.) ECB ได้ดำเนินการลดขนาดงบดุลเสริมกันไปด้วย โดยนับจนถึงสิ้นเดือน มิ.ย. งบดุลของ ECB ได้ลดลงไป 1.6 ล้านล้านยูโร หรือราว 18% จากระดับสูงสุดเมื่อกลางปี 2022 อยู่ที่ระดับ 7.2 ล้านล้านยูโร โดยหลักมาจากการคืนเงินที่กู้ผ่านโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO ซึ่งปัจจุบันเหลือยอดคงค้างอีกราว 6.0 แสนล้านยูโร และอีกส่วนหนึ่งมาจากการลดการถือครองพันธบัตรที่เข้าซื้อผ่านมาตรการ Asset Purchase Program (APP) ซึ่ง ECB ได้ลดการถือครองมานับตั้งแต่เดือนมี.ค. แต่กำหนดลดในอัตราเดือนละ 1.5 หมื่นล้านยูโร

แผนภาพที่ 43: งบดุลของ ECB ได้ลดลงไปราว 18% จากระดับสูงสุดเมื่อกลางปี 2022 อยู่ที่ระดับ 7.2 ล้านล้านยูโร โดยหลักมาจากการคืนเงินกู้ผ่านโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO (แท่งสีขาว) และการลดการถือครองพันธบัตร ณ สิ้นเดือน มิ.ย. ที่เข้าซื้อผ่านมาตรการ APP (แท่งสีแดง)

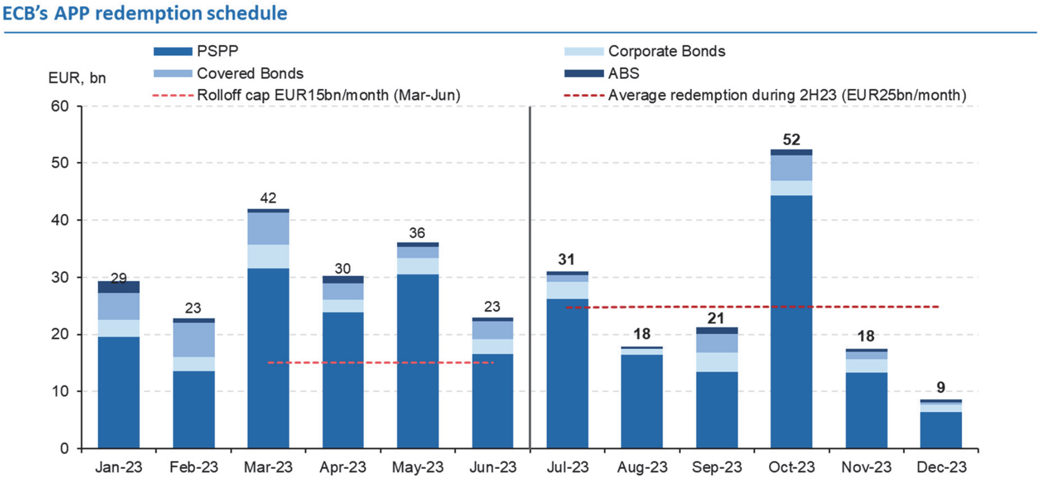




ที่มา: ECB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

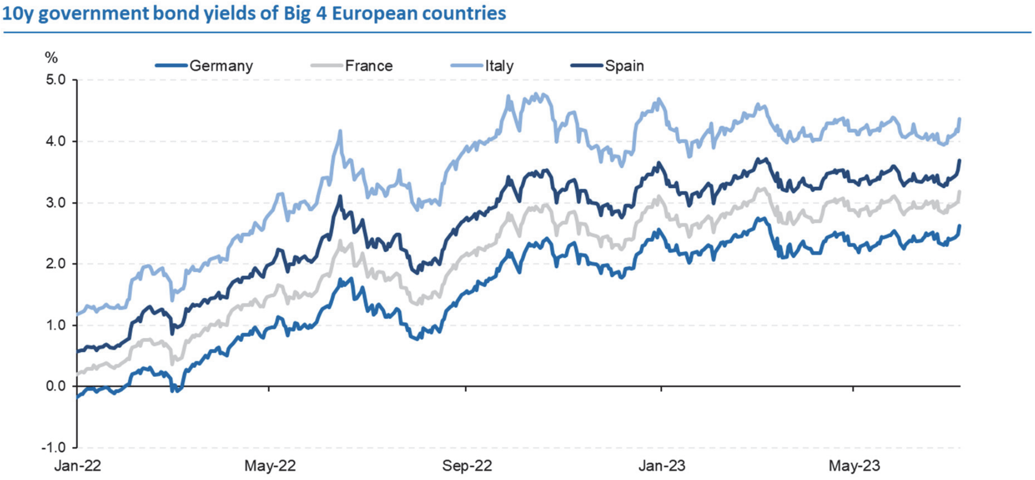
นับตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นไป ECB ได้ทำการยกเลิกกำหนดอัตรา 1.5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน หรือก็คือจะไม่ทำการซื้อคืนพันธบัตร (Reinvest) ที่ครบกำหนดอายุแล้ว โดยจะปล่อยให้หมดอายุไปเลย ซึ่งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้จะมีพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุจำนวน 1.49 แสนล้านยูโร และส่วนใหญ่ราว 1 ใน 3 จะครบกำหนดอายุในเดือน ต.ค. ฉะนั้น ช่วงดังกล่าวอาจมีความผันผวนสูงเนื่องจากสภาพคล่องจะหายไปมาก และต้องมีความระมัดระวังในการลงทุน

แผนภาพที่ 44: ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้จะมีพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุจำนวน 1.49 แสนล้านยูโร โดยราว 1 ใน 3 จะครบกำหนดอายุในเดือน ต.ค.



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

แผนภาพที่ 45: Bond Yield ของ 4 ประเทศหลักในยุโรปอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น



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

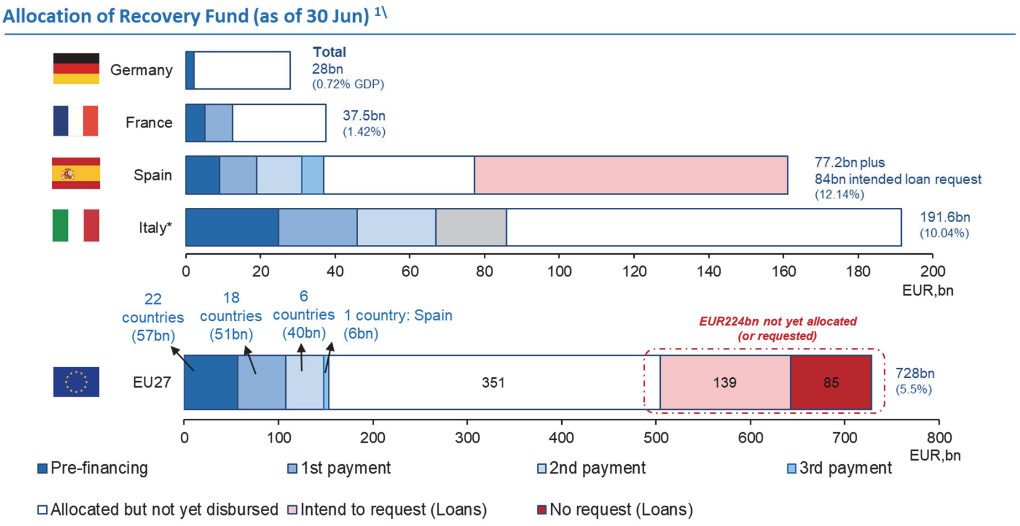
การเบิกจ่ายกองทุน EU Recovery Funds วงเงิน 7.28 แสนล้านยูโร ค่อนข้างล่าช้า โดยนับถึงสิ้นเดือน มิ.ย. เบิกจ่ายไปเพียง 21% ของวงเงินเท่านั้น

คณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission) ได้จัดตั้งกองทุน EU Recovery Fund ในปี 2021 เพื่อหนุนเศรษฐกิจจาก COVID-19 วงเงินรวม 7.28 แสนล้านยูโร หรือ 5.5% ของ GDP ภายใต้กรอบการลงทุน 6 ปี (จนถึงสิ้นปี 2026) โดยแบ่งเป็น 2 ส่วนคือ 1) เงินให้เปล่า (Grants) วงเงิน 3.38 แสนล้านยูโร และ 2) เงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (Loans) วงเงิน 3.90 แสนล้านยูโรโซน ซึ่งขนาดเม็ดเงินที่แต่ละประเทศจะได้รับนั้น ขึ้นอยู่โดยหลักกับความรุนแรงของผลกระทบที่ได้รับจาก COVID โดย EU จะจ่ายเงินให้เป็นงวด (Payment) ขึ้นอยู่กับการบรรลุเป้าในแต่ละขั้นของประเทศนั้นๆ โดยเงินทุนของกองทุนนี้จะมาจากการออกพันธบัตรร่วมกัน (Joint Debt Issuance) ของทั้ง 27 ประเทศสมาชิก กำหนดจ่ายคืนในระยะเวลา 30 ปี เริ่มจ่ายตั้งแต่ปี 2028 โดยหลักจะเน้นไปที่การลงทุนในพลังงานสีเขียวและการลงทุนใน Digital

