

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

เราเชื่อว่าตลาดกำลังเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ตามแรงกดดันเงินเฟ้อ จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และปรากฏการณ์ El Nino

ตลาดหุ้นโดยรวมอาจปรับตัวลดลง แต่กลุ่ม Defensive อาจให้ผลตอบแทนเป็นบวก

แนะนำให้ถือครองเพิ่มน้ำหนักหุ้นเป็นราย Sector ในกลุ่ม Defensive เช่น Health Care ซึ่งน่าจะ Outperform กลุ่มอื่นในระยะข้างหน้า

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	17
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	23
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	32
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	33
• เศรษฐกิจยุโรป	40
• เศรษฐกิจจีน	46
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	50
• เศรษฐกิจไทย	55

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

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสารธรเหนือ 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

เรามองว่าตลาดในปัจจุบันกำลังเปลี่ยนผ่านจากภาวะ Goldilocks ซึ่งเป็นภาวะที่กำลังดี ไม่ร้อนแรงเกินไป หรือชะลอตัวเกินไป ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อลดลงอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เศรษฐกิจยังไม่ได้ชะลอตัวลงแรง ซึ่งทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าตลาดกำลังเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ตามแรงกดดันเงินเฟ้อ จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ปรากฏการณ์ El Nino ที่จะทำให้ผลผลิตการเกษตรลดลง อัตราเงินเฟ้อซึ่งอาจปรับขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด ในขณะที่เศรษฐกิจน่าจะชะลอตัวต่อเนื่อง ตามผลบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลังที่หมดลง และผลลบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งอาจทำให้ประเด็นเงินเฟ้อสูงกลับมาเป็นปัจจัยที่ตลาดกังวลในระยะข้างหน้า

หากพัฒนาการทางเศรษฐกิจเป็นไปตามที่เราคาด ตลาดหุ้นในภาวะ Stagflation มักจะให้ผลตอบแทนเป็นลบ โดยเฉพาะหุ้นกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ (Cyclical) ได้แก่ Consumer Discretionary และ Industrials แต่ยังมีบางกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวก ได้แก่ กลุ่ม Energy และกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานสม่ำเสมอ ไม่เปลี่ยนตามภาวะเศรษฐกิจ (Defensive) ได้แก่ กลุ่ม Utilities, Consumer Staples และ Healthcare

เมื่อเปรียบเทียบเป็นรายสินทรัพย์ พบว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ได้แก่ ราคาน้ำมัน และ ราคาทองคำมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง สวนทางกับตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (Emerging Markets: EM)

ด้าน Valuation ของตลาดหุ้นโดยรวม ยังอยู่ในระดับที่แพง ค่า Forward P/E ของ S&P500 อยู่ที่ 19 เท่า สูงกว่าเฉลี่ยที่ 16-17 เท่า ในช่วงปี 2018-2019 ซึ่งเป็นช่วงท้ายของการขึ้นดอกเบี้ยรอบก่อนคล้ายกับปัจจุบัน ในขณะที่ Bond yield น่าจะยังทรงตัวในระดับสูง โดยอาจลดลงเล็กน้อยจากระดับปัจจุบันที่ 4.3% เป็น 3.9% ในช่วงสิ้นปีนี้

เมื่อแบ่งเป็นราย Sector หุ้นในกลุ่ม Defensive มีความน่าสนใจมากกว่ากลุ่ม Cyclical โดยมีค่า Forward P/E ที่ค่อนข้างต่ำ เช่น Utilities ที่ 16 เท่า และ Health Care 18 เท่า

ดังนั้น เราแนะนำให้เลือกเพิ่มน้ำหนักหุ้นเป็นราย Sector ในกลุ่ม Defensive เช่น Health Care ซึ่งน่าจะให้ผลตอบแทนเป็นบวก และ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในระยะข้างหน้า และปรับลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นจีนลงเป็น Neutral

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เราเชื่อว่าตลาดกำลังเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ตามแรงกดดันเงินเฟ้อ จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และปรากฏการณ์ El Nino
- ตลาดหุ้นโดยรวมอาจปรับตัวลดลง แต่กลุ่ม Defensive อาจให้ผลตอบแทนเป็นบวก
- แนะนำให้เลือกเพิ่มน้ำหนักหุ้นเป็นราย Sector ในกลุ่ม Defensive เช่น Health Care ซึ่งน่าจะ Outperform กลุ่มอื่นในระยะข้างหน้า



Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight	Neutral	Overweight			
ตราสารหนี้					●	- เรามอง Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี อาจเพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 4.3% ได้จำกัด ก่อนจะลดลงสู่ระดับ 3.9% ในสิ้นปี 2023 - อัตราดอกเบี้ยในตลาดอาจทรงตัวในระดับสูงจากท่าทีที่ Hawkish ของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นรายประเทศ						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●				- เศรษฐกิจแข็งแกร่งกว่าคาด ประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ Fed อาจยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●				- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ดี การส่งออกยังเป็นปัจจัยฉุดหลัก ตามอุปสงค์ที่ชะลอลง - ความเสี่ยงทางการเมืองลดลง หลังแต่งตั้งนายกรัฐมนตรีอย่างเป็นทางการ - BoT น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% (ระดับปัจจุบัน) - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน		●	●			- เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง แยกว่าคาด ตามผลบวกหลังการเปิดเศรษฐกิจที่แผ่วลง - ตลาดหุ้นขาดปัจจัยกระตุ้นที่มากพอ ท่ามกลางทางการซึ่งออกมาตบการกระตุ้นอย่างระมัดระวัง - มีความเสี่ยงจากความสัมพันธ์ระหว่างประเทศ ซึ่งทำให้สหรัฐฯ ออกกฎกีดกันทางการค้า และการผลิตเกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงเป็นระยะ - ตลาดปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจปีนี้ลงจากช่วงไตรมาส 2 ที่ 5.7% เป็น 5.2% ไกลเป้าทางการที่ประมาณ 5% - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวขึ้น จากการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามอุปสงค์โลก - BoJ ปรับกรอบมาตรการ YCC ให้ยืดหยุ่นขึ้น ในการประชุมปลายเดือน ก.ค. ลดแรงกดดันการปรับขึ้นดอกเบี้ย YCC ในตลาด - แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากค่าจ้างที่ถูกปรับขึ้นอย่างมีนัยยะ - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป		●				- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะภาคบริการ - ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับ 3.75% ในการประชุมเดือน ก.ค. แต่การประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ย. มีความไม่แน่นอนสูงกว่า ECB จะหยุดหรือปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อ - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นรายอุตสาหกรรม						
หุ้นกลุ่ม Tech				●		- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้อยู่สามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในคลาสิกที่ลดลง - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นกลุ่ม Healthcare				●	●	- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้อยู่สามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession - ปรับขึ้นช้ากว่าตลาดรวม (Laggard) ตั้งแต่ต้นปี - เพิ่มคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - Downside ของราคามีค่อนข้างจำกัด จากต้นทุนธุรกิจเหมือง (All-in-sustaining costs) ที่ระดับ \$1,650/oz เป็นฐานราคาต่ำสุด - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				●	●	- อุปสงค์มีแนวโน้มชะลอตัวลงตามเศรษฐกิจโลก - แต่อุปทานตึงตัวขึ้นมาก จากการลดโควตา ของ OPEC+ โดยเฉพาะซาอุดี และรัสเซีย และการเดิมมั่นเข้าคลังสหรัฐฯ (SPR) - EIA ประเมินว่าสมดุลตลาดน้ำมันโลกเริ่มเข้าสู่ภาวะอุปทานขาดแคลน (Supply deficit) แล้วในเดือน มิ.ย. 2023 และมีแนวโน้มขาดดุลรุนแรงในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 - เพิ่มน้ำหนัก Overweight
REITs		●				- Mortgage rate เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 แต่ราคากลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และการลดการเข้าซื้อ MBS ผ่านมาตรการ QT ของ Fed - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO กลับมาอยู่ในระดับที่แพงขึ้น จากราคากองทุน REITs ที่เพิ่มขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,551	1.3%	2.1%	1.4%	1.0%	-6.1%	-7.1%	-5.1%
Philippines PCOMP	6,180	-1.2%	-2.5%	-7.0%	-6.4%	-7.6%	-5.9%	-6.6%
Indonesia JCI	6,935	0.7%	0.3%	0.8%	2.9%	1.4%	1.2%	-3.2%
Singapore STI	3,180	0.2%	-1.0%	-3.0%	-1.2%	-2.6%	-2.2%	-2.0%
Malaysia KLCI	1,443	0.1%	-1.4%	2.1%	2.2%	-1.0%	-3.5%	-2.7%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	17,846	1.0%	-2.6%	-6.4%	-8.2%	-12.3%	-9.8%	-8.5%
China H HSCEI	6,117	1.1%	-2.5%	-4.6%	-7.4%	-10.8%	-8.8%	-8.0%
MSCI China	59	0.9%	-2.7%	-4.6%	-6.2%	-13.1%	-9.0%	-10.2%
China CSI300	3,697	0.8%	-3.2%	-3.3%	-5.5%	-9.9%	-4.5%	-11.2%
Taiwan TWSE	16,577	0.3%	0.8%	-2.7%	2.4%	6.2%	17.3%	9.8%
Korea KOSPI	2,506	0.3%	-0.8%	-4.0%	-2.4%	2.7%	12.0%	2.9%
MSCI Korea	776	0.3%	-0.2%	-4.5%	-2.0%	4.4%	15.7%	5.6%
India SENSEX	65,461	0.0%	-0.1%	-1.8%	5.6%	9.8%	7.6%	10.9%
MSCI India	2,185	0.2%	0.2%	-0.5%	7.1%	12.9%	5.6%	6.2%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,148	0.1%	-0.6%	-2.3%	-1.5%	-1.9%	1.6%	2.7%
Japan TOPIX	2,277	1.1%	0.7%	0.7%	5.3%	15.3%	20.4%	15.5%
Japan Nikkei 225	32,010	0.9%	0.8%	-0.9%	3.4%	18.1%	22.7%	12.5%
Europe STOXX600	455	0.7%	-0.1%	-2.3%	-2.4%	-1.7%	7.0%	5.4%
Euro STOXX50	4,283	0.8%	-0.0%	-2.5%	-1.4%	0.6%	12.9%	17.3%
US Dow Jones	34,289	-0.5%	-1.9%	-2.7%	3.7%	3.4%	3.4%	4.2%
US S&P500	4,388	-0.3%	-1.1%	-3.3%	5.8%	9.4%	14.3%	6.3%
MSCI US REITs	1,142	0.3%	-1.8%	-7.3%	0.8%	-6.8%	-0.4%	-12.4%
J-REITs	1,871	0.6%	0.2%	-0.2%	0.3%	2.1%	-1.2%	-7.0%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,324	0.2%	-0.4%	-4.4%	-5.7%	-7.4%	-1.7%	-2.2%
Germany DAX	15,783	0.7%	-0.0%	-2.4%	-2.3%	2.0%	13.4%	19.6%
France CAC 40	7,280	0.6%	0.3%	-2.1%	-1.3%	-0.5%	12.5%	14.4%
Switzerland SMI	11,001	0.3%	0.1%	-1.8%	-4.2%	-2.2%	2.5%	0.6%
Portugal PSI 20	6,066	0.2%	0.9%	-1.8%	0.8%	1.4%	5.9%	-3.2%
Spain IBEX 35	9,380	0.6%	0.3%	-2.0%	1.2%	1.6%	14.0%	14.0%
Italy FTSE MIB	28,355	0.6%	0.7%	-1.7%	4.3%	3.9%	19.6%	26.7%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	116,156	1.5%	-0.0%	-3.4%	5.7%	8.0%	5.9%	2.9%
Chile IPSA	6,159	0.6%	-0.9%	-2.3%	8.3%	15.9%	17.0%	14.5%
Mexico MEXBO	53,128	0.0%	-0.8%	-1.1%	0.0%	0.1%	9.6%	10.7%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	496	0.6%	-1.4%	-5.6%	-3.4%	-5.2%	-1.9%	-3.8%
MSCI Latin America	2,369	1.5%	0.3%	-5.5%	4.3%	5.5%	11.3%	6.0%
MSCI All Country World	669	0.0%	-0.6%	-4.0%	2.8%	5.3%	10.6%	5.6%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	79.29	-0.5%	-0.1%	2.9%	8.8%	5.2%	-1.2%	-15.4%
Brent Spot	83.71	-0.5%	0.3%	3.3%	8.9%	1.8%	-2.6%	-16.5%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.42	-0.06	0.35	0.42	0.49	-2.40	-1.23	-2.06
Gold Spot	1904.86	0.3%	0.3%	-2.8%	-3.5%	4.6%	4.4%	8.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2802.11	0.0%	-0.4%	-2.0%	-4.2%	-2.6%	-3.9%	-10.0%
Bloomberg Agri Subindex	65.52	-0.7%	-0.1%	-6.9%	0.8%	-6.1%	-4.8%	-4.7%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	311.78	-0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	0.8%	2.5%	4.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.69	-0.0%	-0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	-0.0%	0.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	305.54	-0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	-0.6%	0.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	404.21	-0.3%	-1.0%	-1.2%	-1.2%	-0.5%	0.2%	1.1%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	260.27	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.0%	-0.2%	0.8%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.19	0	0	15	24	46	82	108
2Y	2.29	0	3	10	26	40	66	73
5Y	2.49	1	7	12	30	32	53	43
10Y	2.77	2	13	17	26	18	13	15
Spread 10Y-2Y	48	2	10	7	1	-21	-53	-57
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.26	-1	1	43	57	39	39	122
Japan 10Y	0.67	2	4	22	27	17	25	45
UK 10Y	4.53	-8	-12	25	37	94	85	195
German 10Y	2.54	-6	-11	7	7	6	-3	122
Spain 10Y	3.57	-7	-13	9	5	13	-9	106
Italy 10Y	4.21	-9	-15	13	-12	-18	-51	55
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.56	-0.4	-0.2	3.0	-2.0	-4.6	-5.1	-7.6
Dollar index	103.72	0.3%	0.3%	2.6%	0.2%	-0.8%	0.2%	-4.5%
USD/THB	35.02	-0.6%	-1.1%	1.6%	1.3%	0.8%	1.2%	-2.8%
EUR/USD	1.08	-0.5%	-0.6%	-2.3%	0.5%	2.2%	1.1%	8.5%
GBP/USD	1.27	-0.2%	-0.4%	-1.2%	2.1%	5.7%	4.9%	7.0%
USD/JPY	145.36	-0.2%	-0.4%	2.9%	4.8%	7.8%	10.9%	6.5%
USD/CNY	7.29	0.1%	-0.1%	1.4%	3.3%	5.5%	5.7%	6.7%
USD/CNH	7.30	0.3%	-0.5%	1.6%	3.3%	5.5%	5.4%	6.6%

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

As of

8/23/2023

ตลาดหุ้น

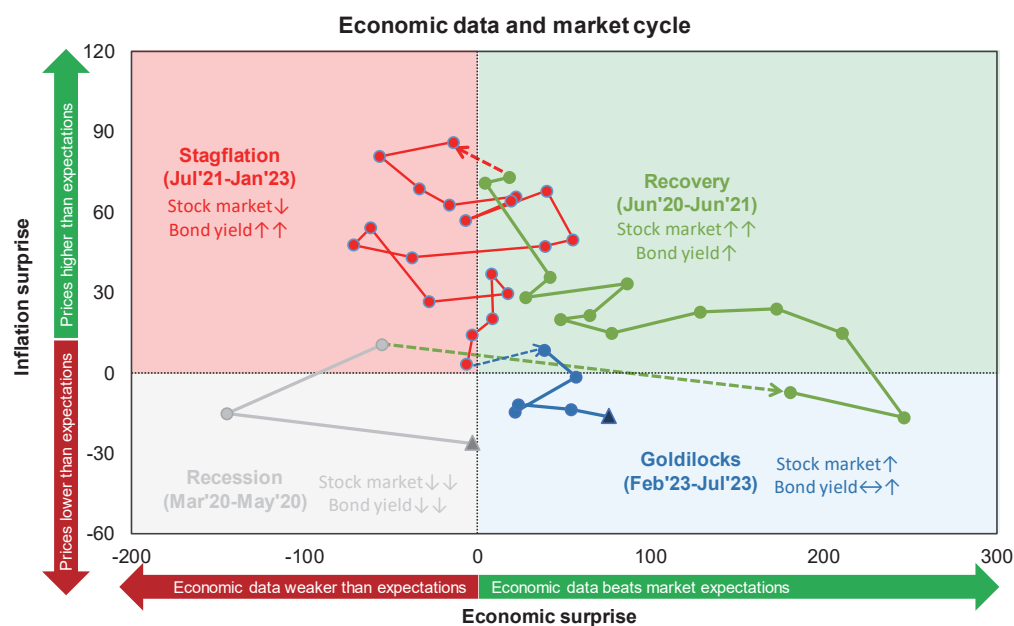
เราเชื่อว่าตลาดกำลังเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ตามแรงกดดันเงินเฟ้อ จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และปรากฏการณ์ El Nino อัตราเงินเฟ้อซึ่งอาจปรับขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด จะเป็นแรงกดดันต่อตลาดหุ้น โดยเฉพาะหุ้นกลุ่ม Cyclical ในขณะที่ Valuation ของตลาดหุ้นโดยรวม ยังอยู่ในระดับที่แพง เราแนะนำให้เน้นลงทุนเป็นราย Sector ในกลุ่ม Defensive เช่น Health Care ซึ่งน่าจะให้ผลตอบแทน Outperform กลุ่มอื่นในระยะข้างหน้า และปรับลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นจีนลงเป็น Neutral

เรามองตลาดกำลังเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation

ความคาดหวังต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ เป็นปัจจัยสำคัญต่อการลงทุน ในภาวะปัจจุบันที่อัตราเงินเฟ้อลดลงอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เศรษฐกิจยังไม่ได้ชะลอตัวลงแรงถึงแม้นโยบายการเงินจะเข้มงวดขึ้นเป็นอย่างมาก ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา อยู่ในภาวะที่เรียกว่า Goldilocks

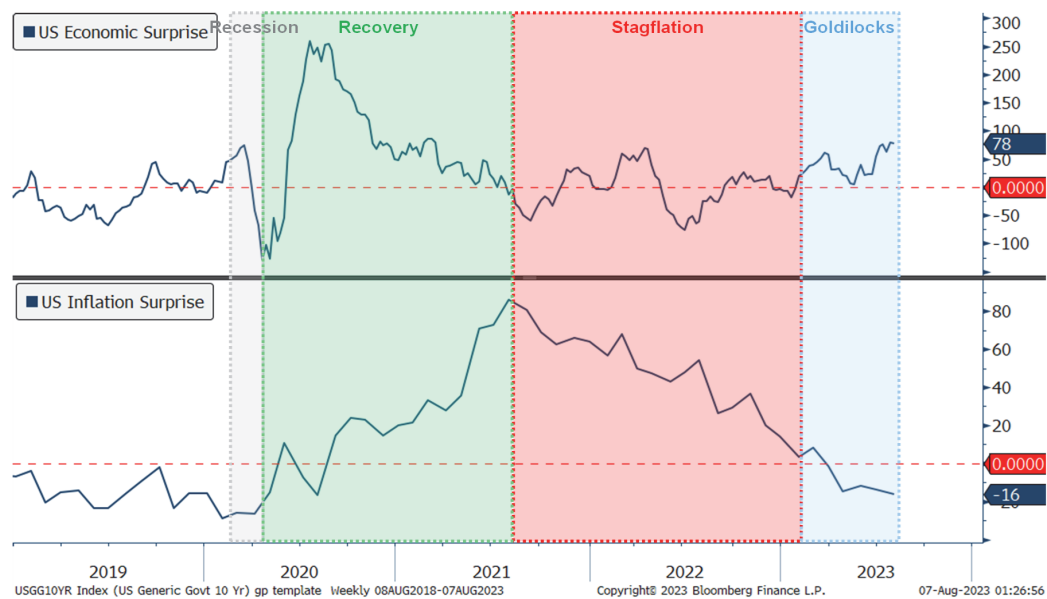
อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าตลาดกำลังเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ท่ามกลางแรงกดดันจากเงินเฟ้อ จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อัตราเงินเฟ้อซึ่งอาจปรับขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด ในขณะที่เศรษฐกิจน่าจะชะลอตัวลงต่อเนื่อง ตามผลบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลังที่หมดลง และผลลบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหุ้นอาจเริ่มกลับตัวลงในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพที่ 1: ตลาดกำลังอยู่ในภาวะ Goldilocks โดยคาดว่า Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย ในขณะที่เศรษฐกิจยังไม่ชะลอตัวลงมาก



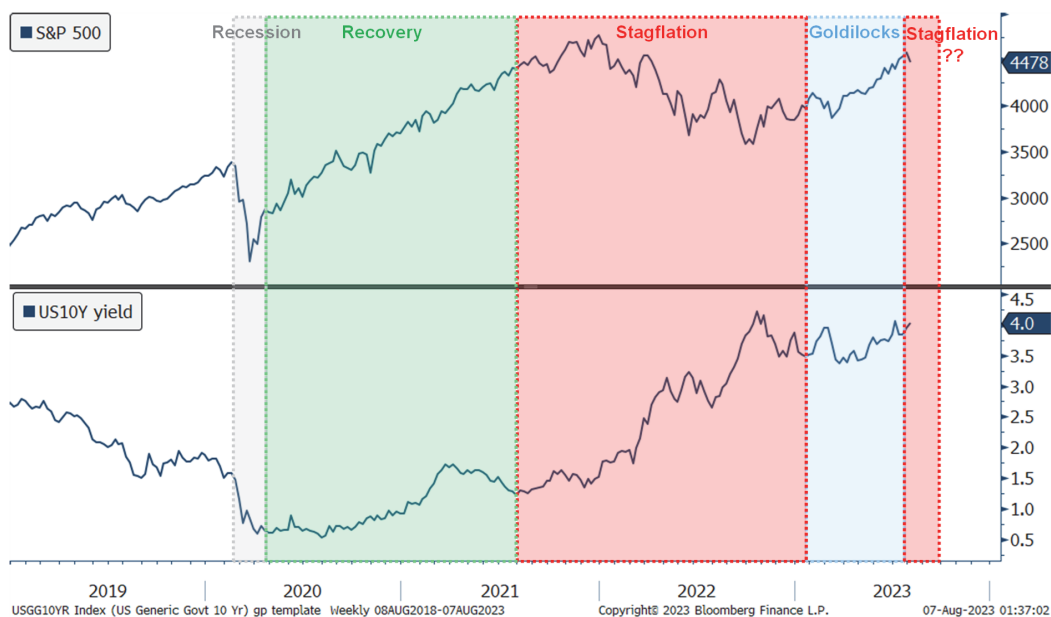
ที่มา : Citi, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: ตลาดกำลังอยู่ในภาวะ Goldilocks ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาดีกว่าคาด และอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำกว่าคาด



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

แผนภาพที่ 3: เราเชื่อว่าตลาดกำลังเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ซึ่งอาจทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลง ในขณะที่ Bond yield ทรงตัวในระดับสูง



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

โอกาสเกิด Recession ยังมีอยู่ แต่อาจยังไม่เกิดขึ้นเร็วเท่านี้

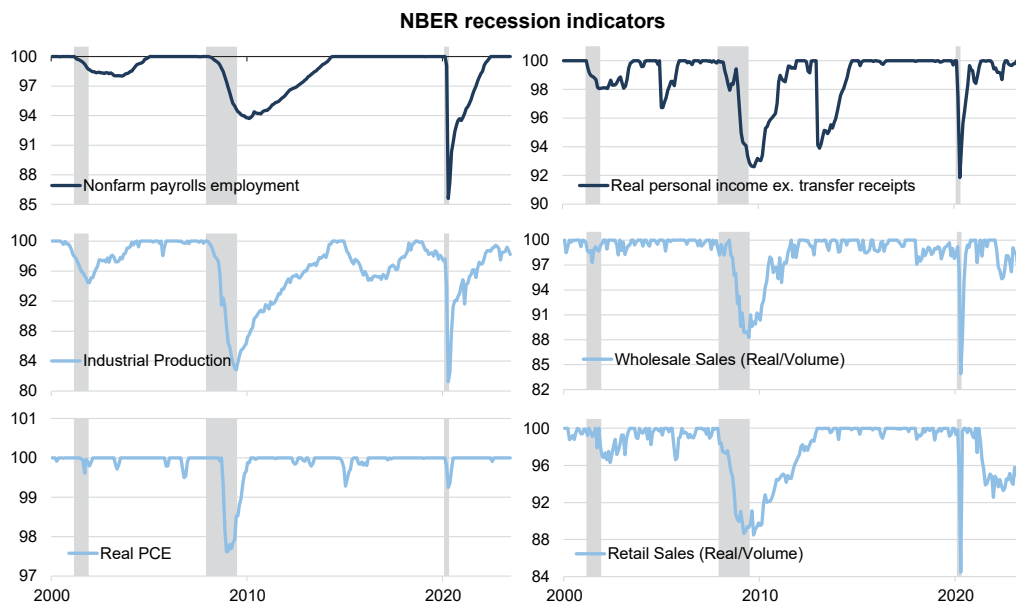
ตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอลงต่ำกว่าคาด ทำให้ตลาดเริ่มมองเห็นโอกาสที่เศรษฐกิจจะหลีกเลียงภาวะถดถอย (Recession) ได้สำเร็จ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความเสี่ยง Recession ยังมีอยู่ แต่อาจเกิดขึ้นช้าลง

โดยสถาบัน National Bureau of Economic Research (NBER) ซึ่งมีหน้าที่ระบุช่วงเวลาที่เกิด Recession ประเมินวัฏจักรเศรษฐกิจจากตัวเลขเศรษฐกิจ 7 ตัว แบ่งเป็นภาคธุรกิจ (Industrial production, Wholesale / Retail Sales) การบริโภค (Real Personal Consumption Expenditures: Real PCE) และการจ้างงาน (Nonfarm Payrolls Employment and Household Survey Employment)

ในช่วงที่ผ่านมา ตัวเลขหลายตัวเริ่มอ่อนแอลงแล้ว แต่ 2 ตัวที่ NBER ให้น้ำหนักมากเป็นพิเศษ คือ รายได้ภาคครัวเรือนที่แท้จริง (Real personal income less transfers) และการจ้างงานนอกภาคการเกษตร (Nonfarm payroll employment) ยังคงแข็งแกร่ง และไม่เข้าเกณฑ์ภาวะ Recession

แต่หากเทียบกับในอดีต Nonfarm payrolls มีอัตราการจ้างงานที่ชะลอลง และค่อนข้างใกล้เคียงกับช่วงระยะเวลา 12 เดือนก่อนเกิด Recession ซึ่งหากการจ้างงานยังชะลอลงตามนี้ ก็ชี้ว่าความเป็นไปได้ที่จะเกิด Recession ยังมีอยู่ แต่อาจเกิดขึ้นในอีก 6 เดือนข้างหน้า หรือช่วงต้นปี 2024