นับจนถึงสิ้นเดือน มิ.ย. กองทุนดังกล่าวได้มีการเบิกจ่ายเม็ดเงินแล้วจำนวน 1.53 แสนล้านยูโร หรือ 21% ของกองทุน ซึ่งนับว่าช้าพอสมควรเนื่องจาก EU เคยระบุตอนจัดตั้งกองทุนว่าจะเบิกจ่ายเม็ดเงินได้อย่างน้อย 30% ของกองทุนภายในปี 2022 โดยสาเหตุส่วนหนึ่งเป็นผลจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่นำไปสู่วิกฤตพลังงาน ทำให้ประเทศส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการแก้ปัญหาตรงนั้นมากกว่า ดังนั้น ด้วยวิกฤตพลังงานที่คลี่คลายลงแล้วในปัจจุบัน น่าจะทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินเป็นไปอย่างรวดเร็วมากขึ้นต่อจากนี้และเป็นอีกปัจจัยหนุนเศรษฐกิจ

โดยธนาคารกลางยุโรป (ECB) เคยประเมินว่ากองทุน EU Recovery Fund หากเบิกจ่ายเต็มวงเงิน 7.28 แสนล้านยูโร และนำไปลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพก็จะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจยูโรโซนเฉลี่ยปีละกว่า 1% ในช่วง 9 ปีจนถึงปี 2030

แผนภาพที่ 46: EU เบิกจ่ายเม็ดเงินกองทุน EU Recovery Fund ไปแล้ว 1.53 แสนล้านยูโร (แท่งสีฟ้า) หรือราว 21% ของวงเงิน



Note: *Italy has requested 3rd payment (EUR19bn) end of last year which could be disbursed soon. 1\ Recovery fund is a 6-year (2021-2026) plan totaling EUR728bn (in current prices), including EUR338bn in grants and EUR390bn in loans. Entered into force on 19 Feb 2021 and provides funds until end 2026 (final payment requests have to be made by then). Countries can request for loans until 31 Aug 2023 (to be approved by 31 Dec 2023) with the maximum amount up to 6.8% of country's 2019 GNI. All EU countries have requested for the grants but not many requested for loans.
ที่มา: Deutsche Bank, Europa.eu, Bruegel, Statista, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ในช่วงไตรมาสที่ 2 โดย GDP ไตรมาส 2/2023 ขยายตัว 6.3% YoY ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 7.1% แม้จะได้รับอานิสงส์จากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันของปีก่อน และเศรษฐกิจในไตรมาสที่สองขยายตัวได้ต่ำกว่าที่ตลาดประเมินไว้จากอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศที่อ่อนแอลง สะท้อนการเติบโตที่เปราะบาง โดยการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจีนต่อจากนี้มีความไม่แน่นอนสูงและมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำ (Downside risk) ในระยะข้างหน้า ทางการจีนอาจมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเพื่อรักษาโมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยมีความเป็นไปได้ที่ทางการจีนจะออกมาตรการเพื่อกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์และภาคการบริโภคเป็นหลัก

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงในหลายภาคส่วนของเศรษฐกิจ สะท้อนการฟื้นตัวที่เปราะบาง

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลง สะท้อนผ่านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.3 จุด เป็น 53.2 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 53.5 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 52.8 จุด และดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -2.5 จุด เป็น 55.7 จุด ในขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มิ.ย. ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 49.0 จุด เท่ากับที่ตลาดคาด แต่อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ติดต่อกัน

ด้านอุปสงค์ในประเทศเดือน มิ.ย. ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ชะลอตัวลงเป็น 3.1% YoY จาก 12.7% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.3% นำโดยหมวดรถยนต์ (-1.1% vs. 24.2% เดือนก่อน), เครื่องสำอาง (4.8% vs. 11.7% เดือนก่อน), เฟอร์นิเจอร์ (1.2% vs. 5.0% เดือนก่อน) และร้านอาหาร (16.1% vs. 35.1% เดือนก่อน)

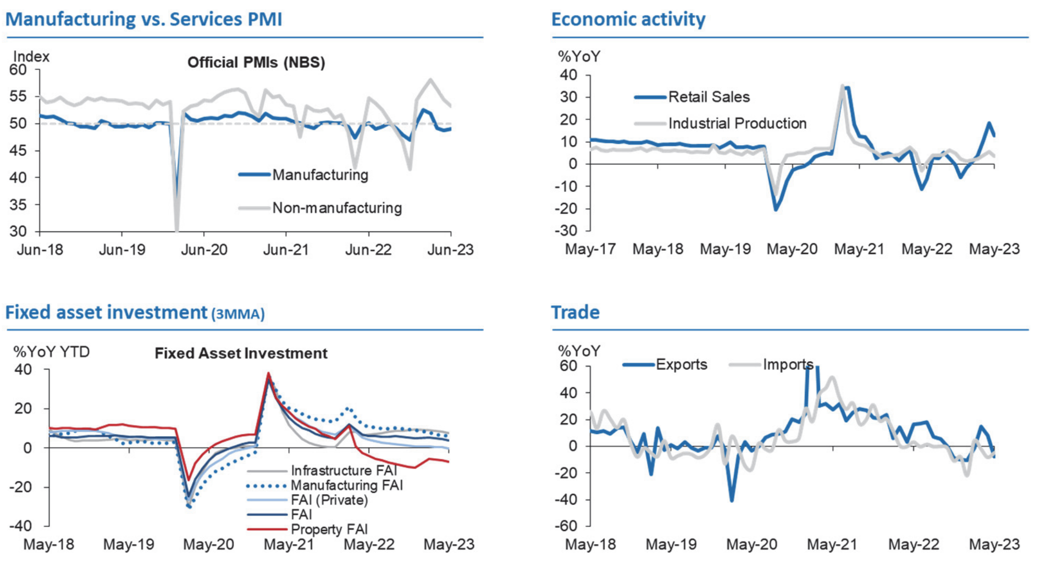
ขณะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัวขึ้นเป็น 4.4% YoY จาก 3.5% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 2.5% นำโดยผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (5.4% vs. -1.3% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสารและเครื่องคอมพิวเตอร์ (1.2% vs. 0.0% เดือนก่อน), แผงวงจรรวม (5.7% vs. 7.0% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากพลาสติก (3.0% vs. 2.5% เดือนก่อน)

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงเป็น 3.8% YoY YTD จาก 4.0% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.4% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในทุกภาคส่วน นำโดยการลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ (-7.9% vs. -7.2% เดือนก่อน) ที่หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (7.2% vs. 7.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงเล็กน้อย และภาคการผลิต (6.0% vs. 6.0% เดือนก่อน) ขยายตัวเท่ากับเดือนก่อน ทั้งนี้การลงทุนของภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 (-0.2% vs. -0.1% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนของภาครัฐฯ เติบโตชะลอตัวลงจากเดือนก่อนหน้า (8.1% vs. 8.4% เดือนก่อน)

ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. หดตัว -12.4% YoY จากที่หดตัว -7.5% ในเดือนก่อน ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่สองติดต่อกันซึ่งนับเป็นการหดตัวมากสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2020 และแย่กว่าตลาดคาดที่ -10.0% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -6.8% YoY จากที่หดตัว -4.5% ในเดือนก่อน และแย่กว่าตลาดคาดที่ -4.1% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน มิ.ย. เกินดุล 70.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก 65.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

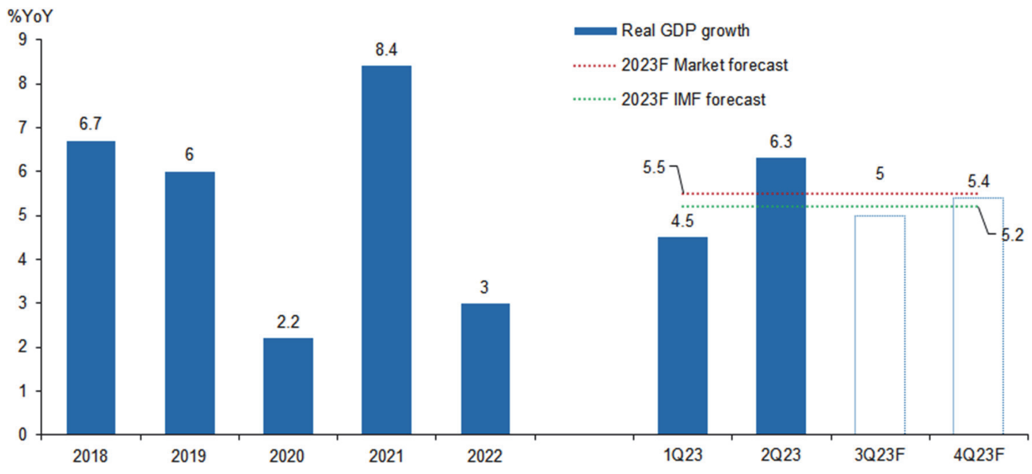
GDP ไตรมาส 2/2023 ขยายตัว 6.3% YoY ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 7.1% แต่เร่งตัวขึ้นจาก 4.5% ในไตรมาสก่อนด้วยผลของฐานที่ต่ำมาก ขณะที่เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน GDP ขยายตัว 0.8% QoQ, SA ชะลอตัวลงจาก 2.2% ไตรมาสก่อน ด้านแนวโน้มยังมีความไม่แน่นอนสูง จากแรงกดดันของอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวและความเปราะบางในการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์

แผนภาพที่ 47: การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงเป็น 3.8% YoY YTD จาก 4.0% ในเดือนก่อน ส่วนการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงหดตัวต่อเนื่อง



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

แผนภาพที่ 48: GDP ไตรมาส 2/2023 ขยายตัว 6.3% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 7.1% แต่เร่งตัวขึ้นจาก 4.5% ในไตรมาสก่อน ขณะที่เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน GDP ขยายตัว 0.8% QoQ, SA ชะลอตัวลงจาก 2.2% ไตรมาสก่อน



As of 18 July 2023
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

PBoC ปรับลดดอกเบี้ย LPR และ MLF ลง -10bps นับเป็นการปรับลดครั้งแรกในรอบ 10 เดือน หลังเศรษฐกิจส่งสัญญาณแผ่วลงมาก

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

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

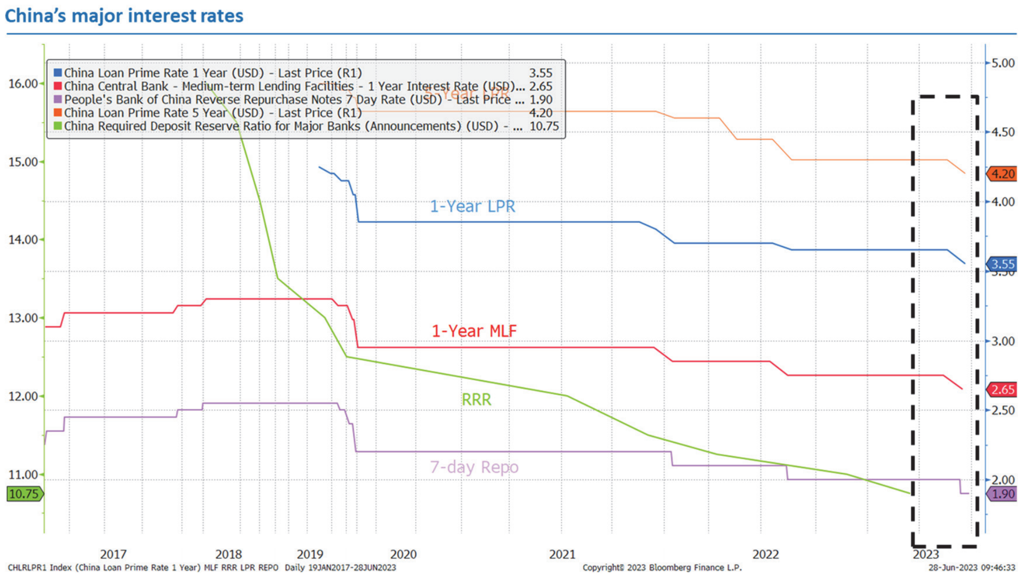
อัตราดอกเบี้ย LPR เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ PBoC ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ใช้อ้างอิงในการปล่อยสินเชื่อสู่ระบบเศรษฐกิจ ซึ่งคิดจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะกลาง MLF บวกกับดอกเบี้ยส่วนเพิ่ม (Premium) ที่ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งกำหนด (หรือก็คือ 2.65% + Premium ในปัจจุบัน)

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

ส่วนในการประชุมของ PBoC ประจำไตรมาส ในวันที่ 28-30 มิ.ย. ที่ผ่านมา ได้มีการกล่าวผ่านคำแถลงถึงการที่เศรษฐกิจจีนมีความไม่แน่นอนรออยู่ จากสภาพแวดล้อมภายนอกประเทศที่มีความซับซ้อนและรุนแรงขึ้น โดยเผชิญกับอุปสงค์ภายนอกประเทศที่ไม่แน่นอนและโมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศที่ไม่แข็งแรง โดยในการประชุมประจำไตรมาสที่ 2 ทาง PBoC ได้ให้ความสำคัญ ที่จะส่งเสริมการบริโภค หนุนการลงทุนภาคเอกชนและสร้างความเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์ อีกทั้งในการประชุมครั้งนี้ ได้ให้ความสำคัญกับการเสริมสร้างความเข้มแข็งของนโยบายมหภาคเพื่อสนับสนุนการขยายตัวของการบริโภคภายในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงการดำเนินนโยบายอย่างเหมาะสมเพื่อความสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมของรัฐบาลท้องถิ่นเพื่อหนุนอุปสงค์ในภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมจากในการประชุมในไตรมาสที่ 1 ที่เน้นการป้องกันความเสี่ยงของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์และเพิ่มความมั่นคงในการส่งมอบบ้านให้ผู้ซื้อ

ดังนั้น ทำให้เราและตลาดมองว่าทาง PBoC อาจมีการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยตลาดคาด PBoC จะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมผ่านการผ่อนคลายนโยบายการเงินในช่วงไตรมาส 3 และ 4 ของปี 2023 เพื่อเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจจีนในช่วงครึ่งหลังของปีให้เติบโตอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ตลาดคาด PBoC จะลดอัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำ (Required Reserve Ratio) ลงราว 25 bps และลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์ให้ลูกค้าชั้นดี (LPR) และอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ลง อย่างละ 10bps

แผนภาพที่ 49: ในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา PBoC มีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่การฟื้นตัวเริ่มเปราะบาง...



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

แผนที่ภาพ 50: ในการประชุมของ PBoC ประจำไตรมาสที่ 2 (28-30 มิ.ย.) ได้ระบุถึงการที่เศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนรออยู่ ทำให้มีความเป็นไปได้ที่ทาง PBoC อาจจะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปี

Quarterly meeting of the PBoC Monetary Policy Committee (ended-June meeting)

	Q2 2023	Q1 2023
Domestic and international economic situation	• The current external environment has become more complex and severe, with a slowdown in international economic trade and investment… • The domestic economy is overall recovering and improving, with steady recovery of market demand and continued increase in production supply, but endogenous momentum is not strong, and demand is still insufficient.	• Currently, international economic growth is slowing down, inflation remains high, geopolitical conflicts continue, central banks in developed countries are tightening policy, and volatility in international financial markets is increasing. The domestic economy is showing a recovery trend, but the foundation is not yet solid.
Monetary Policy	• To overcome difficulties and seize opportunities, we need to increase the intensity of macro-policy regulation, implement a prudent monetary policy with precision and strength, carry out cross-cycle adjustment, better play the dual role of total and structural monetary policy tools, do our best to stabilize growth, employment and prices, effectively support the expansion of domestic demand, improve the consumption environment, promote a virtuous economic cycle, and provide stronger support for the real economy. • Maintain the stability of re-lending and rediscounting tools, continue to implement inclusive small and micro loan support tools and mortgage loan support plans for housing transactions.	• We need to implement a prudent monetary policy with precision and strength, carry out cross-cycle adjustment, better play the dual role of total and structural monetary policy tools, do our best to stabilize growth, employment and prices, focus on supporting the expansion of domestic demand, and provide stronger support for the real economy. • Structural monetary policy tools should adhere to the principle of "focusing on key points, being reasonable and moderate, advancing and retreating", continue to increase support for key areas and weak links in the national economy such as inclusive finance, green development, technological innovation, infrastructure construction, etc.
Real Estate financial policy	• Implement policies according to local conditions to support rigid and improved housing demand, do a solid job in ensuring housing transactions, people's livelihoods, and stability, and promote the stable and healthy development of the real estate market. • Accelerate the improvement of the housing rental financial policy system and promote the establishment of a new model for the development of the real estate industry.	• Effectively prevent and resolve risks from high-quality head real estate companies, improve asset-liability conditions, do a solid job in ensuring housing transactions, people's livelihoods and work stability according to local conditions to support rigid housing demand for improvement. • Accelerate improvement of the housing rental financial policy system. Promote a smooth transition of the real estate industry towards the new development model.