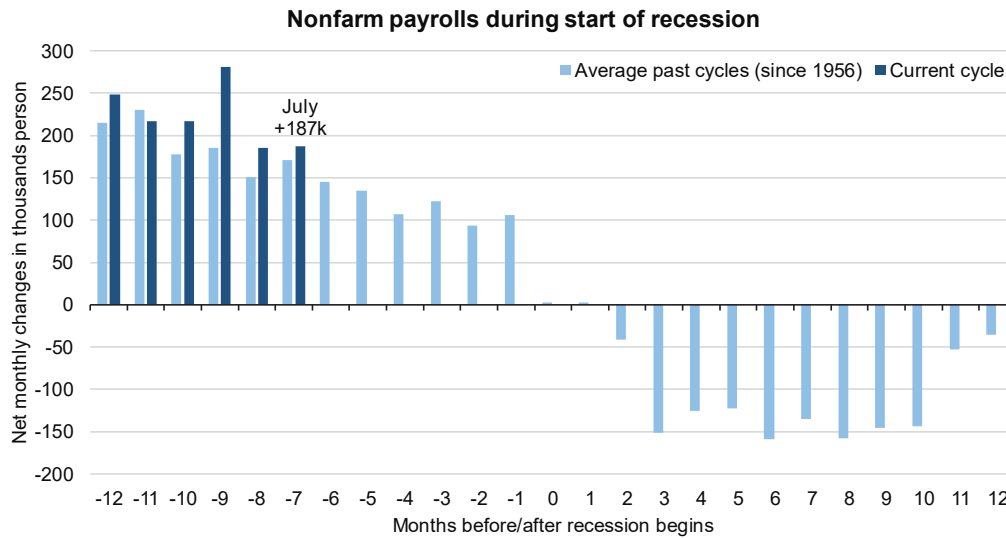
แผนภาพที่ 4: ดัชนีเศรษฐกิจ NBER ใช้พิจารณาภาวะ Recession เริ่มอ่อนแอลง แต่ 2 ดัชนีหลัก ซึ่งก็คือตัวเลขการจ้างงาน (Nonfarm payrolls) และรายได้ที่แท้จริง (Real personal income) ยังแข็งแกร่งอยู่



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

shaded areas are recession periods

แผนภาพที่ 5: การจ้างงานเริ่มชะลอตัวลง สอดคล้องกับช่วง 12 เดือน ก่อนเข้าสู่ Recession ในอดีต



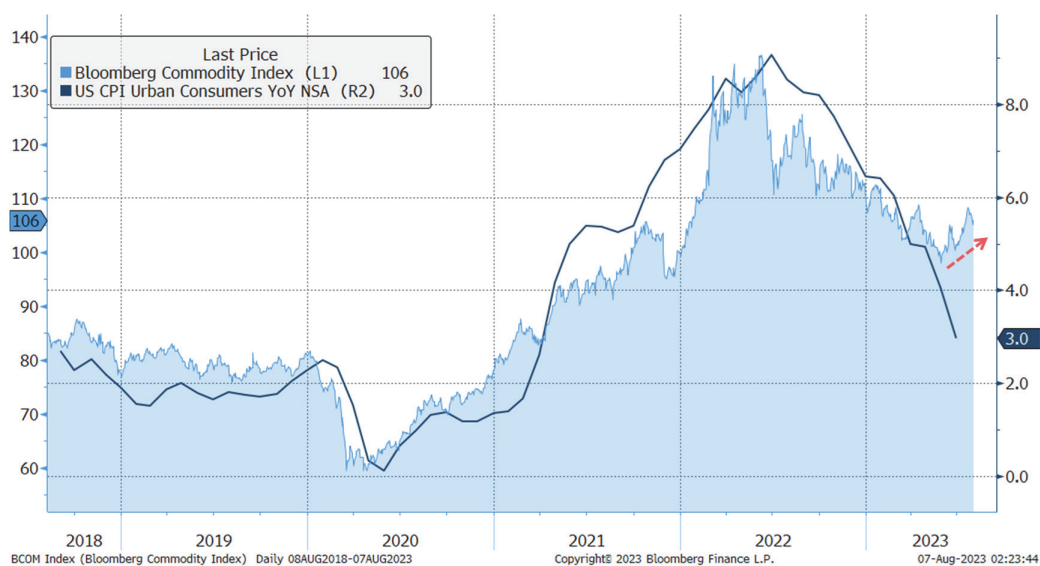
ที่มา : Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แรงหนุนเงินเพื่อเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี

เรามองอัตราเงินเฟ้ออาจปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาดในช่วงที่เหลือของปี ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้น จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ราคาน้ำมัน (WTI) ที่ปรับขึ้นสู่ระดับ 84 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล สูงสุดตั้งแต่เดือนพ.ย. 2022 ราคาข้าว ที่ปรับสูงขึ้น จากการประกาศห้ามส่งออกข้าวเกือบทุกประเภทในอินเดีย ประกอบกับคาดการณ์ภาวะแห้งแล้ง ตามปรากฏการณ์ El Nino ที่จะทำให้ผลผลิตลดลง เป็นปัจจัยบวกต่อราคาสินค้าเกษตร

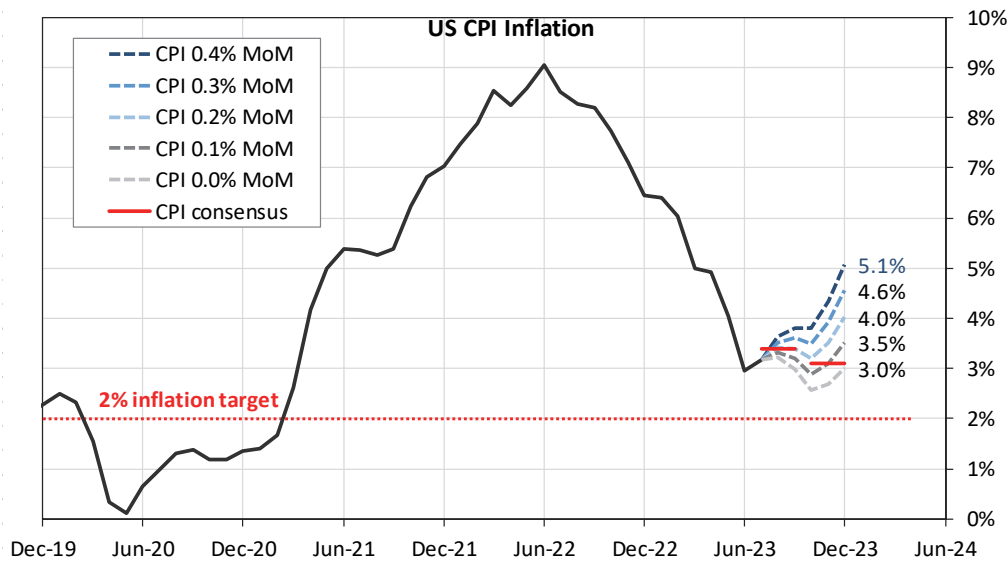
นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อยังมีผลจากฐานของปีที่แล้ว ซึ่งจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้น โดยหากอัตราเงินเฟ้อ (CPI) เฉลี่ยอยู่ที่ 0.2%MoM ต่อเนื่อง เท่ากับอัตราปัจจุบัน อัตราเงินเฟ้อเทียบกับปีก่อน ณ สิ้นปี จะเพิ่มขึ้นเป็น 4%YoY สูงกว่า 3% ที่ Consensus คาด อัตราเงินเฟ้อที่น่าจะออกมาสูงกว่าคาด อาจทำให้ประเด็นเงินเฟ้อสูงกลับมาเป็นปัจจัยที่ตลาดกังวลอีกครั้ง ตลาดการลงทุนอาจเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 6: แรงกดดันเงินเฟ้อปรับสูงขึ้น จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์



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

แผนภาพที่ 7: หากอัตราเงินเฟ้อ (CPI) เฉลี่ยอยู่ที่ 0.2%MoM ต่อเนื่อง เท่ากับอัตราปัจจุบัน อัตราเงินเฟ้อเทียบกับปีก่อน ณ สิ้นปี จะเพิ่มขึ้นเป็น 4%YoY สูงกว่า 3% ที่ Consensus คาด



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

เรามอง Bond yield อาจเพิ่มขึ้นจำกัดในช่วงที่เหลือของปี

Bond yield อายุ 10 ปี ปรับตัวขึ้นมา เป็น 4.3% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 16 ปี จากระดับ 3.7-3.8% ในเดือนก่อน ท่ามกลาง 3 เหตุการณ์ ซึ่งเกิดขึ้นพร้อมกันในเดือนที่ผ่านมา ได้แก่

1. การเพิ่มความยืดหยุ่นให้กับกรอบ Yield Curve Control ของธนาคารกลางญี่ปุ่น ซึ่งสูงขึ้นได้ถึง 1% จากเดิมที่ 0.5% สร้างความกังวลว่านักลงทุนญี่ปุ่นอาจย้ายเงินลงทุนในตลาดพันธบัตรของประเทศต่างๆกลับมาซื้อตราสารหนี้ในประเทศมากขึ้น เพราะจะเริ่มให้อัตราผลตอบแทนสูงขึ้น
2. กำหนดการขายพันธบัตรรัฐบาลที่มากกว่าตลาดคาด โดยกระทรวงการคลังสหรัฐฯ คาดว่าจะออกขายพันธบัตรและตั๋วเงินคลัง (Privately-held net marketable borrowing) ในระหว่างเดือน ก.ค. ถึง ก.ย. รวมมูลค่า 1 ล้านล้านดอลลาร์ เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ 7.3 แสนล้านดอลลาร์ ส่วนในไตรมาส 4 คาดว่าจะออกพันธบัตรเพิ่มเติมอีก 8.5 แสนล้าน แบ่งเป็นตั๋วเงินคลัง (T-bills) และพันธบัตรระยะกลางถึงยาว (Notes and Bonds) มูลค่า 6.4 และ 2.2 แสนล้านดอลลาร์ ตามลำดับ คิดเป็นสัดส่วนการออกพันธบัตรระยะกลางถึงยาวเพิ่มขึ้นเป็น 25% จากไตรมาสที่ 15%
3. การปรับลดอันดับ Credit rating ของตราสารหนี้ระยะยาวสหรัฐฯ โดยสถาบันจัดอันดับ Fitch จาก AAA เป็น AA+ นับเป็นการปรับลดอันดับจากสูงสุดที่ AAA เป็นครั้งที่ 2 จากสถาบันจัดอันดับขนาดใหญ่ หลังจาก S&P ปรับลดไปในปี 2011

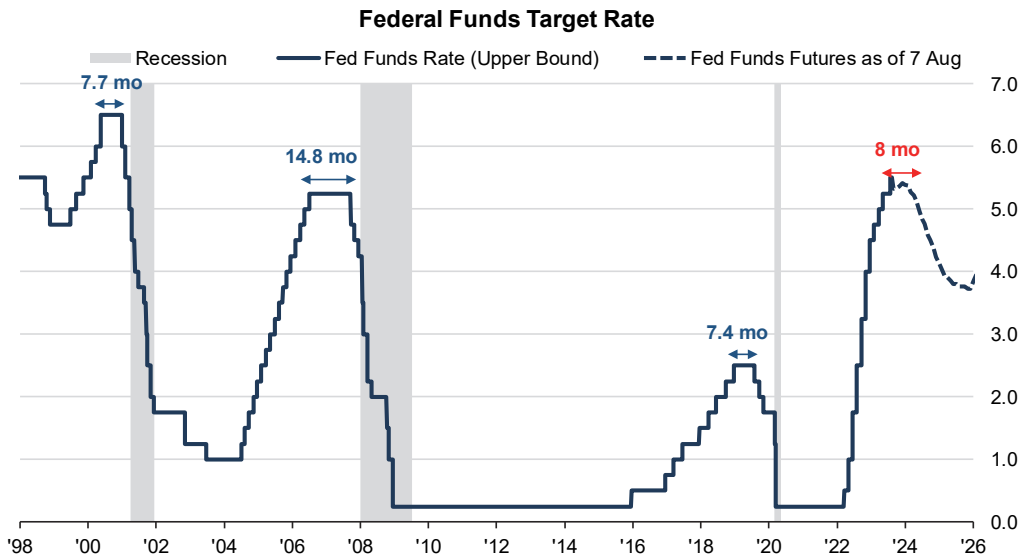
เหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลให้ Bond yield ในตลาดปรับสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามอง Bond yield น่าจะเพิ่มขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้ เนื่องจากตลาดมีการรับรู้ผลกระทบแล้วพอสมควร

โดยเราประเมินว่าการเพิ่มขึ้นของ Bond supply ในปริมาณดังกล่าว จะส่งผลให้เงินคงคลัง (TGA) เพิ่มขึ้นราว 7 แสนล้านดอลลาร์ และทำให้ Term premium ของ Bond yield 10 ปี เพิ่มขึ้นราว +50bps และหากรวมกับผลของมาตรการ QT ของ Fed หรือการปล่อยให้พันธบัตรหมดอายุลงโดยไม่ซื้อกลับ ซึ่งกำหนดมูลค่าสูงสุดที่เดือนละ 6 หมื่นล้านดอลลาร์ จะส่งผลให้ Bond yield เพิ่มขึ้นอีกราว +20 bps รวมเป็น +70bps ทำให้ Bond yield อาจเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 4.1-4.3% ในระยะสั้น ซึ่งเท่ากับระดับ Bond yield ในปัจจุบัน สะท้อนว่าตลาดมีการตอบสนองต่อผลจาก Bond Supply ไปมากแล้ว

นอกจากนี้ ปัจจัยอื่นๆที่อาจหนุน Bond yield เพิ่มเติม เช่น แนวโน้มดอกเบี้ยนโยบาย เรามองว่าตลาดปัจจุบันมีมุมมองที่ค่อนข้างสอดคล้องกับความเห็นของ Fed แล้ว โดย Fed มีการส่งสัญญาณว่าจะค้างดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงนานกว่าการขึ้นดอกเบี้ยในรอบก่อน (Higher-for-Longer) ในขณะที่ ตลาด Fed Fund Futures ประเมินว่า Fed จะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน พ.ค. 2024 ซึ่งก็คือ ในอีก 9 เดือนข้างหน้า นานกว่าการขึ้นดอกเบี้ยรอบก่อน ในปี 2016-2019 ที่ 7 เดือน และใกล้เคียงกับเฉลี่ยการปรับขึ้นดอกเบี้ย 3 รอบล่าสุดที่ 10 เดือน

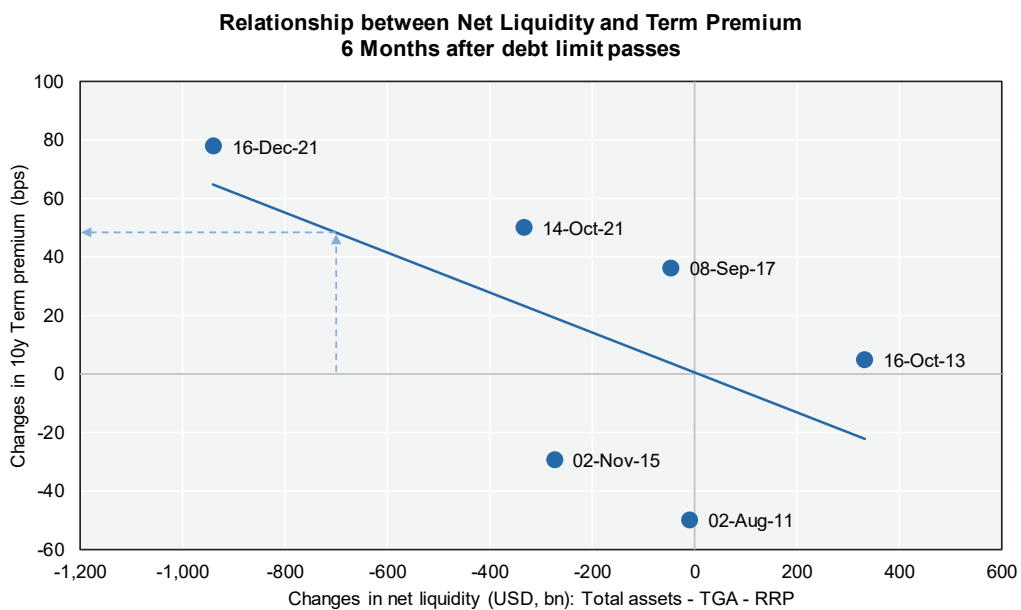
ดังนั้น เรามองว่า Bond yield 10 ปีน่าจะปรับขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้ โดยอาจเคลื่อนไหวที่ระดับ 4.3% ในระยะสั้น ก่อนจะลดลงสู่ระดับที่ 3.9% ในช่วงสิ้นปีนี้ ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในระยะกลาง

แผนภาพที่ 8: ตลาดปัจจุบันมีมุมมองที่ค่อนข้างสอดคล้องกับความเห็น Higher-for-Longer ของ Fed แล้ว



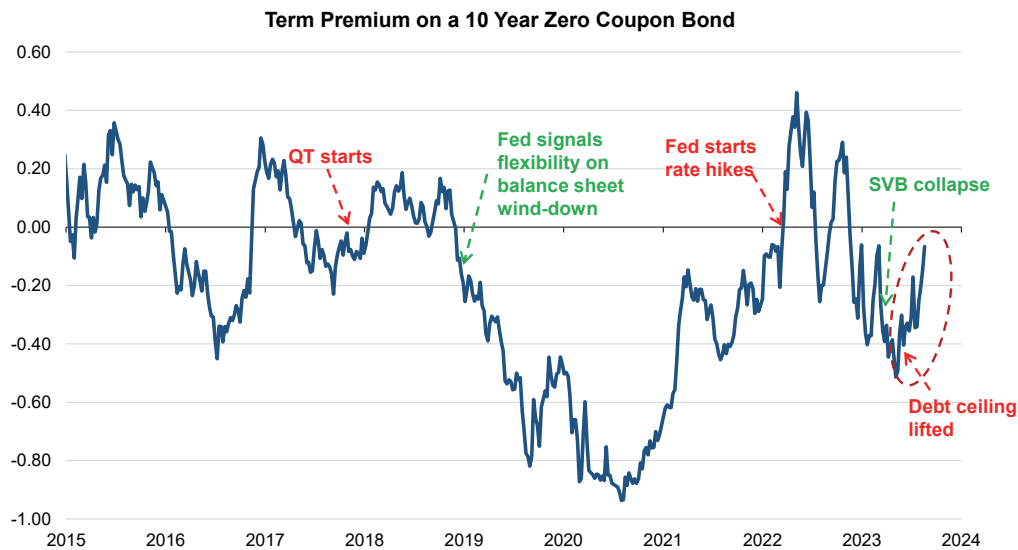
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: เราประเมินว่าการออกพันธบัตรใหม่ จะส่งผลให้ Term premium เพิ่มขึ้นราว +50bps ซึ่งจะ ทำให้ Bond yield เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 4.1-4.3% ในระยะสั้น



ที่มา: Bloomberg, Bipartisan Policy Center, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 10: Term premium เพิ่มขึ้นมาแล้วราว 50bps หลังยกระดับเพดานหนี้ ทำให้ Bond yield น่าจะเพิ่มขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้



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

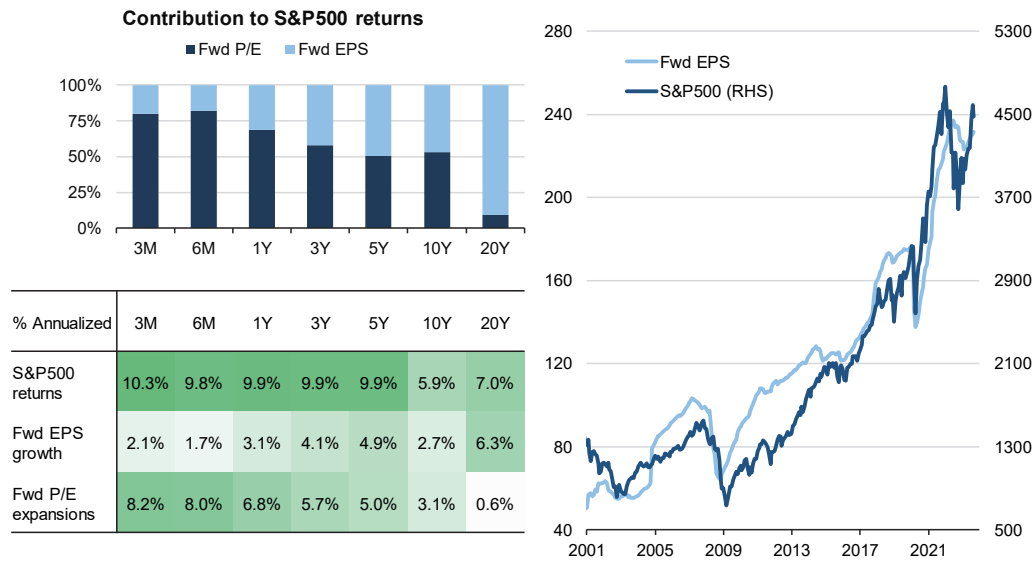
Upside ของตลาดหุ้นมีจำกัด ในช่วงที่เหลือของปี

Bond yield ที่จะทรงตัวในระดับสูงในช่วงที่เหลือของปี จะจำกัดการเพิ่มขึ้นของ Valuation และทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นได้ยาก เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของ Valuation เป็นปัจจัยขับเคลื่อนตลาดหุ้นที่สำคัญ โดยจากการศึกษาปัจจัยขับเคลื่อนผลตอบแทนของดัชนี S&P500 ย้อนหลังตั้งแต่ปี 2000 แบ่งเป็นการเติบโตของคาดการณ์กำไรในอนาคต (Forward EPS) และการเปลี่ยนแปลงของ Valuation ซึ่งในที่นี้ใช้ค่า Forward P/E พบว่าการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นมาจากการเพิ่มขึ้นของค่า Forward P/E ด้วยสัดส่วนมากถึง 75% สำหรับระยะเวลาการลงทุน 3 เดือน และ 6 เดือน ส่วนที่เหลืออีกราว 25% มาจากคาดการณ์กำไรในอนาคต (Forward EPS) สะท้อนว่าในระยะสั้น ตลาดหุ้นถูกขับเคลื่อนจาก Valuation เป็นสำคัญ

แต่สัดส่วนนี้จะลดลงตามระยะเวลาในการลงทุน โดยในช่วงระยะยาว 10 ปี และ 20 ปี ผลจากการเปลี่ยนแปลงของ Valuation มีสัดส่วนลดลงเหลือเพียง 50% และ 10% ตามลำดับ สะท้อนว่าในระยะยาว ตลาดหุ้นถูกขับเคลื่อนจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรเป็นสำคัญ

ดังนั้น Bond yield ที่น่าจะยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง จาก 1) แรงกดดันเงินเฟ้อที่อาจเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และปรากฏการณ์ El Nino 2) ปริมาณ Bond supply ที่จะออกมาเป็นจำนวนมาก ในขณะที่ระดับ Valuation ในปัจจุบันค่อนข้างแพง ค่า Forward P/E อยู่ที่ 19 เท่า สูงกว่าเฉลี่ยที่ 16-17 เท่า ในช่วงปี 2018-2019 ซึ่งเป็นช่วงท้ายของการขึ้นดอกเบี้ยรอบก่อน ทำให้เรามอง Upside ของตลาดหุ้นมีค่อนข้างจำกัดในช่วงที่เหลือนี้อย่างยิ่ง

แผนภาพที่ 11: Valuation เป็นปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนตลาดหุ้นในระยะสั้น



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

หุ้นกลุ่ม Energy และ Defensive ให้ผลตอบแทนเป็นบวกในภาวะ Stagflation

หากพัฒนาการทางเศรษฐกิจเป็นไปตามที่เราคาด ตลาดจะเปลี่ยนเข้าสู่ภาวะ Stagflation ซึ่งจากการเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ พบว่าตลาดหุ้น (S&P500) ในภาวะ Stagflation มักจะให้ผลตอบแทนเป็นลบ โดยเฉพาะหุ้นกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ (Cyclical) ได้แก่ Consumer Discretionary และ Industrials แต่ยังมีบางกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวก ได้แก่ กลุ่ม Energy และกลุ่มที่มีผลการดำเนินงานสม่ำเสมอ ไม่เปลี่ยนแปลงตามภาวะเศรษฐกิจ (Defensive) ได้แก่ กลุ่ม Utilities, Consumer Staples และ Healthcare

เมื่อเปรียบเทียบเป็นรายสินทรัพย์ พบว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ได้แก่ ราคาน้ำมัน และ ราคาทองคำมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง สวนทางกับตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (Emerging Markets: EM)

ด้าน Valuation หุ้นในกลุ่ม Defensive มีค่า Forward P/E ต่ำกว่ากลุ่ม Cyclical เช่น Utilities (16x) และ Health Care (18x) ซึ่งต่ำกว่า Consumer Discretionary (24x) และ Industrial (19x) และมีการเคลื่อนไหวที่ Laggard กว่าตลาดหุ้นกลุ่มอื่นมาตั้งแต่ต้นปี

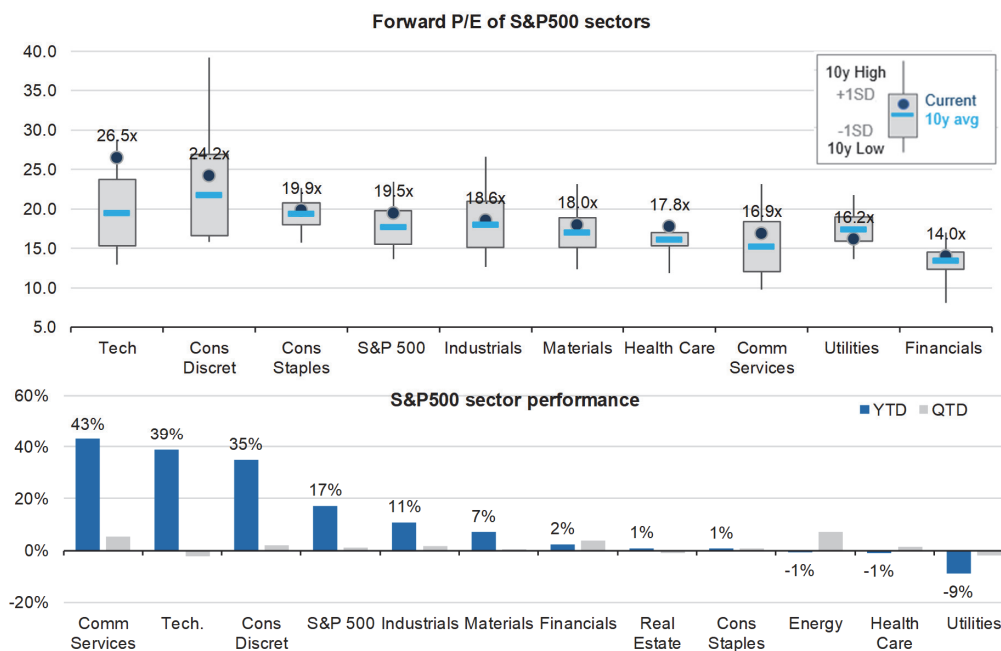
ดังนั้น เราแนะนำให้เลือกเพิ่มน้ำหนักหุ้นเป็นราย Sector ในกลุ่ม Defensive เช่น Health Care ซึ่งน่าจะให้ผลตอบแทนเป็นบวก และ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในระยะข้างหน้า และปรับลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นจีนลงเป็น Neutral

แผนภาพที่ 12: ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และหุ้นกลุ่ม Energy รวมถึงกลุ่ม Defensive มักจะ Outperform กลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation

S&P500 sector performance					Asset class performance				
Average weekly return	Recession (Feb'20-Apr'20)	Recovery (Apr'20-Jul'21)	Stagflation (Jul'21-Jan'23)	Goldilocks (Jan'23-Jul'23)	Average weekly return	Recession (Feb'20-Apr'20)	Recovery (Apr'20-Jul'21)	Stagflation (Jul'21-Jan'23)	Goldilocks (Jan'23-Jul'23)
S&P 500	-1.42%	0.69%	-0.11%	0.47%	WTI oil price	-11.02%	2.44%	0.42%	0.18%
Energy	-4.44%	0.67%	0.94%	-0.18%	Gold Spot	0.43%	0.09%	0.13%	0.08%
Utilities	-0.94%	0.21%	0.08%	-0.09%	Dollar Index	0.10%	-0.13%	0.13%	-0.01%
Cons Staples	-0.54%	0.33%	0.07%	0.19%	S&P 500	-1.42%	0.69%	-0.11%	0.47%
Health Care	0.04%	0.44%	0.04%	0.08%	Global REIT	-2.05%	0.67%	-0.12%	-0.13%
Materials	-1.62%	0.84%	0.03%	0.12%	MSCI DM ex. US	-2.18%	0.60%	-0.12%	0.17%
Industrials	-2.77%	0.84%	-0.02%	0.35%	US Treasury	0.70%	-0.03%	-0.15%	-0.04%
Financials	-3.16%	0.85%	-0.04%	-0.08%	Global IG	0.05%	0.09%	-0.22%	-0.04%
Tech	-0.89%	0.87%	-0.16%	1.12%	MSCI EM	-2.07%	0.60%	-0.26%	-0.01%
Real Estate	-1.43%	0.56%	-0.17%	-0.21%					
Cons Discret	-0.87%	0.72%	-0.30%	0.66%					
Comm Services	-1.45%	0.80%	-0.52%	0.95%					

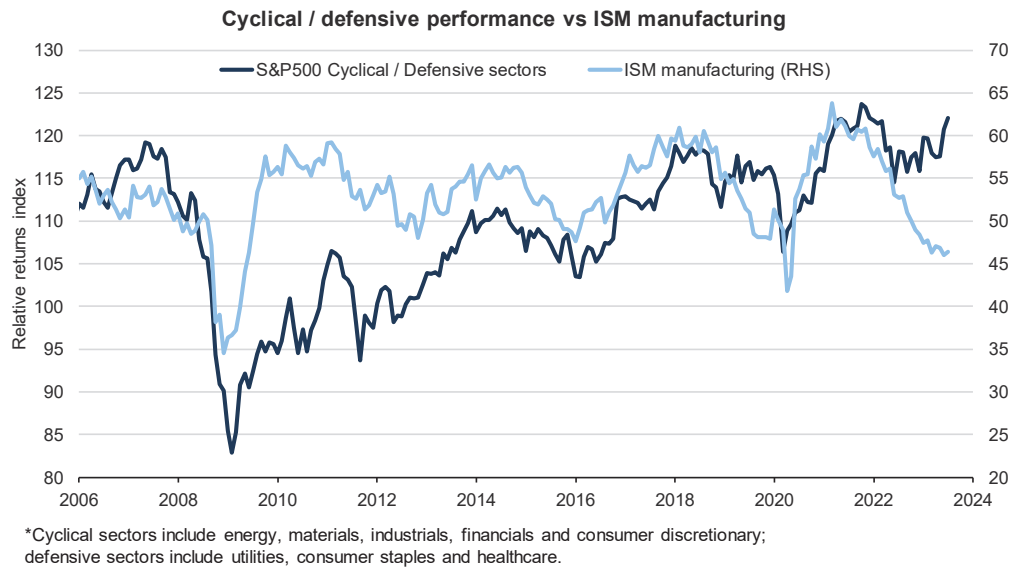
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 13: Valuation ของหุ้นกลุ่ม Defensive อยู่ในระดับที่ต่ำกว่ากลุ่ม Cyclical



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

แผนภาพที่ 14: เศรษฐกิจยังมีแนวโน้มชะลอตัว สนับสนุนการกลับมาซื้อขายของกลุ่ม Defensives



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

ตลาดตราสารหนี้

เรามองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับ 3.8 – 4.0% ในช่วงสิ้นปี 2023 หลังตลาดรับรู้ปัจจัยที่สร้างแรงกดดันเชิงบวก (Upward pressure) ต่อผลตอบแทนพันธบัตรอย่างการขยายกรอบนโยบาย Yield Curve Control ของธนาคารกลางญี่ปุ่น และการปรับเพิ่มประมาณการกู้ยืมของรัฐบาลสหรัฐฯ ในช่วงครึ่งหลังของปีไปแล้ว ในขณะที่ความกังวลต่อโอกาสเกิดสภาวะเศรษฐกิจถดถอยเริ่มลดลง น่าจะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทรงตัวอยู่ในระดับสูง เปิดโอกาสทยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

ผลกระทบของนโยบายการเงินถูกชะลอออกไป เป็นผลลัพธ์ของการดำเนินนโยบายการคลังแบบขยายตัวต่อเนื่อง

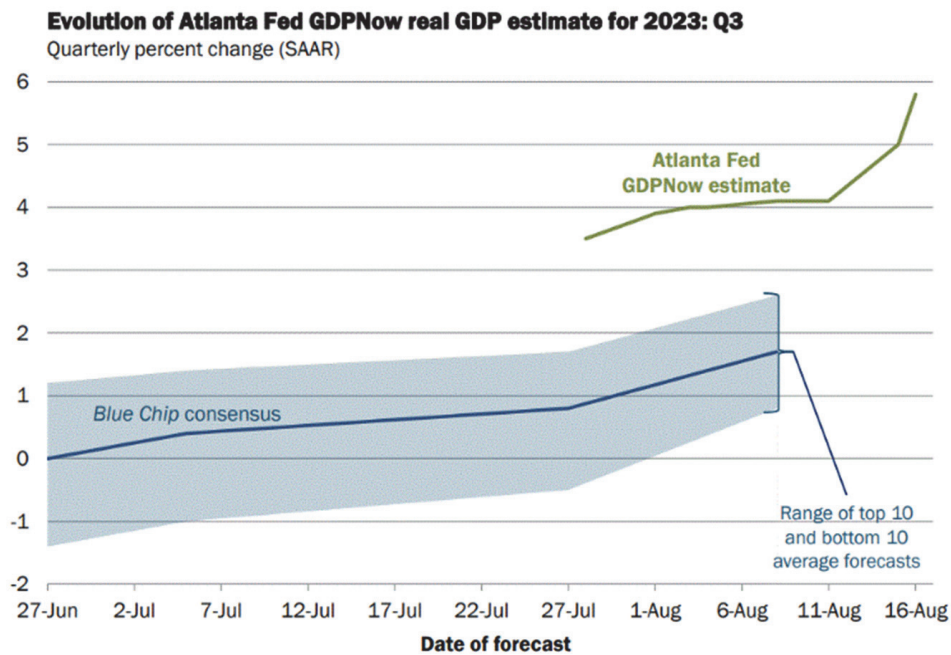
นับตั้งแต่ที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน มี.ค. 2022 หรือกว่า 17 เดือนที่แล้ว ก่อนจะมาด้วยการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอย่างต่อเนื่องและรุนแรงมากที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์ เมื่อเทียบกับวัฏจักรขาขึ้นดอกเบี้ยในรอบก่อน ๆ ประกอบกับการดำเนินนโยบายดึงสภาพคล่องออกจากระบบ (Quantitative Tightening) ล้วนเป็นการใช้นโยบายทางการเงินแบบตึงตัวเพื่อต่อสู้กับเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูง

การดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัวมักจะสร้างแรงกดดันต่อภาวะเศรษฐกิจให้ชะลอตัวลง นักเศรษฐศาสตร์จึงเริ่มมีมุมมองเป็นลบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ มากขึ้นตั้งแต่ Fed เริ่มปรับดอกเบี้ยและเพิ่มสูงขึ้นจนนักเศรษฐศาสตร์เกินกว่ากึ่งหนึ่งจากการสำรวจ

โดย Bloomberg ในเดือน ส.ค. 2022 มองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีโอกาสเข้าสู่ภาวะถดถอยภายใน 12 เดือนข้างหน้า หรือภายใน ส.ค. 2023

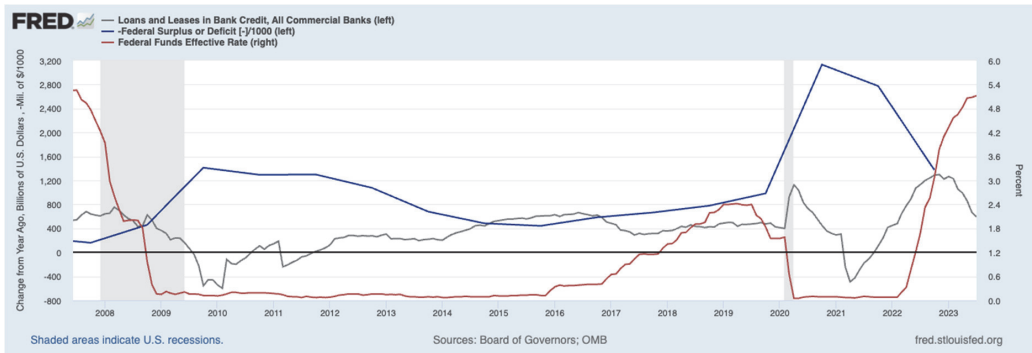
อย่างไรก็ดี ภาพรวมเศรษฐกิจของสหรัฐฯ กลับมีความยืดหยุ่นกว่าที่ตลาดคาด แม้ Fed จะใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวกินระยะเวลาต่อเนื่องมาเป็นระยะหนึ่งแล้ว โดยเรามองว่าส่วนหนึ่งอาจเป็นผลลัพธ์จากที่ทางรัฐบาลการดำเนินนโยบายการคลังแบบขยายตัว (Expansionary fiscal policy) อย่างต่อเนื่องมาเป็นระยะเวลาหลายปี สะท้อนผ่านการขาดดุลการคลัง (Fiscal deficit) จำนวนมาก ทำให้ผลกระทบของนโยบายทางการเงินถูกจำกัด แตกต่างจากในช่วงปี 1970 – 1980 ที่นโยบายการเงินส่งผลต่อเงินเฟ้อและภาวะเศรษฐกิจชัดเจนกว่า เนื่องจากปริมาณเงินในระบบยุคนั้นส่วนมากเกิดขึ้นจากภาคธนาคาร ที่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย เป็นผู้ปล่อยกู้

แผนภาพที่ 15: ประมาณการ GDP สหรัฐฯ โดย Fed สาขา Atlanta คาดเศรษฐกิจเติบโตสูงกว่า 5.8% QoQ, saar ในไตรมาส 3/2023F สะท้อนภาวะเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดเคยคาด



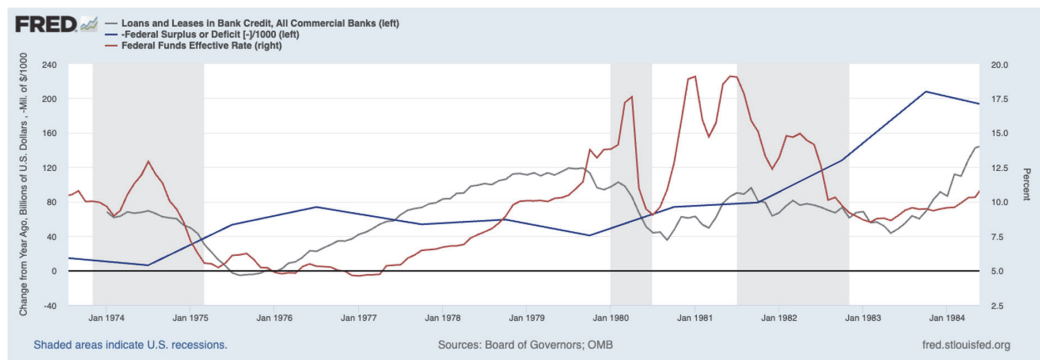
ที่มา: Federal Reserve Bank of Atlanta, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 16: ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจหลังวิกฤตการเงินโลกปี 2008 เป็นต้นมา เพิ่มขึ้นจากภาครัฐ ผ่านการขาดดุลทางการคลัง (เส้นสีน้ำเงิน) มากกว่าการปล่อยกู้ยืมโดยภาคเอกชน (เส้นสีเทา) ที่มีความอ่อนไหวสูงต่ออัตราดอกเบี้ย...



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

แผนภาพที่ 17: ...แตกต่างจากช่วงปี 1970 – 1980 ที่การกู้ยืมในภาคเอกชน (เส้นสีเทา) ส่งผลต่อปริมาณเงินในระบบมากกว่าภาครัฐ (เส้นสีน้ำเงิน) เศรษฐกิจจึงมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินสูงกว่าปัจจุบัน

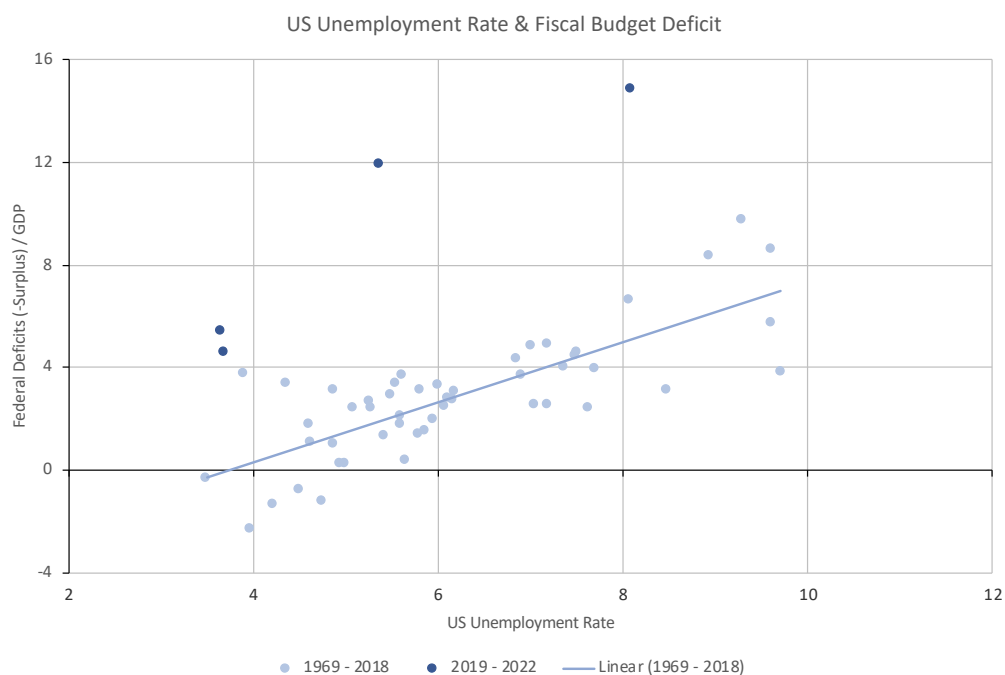


ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในอดีต การขาดดุลการคลังของรัฐบาลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการว่างงานในระบบเศรษฐกิจ โดยเมื่อเศรษฐกิจเกิดการชะลอหรือหดตัว อัตราการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้นจะกดดันให้ภาครัฐต้องเร่งใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัวอย่างมาก เพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจกลับมาฟื้นตัว และในทางกลับกัน เมื่อภาวะเศรษฐกิจมีความแข็งแกร่ง อัตราการว่างงานต่ำ รัฐบาลก็มีความจำเป็นลดลงที่ต้องออกมาตรการกระตุ้น และในขณะเดียวกันก็สามารถเก็บภาษีที่เป็นรายได้หลักได้มากขึ้น ส่งผลให้การขาดดุลการคลังมีแนวโน้มลดลง

อย่างไรก็ดี รัฐบาลสหรัฐฯ มีแนวโน้มขาดดุลทางการคลังสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา และเห็นได้ชัดเจนในปี 2022 ที่แม้ผลกระทบจากโควิด-19 จะลดลงมากแล้ว แต่รัฐบาลสหรัฐฯ กลับขาดดุลการคลังมากกว่า 5.4% เมื่อเทียบกับ GDP แม้อัตราการว่างงานในปีดังกล่าวจะอยู่ต่ำกว่า 4% นับเป็นการขาดดุลการคลังค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับในอดีตระหว่างปี 1969 – 2018 ซึ่งมี 3 ปีที่อัตราการว่างงานในสหรัฐฯ อยู่ต่ำกว่า 4% ได้แก่ 1969 และ 2000 ที่สหรัฐฯ เกินดุลการคลัง (Fiscal surplus) 0.3% และ 2.3% เมื่อเทียบกับ GDP ตามลำดับ และปี 2018 ที่ขาดดุล 3.8%

แผนภาพที่ 18: การขาดดุลการคลังของรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นใน 4 ปีที่ผ่านมา (จุดสีน้ำเงิน) แม้อัตราการว่างงานจะอยู่ในระดับต่ำ

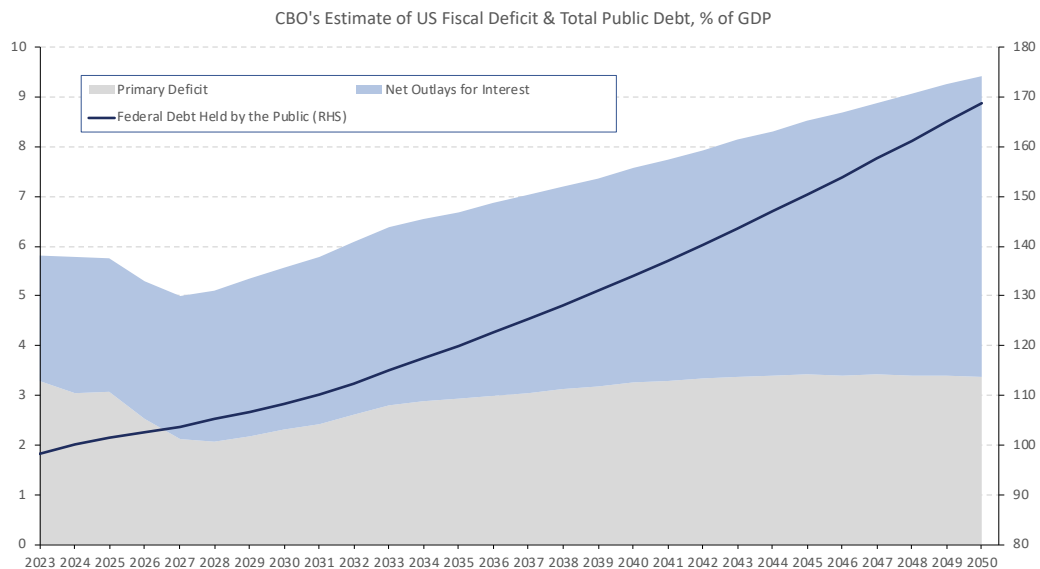


ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การใช้นโยบายการคลังแบบขยายตัวติดต่อกันเป็นเวลานานอาจทำให้เศรษฐกิจเติบโตได้ดีในช่วงเวลาหนึ่ง แต่ก็สร้างความเสี่ยงที่จะก่อให้เกิดภาวะที่หนี้สาธารณะค้างอยู่ในระดับสูง เป็นเหตุให้รัฐบาลมีภาระดอกเบี้ยที่ต้องชำระจำนวนมาก จนการดำเนินนโยบายการเงินมีข้อจำกัด และอาจทำให้ธนาคารกลาง

ต้องคงดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำเพื่อลดภาระดอกเบี้ยของรัฐบาล หรือแม้แต่ต้องกลับมาเป็นผู้พิมพ์เงินให้รัฐบาลกู้ยืม โดยภาวะดังกล่าวเรียกว่า Fiscal dominance ซึ่งจะสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อแนวโน้มเงินเฟ้อและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว

แผนภาพที่ 19: สำนักงานงบประมาณแห่งชาติสหรัฐฯ (Congressional Budget Office) คาดการณ์รัฐบาลจะขาดดุลการคลังต่อเนื่องเพิ่มสูงขึ้นในอนาคตจากภาระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น



ที่มา: US Congressional Budget Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

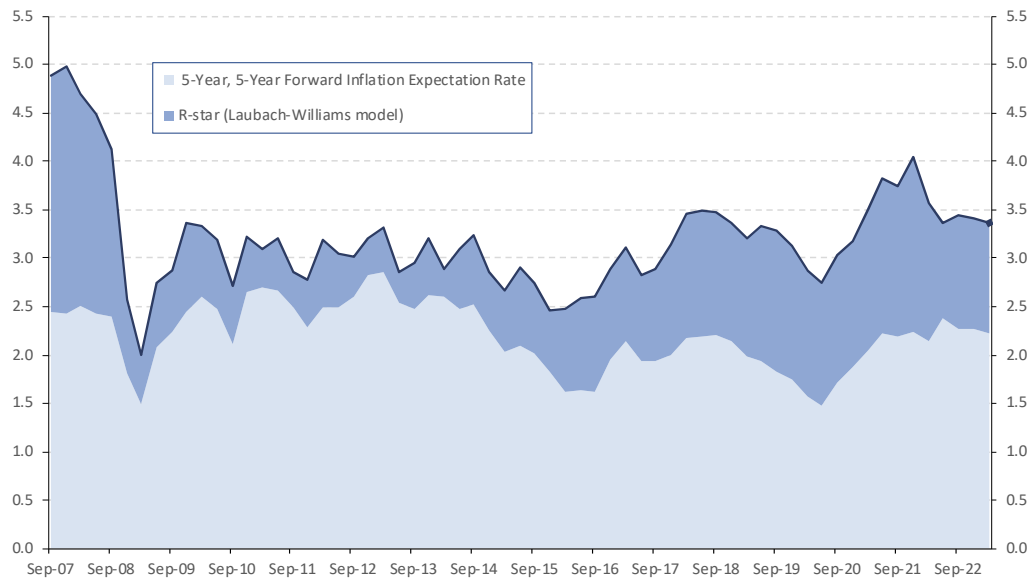
เป้าหมายดอกเบี้ยระยะยาวของสหรัฐฯ มีโอกาสถูกปรับสูงขึ้น

Fed มีเครื่องมือสื่อสารแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยให้ตลาดรับรู้ล่วงหน้า ที่เรียกว่า Dot plot ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คณะกรรมการแต่ละคนเห็นว่าเหมาะสมในแต่ละช่วงเวลาสิ้นปีปฏิทิน ในระยะเวลา 3 ปีข้างหน้า และในระยะยาว (Longer-run) โดยตั้งแต่เริ่มเผยแพร่ Dot plot มาในปี 2012 มุมมองดอกเบี้ยระยะยาวของ Fed ลดลงต่อเนื่องจากประมาณ 4.3% ในปีดังกล่าว มาอยู่ที่ 2.5% ในปี 2019 และไม่เปลี่ยนแปลงมาจนถึงปัจจุบัน

โดยปัจจัย 2 ประการที่ส่งผลต่อมุมมองอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของ Fed (Longer-run nominal interest rate) ประกอบด้วย

- 1) คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยลดลงระหว่างปี 2012 – 2019 โดยคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวอยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่องจากระดับประมาณ 2.8% ในปี 2012 สู่จุดต่ำสุดประมาณ 1.5% ในปี 2019 จากกระแสโลกาภิวัตน์ หรือ Globalization ที่กระบวนการผลิตมุ่งเน้นพัฒนาประสิทธิภาพและต้นทุนที่ต่ำเป็นหลัก ประกอบกับราคาพลังงานที่ถูกลงจากความก้าวหน้าทางด้านเทคโนโลยีการผลิตน้ำมันชั้นหินดินดาน (Shale oil revolution) และ
- 2) อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่สอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจ ที่เรียกว่า Neutral rate หรือ R-star โดยอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับศักยภาพในการเติบโตของเศรษฐกิจ ซึ่งเริ่มปรับสูงขึ้นตั้งแต่ปี 2015

แผนภาพที่ 20: คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว ร่วมกับ R-star ซึ่งใช้อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Nominal rate) ควรเพิ่มขึ้นจากระดับ 2.5% ซึ่งเป็นเป้าหมายปัจจุบันของ Fed



ที่มา: FRED, Federal Reserve Bank of New York, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

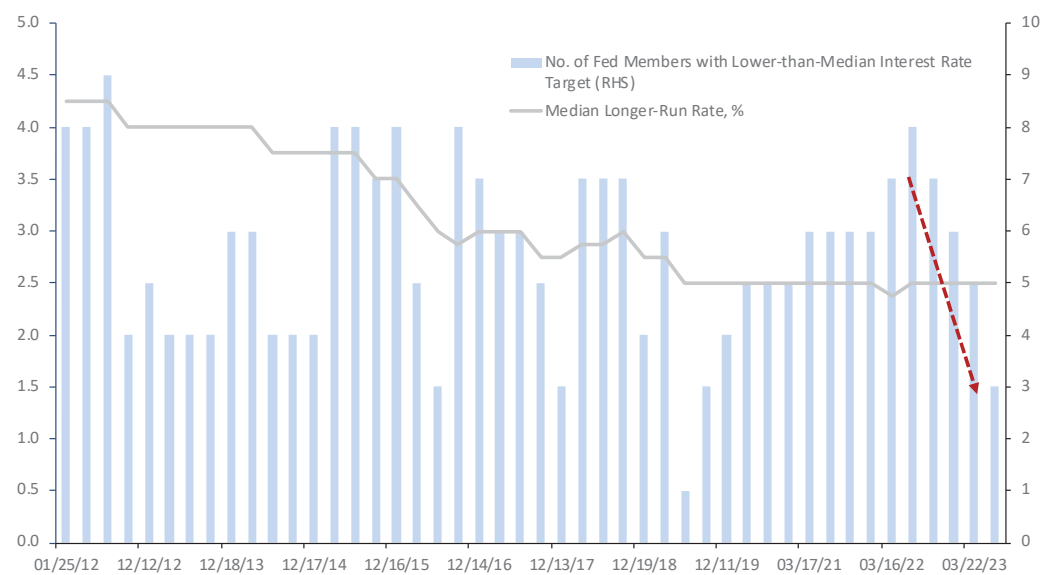
เมื่อมองไปข้างหน้า เป้าหมายอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของสหรัฐฯ มีโอกาสที่จะถูกปรับสูงขึ้น จากปัจจัยมหภาค (Macro factors) ที่เปลี่ยนแปลงไป เช่นความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มสูงขึ้น ได้ก่อให้เกิดกระแสต่อต้านโลกาภิวัตน์ (De-globalization) ทำให้ประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่เริ่มให้ความสำคัญกับความปลอดภัยและมั่นคง แทนที่ประสิทธิภาพและต้นทุนต่ำ จึงเริ่มเห็นแนวโน้มการย้ายฐานผลิตสินค้าสำคัญกลับเข้ามาภายในประเทศ (Onshoring) และค่าใช้จ่ายด้านการป้องกันประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่ความขัดแย้งระหว่างนานาประเทศก็ทำให้ราคาพลังงานมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน ปัจจัยดังกล่าวล้วนทำให้คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวเพิ่มสูงขึ้น

ด้านสมาชิก Fed ในการประชุมในรอบที่ผ่านมา 7 มาเองก็รับรู้ถึงปัจจัยระยะยาวที่กำลังเปลี่ยนแปลง สะท้อนออกมาใน Dot plot ของอัตราเป้าหมายดอกเบี้ยระยะยาว ที่แม้ค่ามัธยฐาน

(Median point) จะยังทรงตัวอยู่ที่ 2.5% แต่จำนวนสมาชิกที่เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยควรอยู่ต่ำกว่า 2.5% ได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง จาก 8 คนในการประชุมในเดือน มิ.ย. 2022 เหลือเพียง 3 คนใน Dot plot ล่าสุดในเดือน มิ.ย. 2023 ที่ผ่านมา ในขณะที่จำนวนสมาชิกที่มีความเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวควรอยู่สูงกว่า 2.5% เพิ่มขึ้นจาก 2 คน เป็น 7 คน ในเวลาเดียวกัน

ปัจจัยด้านเงินเฟ้อและแนวโน้มดอกเบี้ยระยะยาวดังกล่าว สร้างแรงกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงปัจจุบัน เป็นโอกาสทยอยเข้าซื้อเพื่อสะสมตราสารหนี้ระยะยาวที่ให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม และเปิดโอกาสสลับผลตอบแทนจากราคาของพันธบัตรที่มักเพิ่มสูงขึ้นหากเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอย ที่แม้จะมีโอกาสเกิดขึ้นลดลงและช้ากว่าที่เคยคาดแต่ยังคงมีอยู่ 🌀

แผนภาพที่ 21: จำนวนสมาชิก Fed ที่เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยระยะยาวควรอยู่ต่ำกว่า 2.5% (แท่งสีฟ้า) ลดลงต่อเนื่องในการประชุมรอบที่ผ่าน ๆ มา...



ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในที่เหลือของปี จากความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งอาจกดดันให้ Fed ต้องคงท่าที Hawkish ด้านอุปสงค์ทองคำของธนาคารกลาง และ ETF เชื่อว่าราคาทองคำควรลดลงจากระดับปัจจุบันราว 5-10% มาอยู่ที่ระดับ 1,700-1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ แนะนำให้รอจังหวะทยอยสะสมทองคำที่ระดับ 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะ 1 – 2 เดือนข้างหน้า จากการลดการผลิตของซาอุดีอาระเบีย ที่มีแนวโน้มจะขยายระยะเวลาออกไป หลังท่าทีของผู้ผลิตและส่งออกรายใหญ่ยังไม่พอใจกับระดับราคาในปัจจุบัน สวนทางกับแนวโน้มอุปสงค์น้ำมันโลกที่ยังคงมีโมเมนตัมการเติบโตแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่มีความยืดหยุ่นกว่าที่ตลาดเคยคาด ส่งผลให้แนวโน้มราคาน้ำมันโลกอยู่ในสถานะขาดแคลนต่อเนื่อง

ทองคำ

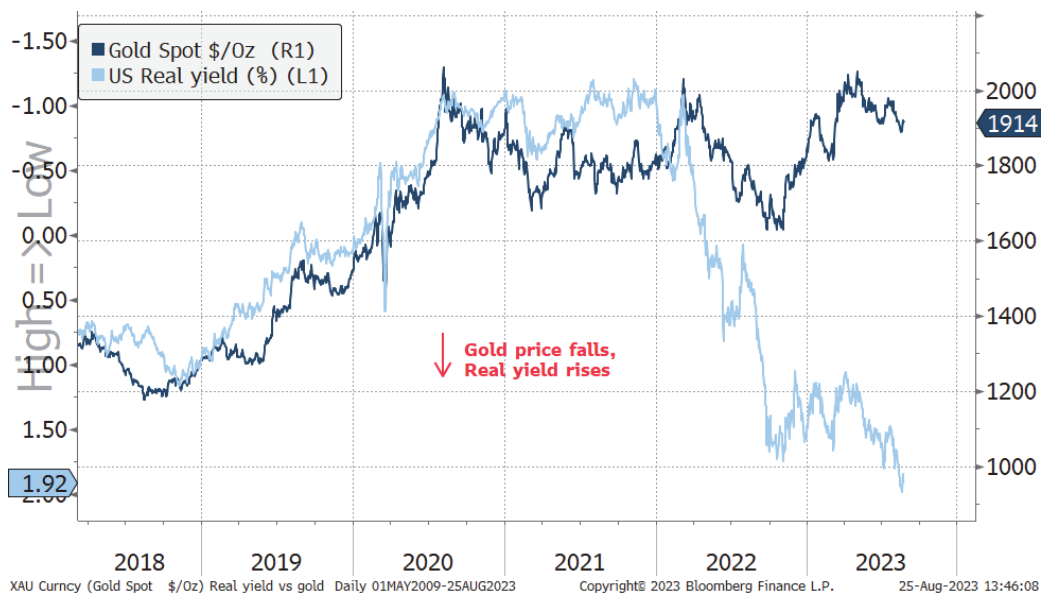
ราคาทองคำลดลงสวนทางกับ Real yield ที่ปรับเพิ่มขึ้น

ราคาทองคำในเดือนที่ผ่านมาปรับลดลงราว -5% ลงมาต่ำสุดที่ระดับ 1,890 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ นับเป็นการลดลงต่ำสุดในรอบ 5 เดือน ท่ามกลางอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ที่ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2% สูงสุดตั้งแต่ปี 2009 สะท้อนว่าการปรับ

ลดลงของราคาทองคำในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา มาจากความกังวลต่อทิศทางนโยบายการเงินที่จะเข้มงวดขึ้น ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้

ในระยะข้างหน้า เรามองว่า Fed จะยังคงท่าทีเข้มงวด (Hawkish) เพื่อสกัดเงินเฟ้อที่จำจะกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปี ทำให้เรายังคงมองว่าราคาทองคำมี Upside ที่จำกัด

แผนภาพที่ 23: ราคาทองคำลดลงสวนทางกับ Real yield ที่ปรับเพิ่มขึ้น



ที่มา : Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อุปสงค์ทองคำของธนาคารกลาง และ ETF ชี้ว่าราคาทองคำควรลดลงจากระดับปัจจุบันราว 5-10%

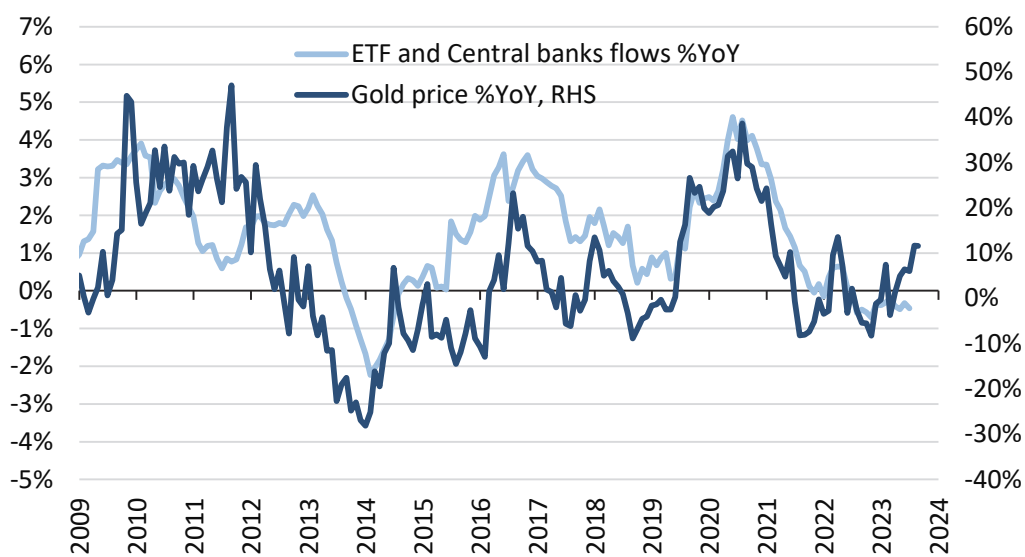
อุปสงค์ทองคำแบ่งออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ 1) อุปสงค์จากอุตสาหกรรม เพื่อการผลิตเครื่องประดับและสินค้าเทคโนโลยี 2) อุปสงค์เพื่อการลงทุน ในรูปทองคำแท่ง เหรียญ และ ETF 3) อุปสงค์จากธนาคารกลาง

ด้วยเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง อุปสงค์ทองคำจากอุตสาหกรรมมักจะลดลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจ ในขณะที่อุปสงค์เพื่อการลงทุน และอุปสงค์จากธนาคารกลางมักจะเพิ่มขึ้น เพื่อป้องกันความเสี่ยงและเสริมสร้างเสถียรภาพให้กับสินทรัพย์โดย

รวมที่ถือครอง ทำให้อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุน และอุปสงค์จากธนาคารกลาง ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 50% ของอุปสงค์ทั้งหมด มีความสำคัญในการผลักดันราคาทองคำในระยะข้างหน้า

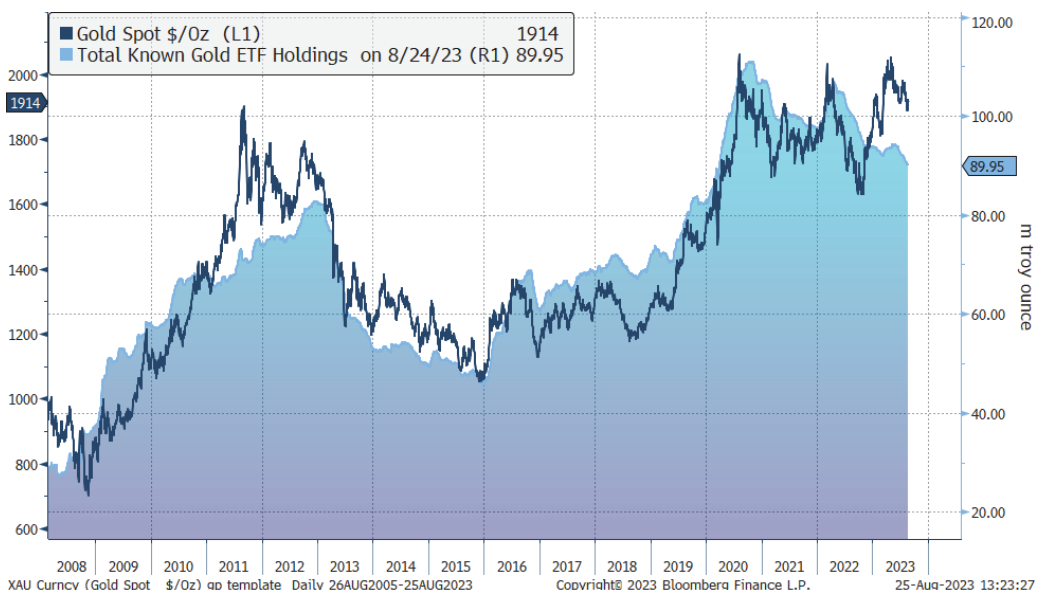
เราศึกษาการเติบโตของอุปสงค์จากธนาคารกลาง และ ETF เทียบกับการเพิ่มขึ้นของราคาทองคำ พบว่ามีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน และชี้ว่าราคาทองคำที่ระดับปัจจุบัน (1,914 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์) นั้นแพงเกินไป โดยอาจเทียบเคียงได้ว่าควรปรับลดลงมาราว 5-10% มาอยู่ที่ระดับ 1,700-1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

แผนภาพที่ 24: อุปสงค์ทองคำของธนาคารกลาง และ ETF ชี้ว่าราคาทองคำควรลดลงจากระดับปัจจุบันราว 5-10%



ที่มา : Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 25: จำนวนการถือทองคำใน ETF ลดลงต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี 2022



ที่มา : Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

น้ำมัน

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะ 1 – 2 เดือนข้างหน้า จากปัจจัยที่เข้ามากดดันอุปทานน้ำมันโลกอย่างมีนัยสำคัญอย่างนโยบายลดการผลิตโดยสมัครใจ (Voluntary cut) ของซาอุดีอาระเบีย ที่มีแนวโน้มจะถูกขยายระยะเวลาออกไป หลังท่าทีของผู้ผลิตและส่งออกรายใหญ่ยังไม่พอใจกับระดับราคาในปัจจุบัน สวนทางกับแนวโน้มอุปสงค์น้ำมันโลกที่ยังคงมีไม่เม่นต์การเติบโตแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่มีความยืดหยุ่นกว่าที่ตลาดเคยคาด ส่งผลให้แนวโน้มราคาน้ำมันโลกอยู่ในสภาวะขาดแคลนต่อเนื่อง

ราคาน้ำมันดิบได้รับอานิสงส์จาก Short Squeeze ในตลาดการเงิน

Sentiment ของนักลงทุนในตลาดการเงินต่อตลาดน้ำมันเป็นลบอย่างมากในระหว่างเดือน พ.ค. – มิ.ย. 2023 จากความกังวลโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ เป็นเหตุให้นักลงทุนประเภทกองทุน Hedge fund และกองทุนอื่น ๆ ใช้กลยุทธ์เพิ่มระดับการถือครองสัญญา Short เพื่อหวังทำกำไรจากราคาน้ำมันดิบที่คาดว่าจะปรับลดลงต่อเนื่อง

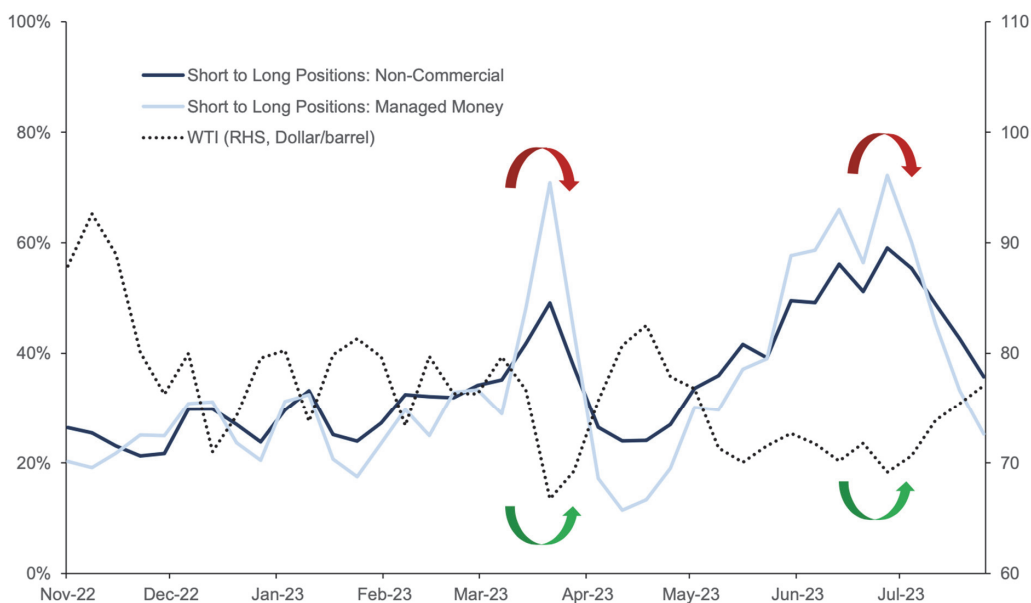
อย่างไรก็ดี จำนวนสัญญา Short เพิ่มมากขึ้นต่อเนื่องช่วงที่ราคาน้ำมันดิบ WTI ทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ

ต่อบาร์เรล ซึ่งเราประเมินว่าค่อนข้างต่ำเกินไป ไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานอย่างอุปสงค์น้ำมันโลกที่ยังคงเติบโต และการเริ่มลดลงของอุปทานจากผู้ผลิต โดยเฉพาะกลุ่มประเทศ OPEC ที่ลดการผลิตลงต่อเนื่องจากความไม่พอใจกับระดับราคาน้ำมันดิบดังกล่าว

เมื่อเข้าสู่ไตรมาสที่ 3/2023 สภาวะขาดแคลนอุปทานในตลาดน้ำมัน (Supply deficit) ที่ชัดเจนมากขึ้นก็ได้ส่งผลให้ตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) กลับมาเป็นผู้ขับเคลื่อนราคามากกว่าตลาดการเงิน ทำให้ราคาน้ำมันดิบปรับเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง เป็นเหตุให้นักลงทุนและนักเก็งกำไรจำนวนมากที่มีสัญญา Short อยู่เริ่มขาดทุน และต้องควบคุมความเสี่ยงด้วยการปิดสัญญา Short ปรากฏการณ์ดังกล่าวที่นักลงทุนถูกบังคับให้หยุดการขาดทุน (Stop loss) เรียกว่า Short Covering หรือ Short Squeeze ซึ่งทำให้เกิดแรงกดดันเชิงบวก (Upward pressure) ต่อราคาขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงเดือน ก.ค. – ต้นเดือน ส.ค. 2023 ที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี เมื่อดูจากสัดส่วนสัญญา Short เทียบกับจำนวนสัญญา Long ในตลาด (Short-to-Long Ratio) พบว่าสัดส่วนดังกล่าวเริ่มกลับมาอยู่ในระดับปกติ สะท้อนปรากฏการณ์ Short Covering ที่ราคาน้ำมันถูกผลักดันจากปัจจัย Positioning ในตลาดการเงินน่าจะเบาบางลง และมีแนวโน้มจะเคลื่อนไหวอ้างอิงกับปัจจัยพื้นฐานระหว่างอุปสงค์ - อุปทานในตลาดน้ำมันจริงมากขึ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 26: ปรากฏการณ์ Short Squeeze ในตลาดซื้อขายสัญญาน้ำมันล่วงหน้าสร้างแรงกดดันเชิงบวก (Upward pressure) ต่อราคาอย่างรวดเร็วในช่วงเดือน ก.ค. – ต้นเดือน ส.ค. 2023 ที่ผ่านมา



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

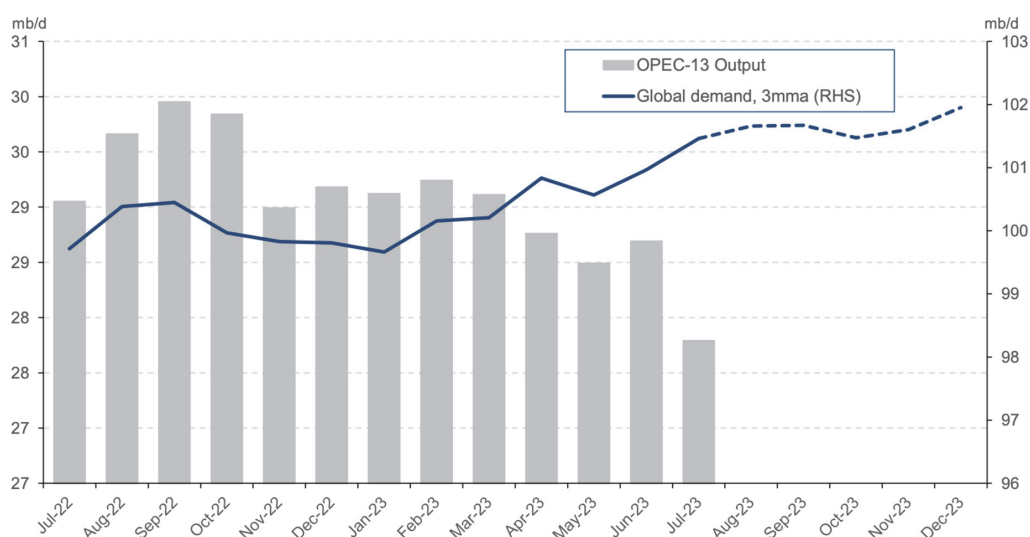
ท่าทีของซาอุดีอาระเบียพร้อมเสียสละรายได้ระยะสั้น เพื่อแลกกับราคาที่สูงขึ้นและอำนาจในการแทรกแซงตลาดระยะยาว

ในต้นเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ทางซาอุดีอาระเบียประกาศขยายระยะเวลานโยบายปรับลดการผลิตน้ำมันดิบโดยสมัครใจ (Voluntary cut) จำนวน 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ออกไปอีกจนถึงเดือน ก.ย. 2023 ทำให้ระดับการผลิตน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียจะทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 9 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือนดังกล่าว พร้อมทั้งระบุถึงความเป็นไปได้ที่จะ “ขยายระยะเวลา” และ “เพิ่มระดับการปรับลดการผลิต” ได้อีกหากมีความจำเป็น (...can be extended or extended and deepened.) ซึ่งมีความแข็งแกร่งมากขึ้นเมื่อเทียบกับแถลงการณ์ในเดือนก่อนหน้าที่จะระบุถึงเพียงความเป็นไปได้ในการขยายระยะเวลาการปรับลดการผลิต (...can be extended.)

เรามองว่าการตัดสินใจดังกล่าวสะท้อนความตั้งใจอย่างมากของซาอุดีอาระเบียที่ต้องการ 1) ผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับสูงกว่าปัจจุบัน โดยระดับราคาเป้าหมายน่าจะอยู่ที่ประมาณ 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และ 2) ย้ำเตือนต่อตลาดถึงอำนาจในการควบคุมราคา (Market power) ในมือของกลุ่ม OPEC ที่เพิ่มสูงขึ้น หลังถูกลดทอนความสามารถดังกล่าวลงในทศวรรษที่ผ่านมาให้กับสหรัฐฯ

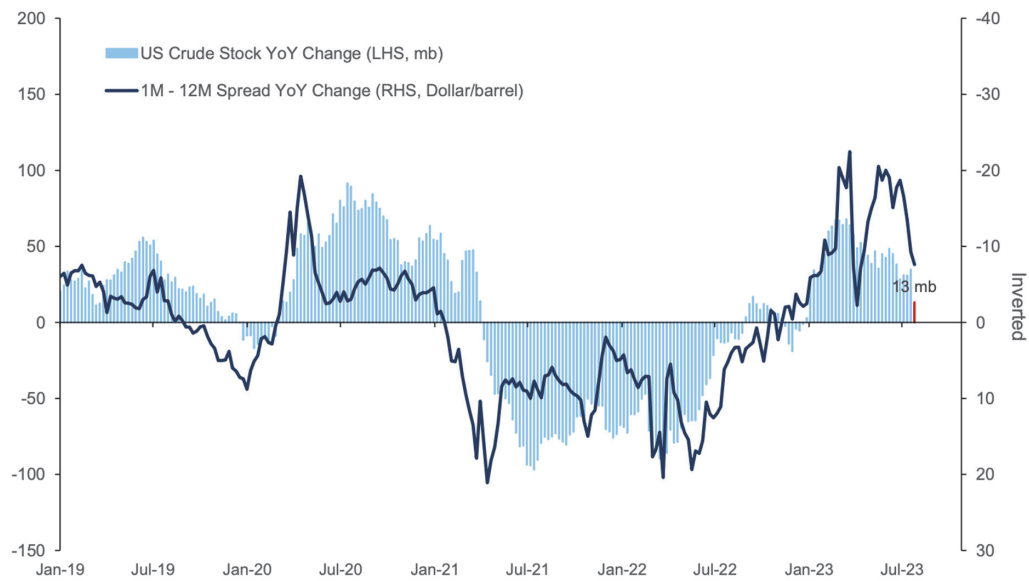
จุดยืนที่แข็งแกร่งของผู้ส่งออกน้ำมันดิบรายใหญ่อันดับ 1 อย่างซาอุดีอาระเบียในครั้งนี่ยังได้รับแรงสนับสนุนจากทางรัสเซียที่มีท่าทีสอดคล้องในการช่วยผลักดันราคา แตกต่างจากในเดือนมี.ค. 2020 ที่ทางรัสเซียไม่เห็นด้วยกับนโยบายปรับลดการผลิตของกลุ่ม OPEC จนทำให้เกิดสงครามราคา (Price war) กดดันราคาน้ำมันดิบอย่างรุนแรง ความร่วมมือกันโดยสองผู้ผลิตรายใหญ่ในครั้งนี้นี้จึงเป็นปัจจัยบวกต่อราคา

แผนภาพที่ 27: ซาอุดีอาระเบียระบุถึงความเป็นไปได้ที่จะ “ขยายระยะเวลา” และ “เพิ่มระดับการปรับลดการผลิต” ได้อีกหากมีความจำเป็น สวนทางกับแนวโน้มอุปสงค์โลกที่มีโมเมนตัมเติบโตต่อเนื่อง



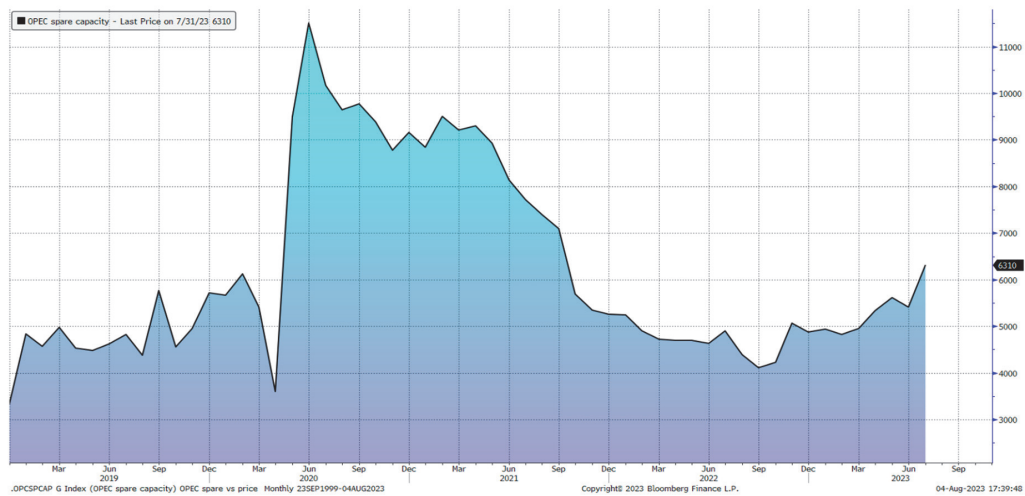
ที่มา: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: ส่วนต่างระหว่างราคาของสัญญาน้ำมันดิบ 1 เดือน และ 12 เดือนข้างหน้าเพิ่มสูงขึ้น สะท้อนถึงความตึงตัวในตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market)



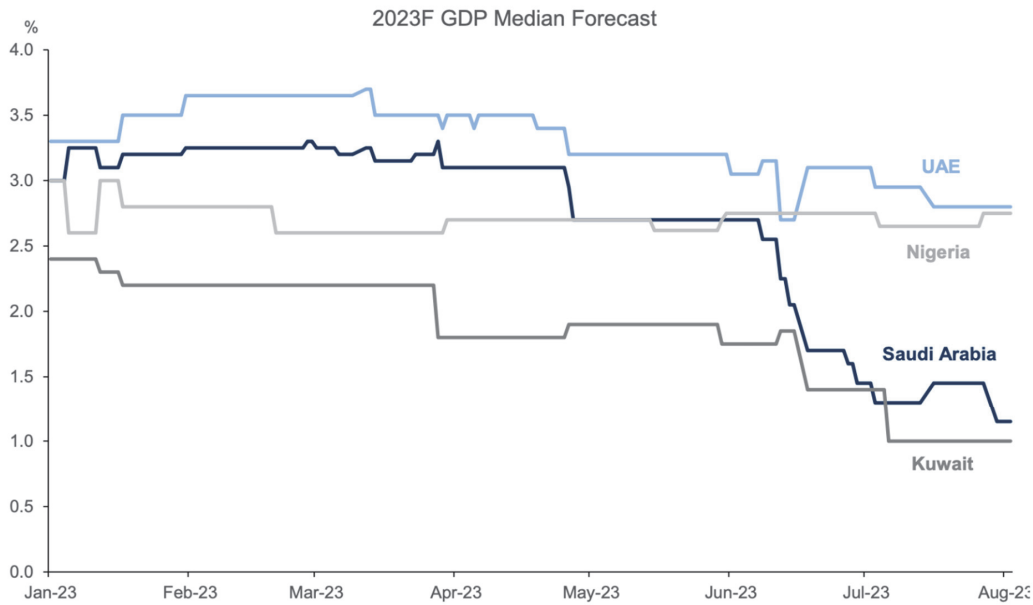
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 29: กำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ของ OPEC เพิ่มสูงขึ้น ลดโอกาสที่ราคาน้ำมันจะพุ่งสูงขึ้นอย่างควบคุมไม่ได้