ที่มา: People Bank of China, Huatai, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: …โดยตลาดคาดว่าจะมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอีกในครึ่งปีหลัง โดยคาดว่าจะมีการลด Required Reserve Ratio ลง 25bps และ LPR และ MLF ลงอย่างละ 10bps

Forecasts for China's major interest rates

Institution	Date	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Zhixin Investment	26-Jun	More easing coming			
Citic	26-Jun	RRR : -25 bps			
UBS	21-Jun	RRR : -25/50 bps, MLF&LPR : 10 bps			
Huatai	21-Jun	LPR : 10 bps		LPR : 10 bps	
Goldman Sachs	20-Jun	RRR : -25 bps, MLF&LPR : 10 bps			
Bloomberg	20-Jun	RRR : -25 bps	MLF : 10 bps		
Maybank	20-Jun	RRR : -25 bps, MLF&LPR : 10 bps			
Jones Lang LaSalle	20-Jun	More easing coming			
ING Bank	20-Jun	More easing coming			
Macquarie	14-Jun	MLF : 10 bps			

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

เรามองว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนจะเป็นไปอย่างจำกัด ท่ามกลางความกังวลเรื่องเงินทุนไหลออกและการเติบโตของเศรษฐกิจที่คาดว่าจะเติบโตสูงกว่าเป้าหมายของทางการจีนที่ 5%

เมื่อย้อนอดีตไปในช่วงที่เศรษฐกิจจีนเริ่มชะลอตัวลง ดังเช่นในช่วงปี 2008-2009 และ 2014-2016 ทางการจีนมีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่นในช่วงปี 2008-2009 ทางการจีนปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลง 216bps และในช่วงปี 2014-2016 ปรับลดลง 165bps ในขณะที่การกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบปัจจุบัน (2020- Current) ปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย ลงเพียง 60bps โดยเป็นการดำเนินนโยบายการเงินอย่างรอบคอบ (Prudence Monetary Policy) เป็นไปตามกรอบที่สภาประชาชนแห่งชาติจีน (NPC) ตั้งไว้ในปี 2020, 2021 และ 2023 และสะท้อนความระมัดระวังของทางการจีนในการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยเฉพาะปัญหาด้านเงินทุนไหลออก อีกทั้งตลาดยังคงคาดหวังการเติบโตเศรษฐกิจของปี 2023 อยู่ที่ระดับ 5.5% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของทางการจีนที่ 5% ทำให้เรามองว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งในส่วนของการเงินและการคลังจะเป็นไปอย่างจำกัด

แผนภาพที่ 52: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐในช่วงที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง โดยในรอบปัจจุบันนั้นถือว่ามีความระมัดระวังสูงกว่าในช่วงเศรษฐกิจขาลงในรอบก่อนๆ

Countermeasures implemented during economic downturn

	2008 - 2009	2014 - 2016	2020 - Present
Monetary policy	One-year benchmark lending rate lowered five times, or by **216bps in total**	One-year benchmark lending rate lowered six times, or by **165 bps in total**	One-year benchmark lending rate lowered five times, or by **60bps in total**
	RRR for major banks cut three times, or by **200 bps in total**	RRR for major banks cut five times, or by **300 bps in total**	RRR for major banks cut six times, or by **225 bps in total**
Fiscal / Industrial policy	Rolled out **RMB4trn** government spending package (almost 20% of GDP then) for housing, infrastructure, key industries	Fiscal deficit target expanded to 3% in 2016 from 2.1% in 2014; **RMB2trn** financing via policy banks for infrastructure investment, with interest subsidy by central government	Fiscal deficit target expanded to 3.6% in 2020; **RMB0.74trn** policy bank financing for infrastructure projects; added local government special bond quota
	Allowed local governments to sell bonds for first time and encouraged their debt raising via financing vehicle to fund the spending	Supply-side reform that reduced overcapacity in industrial sectors such as steel and inventories in property market	RMB1trn of special sovereign bonds for local fiscal spending and investment
Property policy	Reduced transaction taxes and down payment ratio, mortgage rates cut to as low as 70% of original rates, lower capital requirement for new property projects	Central bank lent over RMB3trn to policy banks to compensate owners of old housing that got demolished, which drove property development and sales under the shantytown redevelopment project between 2014 and 2018	Lower mortgage rates for first-times buyers; policy bank financing for ensuring home delivery

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

สัญญาณกิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวในภาคบริการสะท้อนจากดัชนี PMI ที่ต่ำสุดในรอบ 4 เดือนรวมถึงภาคการผลิตที่ยังคงได้รับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลง ในขณะที่หนึ่งในตัวเลขที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นใช้พิจารณาตัดสินใจการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน หรือตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ล่าสุดเดือน พ.ค. ขยายตัว 2.5% YoY จาก 0.8% เดือน เม.ย. ส่วนหนึ่งได้รับอานิสงส์จากการเจรจาค่าจ้าง (Shunto Negotiation) ที่เจรจาเสร็จสิ้นไปในเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา ในส่วนของผลสำรวจครั้งสุดท้ายของการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างรายงานออกมาที่ 3.58% นับเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1993 อย่างไรก็ดี ตัวเลขค่าจ้างรายเดือนยังคงขยายตัวต่ำกว่าระดับ 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน ทำให้ BoJ มีแนวโน้มที่จะปรับนโยบายการเงินถ้าหากเห็นสัญญาณการเติบโตของเงินเฟ้อที่ยั่งยืน

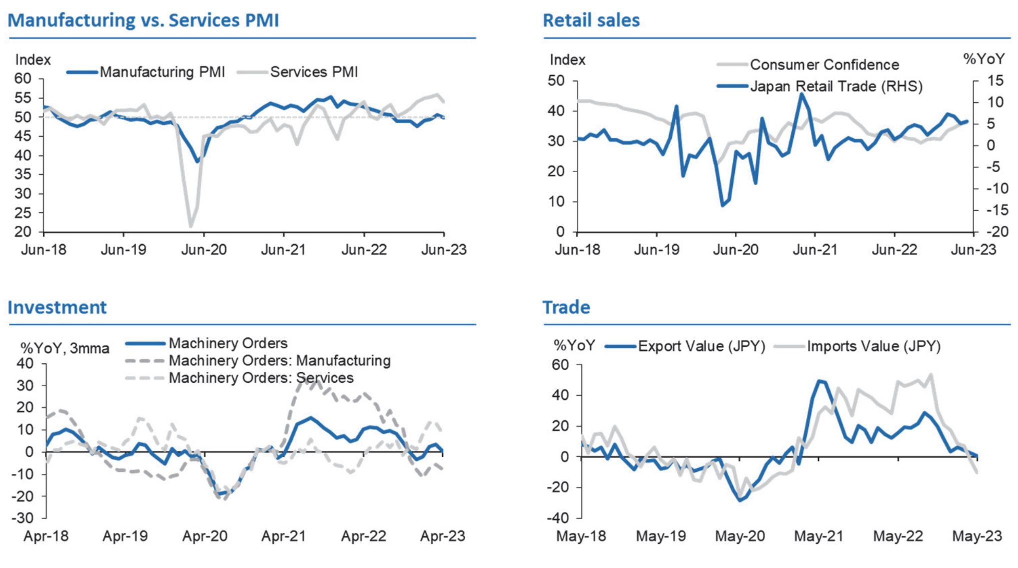
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน มิ.ย. เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวจากดัชนีภาคบริการที่ชะลอตัวลงต่ำสุดในรอบ 4 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตพลิกหดตัวสะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ของญี่ปุ่น

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. แม้อัตราการขยายตัวจะลดลงก็ตาม สะท้อนผ่านดัชนี Composite PMI ที่ปรับลดลง -2.2 จุด เป็น 52.1จุด (แต่ยังอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว มากกว่า 50 จุด) โดยภาคบริการปรับตัวลดลง (-1.9, 54.0 จุด) ต่ำสุดในรอบ 4 เดือน ด้านดัชนีต้นทุนการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำที่สุดในรอบ 15 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวลดลง (-0.8, 49.8 จุด) พลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศปรับตัวลดลง ด้านดัชนีต้นทุนการผลิตและราคาผลผลิตขยายตัวในอัตราที่ต่ำที่สุดในรอบ 28 เดือน และ 21 เดือนตามลำดับ

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. ขยายตัว 1.3% MoM, SA เร่งตัวขึ้นจาก -1.1% เดือนก่อน สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.8% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 5.7% YoY (vs. 5.1% เดือนก่อน) และอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว 15 เดือนติดต่อกัน

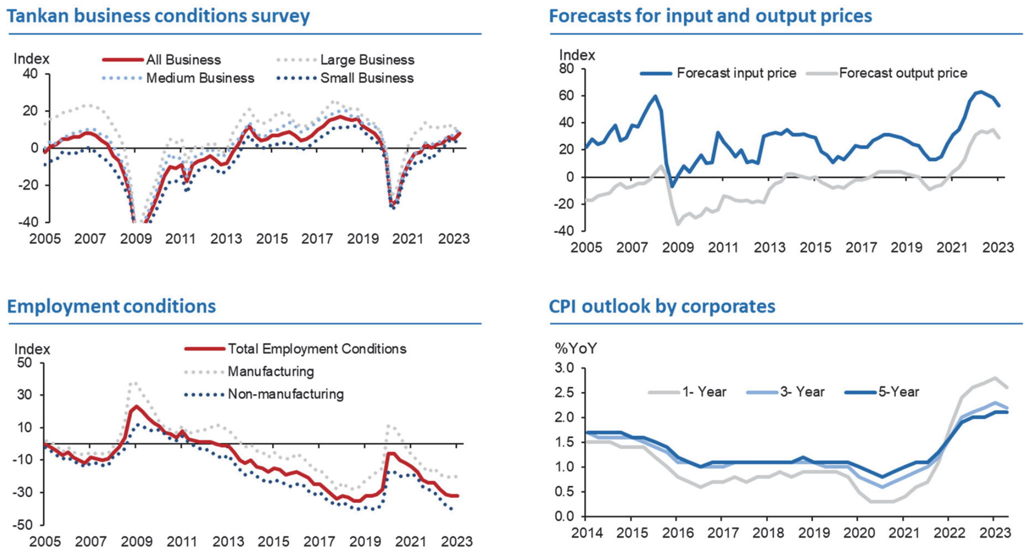
ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน พ.ค. หดตัว -1.6% MoM, SA ชะลอตัวลงจาก 0.7% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -1.0% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกับของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัว 4.7% YoY (vs. -0.7% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 53: เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวจากภาคบริการที่อ่อนแอลงและภาคการส่งออกที่ได้รับผลจากอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ



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

แผนภาพที่ 54: ผลสำรวจ TANKAN ประจำไตรมาส 2/2023 ระบุภาคธุรกิจในญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่มุมมองต่อราคายังอยู่ในระดับสูงแต่ชะลอตัวลงจากการสำรวจครั้งก่อน



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

ค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) เดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นมากเป็น 2.5% YoY จาก 0.8% ในเดือนก่อน โดยเงินจ่ายปกติ (Base Pay) ขยายตัว 1.8% สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 1995

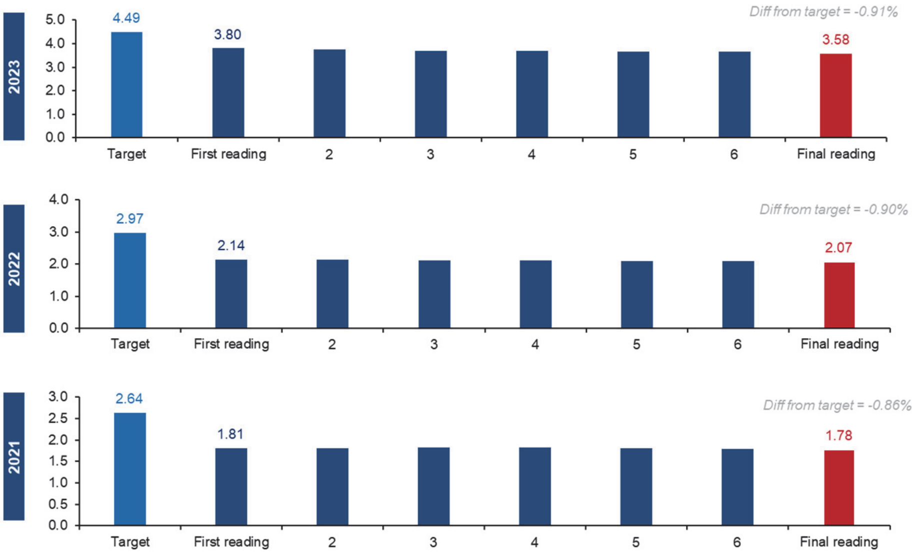
กระทรวงแรงงานเผยตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ซึ่งรวมรายได้ทุกอย่างทั้งเงินเดือน ค่าล่วงเวลา และเงินจ่ายพิเศษ ขยายตัว 2.5% YoY ในเดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นจาก 0.8% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดอย่างมากที่ 1.2% การขยายตัวของค่าจ้างรายเดือนนำโดย เงินจ่ายปกติ (+1.8% YoY vs. +0.9% เดือนก่อน) ซึ่งเป็นการเติบโตสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1995, ค่าล่วงเวลา (+0.4% vs. -0.7% เดือนก่อน), และเงินจ่ายพิเศษ (+22.2% vs. 0.7% เดือนก่อน) โดยค่าจ้างนับว่าเร่งตัวขึ้นมากในเดือน พ.ค. ส่วนหนึ่งได้รับอานิสงส์จากการเจรจาค่าจ้าง (Shunto Negotiation) ของสหภาพแรงงานที่มีการตกลงปรับขึ้นค่าจ้างที่ 3.58% ผลการสำรวจครั้งสุดท้าย (ครั้งที่ 7) ในวันที่ 5 ก.ค. โดยรายงานออกมาที่ 3.58% ลดลงจากตัวเลขเบื้องต้นที่ 3.80% และเป้าหมายที่ 4.5% แต่นับเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1993

ในขณะที่ทางผู้ว่าฯ BoJ มีการไปร่วมงาน ECB Forum ประจำปี 2023 (ในวันที่ 26 - 28 มิ.ย.) และได้ให้สัมภาษณ์ถึงการที่ทาง BoJ มีความพร้อมที่จะเปลี่ยนนโยบายการเงินในปี 2023 หากเงินเฟ้อไปได้ถึงเป้าหมายที่กำหนดได้อย่างยั่งยืน แต่ทางนาย Ueda ยังคงเน้นย้ำว่ายังคงมีระยะทางก่อนที่จะบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ได้อย่างยั่งยืนพร้อมกับการเติบโตของค่าจ้างที่เพียงต่อ (“There’s still some distance to go”, in sustainably achieving 2% inflation accompanied wage growth.)

โดยเรามองว่า ตัวเลขผลตอบแทนของแรงงานยังคงขยายตัวต่ำกว่า 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน และในกรณีฐาน เรายังให้น้ำหนักกว่า BoJ จะคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อไปก่อน เพื่อรอดูพัฒนาการของตัวเลขค่าจ้างรายเดือนให้มั่นใจได้ว่าจะมีการปรับขึ้นได้อย่างยั่งยืนประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมอาหารสด) ที่คาดว่าจะชะลอตัวลงในไตรมาส 3 และ 4 โดยคาดว่าจะชะลอลงเป็น 2.9% YoY และ 2.3% ตามลำดับ ซึ่งได้เปิดช่องให้ BoJ สามารถดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไปได้

แผนภาพที่ 55: การเจรจา Shunto Wage Negotiation ได้ประกาศผลสำรวจครั้งสุดท้ายของปี 2023 (ครั้งที่ 7) โดยรายงานออกมา ขยายตัวสูงถึง 3.58% แม้ลดลงจากตัวเลขเบื้องต้นที่ 3.80% แต่นับเป็นการปรับขึ้นในระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1993

Shunto wage increases



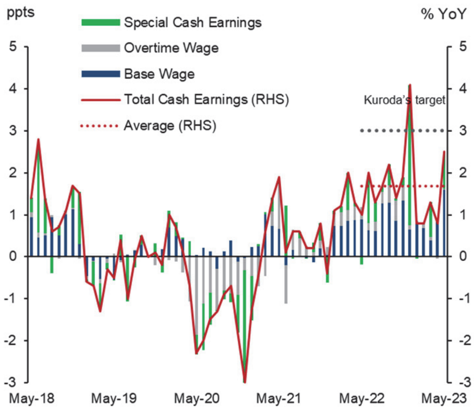
ที่มา: Reuters, Rengo, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 56: ผู้ว่าฯ BoJ ยังเน้นย้ำว่ายังคงมีระยะทางก่อนที่จะบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ยั่งยืน (“There’s still some distance to go”, in sustainably achieving 2% inflation accompanied by wage growth.)

Governor Ueda’s comments at Sintra, 28 June

- “There’s still some distance to go” in sustainably achieving 2% inflation accompanied by sufficient wage growth.
- The BoJ expects inflation to slow “for a while” due to the fading effect of past rises in import prices, before picking up into 2024, “But we are less confident about the second part”.
- “If we become reasonably sure the second part will happen, this will be good reason to shift policy”
- “We’re seeing signs that inflation expectations are rising, but not to the extent that we are fully at 2% inflation expectation equilibrium.”

Wage growth is below Kuroda’s target



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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในเดือน พ.ค. ยังได้รับแรงหนุนตามการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของภาคการท่องเที่ยวและการขยายตัวของการบริโภคครัวเรือน ขณะที่ภาคการส่งออกสินค้านับเป็นปัจจัยถ่วงตามการหดตัวต่อเนื่อง 8 เดือนติดต่อกัน สำหรับแนวโน้มในระยะต่อไปนับว่ามีความท้าทายมากขึ้น ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์การเมืองที่ยังมีความเสี่ยงอยู่มากหากการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลไม่ได้มีความราบรื่น โดยเฉพาะการลงคะแนนเสียงเลือกนายกรัฐมนตรีซึ่งไม่ได้มีการกำหนดกรอบระยะเวลาในการคัดเลือกไว้ อีกทั้งความยืดเยื้อดังกล่าวจะยิ่งเพิ่มความเสี่ยงที่จะทำให้การจัดทำงบประมาณประจำปี FY2024 (ปีงบประมาณใหม่เริ่มต้นวันที่ 1 ต.ค. 2023) มีการล่าช้าออกไปจากเดิมมาก เหมือนที่เคยเกิดขึ้นหลังการเลือกตั้งในเดือน มี.ค. 2019 ด้านความกังวลของ กนง. ต่อเสถียรภาพของระบบการเงินนั้น เราคาดว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกราว 25-50bps มีความเป็นไปได้ เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเป็นบวก หากอิงจากประมาณการเงินเฟ้อล่าสุดของ กนง.