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

แผนภาพที่ 30: คาดการณ์ GDP สำหรับปี 2023F ของหลายประเทศในกลุ่ม OPEC ถูกปรับลดลงหลังทางกลุ่มตัดสินใจใช้นโยบายลดการผลิตเพื่อพยุงระดับราคา



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

อุตสาหกรรม Shale oil ในสหรัฐฯ เปลี่ยนผ่านเข้าสู่ระยะของธุรกิจที่เติบโตเต็มที่แล้ว

นวัตกรรมการขุดเจาะน้ำมันจากชั้นหินดินดาน หรือ Shale oil ในสหรัฐฯ ได้เข้ามากระทบอุตสาหกรรมการขุดเจาะน้ำมันดิบแบบดั้งเดิม (Conventional oil) อย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ช่วงปี 2011 – 2014 หรือที่เรียกว่า Shale oil revolution ทำให้ความสามารถผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ เติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วจนพลิกบทบาทกลายเป็นผู้ส่งออกน้ำมันดิบได้ในเวลาต่อมา จากที่เคยมีมาตรการห้ามส่งออกน้ำมันดิบมายาวนานกว่า 40 ปี ส่งผลให้อำนาจการควบคุมตลาดของผู้ผลิตและส่งออกรายใหญ่ดั้งเดิมอย่างกลุ่ม OPEC ถูกลดทอนลงอย่างมีนัยสำคัญ และเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำตลอดช่วงปี 2014 – 2019

เทคโนโลยี Shale oil กระตุ้นให้เกิดการลงทุนเพื่อเพิ่มขีดจำกัดความสามารถในการผลิตเป็นวงกว้างเพื่อแข่งขันแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาด (Market share) มากกว่าที่จะให้ความสำคัญกับการทำกำไร เป็นลักษณะของธุรกิจในระยะเติบโต (Growth

stage) ซึ่งนับเป็นระยะเริ่มต้นในวัฏจักรธุรกิจ

อย่างไรก็ดี ภูมิทัศน์ของอุตสาหกรรม Shale oil ในสหรัฐฯ ได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญนับตั้งแต่เกิดวิกฤติโควิด-19 โดยผู้ถือหุ้นและผู้บริหารหันมาให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรในปัจจุบัน และการรักษากระแสเงินสด ในขณะที่การลงทุนมุ่งเน้นไปที่การเพิ่มประสิทธิภาพการขุดเจาะจากบ่อน้ำมันที่ดำเนินการอยู่ (Efficiency improvement) มากกว่าจะเป็นการเพิ่มจำนวนแท่นขุดเจาะเช่นในอดีต เราจึงมองภาพอุตสาหกรรม Shale oil กำลังเปลี่ยนผ่านเข้าสู่ระยะของการเป็นธุรกิจที่เติบโตเต็มที่แล้ว (Matured stage)

การเปลี่ยนแปลงของวัฏจักรธุรกิจดังกล่าวทำให้อำนาจในการควบคุมราคาของกลุ่ม OPEC กลับมาเพิ่มสูงขึ้น เราจึงมองว่าความพยายามในการพยุงราคาน้ำมันดิบของกลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่จะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะ 1 – 2 เดือนข้างหน้าที่อุปสงค์น้ำมันโลกยังมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 31: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อราคาน้ำมันดิบที่ปรับลดลง สะท้อนความระมัดระวังของกลุ่มผู้ผลิต



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

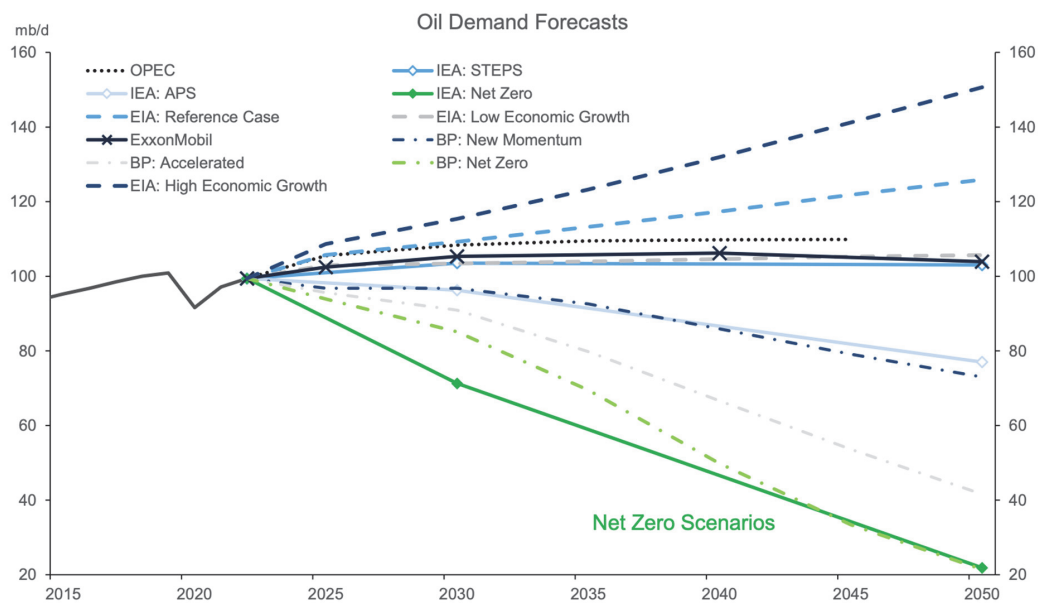
แผนภาพที่ 32: คาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกในระยะยาวมีความไม่แน่นอนสูงมาก ส่งผลลบต่อความมั่นใจของผู้ผลิตในการตัดสินใจลงทุน

Global Oil Demand Forecasts (mb/d)							
		2025	2030	2035	2040	2045	2050
OPEC		106	108	109	110	110	
IEA	Stated Policies		104				103
	Announced Pledges		96				77
	Net Zero		71				22
EIA	High Economic Growth	109	115	123	132	141	151
	Reference Case	106	109	113	117	122	126
	Low Economic Growth	103	103	104	105	105	106
ExxonMobil		102	105		106		104
BP	New Momentum	97	97	93	86	79	73
	Accelerated	96	91	80	67	54	42
	Net Zero	94	85	70	50	33	21

Note: Numbers in dark blue cells indicate peak demand forecasted in respective scenarios

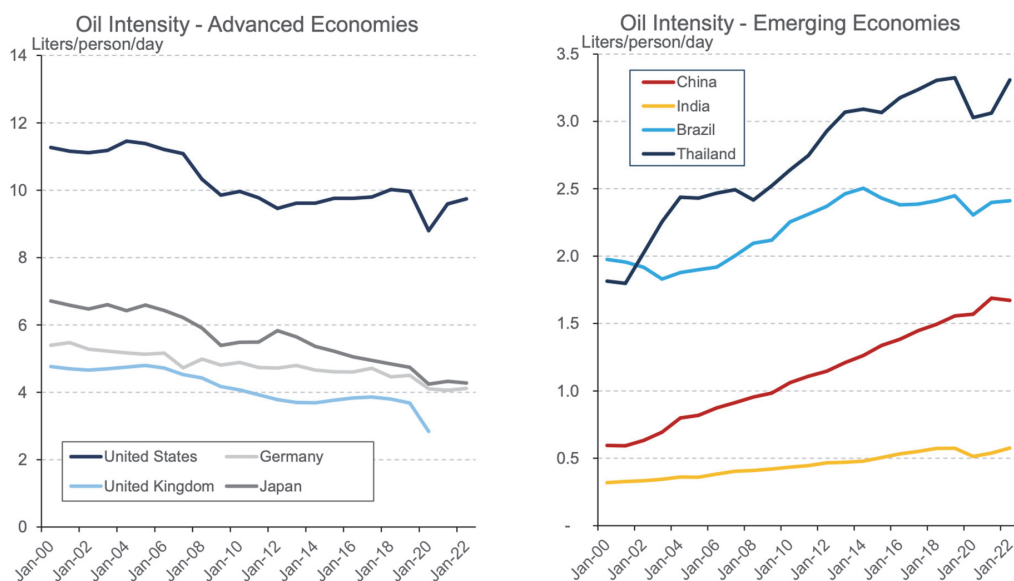
ที่มา: IEA, EIA, OPEC, ExxonMobil, BP, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 33: คาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกในระยะยาวมีความไม่แน่นอนสูงมาก ส่งผลต่อความมั่นใจของผู้ผลิตในการตัดสินใจลงทุน



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

แผนภาพที่ 34: อัตราการบริโภคน้ำมันต่อคนในประเทศเศรษฐกิจกำลังพัฒนา (ภาพขวา) ซึ่งนับเป็นจำนวนประชากรส่วนมากของโลก มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง



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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัว 2.4% QoQ, saar ในไตรมาสที่ 2 สูงกว่าคาดการณ์ตลาด ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังคงดีอยู่เข้าสู่ไตรมาสที่ 3 โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผู้บริโภคซึ่งเป็นกำลังหลักของเศรษฐกิจ ขณะที่แรงกดดันเงินเพื่อเริ่มแผ่วลง ซึ่งกิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังออกมาดีได้ช่วยลดความเสี่ยงการเกิด Recession แต่ทำให้ Fed มีความจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อ โดยการคงดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงในปัจจุบัน (5.25-5.50%) เป็นระยะเวลาหนึ่งซึ่งเป็นมุมมองกรณีฐาน (Baseline) ของเรา หรืออาจปรับดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมโดยขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญอย่างเงินเฟ้อ CPI และการจ้างงานที่ Fed จะได้รับรู้อีกอย่างละครั้งก่อนถึงการประชุมเดือน ก.ย.
- เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัว 0.3% QoQ ในไตรมาส 2 ดีกว่าตลาดคาดที่ 0.2% แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการขยายตัวสูงของเศรษฐกิจไอร์แลนด์ ขณะที่เศรษฐกิจส่งสัญญาณอ่อนแอลงมากเข้าสู่ไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่อ่อนแอต่อในเดือน ก.ค. โดยภาคการผลิตยังคงหดตัวต่อเนื่อง ส่วนภาคบริการที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในช่วงที่ผ่านมาได้แผ่วลงมากที่สุดในรอบ 6 เดือน ด้านอุปสงค์ของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดขายปลีกฟื้นตัวดีขึ้นแต่คงยังอ่อนแออยู่มาก ด้านนโยบายการเงิน ECB ได้ปรับดอกเบี้ยขึ้น +25bps สู่ระดับ 3.75% ในการประชุมเดือน ก.ค. แต่การประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ย. มีความไม่แน่นอนสูงว่า ECB จะหยุดหรือปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อ โดยขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจที่จะได้รับรู้ก่อนการประชุม
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นขยายตัว 6.0% QoQ, saar ในไตรมาส 2 สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์อย่างมากที่ 2.9% โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ภายนอกประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน ด้านนโยบายการเงินในการประชุมวันที่ 27-28 ก.ค. ทาง BoJ มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ 1) ให้คงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบอ้างอิง +/-0.5% แต่ได้ปรับเป็นเป้าหมายที่ไม่เข้มงวด และปรับเป้าหมายการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่อัตราผลตอบแทน 1.0% จากเดิมที่ 0.5%
- เศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณการฟื้นตัวที่แผ่วลงมากเมื่อเทียบกับช่วงต้นปีสะท้อนผ่านยอดขายปลีก การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ชะลอตัวลงและต่ำกว่าที่ตลาดคาด โดยในวันที่ 15 ส.ค. PBoC ได้ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ท่ามกลางกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณอ่อนแอลง โดยการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจีนต่อจากนี้มีความไม่แน่นอนสูงและมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำ (Downside risk) ขณะที่ตลาด (Bloomberg consensus) ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจจีนปี 2023 ลงอย่างต่อเนื่องอยู่ที่ระดับ 5.2% ในปัจจุบัน จากที่เคยประเมินไว้ราว 5.7% ในช่วงไตรมาส 2/2023
- เศรษฐกิจไทยไตรมาส 2 ขยายตัว 1.8% YoY จากระดับ 2.6% ในไตรมาสก่อน ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาด โดยล่าสุด สศช. ได้หั่นประมาณการ GDP ในปีนี้ลงมาอยู่ในกรอบ 2.5-3.0% ขณะที่เรคาดในกรณีฐาน (Baseline) ว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% (ระดับปัจจุบัน) ในระยะข้างหน้า โดยรอประเมินพัฒนาการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อไปก่อน (Wait-and-see approach) จากมุมมองของ กนง. ที่ประเมินว่าเศรษฐกิจมีความเสี่ยงมากขึ้น แม้ว่า กนง. ยังไม่ได้ส่งสัญญาณการหยุดปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ทั้งนี้ สถานการณ์ภัยแล้งเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า ทั้งในส่วนของรายได้เกษตรกรที่จะลดลง และแรงกดดันจากเงินเฟ้อในกลุ่มอาหารที่จะสูงขึ้นได้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

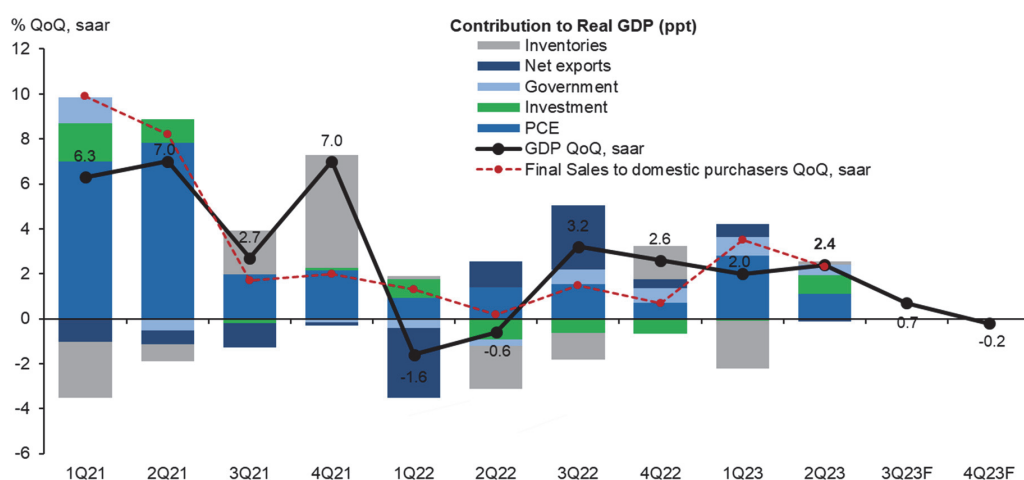
เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัว 2.4% QoQ, saar (vs. 2.0% ไตรมาสก่อน) ไบไตรมาสที่ 2 สูงกว่าคาดการณ์ตลาด ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจยังคงดีอยู่แม้จะมีสัญญาณแผ่วลงเข้าสู่ไตรมาส 3 โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผูบริโภคซึ่งเป็นกำลังหลักของเศรษฐกิจ สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกที่ยังขยายตัวได้ดีในเดือน ก.ค. หนุนโดยตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งและค่าจ้างที่โตสูง ขณะที่แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มแผ่วลง ซึ่งกิจกรรมเศรษฐกิจที่ยังออกมาดีได้ช่วยลดความเสี่ยงการเกิด Recession แต่ก็ทำให้ Fed มีความจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อ โดยการคงดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงในปัจจุบัน (5.25-5.50%) เป็นระยะเวลาหนึ่งซึ่งเป็นมุมมองกรณีฐาน (Baseline) ของเรา หรืออาจปรับดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติม (Dot plot ล่าสุด Fed อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้ง +25bps) โดยขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญอย่างเงินเฟ้อ CPI และการจ้างงานที่ Fed จะได้รับรู้อีกครั้งก่อนถึงการประชุมเดือน ก.ย.

GDP ไตรมาส 2 ขยายตัวดีกว่าคาด ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจยังคงดีอยู่แม้จะมีสัญญาณแผ่วลงเข้าสู่ไตรมาส 3 โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผูบริโภค

GDP ไตรมาส 2 (เบื้องต้น) ขยายตัว 2.4% QoQ, saar สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 1.8% และเร่งตัวขึ้นจาก 2.0% ในไตรมาสก่อน โดยการบริโภคเอกชนชะลอตัวลงมากเป็น 1.6% จากที่ขยายตัวสูง 4.2% ในไตรมาสก่อน แต่ออกมาดีกว่าตลาดที่ 1.2% ส่วนการลงทุนพลิกขยายตัว 4.9% (vs. -0.4% ไตรมาสก่อน) จากการลงทุนที่ไม่ใช่ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เร่งตัวขึ้นมาก (7.7% vs. 0.6% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาค

อสังหาริมทรัพย์ยังหดตัว (-4.2% vs. -4.0% ไตรมาสก่อน) ด้านการใช้จ่ายภาครัฐชะลอตัวลง (2.6% vs. 5.0% ไตรมาสก่อน) ส่วนกิจกรรมภาคต่างประเทศอ่อนแอ โดยยอดส่งออกสุทธิ (Net exports) กลับมาเป็นปัจจัยจุดในไตรมาสนี้ที่ -0.12ppt (vs. +0.58ppt ไตรมาสก่อน) โดยยอดส่งออกพลิกหดตัวสูง -10.8% (vs. 7.8% ไตรมาสก่อน) รวมถึงยอดนำเข้าที่พลิกหดตัว -7.8% (vs. 2.0% ไตรมาสก่อน) เช่นกัน ขณะที่มองไปข้างหน้า ตลาดคาดเศรษฐกิจจะชะลอลงมากในช่วงครึ่งหลังของปีที่ 0.7% และ -0.2% ในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ

แผนภาพที่ 35: GDP ไตรมาส 2 (เบื้องต้น) ขยายตัว 2.4% QoQ, saar (vs. 2.0% ไตรมาสก่อน) ขณะที่คาดเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงครึ่งหลังของปี



Note: Bloomberg consensus as of 17 Aug.

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

ด้านกิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังคงขยายตัวได้ดีแม้จะมีสัญญาณแผ่วลงเข้าสู่ไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนี ISM ภาคบริการเดือน ก.ค. ที่ปรับตัวลดลงมากกว่าคาดการณ์ตลาดอยู่ที่ 52.7 จุด หลังจาก que ปรับขึ้นสูงสุดในรอบ 4 เดือนในเดือนก่อนหน้า (53.9 จุด) ขณะที่ภาคการผลิตแม้จะปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยแต่ก็ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 และแย่กว่าตลาดคาดการณ์ (46.4 จุด vs. 46.0 จุด เดือนก่อน และ 46.9 จุด ตลาดคาดการณ์) ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan พื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่อง (+7.2 เป็น 71.6 จุด เดือน ก.ค.) อยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 21 เดือน ตามแรงกดดันเงินเฟ้อที่แผ่วลง แต่ก็ยังถือว่าต่ำกว่าระดับก่อนเกิด COVID อยู่มาก

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ขยายตัว 0.7% MoM สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.4% ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้น +0.1ppt เป็น 0.3% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นเป็น 3.2% YoY (vs. 1.6% เดือนก่อน) โดยหากไม่นับรวมหมวดสินค้าที่ผันผวน อาทิ ร้านอาหาร, รถยนต์, อุปกรณ์ก่อสร้าง และปั๊มน้ำมันหรือ Retail Control Group ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคำนวณ GDP พบว่าขยายตัว 1.0% MoM สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.5% เช่นกัน สะท้อนการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ยังดี หนุนโดยตลาดแรงงานและค่าจ้างแรงงานที่สูง ขณะที่แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มแผ่วลง

อย่างไรก็ดี ในระยะข้างหน้าการใช้จ่ายของผู้บริโภคมีแนวโน้มที่จะถูกจำกัดมากขึ้น ส่วนหนึ่งเนื่องจากเงินออมส่วนเกิน (Excess savings) ที่สะสมมาก่อนหน้านี้ในช่วง COVID ได้ปรับลดลงไปมากแล้ว ขณะที่ยอดค้างชำระหนี้ (Delinquency rate) ได้ปรับเพิ่มขึ้นมาก โดยเฉพาะหนี้บัตรเครดิตและหนี้รถยนต์ นอกจากนี้ นับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2023 เป็นต้นไปจะ

ต้องกลับมาจ่ายคืนหนี้เพื่อการศึกษา (Student loans) หลังจากที่ได้รับไปชั่วคราวในช่วง COVID

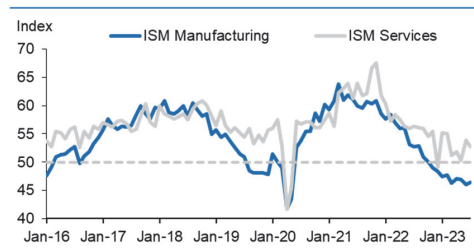
ด้านภาคการผลิต ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ค. พลิกกลับมาขยายตัว 1.0% MoM (vs. -0.8% เดือนก่อน) สูงกว่าคาดการณ์ตลาดอย่างมากที่ 0.3% จากผลผลิตรถยนต์ (5.2%) และสาธารณูปโภค (5.4%) ที่อากาศร้อนทำให้ความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมยังคงหดตัว -0.2% YoY (vs. -0.8% เดือนก่อน) สะท้อนกิจกรรมในภาคการผลิตที่ไม่ดีนัก สอดคล้องกับดัชนี ISM Manufacturing ที่อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง 9 เดือน และต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2020 ท่ามกลางอุปสงค์โลกชะลอ

ขณะที่การลงทุน ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุนไม่นับรวมอาวุธ ยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Capital goods orders excl. defense & aircraft) ซึ่งสะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่แท้จริง ขยายตัว 0.1% MoM ในเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงจาก 0.4% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดเล็กน้อยที่ 0.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน พบว่า ชะลอตัวลงเป็น 1.5% YoY (vs. 3.2% เดือนก่อน) ด้านดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ในภาคการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) เดือน ก.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.7 จุด เป็น 47.3 จุด แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 สะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่จะยังไม่สดใสนัก

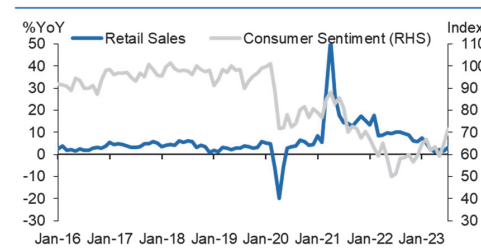
ส่วนภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. หดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -4.3% YoY (vs. -2.9% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดนำเข้าหดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -7.8% (vs. -6.8% เดือนก่อน) สะท้อนกิจกรรมภายนอกประเทศที่ยังไม่ดีและยังมีแนวโน้มแย่ลงตามสถานะอุปสงค์ที่ชะลอลงทั่วโลกทั้งจีนและยุโรป ซึ่งเป็นคู่ค้าสำคัญ

แผนภาพที่ 36: ดัชนี PMI สะท้อนกิจกรรมเศรษฐกิจแผ่วลงเข้าสู่ไตรมาส 3 ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 21 เดือน แต่ก็ยังต่ำกว่าระดับก่อน COVID-19 อยู่มาก ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจจริงมีทิศทางชะลอตัว

ISM manufacturing vs. services



Consumption



Investment



Trade



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

กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังคงดีอยู่ โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผู้บริโภค ซึ่งได้ช่วยลดความกังวลเรื่อง Recession ลงไป แต่ขณะเดียวกันก็สะท้อนถึงแรงกดดันเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์ที่จะยังคงสูง ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงให้ Fed มีความจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากต่อเนื่อง โดยการคงดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงในปัจจุบัน (5.25-5.50%) เป็นระยะเวลานาน หรืออาจตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติม (Dot plot ล่าสุดเดือน มิ.ย.ชี้ Fed อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้ง +25bps) ซึ่งขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญอย่างเงินเฟ้อ CPI และการจ้างงานที่ Fed จะได้รับรู้อีกอย่างละครั้งก่อนถึงการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 20-21 ก.ย.

เรายังคงมองในกรณีฐาน (Baseline) ว่าดอกเบี้ยของ Fed ได้อยู่ที่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate แล้วที่ 5.25-5.50% ซึ่งเป็นมุมมองเดียวกันกับตลาด ขณะที่มองว่าเงินเฟ้อที่ยังสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังออกมาค่อนข้างดีจะทำให้ Fed ต้องคงดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงเป็นระยะเวลาหนึ่งเลยผ่านปีนี้เป็นอย่างน้อย หรือน่าจะไม่เกิดการปรับลดดอกเบี้ยในเร็วๆ นี้

การกลับมาจ่ายคืนหนี้เพื่อการศึกษา นับตั้งแต่เดือน ต.ค. นับเป็นปัจจัยกดดันการใช้จ่ายของผู้บริโภคในระยะข้างหน้า

รัฐบาลสหรัฐฯ ได้ออกมาตรการพักการชำระคืนหนี้เพื่อการศึกษา (Student loans) ภายใต้กฎหมาย Cares Act ที่ได้บังคับใช้ในเดือน มี.ค. 2020 เพื่อลดทอนผลกระทบจาก COVID-19 โดยมาตรการดังกล่าวได้ถูกต่ออายุหลายครั้งก่อนที่จะถูกกำหนดให้สิ้นสุด

ในวันที่ 31 ส.ค. ขณะที่ลูกหนี้จะต้องเริ่มกลับมาชำระคืนหนี้ในเดือน ต.ค.

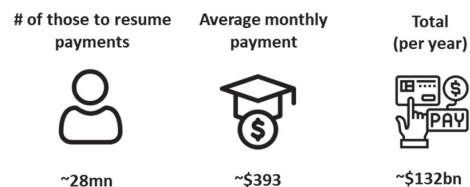
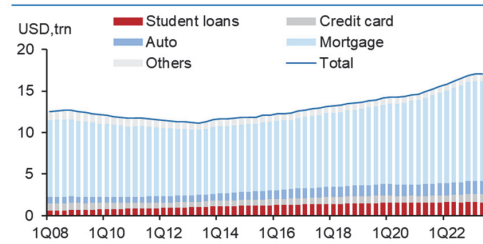
การกลับมาชำระคืนหนี้เพื่อการศึกษา นับเป็นความเสี่ยงด้านต่ำต่อการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ปัจจุบันก็ถูกจำกัดมากขึ้นอยู่แล้ว ส่วนหนึ่งจากเงินออมส่วนเกิน (Excess savings) ที่สะสมมาก่อนหน้านั้นในช่วง COVID ได้ปรับลดลงไปมาก ขณะที่หนี้ส่วนอื่นๆ ได้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะหนี้บัตรเครดิตและหนี้รถยนต์ ซึ่งเห็นยอดการค้างชำระ (Delinquency rate) เร่งตัวขึ้นมาก

ทั้งนี้ เราประเมินเม็ดเงินที่จะนำมาชำระคืนหนี้เพื่อการศึกษาโดยประเมินจากจำนวนลูกหนี้ที่ได้เข้าร่วมมาตรการพักหนี้ ซึ่งมีราว 28 ล้านคน และคำนวณโดยเฉลี่ยก่อน COVID-19 ที่ 393 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน ซึ่งจะคิดเป็นมูลค่าหนี้รวมราว 1.32 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี หรือประมาณ 0.5% ของ GDP (ราว 0.1% ต่อไตรมาส) และประมาณ 0.8% ของ PCE (ราว 0.2% ต่อไตรมาส)

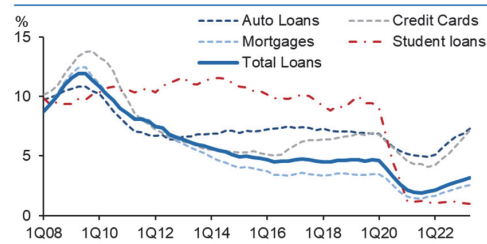
อย่างไรก็ดี ผลกระทบจริงต่อ GDP และ PCE อาจจะต่ำกว่าระดับดังกล่าว เนื่องจาก 1) ลูกหนี้บางส่วนอาจจะไม่รับกลับมาจ่าย เพราะบทลงโทษต่อการผิดนัดชำระในช่วง 1 ปีแรกไม่รุนแรงเท่าที่ จะยังไม่ส่งผลกระทบต่อ Credit score และจะยังไม่โดนเก็บค่าธรรมเนียมการจ่ายล่าช้า เป็นต้น 2) ลูกหนี้สามารถเลือกที่จะเข้าร่วมโครงการ Income-Driven Repayment (IDR) ซึ่งจะช่วยลดค่าวงจรายเดือนลงเมื่อเทียบกับที่เคยจ่ายในช่วงก่อนเกิด COVID-19 3) อาจนำเงินออมส่วนเกิน (Excess savings) ที่มีอยู่มาใช้ โดยเฉพาะในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-สูง และ 4) อาจกู้ยืมเงินเพิ่มเติมจากแหล่งอื่นๆ เพื่อไม่ให้กระทบการใช้จ่ายในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 37: การกลับมาจ่ายคืนหนี้เพื่อการศึกษา นับเป็นความเสี่ยงต่อการใช้จ่ายของผู้บริโภคในระยะข้างหน้า ที่มีการหนี้เพิ่มขึ้นมากอยู่แล้ว โดยเฉพาะหนี้บัตรเครดิตและหนี้รถยนต์

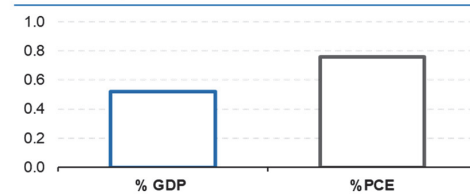
Household loans outstanding (as of 2Q23)



Delinquency rate (as of 2Q23)



Potential impact of student loan repayment ^{1\}



Note: 1\ This would be the maximum impact (in nominal terms) as it depends on how the borrowers decide to handle the resumption of payments: e.g. reducing spending, drawing down savings, increasing other borrowing, delaying payment (the repercussions of not repaying will be less onerous for a year, i.e. loans won't go into default, delinquencies won't be reported to credit rating agencies, and borrowers won't be assessed late fees for missed payments). In addition, some borrowers may opt to enroll in income-driven repayment (IDR) plans, which could potentially lower their monthly payments compared to pre-COVID.

ที่มา: Bloomberg, NY Fed, Flatiron, Oxford Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Trade war กระทั่งการส่งออกไปจีน

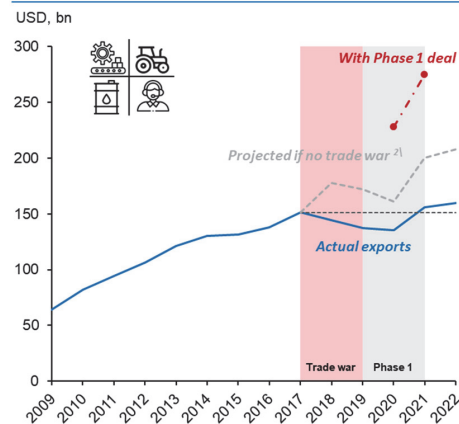
นับเป็นเวลา 5 ปีแล้วตั้งแต่เกิดสงครามการค้า (Trade war) ระหว่างสหรัฐฯ กับจีนขึ้นในปี 2018 ก่อนที่ทั้งสองฝ่ายจะพยายามลดความตึงเครียดระหว่างกันลง ซึ่งได้นำไปสู่การทำข้อตกลงการค้า Phase 1 ในช่วงต้นปี 2020 ที่สหรัฐฯ กำหนดให้จีนนำเข้าสินค้าและบริการจากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อเทียบกับมูลค่าปี 2017 ในช่วง 2 ปี (2020-2021) โดยแบ่งสินค้าในข้อตกลงออกเป็น 4 หมวดคือ 1) สินค้าอุตสาหกรรม 2) สินค้าเกษตร 3) พลังงาน และ 4) การบริการ

เมื่อย้อนดูมูลค่าการส่งออกของสหรัฐฯ ไปจีนหลังเกิดสงครามการค้าพบว่า ปรับลดลงมากในปี 2018-2019 ก่อนที่จะ

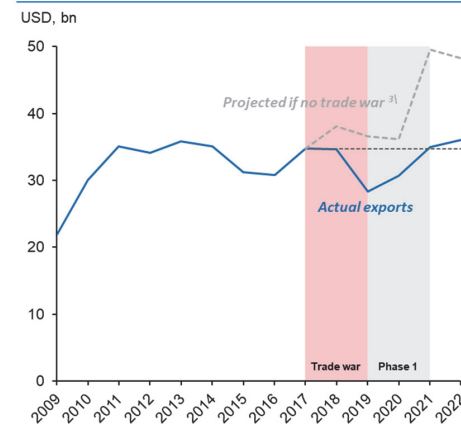
เริ่มฟื้นตัวขึ้นและกลับมาอยู่เหนือระดับก่อนเกิดสงครามการค้า (ปี 2017) ได้ในปี 2022 อย่างไรก็ตาม การส่งออกไปจีนถือว่าอ่อนแอมากเมื่อเทียบกับกรณีที่ไม่เกิดสงครามการค้าระหว่างกันขึ้น (เส้นประสีเทาในแผนภาพด้านล่าง) ซึ่งประเมินโดยอิงจากอัตราการเติบโตของการนำเข้าสินค้า (Import growth) จากโลกของจีน โดยส่งออกอ่อนแอทั้งในหมวดสินค้าที่ครอบคลุมในข้อตกลงการค้า Phase 1 (แผนภาพซ้ายมือ) และหมวดอื่นๆ นอกเหนือจากนั้น (แผนภาพขวามือ) ขณะที่การส่งออกสินค้าไปจีนไม่ได้มีการเพิ่มขึ้นตามที่ได้ตกลงกันไว้ในข้อตกลง Phase 1 (เส้นสีแดงในแผนภาพด้านล่าง)

แผนภาพที่ 38: การส่งออกสินค้าไปจีนแม้จะฟื้นตัวขึ้นอยู่เหนือระดับก่อนเกิดสงครามในปี 2017 (เส้นสีน้ำเงิน) แต่ก็อ่อนแอมากเมื่อเทียบกับกรณีที่ไม่เกิดสงครามการค้าระหว่างกัน (เส้นประสีเทา)

US exports of goods and services to China covered by the Phase 1 deal ^{1\}



US exports of goods to China not covered by the Phase 1 deal ^{1\}



Note: 1\ Under the Phase 1 deal, China committed to purchase additional \$200bn, compared with 2017 level, worth of US goods over 2 years (2020-2021). Products covered in the Phase 1 deal are divided into 4 categories: manufactured goods (\$77.7bn 2-year total), agriculture (\$32.0bn), energy (\$52.4bn) and services (\$37.9bn). 2\ Constructed by projecting US exports based on growth of China's total imports of goods and services covered by the Phase one agreement from the world. 3\ Constructed by projecting US exports based on growth of China's total imports of goods not covered by the Phase one agreement from the world.

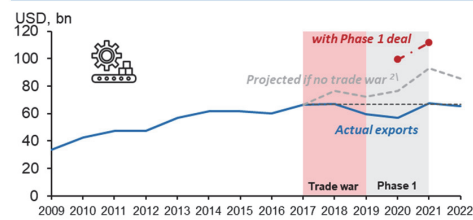
ที่มา: PIIE, US Census, US BEA, USTR.gov, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากดูการส่งออกสินค้า 4 หมวดตามข้อตกลงการค้า Phase 1 พบว่า การส่งออกสินค้าเกษตรมีการเติบโตดีที่สุด โดยเพิ่มขึ้นเหนือระดับก่อนเกิดสงครามการค้าอย่างมากและใกล้เคียงกับระดับในกรณีที่ไม่มีสงครามการค้าเกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม ส่วนหนึ่งเป็นผล

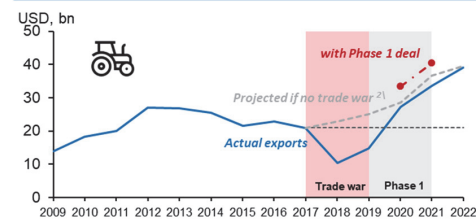
จากราคาโภคภัณฑ์ที่ปรับเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าวด้วย ขณะที่หมวดบริการอ่อนแอที่สุด เนื่องจากได้รับผลกระทบโดยตรงจากการระบาดของ COVID-19

แผนภาพที่ 39: ส่งออกสินค้าเกษตร (ขวามือบน) มีพัฒนาการดีที่สุด แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาโลกภัณฑ์ที่ปรับเพิ่มขึ้นด้วย

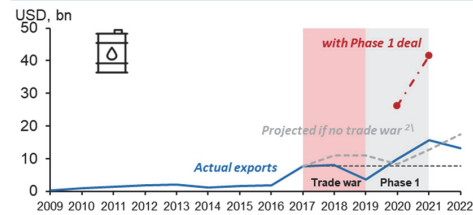
US exports to China: manufactured products ^{1\}



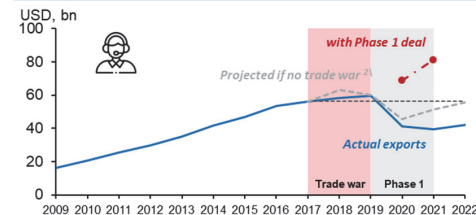
US exports to China: agricultural goods ^{1\}



US exports to China: energy goods ^{1\}



US exports to China: services ^{1\}



Note: 1\ Under Phase 1 deal, China committed to purchase additional \$200bn, compared with 2017 level, worth of US goods over 2 years (2020-2021). Products covered in the Phase 1 deal are divided into 4 categories: manufactured goods (\$77.7bn 2-year total), agriculture (\$32.0bn), energy (\$52.4bn) and services (\$37.9bn). 2\ Constructed by projecting US exports based on growth of China's total imports of goods and services covered by the phase one agreement from the world.

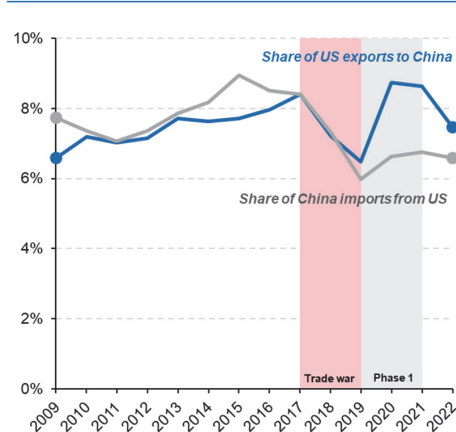
ที่มา: PIIE, US Census, US BEA, USTR.gov, Trademap, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ เราพบว่าจีนได้ลดการพึ่งพาการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ค่อนข้างมากนับตั้งแต่เกิดสงครามการค้าขึ้น โดยสัดส่วนการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ของจีนลดลงจากกว่า ~8% ในปี 2017 มาอยู่ที่เพียง ~6% เท่านั้นในปี 2022 ซึ่งรวมถึงการนำเข้าสินค้าเกษตรจากสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่ในทางกลับ

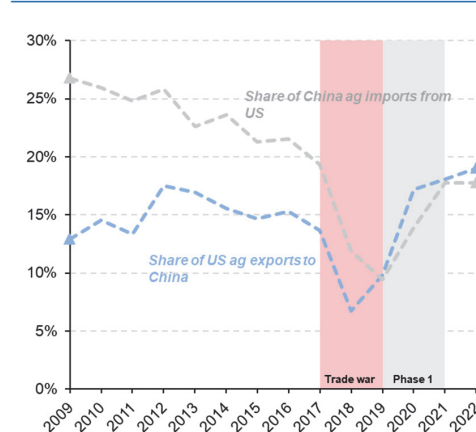
กัน สหรัฐฯ ได้มีแนวโน้มพึ่งพาตลาดจีนมากขึ้นสำหรับการส่งออกสินค้ากลุ่มดังกล่าว ทำให้โดยสรุปแล้ว เรามองว่าสงครามการค้านั้นก่อให้เกิดผลเสียมากกว่าผลดีต่อสหรัฐฯ โดยเฉพาะการสูญเสียตลาดสำคัญอย่างจีนไป

แผนภาพที่ 40: จีนได้ลดการพึ่งพาการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ค่อนข้างมากนับตั้งแต่เกิดสงครามการค้าขึ้น (เส้นสีเทา)

US export dependence on China: total goods



US export dependence on China: agricultural goods



ที่มา: PIIE, US Census, US BEA, USTR.gov, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองดอกเบี้ย Fed ได้มาอยู่ที่ระดับสูงสุด (Terminal rate) แล้วที่ 5.25-5.50% แต่ก็ยังมีความไม่แน่นอนอยู่มาก

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติเป็นเอกฉันท์ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น +25bps สู่ระดับ 5.25-5.50% ในการประชุมวันที่ 25-26 ก.ค. ซึ่งเป็นไปตามคาดการณ์ในวงกว้างของตลาด ขณะที่กระบวนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในระยะข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจที่จะรายงานออกมา (Totality of the incoming data)

โดยเรายังคงมองในกรณีฐาน (Baseline) ว่าอัตราดอกเบี้ยของ Fed ได้มาอยู่ที่ระดับสูงสุดหรือ Terminal rate แล้ว ซึ่งเป็นมุมมองเดียวกันกับตลาดในปัจจุบัน ท่ามกลางตัวเลขการจ้างงาน (Nonfarm payrolls) ที่ชะลอลงต่อเนื่องและออกมาต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดในเดือน ก.ค. รวมถึงอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ที่เดือน ก.ค. เพิ่มขึ้น MoM ในอัตราต่ำต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ซึ่งนับว่าเป็นสัญญาณเชิงบวก ขณะที่มองว่าเงินเฟ้อที่ยังสูงกว่า

เป้า 2% จะทำให้ Fed ต้องดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงเป็นระยะเวลาหนึ่งไปก่อน

อย่างไรก็ดี ด้วยตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังออกมาค่อนข้างดี โดยเฉพาะการใช้จ่ายของผู้บริโภค ซึ่งสะท้อนได้ถึงแรงกดดันเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์ที่ยังค่อนข้างสูง ทำให้ Fed มีความจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากต่อเนื่อง โดยการคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงในปัจจุบัน (5.25-5.50%) เป็นระยะเวลานาน หรืออาจตัดสินใจปรับดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมอีก (Dot plot ล่าสุดเดือน มิ.ย. ชี้ Fed อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้ง +25bps) ซึ่งจะขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญอย่างเงินเฟ้อ CPI และการจ้างงานที่ Fed จะได้รับรู้ก็อย่างละครั้งก่อนถึงการประชุมครั้งในวันที่ 19-20 ก.ย. ดังนั้น การตัดสินใจเรื่องดอกเบี้ยของ Fed ยังมีความไม่แน่นอนสูง

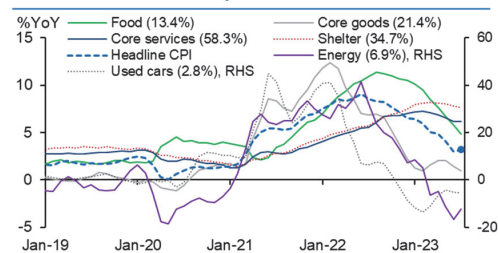
แผนภาพที่ 41: ประธาน Fed ระบุว่าดอกเบี้ยอาจปรับขึ้นหรือคงอยู่ที่ระดับเดิมก็ได้สำหรับการประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ย. โดยขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจ ขณะที่เราและตลาดมองว่าดอกเบี้ย Fed ได้อยู่ที่ระดับสูงสุดแล้วที่ 5.25-5.50%

Chairman Powell's press conference

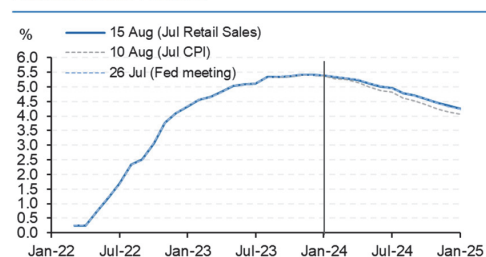


Caption	Press conference of 25-26 Jul meeting
Economy	Activity has been expanding at a modest pace; Fed staff forecasts a noticeable slowdown in growth later this year but no longer sees a recession.
Inflation	June CPI report was welcomed but it's only one report, one month's data. We're going to need to see more data.
Labor market	Remains very tight but there are some continuing signs that supply and demand in the labor market are coming into better balance.
Policy rate	Continue to take a data-dependent approach, meaning it could be a hike or hold in Sep.
Condition for rate cuts	- If inflation is seen to be coming down credibly, sustainably, then we don't need to be at a restrictive level anymore. - You'd stop raising long before you got 2% inflation and you'd start cutting before you got to 2% inflation too.

Inflation with main components: % YoY^{1\}



Federal Funds Futures



Note: 1\ Number in () indicates % weight in CPI basket as of Jun 2023.

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

เศรษฐกิจยุโรป

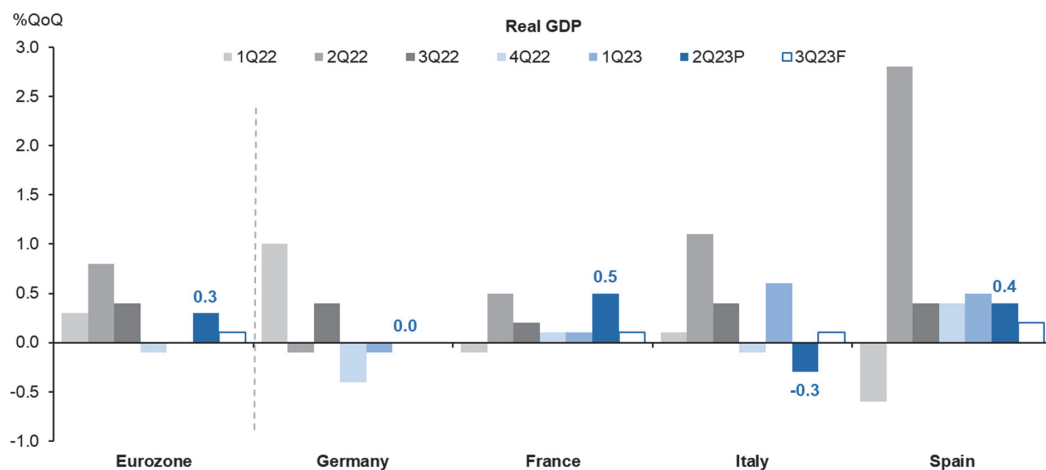
เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัว 0.3% QoQ ไตรมาส 2 เร่งตัวขึ้นจากที่ไม่ขยายตัวและดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.2% แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการขยายตัวสูงของเศรษฐกิจไอร์แลนด์ ขณะที่เศรษฐกิจส่งสัญญาณอ่อนแอลงมากเข้าสู่ไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่อ่อนแอต่อเนื่องในเดือน ก.ค. โดยภาคการผลิตยังคงหดตัวต่อเนื่อง ส่วนภาคบริการที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในช่วงที่ผ่านมาได้แผ่วลงมากที่สุดในรอบ 6 เดือน ด้านอุปสงค์ของภูมิภาคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกฟื้นตัวดีขึ้นแต่คงยังอ่อนแออยู่มาก ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อชะลอตัวลงต่อเนื่องจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ ECB โดย ECB ได้ปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับ 3.75% ในการประชุมเดือน ก.ค. ตามคาด แต่การประชุมครั้งถัดไปในเดือน ก.ย. มีความไม่แน่นอนสูงกว่า ECB จะหยุดหรือปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อ โดยขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจที่จะได้รับรู้ก่อนการประชุมอย่างตัวเลขตลาดแรงงานและเงินเฟ้อพื้นฐาน

GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว 0.3% QoQ สูงกว่าคาด แต่ไม่เมนตั้ม เศรษฐกิจอ่อนแอลงเข้าสู่ไตรมาส 3

GDP ไตรมาส 2 (เบื้องต้น) ขยายตัว 0.3% QoQ เร่งตัวขึ้นจากที่ไม่ขยายตัว (0.0%) ในไตรมาสก่อน และดีกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.2% แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจาก GDP ของไอร์แลนด์ที่ขยายตัวสูง (3.3% QoQ vs. -2.8% ไตรมาสก่อน) นับเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจของยูโรโซนโดยรวมในไตรมาสนี้ราว 0.1ppt กล่าว

คือถ้าไม่นับรวมไอร์แลนด์ GDP ของยูโรโซนจะขยายตัว 0.2% ขณะที่ GDP ของ 4 ประเทศหลัก ได้แก่ เยอรมนี (0.0% vs. 0.1% ตลาดคาดและ -0.1% ไตรมาสก่อน) และอิตาลี (-0.3% vs. 0.0% ตลาดคาดและ 0.6% ไตรมาสก่อน) ออกมาต่ำกว่าคาดการณ์ตลาด ขณะที่ของฝรั่งเศส (0.5% vs. 0.1% ตลาดคาดและเดือนก่อน) ออกมาดีเกินกว่าคาดการณ์ และออกมาเท่ากับคาดการณ์สำหรับสเปน (0.4% vs. 0.5% ไตรมาสก่อน)

แผนภาพที่ 42: GDP ไตรมาส 2 ของยูโรโซนเร่งตัวขึ้นเป็น 0.3% QoQ แต่คาดจะชะลอตัวลงในไตรมาส 3



Note: Bloomberg consensus as of 17 Aug.

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โมเมนตัมเศรษฐกิจยูโรโซนยังคงส่งสัญญาณแผ่วลงอย่างต่อเนื่องเข้าสู่ไตรมาส 3 ผ่านดัชนี PMI ที่ปรับตัวลงอย่างต่อเนื่องในเดือน ก.ค. โดยภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับลดตัวลง -0.7 จุด เป็น 42.7 จุด ต่ำสุด และยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 13 และในภาคบริการ (Services PMI) ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในช่วงที่ผ่านมาปรับตัวลดลง -1.1 จุด เป็น 50.9 จุด ต่ำสุดในรอบ 6 เดือน แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (มากกว่า 50 จุด)

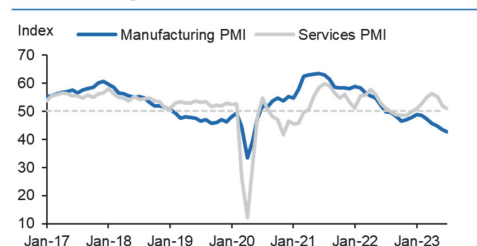
ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนจากยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. พลิกหดตัว -0.3% MoM (vs. 0.6% เดือนก่อน) ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกหดตัว -1.4% YoY (vs. -2.4% เดือนก่อน) สะท้อนถึงอุปสงค์ของผู้บริโภคโดยรวมที่ฟื้นตัวขึ้นแต่ยังคงอ่อนแอมากอยู่ ส่วนความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (Consumer Confidence) ฟื้นตัวต่อเนื่อง +1.0 จุด อยู่ที่ -15.1 จุด ในเดือน ก.ค. จากมุมมองต่อเศรษฐกิจในอนาคตที่ดีขึ้น

ส่วนการค้าระหว่างประเทศยังอ่อนแอต่อเนื่อง โดยการส่งออก (Exports) ไปนอกกลุ่มยูโรโซนเดือน มิ.ย. หดตัว -1.8% YoY (vs. -1.0% เดือนก่อน) ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ยังคงหดตัวสูง -18.9% YoY (vs. -12.0% เดือนก่อน) ส่วนหนึ่งจากผลของฐานที่สูงในช่วงเดียวกันปีก่อนที่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครน หนุนราคาพลังงานและอาหารให้พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก

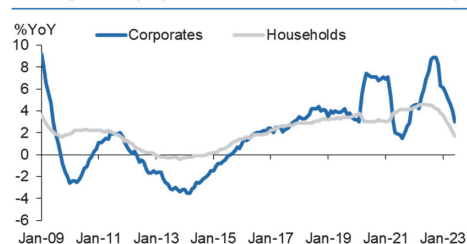
ยอดปล่อยสินเชื่อยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB สะท้อนถึงการใช้จ่ายในภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจที่จะยังคงอ่อนแอ โดยยอดปล่อยกู้สู่ครัวเรือน (Households) ขยายตัว 1.7 % YoY (2.1 % เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่ พ.ค. 2016 เนื่องจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัว ส่วนยอดปล่อยกู้ภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว 3.0% (vs. 4.0% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่ พ.ย.2021

แผนภาพที่ 43: ดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการปรับตัวลดลงต่อเข้าสู่ไตรมาส 3 ขณะที่ตัวเลขกิจกรรมเศรษฐกิจจริงยังอ่อนแอ

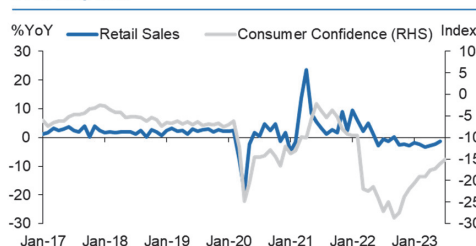
Manufacturing vs. Services PMI



Credit growth (adjusted for sales and securitization)



Consumption



Trade



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

ความเสี่ยงขาดแคลนก๊าซมีลดลงในปีนี้ โดยปริมาณก๊าซในคลังอยู่ในระดับสูง ส่วนหนึ่งจากการนำเข้า LNG จากสหรัฐฯ