การท่องเที่ยวและการบริโภคเป็นปัจจัยหนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน พ.ค.

ในเดือน พ.ค. จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่เหนือ 2 ล้านคน (2.01 ล้านคน vs. เดือนก่อนที่ 2.18 ล้านคน) โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจีนอยู่ที่ราว 2.86 แสนคน (vs. 3.28 แสนคน เดือนก่อน) และสำหรับช่วง 5 เดือนแรกของปี 2023 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติรวมอยู่ที่ 10.67 ล้านคน หรือคิดเป็นประมาณ 27% ของช่วงก่อนโควิด (ปี 2019)

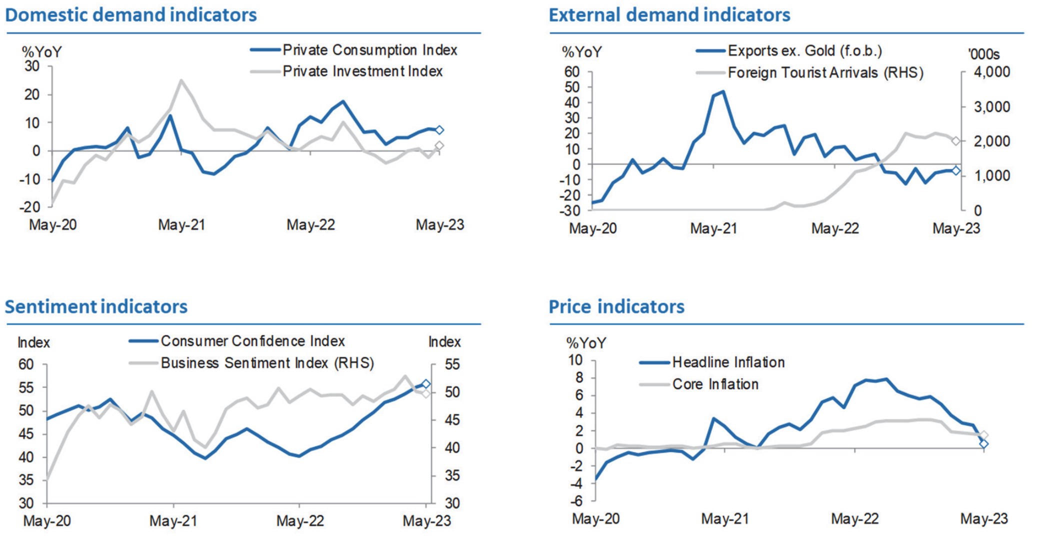
ภายใต้ระบบดุลการชำระเงิน (BoP) ดุลการค้าไทยเกินดุลเล็กน้อยที่ 0.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยการส่งออกสินค้ายังคงหดตัวต่อเนื่อง 8 เดือนติดต่อกัน (-5.9% YoY vs. -4.9% เดือนก่อน) ในขณะที่การนำเข้าสินค้าหดตัวเช่นกัน (-2.3% vs. -3.7% เดือนก่อน) ด้านดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) หดตัวต่อเนื่องเมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา (-3.1% YoY vs. -8.7% เดือนก่อน) แม้ว่าจะปรับตัวดีขึ้นจากเดือนก่อนหน้า (3.1% MoM, SA)

เครื่องชี้การบริโภคภาคเอกชน (PCI) ยังคงขยายตัวแข็งแกร่ง (+7.3% YoY vs. +8.0% เดือนก่อน) ทั้งจากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทนและไม่คงทน (+7.9% และ +4.5% ตามลำดับ) ขณะที่การใช้จ่ายหมวดบริการยังคงขยายตัวในระดับเลขสองหลัก (+19.0%) โดยการฟื้นตัวต่อเนื่องของภาคการท่องเที่ยวทำให้ดัชนีกิจกรรมในภาคบริการ (SPI) ยังขยายตัวสูงที่ +10.9% YoY (vs. +9.8% เดือนก่อน) ในขณะเดียวกัน การจ้างงานและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง นับเป็นปัจจัยหนุนการใช้จ่ายของผู้บริโภค

ในส่วนของการลงทุนภาคเอกชน (PII) กลับมาขยายตัว +2.2% YoY (vs. -2.5% เดือนก่อน) จากการเพิ่มขึ้นมากของการนำเข้าสินค้าทุน (+13.8%) ส่วนหนึ่งได้รับอานิสงส์จากการนำเข้าเครื่องบิน

ด้านการใช้จ่ายภาครัฐฯ (ไม่รวมเงินโอน) เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยรายจ่ายประจำ (+2.9% YoY) ได้รับแรงหนุนจากค่าตอบแทนของข้าราชการ ในขณะที่รายจ่ายลงทุน (+1.4%) ขยายตัวตามการเบิกจ่ายของหน่วยงานด้านคมนาคมและและด้านชลประทาน

แผนภาพที่ 57: การท่องเที่ยวและการบริโภคเป็นปัจจัยหนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน พ.ค.

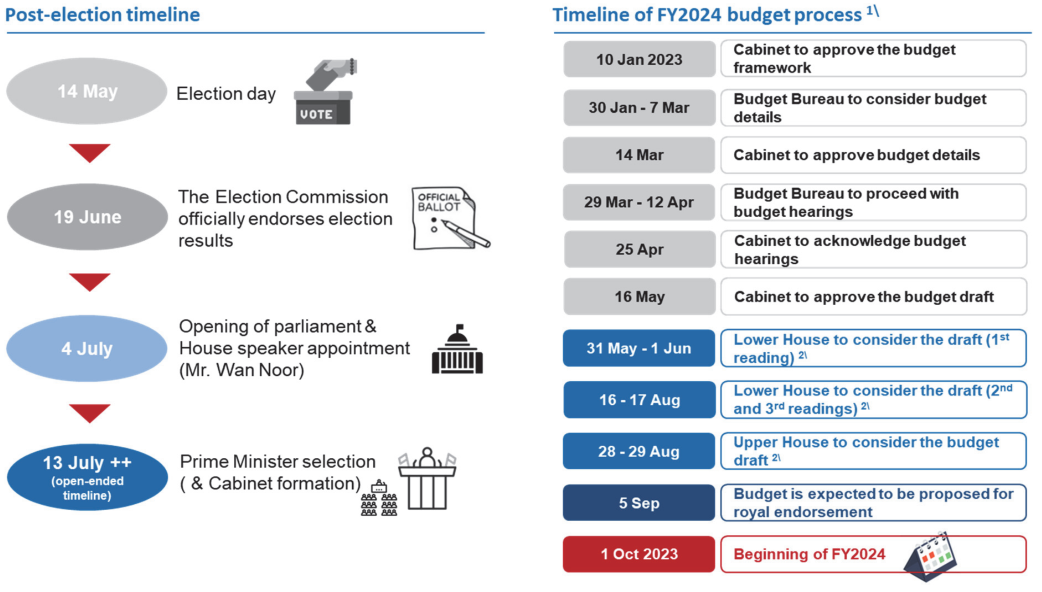


ที่มา: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความไม่ราบรื่นในการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลยังมีความเสี่ยงอยู่มาก

เรามองว่าความไม่ราบรื่นในการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลหลังการเลือกตั้งเมื่อวันที่ 14 พ.ค. ยังคงมีความเสี่ยงอยู่มาก โดยเฉพาะการที่กฎหมายไม่ได้มีการกำหนดกรอบระยะเวลาในการลงคะแนนเสียงคัดเลือกนายกรัฐมนตรี อีกทั้งความยืดเยื้อดังกล่าวจะยิ่งเพิ่มความเสี่ยงที่จะทำให้การจัดทำงบประมาณประจำปี FY2024 (ปีงบประมาณใหม่เริ่มต้นวันที่ 1 ต.ค. 2023) มีการล่าช้าออกไปจากเดิมมาก เหมือนที่เคยเกิดขึ้นหลังการเลือกตั้งในเดือน มี.ค. 2019 ที่งบประมาณประจำปี FY2020 ล่าช้าออกไปเกือบ 5 เดือน ทั้งนี้เราประเมินว่าความล่าช้าของงบประมาณที่อาจเกิดขึ้นในไตรมาสสี่ปีนี้ (ต.ค.-ธ.ค. 2023 หรือนั่นคือไตรมาสแรกของปีงบประมาณ 2024) จะกระทบต่อ GDP ราว 0.2-0.8% ในปี 2023F