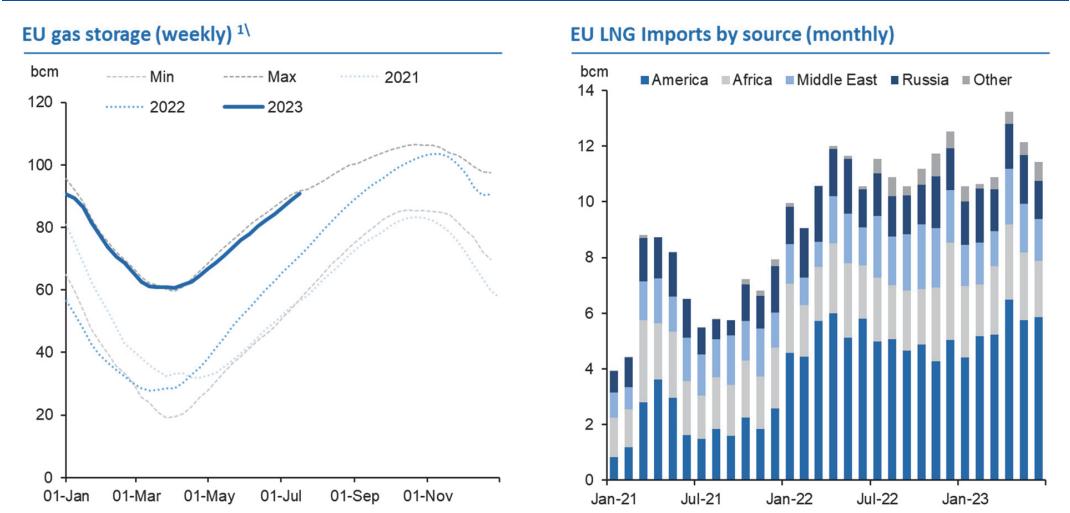
ประเด็นขาดแคลนก๊าซในยุโรปมีความน่ากังวลลดลงในปีนี้ จากที่ได้เป็นความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจและสร้างความเสี่ยงว่าจะเข้าสู่ Recession ในช่วงปลายปีที่ผ่านมา ท่ามกลางสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ได้ทุนราคาพลังงานให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง โดยเฉพาะก๊าซซึ่งยุโรปพึ่งพารัสเซียเป็นอย่างมาก (~40% ของทั้งหมดก่อนเกิดสงคราม)

อย่างไรก็ดี ท่ามกลางการช่วยกันลดปริมาณการใช้ก๊าซของประเทศในกลุ่ม (EU ตั้งเป้าลดการใช้ก๊าซลง 15% เมื่อเทียบค่าเฉลี่ย 5 ปี โดยเริ่มตั้งแต่เดือน ส.ค. 2022 และได้ขยายระยะเวลาไปจนถึงเดือน มี.ค. 2024) รวมถึงได้รับแรงหนุนจาก LNG

ที่สหรัฐฯ เพิ่มการส่งออกมาให้อย่างมากช่วยชดเชยส่วนที่หายไปจากรัสเซีย ทำให้ยุโรปสามารถเลี่ยง Recession เอาไว้ได้

ปัจจุบันก๊าซในคลังสำรองของยุโรปอยู่ในระดับสูงเป็น Seasonal high คิดเป็นราว 90% ของความจุที่เก็บได้ ท่ามกลาง LNG จากสหรัฐฯ ที่มีเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ก๊าซส่งออกจากแหล่งอื่นๆ ยังอยู่ในระดับเดิม ทำให้การขาดแคลนก๊าซในยุโรปมีความน่ากังวลลดลง อย่างไรก็ตามเรามองว่าความเสี่ยงเรื่องก๊าซยังคงมีอยู่ โดยเฉพาะในแง่ของราคาที่ค่อนข้างผันผวน อาทิ ขบวนการ strike ของบริษัทก๊าซ Woodside Energy ในออสเตรเลียในช่วงเดือน ส.ค. ที่ทำให้ราคาก๊าซในตลาดโลกปรับเพิ่มขึ้นวันเดียว 20-30% ดังนั้น ความเสี่ยงต่อเงินเฟ้อยังคงมีอยู่ ยังไว้ใจไม่ได้

แผนภาพที่ 44: ปริมาณก๊าซในคลังสำรองอยู่ในระดับสูงเป็น Seasonal High ส่วนหนึ่งจาก LNG ที่นำเข้ามาจากสหรัฐฯ



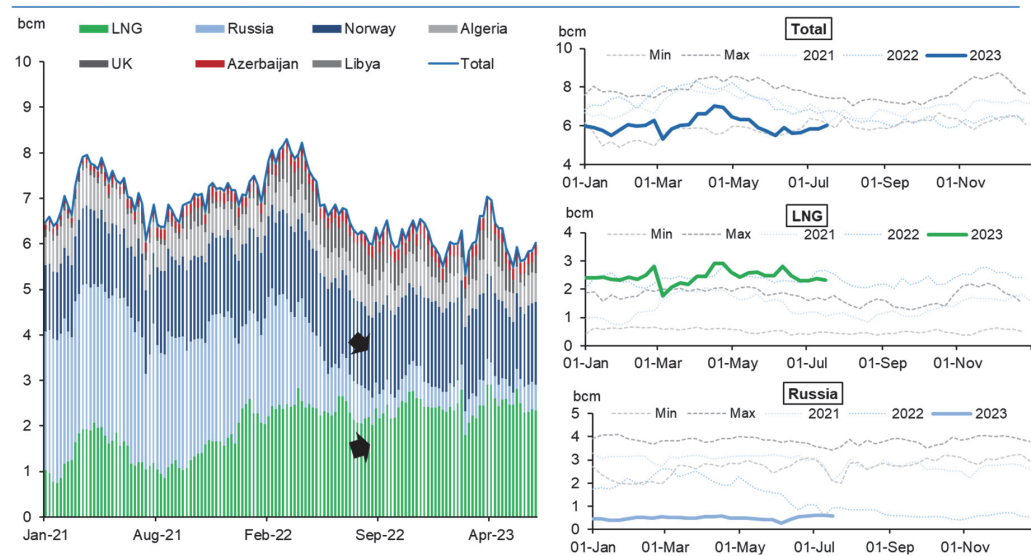
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Note: 1\ Data as of 16 Jul.

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

แผนภาพที่ 45: LNG (สีเขียว) ที่เพิ่มขึ้น ช่วยชดเชยส่วนที่ขาดหายไปจากรัสเซีย (สีฟ้า) ท่ามกลางสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ทำให้ EU ตัดสินใจลดการพึ่งพาท่อจากรัสเซีย

EU gas imports by sources (weekly) ^{1\}



Note: 1\ Data as of 16 Jul.

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

Brexit ส่งผลให้การค้ากับอังกฤษลดลง แต่ขณะเดียวกันการค้ากับสหรัฐฯ และภายใน EU เพิ่มขึ้น

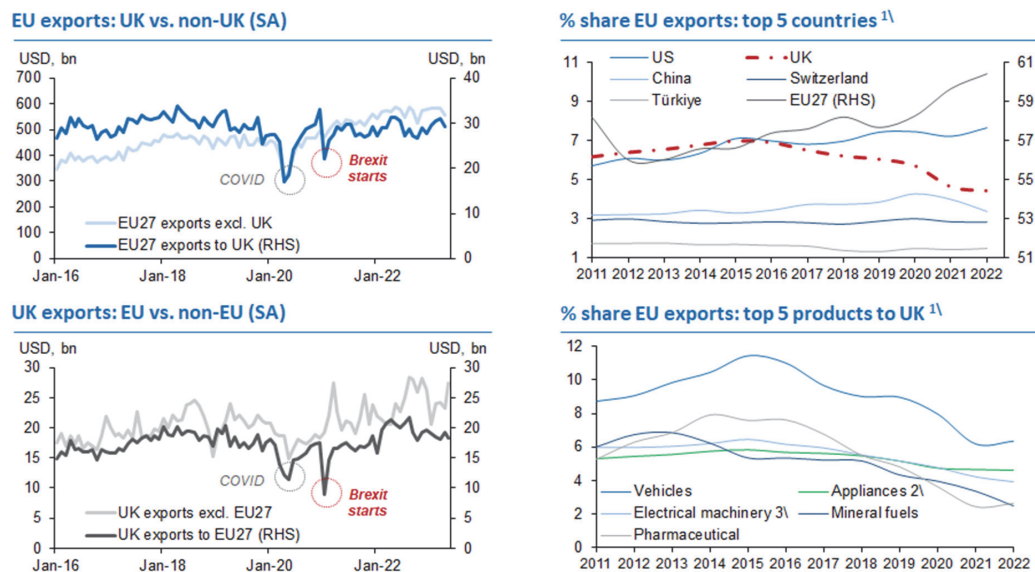
อังกฤษได้ทำการโหวตประชามติเพื่อแยกตัวออกจากสหภาพยุโรป (EU Referendum) เมื่อวันที่ 23 มิ.ย. 2016 ซึ่งหลังจากนั้นก็ได้นำผลการเจรจาทำข้อตกลงเพื่อแยกตัวออกจาก EU ก่อนที่จะได้แยกตัวออกอย่างเป็นทางการ ในวันที่ 31 ม.ค. 2020 ภายใต้ช่วงเวลาเปลี่ยนผ่าน (Transition period) จนถึงสิ้นปี 2020

โดยเราได้ทำการศึกษาผลกระทบในแง่การค้าระหว่างกันหลังจากที่ได้มีการทำ EU Referendum ขึ้นในปี 2016 ซึ่งเราพบว่าการค้าระหว่าง EU กับอังกฤษมีทิศทางลดลงต่อเนื่อง โดยสัดส่วนการส่งออกสินค้า (Exports shares) ของ EU ไปอังกฤษลดลงจากระดับ 6.9% ตอนปี 2016 ลงมาอยู่ที่เพียง 4.4%

เท่านั้น ณ ปี 2022 ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากอุปสรรคทางการค้าที่มีใช้มาตรการทางภาษี (Non-Tariff barriers) ที่เพิ่มขึ้นมา อาทิ งานเอกสารและการปฏิบัติตามมาตรฐานสินค้า โดยเฉพาะหมวดอาหารที่ค่อนข้างเข้มงวด เป็นต้น อย่างไรก็ตาม เราพบว่าการส่งออกสินค้าไปยังประเทศในกลุ่ม EU ด้วยกันเอง (57.4% ปี 2016 เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 60.4% ณ ปี 2022%) และการส่งออกไปยังสหรัฐฯ (7.0% ปี 2016 เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 7.7% ณ ปี 2022) มีสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นมาทดแทน

ในแง่สินค้าส่งออกสำคัญของ EU ไปยังอังกฤษ 5 อันดับแรก เราพบว่าการส่งออกรถยนต์และยาปรับลดลงมาก แต่ก็พบว่ามีการส่งออกไปยังประเทศในกลุ่ม EU เช่น เยอรมนี รวมถึงสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นทดแทน ดังนั้น เรามองว่าผลกระทบของ Brexit ในแง่การค้าต่อ EU มีค่อนข้างจำกัด

แผนภาพที่ 46: การค้าระหว่าง EU กับอังกฤษมีทิศทางลดลง โดยสัดส่วนการส่งออกของ EU ไปอังกฤษปรับลดลง (กราฟขวามือบน) แต่ก็ถูกทดแทนด้วยการส่งออกระหว่างประเทศในกลุ่ม EU รวมถึงสหรัฐฯ



Note: 1\ shares as of 2022. 2\ e.g., computers, refrigerators, printing machines. 3\ e.g., telephone sets, monitors, cables; UK conducted EU Referendum on Jun 2016 and officially left the EU on 31 Jan 2020 with a transition period until 31 Dec 2020. The real Brexit started on 1 Jan 2021.
ที่มา: Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB ปรับดอกเบี้ยขึ้น +25bps สู่ระดับ 3.75% ตามคาดในเดือน ก.ค. แต่การประชุมครั้งถัดไปเดือน ก.ย. มีความไม่แน่นอนสูงโดยขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจ

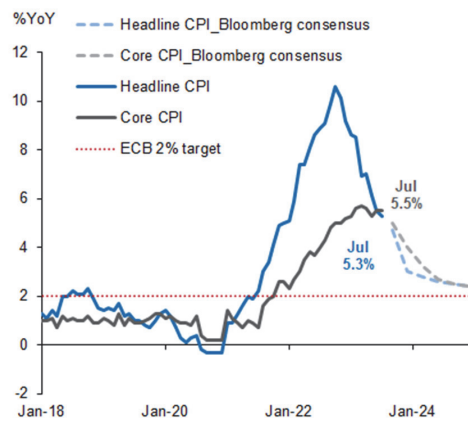
ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ขึ้น +25bps สู่ระดับ 3.75% ตามคาดการณ์ตลาด แต่การประชุมครั้งถัดไปวันที่ 14 ก.ย. มีความไม่แน่นอนสูง โดยนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ได้กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า ECB อาจจะหยุดการขึ้นดอกเบี้ยหรืออาจจะปรับดอกเบี้ยให้สูงขึ้นไปอีกก็ได้ โดยขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจที่จะรายงานออกมา ซึ่งแตกต่างจากการประชุมครั้งก่อนๆ ที่นาง Lagarde ได้ส่งสัญญาณชัดเจนถึงแนวโน้มดอกเบี้ยที่ยังจะต้องปรับสูงขึ้นไปอีก ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากที่เงินเฟ้อทั่วไปแม้จะยังขยายตัวเหนือเป้า 2% แต่ก็มีแนวโน้ม

ชะลอลง ขณะที่โมเมนตัมเศรษฐกิจยุโรปโซนได้อ่อนแอลงมากสะท้อนผ่านดัชนี PMI เดือน ก.ค. ที่นอกจากภาคการผลิตได้ปรับลดลงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่อง ภาคบริการที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจสำคัญก็ได้ปรับตัวลดลงมาต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 แล้ว อยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 6 เดือน

ดังนั้น เรายังคงมุมมองดอกเบี้ยของ ECB ไว้เช่นเดิม (Baseline) ว่าอัตราดอกเบี้ยได้อยู่ในระดับสูงสุด (Terminal rate) แล้วที่ 3.75% อย่างไรก็ตามเรายังมีความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยอาจต้องปรับขึ้นอีกครั้ง (+25bps) สู่ระดับ 4.00% หากเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) และตัวเลขการจ้างงานไม่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงชัดเจน ซึ่ง ECB จะได้รับรู้ตัวเลขดังกล่าวอีกอย่างละครั้งก่อนถึงการประชุมเดือน ก.ย.

แผนภาพที่ 47: การประชุม ECB เดือน ก.ย. ยังมีความไม่แน่นอนสูง ซึ่งนาง Lagarde ประธาน ECB ระบุว่าอาจหยุดการขึ้นดอกเบี้ยหรืออาจจะปรับดอกเบี้ยให้สูงขึ้นไปอีกก็ได้ ขณะที่เงินเฟ้อยังสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% โดยเฉพาะเงินเฟ้อพื้นฐานที่ ECB ค่อนข้างกังวล

Inflation: headline vs. core^{1\}



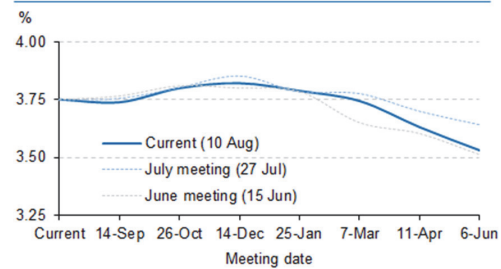
ECB President post-meeting comments



"We have an **open mind** as to what the decisions will be **in Sep** and in subsequent meetings," ... "So, we **might hike**, and we **might hold**." If the ECB does pause, Lagarde said it "would not necessarily be for an extended period."

— ECB President Christine Lagarde
27 Jul 2023 (Jul meeting)

Market implied deposit rate: OIS spread



Note: 1\ Bloomberg consensus as of 3 Aug.

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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณการฟื้นตัวที่แผ่วลงมากเมื่อเทียบกับช่วงต้นปีสะท้อนผ่านยอดค้าปลีก การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ชะลอตัวลงและต่ำกว่าที่ตลาดประเมินไว้ในหลายภาคส่วน ทั้งนี้ในวันที่ 15 ส.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ท่ามกลางกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณอ่อนแอลง โดยการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจีนต่อจากนี้มีความไม่แน่นอนสูงและมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำ (Downside risk) ขณะที่ตลาด (Bloomberg consensus) ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจจีนปี 2023 ลงอย่างต่อเนื่องอยู่ที่ระดับ 5.2% ในปัจจุบัน จากที่เคยประเมินไว้ราว 5.7% ในช่วงไตรมาส 2/2023

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ค. ยังคงสะท้อนโมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอ

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ก.ค. สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.7 จุด เป็น 51.5 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 53.0 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -1.3 จุด เป็น 51.5 จุด และดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -4.5 จุด เป็น 51.2 จุด ขณะที่ดัชนีภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 49.3 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 48.9 จุด แต่อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ติดต่อกัน

ด้านอุปสงค์ในประเทศเดือน ก.ค. ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ชะลอตัวลงเป็น 2.5% YoY จาก 3.1% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 4.0% นำโดยหมวดเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน (-5.5% vs. 4.5% เดือนก่อน), เครื่องสำอาง (-4.1% vs. 4.8% เดือนก่อน), รถยนต์ (-1.5% vs. -1.1% เดือนก่อน), เพอร์นิเจอร์ (0.1% vs. 1.2% เดือนก่อน) และร้านอาหาร (15.8% vs. 16.1% เดือนก่อน)

ขณะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ชะลอตัวลงเป็น 3.7% YoY จาก 4.4% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 4.3% นำโดยหมวดรถยนต์ (-3.8% vs. 0.8% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสารและเครื่องคอมพิวเตอร์ (0.7% vs. 1.2%

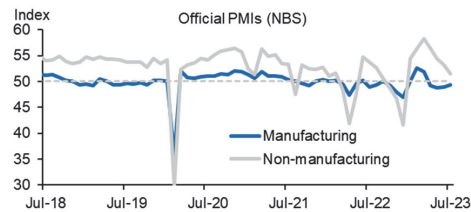
เดือนก่อน), ถ่านหิน (0.1% vs. 2.5% เดือนก่อน), และแผงวงจรรวม (4.1% vs. 5.7% เดือนก่อน) ขณะที่ผลิตภัณฑ์จากเหล็กแรงตัวขึ้น (14.5% vs. 5.4% เดือนก่อน)

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงเป็น 3.4% YoY YTD จาก 3.8% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.7% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในทุกภาคส่วน นำโดยการลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ (-8.5% vs. -7.9% เดือนก่อน) ที่หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (6.8% vs. 7.2% เดือนก่อน) และการผลิต (5.7% vs. 6.0% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ทั้งนี้ การลงทุนของภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 (-0.5% vs. -0.2% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนของภาครัฐ (7.6% vs. 8.1% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ค. หดตัว -14.5% YoY จากที่หดตัว -12.4% ในเดือนก่อน โดยหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สามติดต่อกัน ซึ่งนับเป็นการหดตัวมากที่สุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2020 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -13.2% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -12.4% YoY จากที่หดตัว -6.8% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -5.6% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.ค. เกินดุล 80.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มขึ้นจาก 70.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในเดือนก่อน สำหรับ 7 เดือนแรกของปี 2023 มูลค่าการส่งออกสินค้าหดตัว -5.0% YoY YTD ส่วนมูลค่าการนำเข้าสินค้าหดตัว -7.6% YoY YTD

แผนภาพที่ 48: กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงจากเดือนก่อนหน้าในทุกหมวดสำคัญ ประกอบด้วย ยอดค้าปลีก การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และผลผลิตภาคอุตสาหกรรม

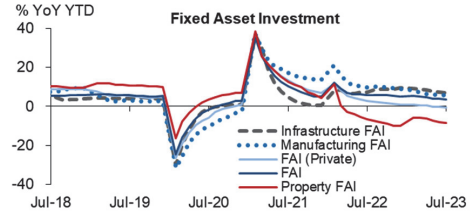
Manufacturing vs. Services PMI



Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

PBoC เซอร์ไพรส์ตลาดด้วยการปรับลดดอกเบี้ย MLF ลง -15bps ในเดือน ส.ค. ท่ามกลางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่แผ่วลงมาก

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนเมื่อเข้าสู่ไตรมาสที่ 3 ได้อ่อนแอลง สะท้อนผ่าน Yicai High Frequency Economic Indicator ที่ปรับตัวลดลงอย่างชัดเจนและลดต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของปีนี้เป็นอย่างมาก รวมถึง Bloomberg Consensus เองได้ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจจีนในปีนี้อย่างต่อเนื่อง ลงไปสู่ระดับ 5.2% YoY (ข้อมูล ณ วันที่ 17 ส.ค.) ท่ามกลางเศรษฐกิจจีนที่อ่อนกำลังลง

ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการประเมินของ Politburo ที่มีความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน อาทิ อุปสงค์ภายในประเทศที่ยังไม่เพียงพอ รวมถึงความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจภายนอกประเทศ ประกอบกับภายหลังการประชุมของ Politburo ในวันที่ 24 ก.ค. ได้มีการนำประโยค "บ้านมีไว้อยู่อาศัย ไม่ใช่เพื่อเก็งกำไร" ออกไปจากคำแถลง สะท้อนมุมมองของภาครัฐที่อาจจะลดความเข้มงวดของกฎเกณฑ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ลง นอกจากนี้ ตั้งแต่เดือน ก.ค. ที่ผ่านมา หน่วยงานของภาครัฐยังได้ออกมาระบุแผนการกระตุ้นเศรษฐกิจในหลายรูปแบบ อาทิ การกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ การกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านการช้อปปิ้งออนไลน์ และเครื่องใช้ในครัวเรือน การเร่งออกพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่น และการเพิ่มโควตาในการออกพันธบัตรเพื่อบรรเทาปัญหาเรื่องหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่น อย่างไรก็ตาม มาตรการที่ออกมานั้นยังคลุมเครือเมื่อเทียบกับการกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบก่อนๆ ที่มีเม็ดเงินระบุมาอย่างชัดเจน

ทั้งนี้ ในวันที่ 15 ส.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศ

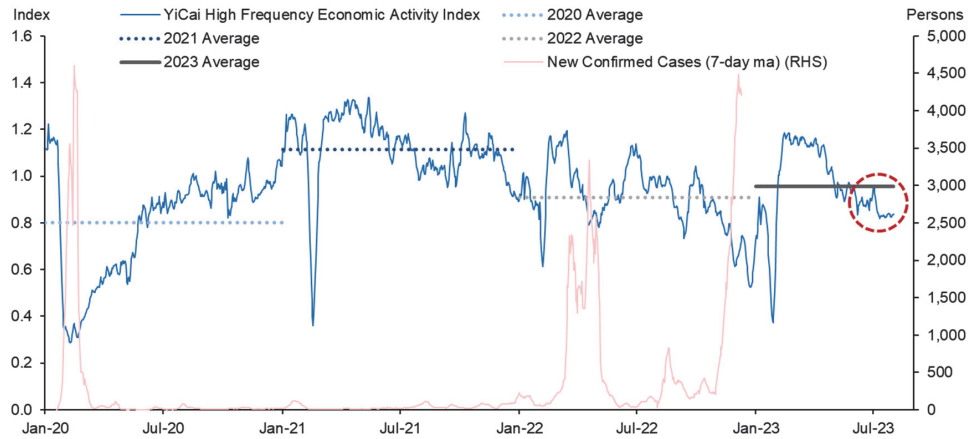
ลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ลง -15bps เป็น 2.50% และปรับลดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo) ระยะ 7 วันลง -10bps เป็น 1.80% ซึ่งนับเป็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่เซอร์ไพรส์ตลาด โดยอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ในครั้งนี้ นับว่าเป็นการปรับลดในอัตราที่มากที่สุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2020

ขณะที่วันที่ 20 ส.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ให้แก่ลูกค้าชั้นดีระยะ 1 ปี (1-Year LPR) ลง -10bps เป็น 3.45% แต่น้อยกว่าตลาดคาดที่จะปรับลด -15bps เป็น 3.40% ขณะที่คงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์ให้แก่ลูกค้าชั้นดีระยะ 5 ปี (5-Year LPR) ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับดอกเบี้ยบ้าน (Mortgage Rate) ที่ 4.20% ส่วนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับลดลง -15bps เป็น 4.05% โดยอัตราดอกเบี้ย LPR เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ PBoC ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ใช้อ้างอิงในการปล่อยสินเชื่อสู่ระบบเศรษฐกิจ ซึ่งคิดจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะกลาง MLF บวกกับดอกเบี้ยส่วนเพิ่ม (Premium) ที่ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งกำหนด (หรือก็คือ 2.5% + Premium ในปัจจุบัน)

การปรับลดอัตราดอกเบี้ย ทั้งอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ให้แก่ลูกค้าชั้นดีระยะ 1 ปี (1-year LPR) และอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะ 7 วัน (Reverse Repo) สะท้อนความพยายามในการกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่ขนาดของการกระตุ้นเศรษฐกิจอาจไม่ได้มีขนาดที่ใหญ่มากนัก เนื่องจากบทเรียนในครั้งก่อนๆ ที่ก่อให้เกิดปัญหาในระยะยาว รวมถึงต้องระมัดระวังปัญหาด้านภาระหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่น

แผนภาพที่ 49: ดัชนีกิจกรรมเศรษฐกิจที่มีความถี่สูง ปรับตัวลดลงอย่างเห็นได้ชัด เมื่อเข้าสู่ไตรมาส 3/2023

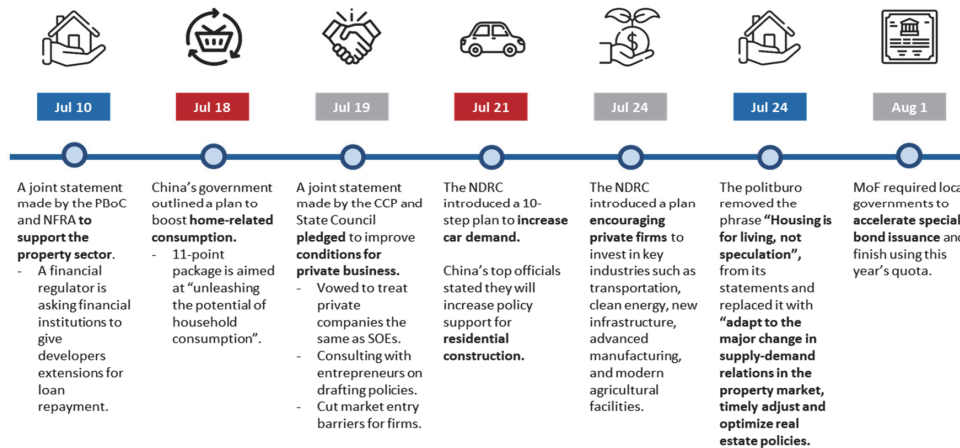
High frequency economic activity index



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

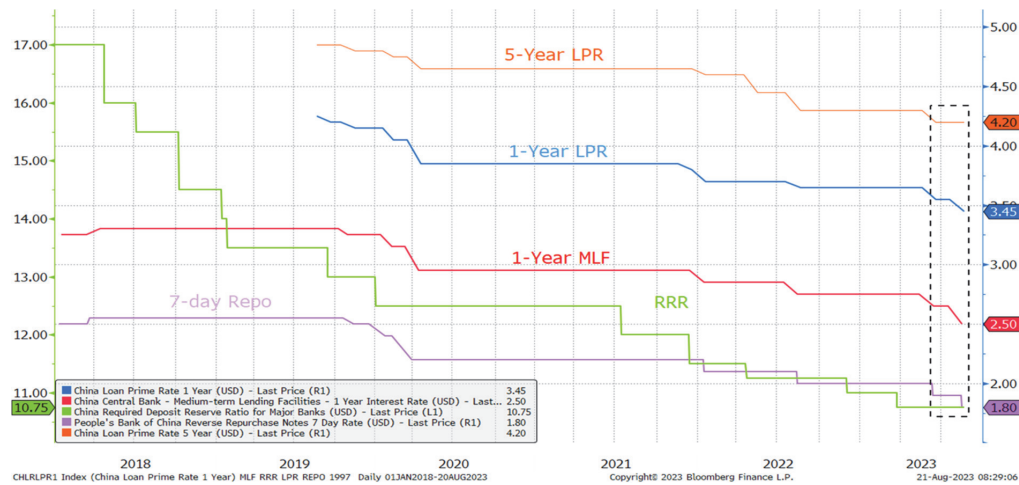
แผนภาพที่ 50: ตั้งแต่เดือน ก.ค. ที่ผ่านมา หน่วยงานของภาครัฐออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในหลายรูปแบบ อาทิ การกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ การกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านการช้อปลดและเครื่องใช้ในครัวเรือน การเร่งออกพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่น และการเพิ่มโควตาในการออกพันธบัตรเพื่อบรรเทาปัญหาเรื่องหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่น