แผนภาพที่ 58: ความล่าช้าในการจัดตั้งรัฐบาล จะยิ่งเพิ่มความเสี่ยงให้การจัดทำงบประมาณประจำปี FY2024 (ปีงบประมาณใหม่เริ่มต้นวันที่ 1 ต.ค. 2023) มีการล่าช้าออกไปจากเดิมมาก



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

ความกังวลด้านเสถียรภาพระบบการเงิน อาจเป็นปัจจัยหนุนให้ กนง. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25-50bps

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ได้มีการเปิดเผยรายงานการประชุม กนง. ฉบับย่อ หรือ Minutes (เผยแพร่ 2 สัปดาห์หลังการประชุม) เพื่อสื่อสารประเด็นสำคัญที่มีการอภิปรายในที่ประชุมในการประชุมครั้งล่าสุด (31 พ.ค.) โดยหนึ่งในประเด็นสำคัญที่คณะกรรมการฯ มีการอภิปรายเป็นครั้งที่สอง (ครั้งแรกที่มีการอภิปรายปรากฏใน Minutes ของการประชุมวันที่ 29 มี.ค.) คือเรื่องของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ซึ่งมีการแสดงความเห็นว่า *"ในระยะยาวที่เศรษฐกิจไทยกลับเข้าสู่ระดับศักยภาพ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยอย่างน้อยควรอยู่ในระดับที่เป็นบวก เพื่อรักษาสมดุลระหว่างการออมและการลงทุน และเอื้อให้เศรษฐกิจขยายตัวได้เต็มศักยภาพโดยไม่ก่อให้เกิดแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ"*

โดยหากอิงจากประมาณการเศรษฐกิจของธนาคารโลก (เดือน มิ.ย.) ได้มีการประเมินว่ากว่าเศรษฐกิจไทยจะกลับสู่ระดับศักยภาพ (Potential) หลังวิกฤต COVID จะเกิดขึ้นในปี 2025F ซึ่งเท่ากับว่ากิจกรรมเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับศักยภาพในปี 2023-2024F หรือในเบื้องต้นเราสามารถประเมินได้จากการฟื้นตัวของเครื่องชี้เศรษฐกิจรายเดือนที่พบว่า แม้ภาคการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวในอัตราเร่งในปีนี้ แต่นับว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติยังคงต่ำกว่าก่อนเกิดวิกฤต COVID อยู่มาก ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงกิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังห่างไกลกับคำว่ากลับเข้าสู่ระดับศักยภาพ และฟื้นตัวในระดับที่ยังช้ากว่าเครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจอื่นอยู่มาก

ด้านพัฒนาการของเงินเฟ้อ ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อ 2 เดือนล่าสุด (พ.ค. และ มิ.ย.) ซึ่งกระทรวงพาณิชย์ได้เปิดเผยหลังการประชุม กนง. ครั้งล่าสุด (31 พ.ค.) ได้ผ่านพ้นไปแล้ว พบว่า เงินเฟ้อชะลอลงต่อเนื่องทั้งในส่วนของเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐาน โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ที่ 0.2% และ 1.3% ตามลำดับในเดือน มิ.ย. ดังนั้น ส่งผลให้ในภาพรวมไตรมาสสองอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ที่ 1.1% และ 1.5% ตามลำดับ ซึ่งตัวเลขน่าจะออกมาต่ำกว่าประมาณการเงินเฟ้อของ กนง. และน่าจะสะท้อนให้เห็นว่าแรงกดดันของเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงต่ำกว่าสิ่งที่ กนง. ได้แสดงกังวลไว้

นอกจากนี้ หากพิจารณาถึงอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการ (Core services inflation) เราพบว่าน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และยังเป็นการขยายตัวในระดับต่ำ (ขยายตัวน้อยกว่า 1%) นอกจากนี้ เราได้ศึกษาพบความสัมพันธ์ไม่คงที่และอยู่ในระดับต่ำระหว่างอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการและอัตราการขยายตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ ดังนั้น เรามองว่ายังไม่ได้เห็นสัญญาณความน่ากังวลอย่างมีนัยยะภายใต้แนวโน้มการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวในเวลานี้ นอกจากนี้ ความเสี่ยงของต้นทุนที่รอผลักภาระของผู้ผลิตไปยังผู้บริโภค (สะท้อนผ่านสัดส่วนระหว่างดัชนีราคาผู้ผลิตและดัชนีราคาผู้บริโภค) ได้มีการปรับลดลงต่อเนื่องในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา และล่าสุดอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดวิกฤตพลังงานจากปัญหาสงครามยูเครน-รัสเซีย

อย่างไรก็ดี จากความกังวลของคณะกรรมการฯ ในเรื่องเสถียรภาพของระบบการเงินนั้น หากอิงจากประมาณการเงินเฟ้อล่าสุดของ กนง เราคาดว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกราว 25-50bps มีความเป็นไปได้ เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเป็นบวก ซึ่ง กนง. อาจต้องพิจารณาสภาพแวดล้อมอื่นๆ ประกอบด้วย เช่น สถานการณ์ทางการเมืองที่อาจมีความไม่สงบในประเทศเกิดขึ้นได้จากเหตุการณ์ลงคะแนนเสียงเลือกนายกรัฐมนตรี ทั้งนี้ ล่าสุด กนง. คาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2023F จะอยู่ที่ 2.5% และ 2.0% ตามลำดับ สำหรับในปี 2024F คาดการณ์ว่าจะอยู่ที่ 2.4% และ 2.0% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 59: กนง. ได้มีการแสดงความเห็นว่า "ในระยะยาวที่เศรษฐกิจไทยกลับเข้าสู่ระดับศักยภาพ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยอย่างน้อยควรอยู่ในระดับที่เป็นบวก เพื่อรักษาสมดุลระหว่างการออมและการลงทุน และเอื้อให้เศรษฐกิจขยายตัวได้เต็มศักยภาพโดยไม่ก่อให้เกิดแรงกดดันต่อเงินเฟ้อ" ใน Minutes ของการประชุมวันที่ 31 พ.ค.

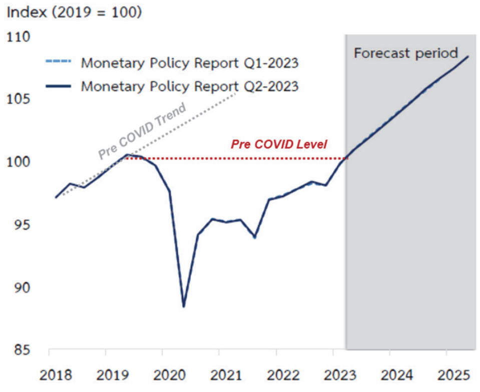
Key MPC Discussion (based on "Minutes" published two weeks after the meeting)

	25 Jan	29 Mar	31 May
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	• The Thai economy should continue to expand, driven by tourism and private consumption. • Looking ahead, the global economic outlook remains uncertain.
Price	• Inflationary risks have increased and warrant close monitoring	• Upside risks to inflation remain (post meeting cited "persistently high inflation remains a risk")	• Upside risks to inflation remain, and inflation persistence may be higher than in the past
Policy discussion	• 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	• Financial conditions to be less accommodative since the previous meeting, line with a higher policy rate • The real policy interest rate that prevails in the long run once the economy returns to its potential should at least be in positive territory

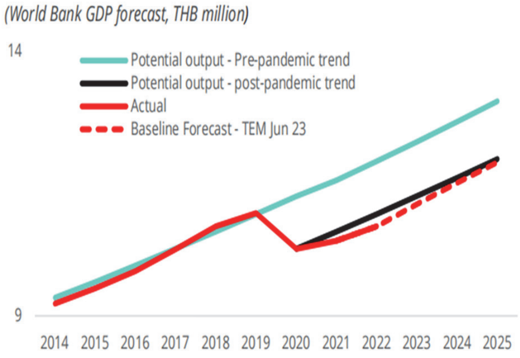
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 60: ธนาคารโลก (เดือน มิ.ย.) ได้มีการประเมินว่ากว่าเศรษฐกิจไทยจะกลับสู่ระดับศักยภาพ (Potential) หลังวิกฤต COVID จะเกิดขึ้นในปี 2025F ซึ่งเท่ากับว่ากิจกรรมเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับศักยภาพในปี 2023-2024F

Real GDP forecast by BoT



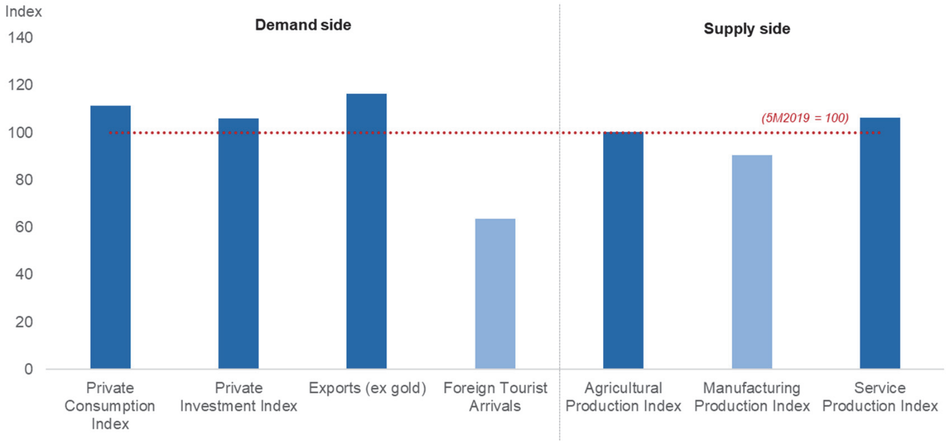
Output gap estimated by World Bank



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

แผนภาพที่ 61: แม้ภาคการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวในอัตราเร่งในปีนี้ แต่นับว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติยังคงต่ำกว่าก่อนเกิดวิกฤต COVID อยู่มาก ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงกิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังห่างไกลกับคำว่ากลับเข้าสู่ระดับศักยภาพ และฟื้นตัวในระดับที่ยังช้ากว่าเครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจอื่นอยู่มาก

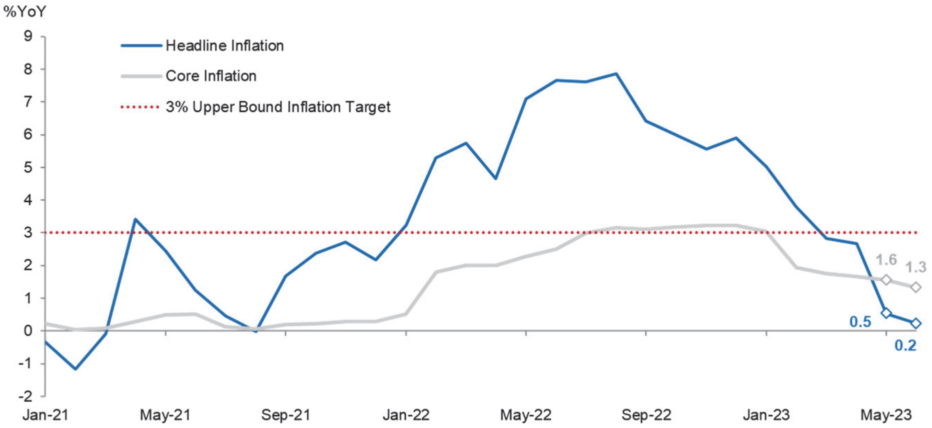
Demand and supply side indicators: 5M23 vs. 5M19 (pre-COVID)



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

แผนภาพที่ 62: ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อ 2 เดือนล่าสุด (พ.ค. และ มิ.ย.) ซึ่งกระทรวงพาณิชย์ได้เปิดเผยหลังการประชุม กนง. ครั้งล่าสุด (31 พ.ค.) ได้ผ่านพ้นไปแล้ว พบว่า เงินเฟ้อชะลอลงต่อเนื่องทั้งในส่วนของเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐาน

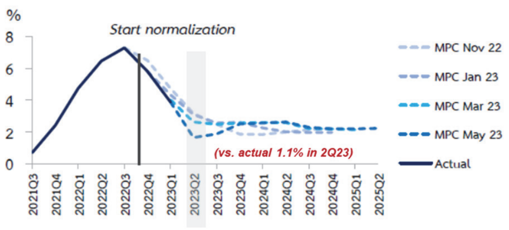
Inflation vs. Inflation targets



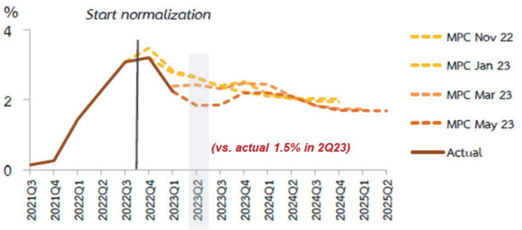
ที่มา: MoC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 63: ภาพรวมไตรมาสสองอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ที่ 1.1% และ 1.5% ตามลำดับ ซึ่งตัวเลขน่าจะออกมาต่ำกว่าประมาณการเงินเฟ้อของ กนง. และน่าจะสะท้อนให้เห็นว่าแรงกดดันของเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นจริงต่ำกว่าสิ่งที่ กนง. ได้แสดงกังวลไว้

Inflation forecast by BoT: Headline



Inflation forecast by BoT: Core

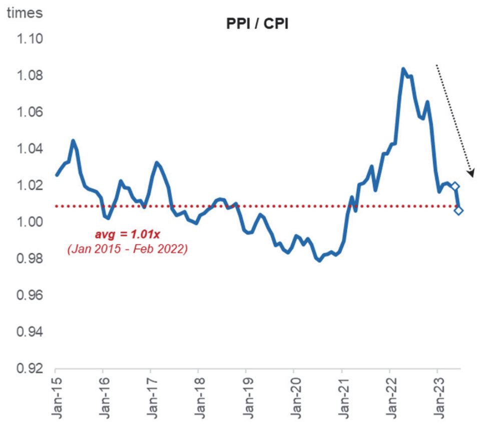


ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 64: ความเสี่ยงของต้นทุนที่รอผลักภาระของผู้ผลิตไปยังผู้บริโภค (สะท้อนผ่านสัดส่วนระหว่างดัชนีราคาผู้ผลิตและดัชนีราคาผู้บริโภค) ได้มีการปรับลดลงต่อเนื่องในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการขยายตัวในระดับต่ำและน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

Core inflation: Services 1

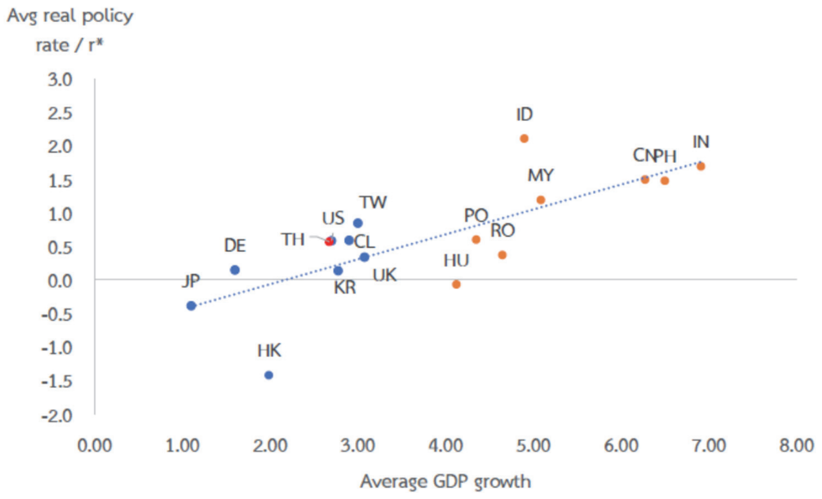
Ratio of producer prices to consumer prices



Note: Core inflation (services) includes housing & furnishing (ex utilities), transport & communication (ex vehicle & operation), medical & personal care and recreation & reading & education & religion.
ที่มา: MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 65: กนง. ประเมินว่าในภาพระยะยาวอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของไทยควรเป็นบวก

Real policy rate and GDP growth



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

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit

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

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

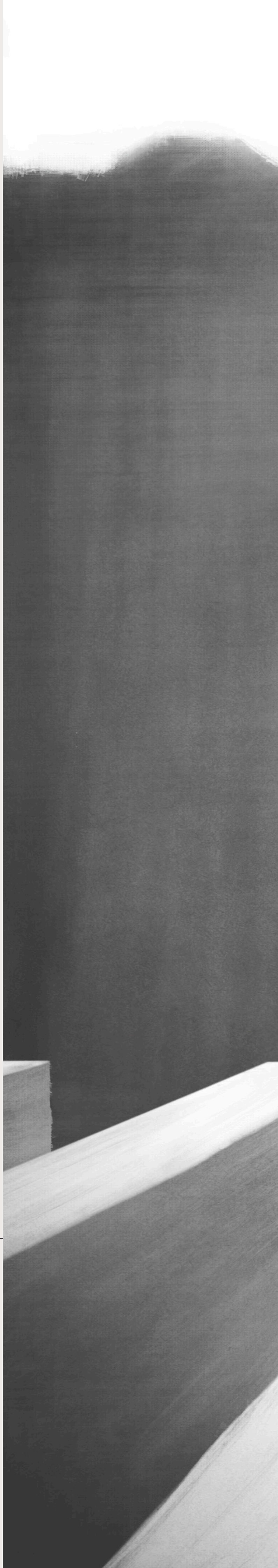
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
Strategist
(66) 2633 6249
tipparatn@tisco.co.th

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

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

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

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		