Since July, Chinese authorities have announced multiple measures to support the domestic economy



ที่มา: Bloomberg, GoldmanSachs, Government Websites, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: วันที่ 15 ส.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) เซอร์ไพรส์ตลาดด้วยการประกาศลดอัตราดอกเบี้ย
โครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ลง -15bps เป็น 2.5% และปรับลดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse
Repo) ระยะ 7 วันลง -10bps เป็น 1.8% ขณะที่ในวันที่ 20 ส.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตรา
ดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ให้แก่ลูกค้าชั้นดีระยะ 1 ปี (1-Year LPR) ลง -10bps เป็น 3.45%



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ในช่วงไตรมาสที่ 2 โดย GDP ไตรมาส 2/2023 (เบื้องต้น) ขยายตัว 6.0% QoQ, saar เติบโตขึ้นจาก 3.7% ในไตรมาสก่อน สูงกว่าตลาดคาดอย่างมากที่ 2.9% โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ภายนอกประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน ด้านนโยบายการเงินในการประชุมวันที่ 27-28 ก.ค. ทาง BoJ มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ 1) ให้ออกเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบอ้างอิง +/-0.5% แต่ได้ปรับเป็นเป้าหมายที่ไม่เข้มงวด และปรับเป้าหมายอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่อัตราผลตอบแทน 1.0% จากเดิมที่ 0.5%

GDP ไตรมาส 2/2023 (เบื้องต้น) ขยายตัว 6.0% QoQ, saar เติบโตขึ้นจาก 3.7% ในไตรมาสก่อน และสูงกว่าตลาดคาดอย่างมากที่ 2.9%

GDP ไตรมาส 2/2023 (เบื้องต้น) ขยายตัว 6.0% QoQ, saar เติบโตขึ้นจาก 3.7% ในไตรมาสก่อน สูงกว่าตลาดคาดอย่างมากที่ 2.9% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 2.0% YoY เท่ากับไตรมาสก่อน

โดยหลักจากกิจกรรมในภาคต่างประเทศที่การส่งออกพลิกกลับมาขยายตัวสูงเป็น 13.6% QoQ, saar (vs. -14.4% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การนำเข้าหดตัวเพิ่มขึ้น (-16.2% vs. -8.7% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้ยอดส่งออกสุทธิ (Net exports) เป็นปัจจัยหนุน GDP ในไตรมาสนี้ที่ +1.8 ppt

ด้านการใช้จ่ายภาครัฐ (Public Expenditure) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น 1.4% QoQ, saar (vs. 1.5% ไตรมาสก่อน) โดยการลงทุนภาครัฐชะลอตัวลง (5.0% vs. 7.1% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การบริโภคภาครัฐขยายตัวเท่ากับไตรมาสก่อนที่ 0.4%

ส่วนการบริโภคภาคเอกชนพลิกหดตัวเป็น -2.1% QoQ, saar (vs. 2.5% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนที่มีชี้อาศัย (Private Non-Residential Investment) ชะลอตัวลงมากเป็น 0.1% QoQ, saar (vs. 7.6% ไตรมาสก่อน) แต่การลงทุนในที่อยู่อาศัย (Private Residential Investment) เติบโตขึ้นเป็น 7.7% (vs. 2.8% ไตรมาสก่อน)

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 2 ได้รับแรงหนุนหลักจากอุปสงค์ภายนอกประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาส 1/2023 ประกอบกับยอดการนำเข้าสินค้าที่หดตัวสูง ซึ่งส่งผลบวกต่อ

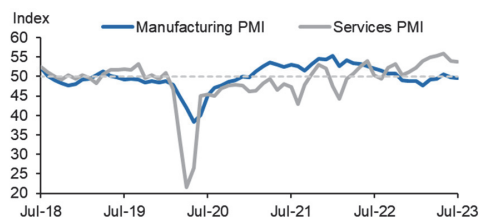
GDP รวม 1.8 ppt ในไตรมาสนี้ ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนพลิกหดตัว รวมถึงการลงทุนชะลอตัวลงอย่างมาก ซึ่งสะท้อนอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังคงอ่อนแอ

ทั้งนี้ เมื่อเข้าสู่ช่วงไตรมาสที่ 3 กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ก.ค. โดยรวมยังเติบโตได้ดีแม้จะมีสัญญาณแผ่วลงจากภาคบริการและภาคการผลิตก็ตาม โดยดัชนี Composite PMI เดือน ก.ค. ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1 จุด เป็น 52.2 จุด (อยู่ในเกณฑ์ขยายตัว มากกว่า 50 จุด) โดยภาคบริการปรับตัวลดลงเล็กน้อย (-0.2, 53.8 จุด) ต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2023 โดยการจ้างงานปรับตัวลดลงเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เข้าปี 2023 ด้านดัชนีราคาค่าต้นทุนการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 3 เดือน จากราคาพลังงาน, ไฟฟ้า, วัตถุดิบและค่าจ้างที่ปรับตัวขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวลดลงเล็กน้อย (-0.2, 49.6 จุด) อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกัน โดยผลผลิตและคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและนอกประเทศปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม การจ้างงานในภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นเดือนที่ 28 ติดต่อกัน

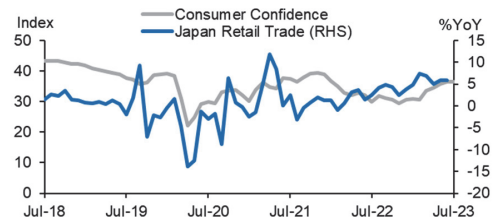
ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ค. พลิกหดตัวเป็น -0.3% YoY จากที่ขยายตัว 1.5% ในเดือนก่อน โดยเป็นการหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2021 ใกล้เคียงกับตลาดคาดที่ -0.2% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -13.5% YoY เพิ่มขึ้นจาก -12.9% ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าตลาดคาดที่ -15.2% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) พลิกกลับมาขาดดุลที่ระดับ -78.7 พันล้านเยนจากที่เกินดุล 43.1 พันล้านเยนในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 52: กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศ เดือน ก.ค. มีสัญญาณที่แผ่วลงสะท้อนผ่าน PMI ในภาคบริการและภาคการผลิตที่ปรับตัวลดลง

Manufacturing vs. Services PMI



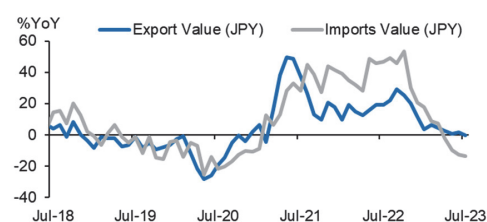
Retail sales



Investment

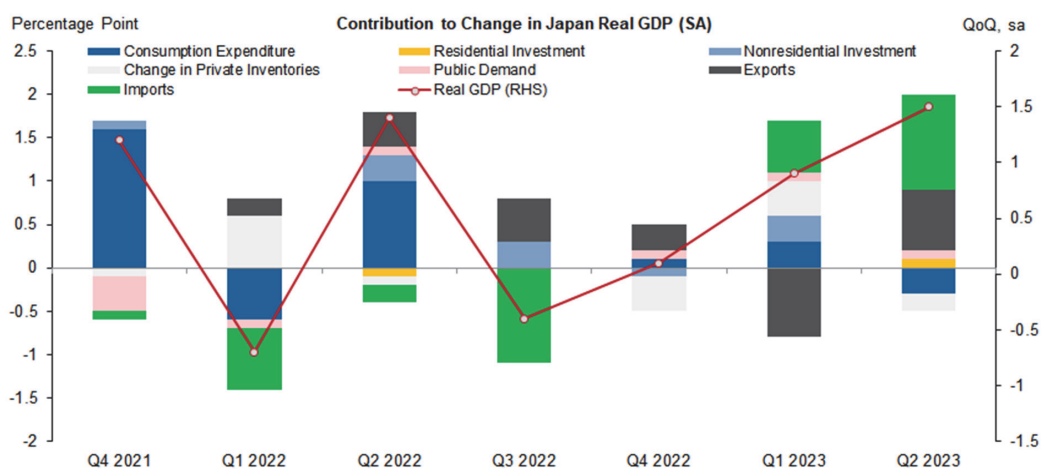


Trade



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

แผนภาพที่ 53: เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 2 ได้รับแรงหนุนหลักจากอุปสงค์ภายนอกประเทศ ประกอบกับยอดการนำเข้าสินค้าที่หดตัวสูง ซึ่งส่งผลบวกต่อ GDP รวม 1.8 ppt ในไตรมาสนี้



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

BoJ เปลี่ยนกรอบการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่อัตราผลตอบแทน +/-1.0% จากเดิมที่ +/-0.5%

ในการประชุมวันที่ 27-28 ก.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และมีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ 1 เสียง) ให้คงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบอ้างอิง +/-0.5% โดยมิใช่เป็นเป้าหมายที่เข้มงวด และปรับเป้าหมายการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่อัตราผลตอบแทน 1.0% จากเดิมที่ 0.5% ในขณะที่ BoJ มีมติเอกฉันท์ในการคงเป้าหมายการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ดังนี้

- คงวงเงินและการเข้าซื้อ ETFs และ REITs สูงสุดต่อปีที่ 12 ล้านล้านเยน และ 0.18 ล้านล้านเยน ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด และ
- คงการเข้าซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) ที่อัตรา 2 ล้านล้านเยน และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) ที่อัตรา 3 ล้านล้านเยน ต่อปี

ในส่วนของการประมาณการเศรษฐกิจ BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 1.3% ลดลงเล็กน้อยจากประมาณการครั้งก่อนเดือน เม.ย. ที่คาดว่าจะขยายตัว 1.4% จาก Pent-Up Demand และมาตรการช่วยเหลือจากภาครัฐ ที่ลดลง ขณะที่คงคาดการณ์ GDP ปีงบประมาณ FY2024F ไว้ระดับเดิมที่ 1.2%

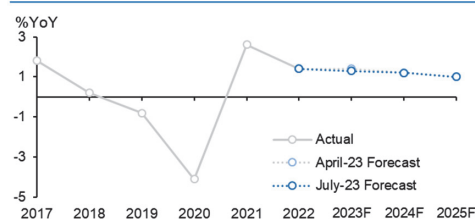
ด้านประมาณการราคา BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI (CPI ไม่นับรวมราคาอาหารสด) ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 2.5% เพิ่มขึ้นจากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 1.8% จากผลของต้นทุนการนำเข้าที่สูงขึ้นและส่งผ่านไปยังผู้บริโภคสูงกว่าที่เคยประเมินไว้ ส่วนเงินเฟ้อ Core CPI ในปีงบประมาณ FY2024F คาดจะอยู่ที่ 1.9% ลดลงจาก 2.0% ในประมาณการครั้งก่อน และคาดเงินเฟ้อ Core CPI จะอยู่ที่ 1.6% ในปีงบประมาณ 2025F

ภายหลังการประชุม นาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาระบุว่า กรรมการธนาคารกลางหลายคนเล็งเห็นถึงแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะข้างหน้าที่มีความเสี่ยงไปทางด้านสูงมากขึ้น (Risks skewed to the upside) ในขณะที่ผ่านมาได้ประเมินแรงกดดันจากเงินเฟ้อต่ำเกินไป

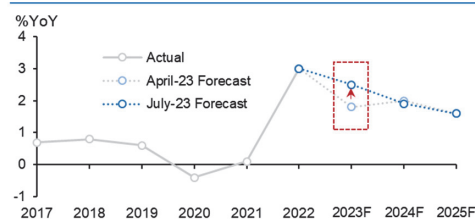
ทั้งนี้ นาย Ueda กล่าวว่าแนวโน้มเงินเฟ้อมีความไม่แน่นอนสูงและเพื่อเป็นการป้องกันผลกระทบจากความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อไว้ล่วงหน้าทาง BoJ จึงตัดสินใจปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินผ่านการเปลี่ยนกรอบการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลในการประชุมครั้งนี้ แต่ยังไม่ได้เปลี่ยนมุมมองว่ายังคงมีระยะทางในการบรรลุเป้าหมายด้านราคาและยังจำเป็นต้องดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายต่อไป โดยการขยายกรอบการเข้าซื้อนั้นเป็นเพียงการเสริมความยืดหยุ่นให้มาตรการ YCC โดยนาย Ueda ระบุว่า “เรายังไม่มั่นใจเพียงพอว่าอัตราเงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวอีกครั้งหลังจากชะลอตัวมาระยะเวลาหนึ่ง”

แผนภาพที่ 54: BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI ของปีงบประมาณ 2023F จะขยายตัว 2.5% YoY จากประมาณการรอบก่อนเดือน เม.ย. ที่ 1.8%

Real GDP (fiscal year)



Core CPI (fiscal year)



Ueda's speech (28 July)

Bank of Japan Governor Ueda's comments at news conference after BoJ meeting



- “The inflation forecast for this fiscal year **has been revised up quite significantly**. We had been under-estimating upward pressure on prices. We haven't changed the 2024 and 2025 forecasts much, but many board members appear to **see risks skewed to the upside**.”
- “As for YCC, it would be pretty tough to deal with **upside (inflation) risks** once they materialise. The side-effects could be quite big. The bond market is pretty stable now and we saw uncertainty over the outlook very high. This was a good timing to make tweaks to our policy framework.”
- “We made YCC more sustainable, and **expanded scope to deal with both upside and downside risks**.”
- “**We're still not confident enough** that inflation will re-accelerate after a period of slowdown. If this changes, our approach on monetary policy will change too.”

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

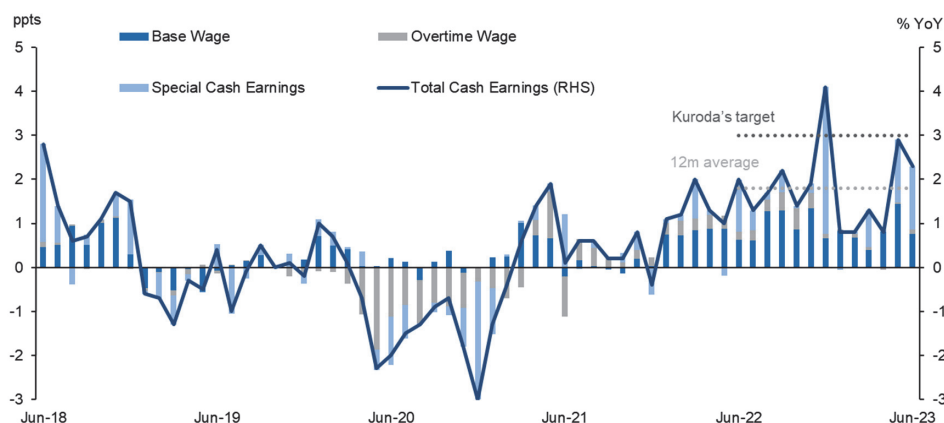
ตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ชะลอตัวลงในเดือน มิ.ย. และยังคงขยายตัวต่ำกว่าระดับ 3% ที่เป็นเป้าหมายของ นาย Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ

กระทรวงแรงงานเผยตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ซึ่งรวมรายได้ทุกอย่างทั้งเงินเดือน ค่าล่วงเวลา และ เงินจ่ายพิเศษ ขยายตัว 2.3% YoY ในเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลง จาก 2.9% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.0% ด้านอัตรา ค่าจ้างที่แท้จริง (Real Cash Earnings) พบว่าหดตัวเพิ่มขึ้นจาก เดือนก่อนหน้า (-1.6% YoY vs. -0.9% เดือนก่อน) จากเงินเฟ้อ

ที่ยังอยู่ในระดับสูงและตัวเลขค่าจ้างรายเดือนที่ชะลอตัวลง ทั้งนี้ ตัวเลขค่าจ้างรายเดือนยังคงขยายตัวต่ำกว่าระดับ 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Haruhiko Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่า เป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่าง ยั่งยืน โดยในกรณีฐาน เรามองว่า BoJ จะคงการดำเนินนโยบาย การเงินผ่อนคลายเป็นต่อไป เพื่อรอดูพัฒนาการของตัวเลขค่าจ้างราย เดือน ประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อ Core CPI ที่คาดว่าจะชะลอตัว ลงในไตรมาส 3 และ 4 โดยตลาดคาดจะชะลอตัวลงเป็น 2.9% YoY และ 2.3% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 55: ตัวเลขค่าจ้างเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลง สะท้อนความไม่แน่นอนต่อการเติบโตของเงินเฟ้อ

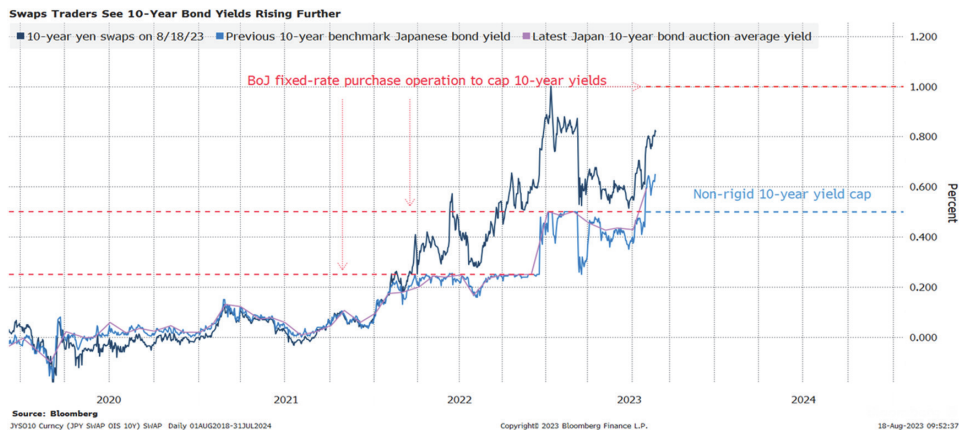
Monthly cash earnings



ที่มา: Bloomberg, Japan Trade Union Confederation (Rengo), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 56: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาสู่ระดับ 0.6% หลังการประชุมของ BoJ ในวันที่ 28 ก.ค. ที่มีการขยายกรอบการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจาก +/-0.5% เป็น +/-1.0% As of 18 August 2023

10-year JGBs yield



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

ญี่ปุ่นเตรียมแผนที่จะปล่อยน้ำเสียลงมหาสมุทรแปซิฟิก ในขณะที่ทางจีนและฮ่องกงจะยกระดับการตรวจสอบสินค้าประเภทอาหารทะเลที่มาจากญี่ปุ่น

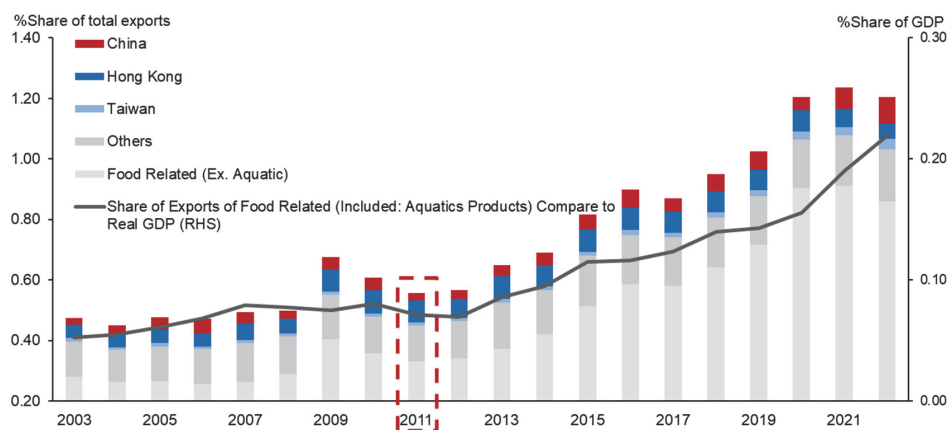
ญี่ปุ่นเตรียมแผนที่จะปล่อยน้ำเสียจากโรงงานไฟฟ้านิวเคลียร์ Fukushima Daiichi จำนวนกว่า 1.3 ล้านตันที่ปนเปื้อนกับมันตรังสีที่ผ่านการบำบัดแล้วลงสู่มหาสมุทรแปซิฟิก อันเนื่องมาจากผลกระทบจากแผ่นดินไหวเมื่อปี 2011 โดย ณ ปัจจุบัน น้ำเสียที่ผ่านการบำบัดแล้วถูกกักเก็บไว้ในแทงก์บรรจุน้ำ และคาดว่าจะปริมาณน้ำที่ถูกกักเก็บใกล้จะเต็มแทงก์ภายในต้นปี 2024 ทางด้านรัฐบาลญี่ปุ่นได้หาทางออกโดยจะทยอยปล่อยน้ำเสียที่ถูกบำบัดแล้วจากโรงงานไฟฟ้านิวเคลียร์ลงสู่ทะเล ทั้งนี้ ในช่วงต้นเดือน ก.ค. 2023 ทบวงการพลังงานปรมาณูระหว่างประเทศ (International Atomic Energy Agency: IAEA) เผยการที่ญี่ปุ่นจะปล่อยน้ำเสียลงสู่ทะเลนั้น สอดคล้องกับมาตรฐานสากลในด้านความปลอดภัย และจะส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอย่างไรก็ดี แผนการปล่อยน้ำเสียของญี่ปุ่นลงสู่ทะเลสร้างความวิตกกังวลให้แก่บางประเทศรอบข้าง อาทิ ประเทศจีน และฮ่องกง ทำให้ทางการจีนออกมาระบุว่าจะยกระดับการตรวจสอบและเฝ้าระวังสารกัมมันตรังสีอย่างต่อเนื่อง เพื่อรับประกันความปลอดภัยของอาหารที่นำเข้าจากประเทศญี่ปุ่น ผ่านการสั่งห้ามนำเข้าอาหารจาก 10 จังหวัดของญี่ปุ่น อีกทั้งจะพิจารณาเอกสาร

ขอนำเข้าผลิตภัณฑ์อาหาร โดยเฉพาะอาหารทะเลจากพื้นที่อื่นๆ ของญี่ปุ่นอย่างเข้มงวด ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการยกระดับการตรวจสอบสินค้าประเภทอาหารทะเลจากประเทศญี่ปุ่น หากญี่ปุ่นมีการปล่อยน้ำเสียที่บำบัดแล้วลงสู่ทะเล

ด้านผลกระทบต่อภาคการส่งออกของประเทศญี่ปุ่น เรา มองว่าผลกระทบจากการปล่อยน้ำเสียลงสู่ทะเลที่อาจจะเกิดขึ้นสะท้อนผ่านการส่งออกของญี่ปุ่นจะมีผลกระทบในวงจำกัด เนื่องจากเมื่อเทียบมูลค่าการส่งออกสินค้าประเภทอาหารทะเลที่ส่งไปยังประเทศจีนและฮ่องกง กับมูลค่าการส่งออกสินค้าทั้งหมดพบว่าในปี 2022 มีสัดส่วนอยู่ที่ราว 0.09% และ 0.05% ตามลำดับ ในขณะที่เมื่อพิจารณามูลค่าการส่งออกสินค้าที่เกี่ยวข้องกับอาหารทั้งหมด เทียบกับขนาดเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในปี 2022 พบว่ามูลค่าการส่งออกสินค้าที่เกี่ยวข้องกับอาหารทั้งหมดมีขนาดราว 0.22% ของ GDP ญี่ปุ่นเท่านั้น และเมื่อย้อนไปในปี 2011 ที่เกิดเหตุการณ์แผ่นดินไหว พบว่า ผลกระทบต่อภาคการส่งออกนั้นได้อยู่ในวงจำกัดเช่นเดียวกัน โดยในปี 2011 มูลค่าการส่งออกสินค้าประเภทอาหารทะเลหายไปราว -13.0% YoY ส่วนมูลค่าการส่งออกสินค้าที่เกี่ยวข้องกับอาหาร (ไม่รวมอาหารทะเล) หายไปราว -9.5% YoY เท่านั้น ทำให้เรามองว่าแม้มีบางประเทศจะแบนสินค้าประเภทอาหารทะเลหากมีการปล่อยน้ำเสียลงสู่ทะเล จะไม่ส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกหรือเศรษฐกิจญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 57: มูลค่าการส่งออกสินค้าที่เกี่ยวข้องกับอาหารทั้งหมดเทียบกับขนาดเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในปี 2022 พบว่า มูลค่าการส่งออกสินค้าที่เกี่ยวข้องกับอาหารทั้งหมด มีขนาดราว 0.22% ของ GDP ญี่ปุ่นเท่านั้น

Japan's aquatic exports



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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยไตรมาส 2 ขยายตัว 1.8% YoY จากระดับ 2.6% ไตรมาสก่อน ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาด โดยล่าสุด สศช. ได้ปรับประมาณการ GDP ในปีนี้ลงมาอยู่ในกรอบ 2.5-3.0% ขณะที่ราคาในกรณีฐาน (Baseline) ว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% (ระดับปัจจุบัน) ในระยะข้างหน้า โดยรอประเมินพัฒนาการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อไปก่อน (Wait-and-see approach) จากมุมมองของ กนง. ที่ประเมินว่าเศรษฐกิจมีความเสี่ยงมากขึ้น ทั้งการฟื้นตัวของภาคการส่งออกที่อาจช้ากว่าที่คาดและความไม่แน่นอนของสถานการณ์การเมือง แม้ว่า กนง. ยังไม่ได้ส่งสัญญาณการหยุดปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม จากความกังวลเรื่อง Upside ของเงินเฟ้อ เสถียรภาพของระบบการเงินจากอัตราดอกเบี้ยแท้จริงที่อยู่ในระดับต่ำ และการสร้างขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน ทั้งนี้ สถานการณ์ภัยแล้งเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า ทั้งในส่วนของรายได้เกษตรกรที่จะลดลง และแรงกดดันจากเงินเฟ้อในกลุ่มอาหารที่จะสูงขึ้นได้

GDP ไตรมาส 2 ขยายตัวต่ำกว่าคาด ด้าน สศช. หั่นคาดการณ์ GDP ในปีนี้ลงมาอยู่ที่ 2.5-3.0%

GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว 1.8% YoY จากที่ขยายตัว 2.6% ในไตรมาสแรกของปี 2023 ต่ำกว่าคาดการณ์ของเรา (+3.4%) และตลาด (+3.0%) โดยตัวเลขที่ออกมาต่ำกว่าคาดมาจากการลงทุนภาคเอกชนและการใช้จ่ายภาครัฐที่อ่อนแอ ขณะที่หากปรับฤดูกาล พบว่า GDP มีโมเมนตัมบวกที่จะลดลงมาที่ 0.2% QoQ, SA จากไตรมาสก่อนหน้าที่ 1.7%

ด้านอุปสงค์ (Demand side) พบว่า การส่งออกบริการ และการบริโภคภาคเอกชนเป็นปัจจัยสนับสนุนหลัก (+54.6% และ +7.8% YoY ตามลำดับ) ด้านการลงทุนภาคเอกชนขยายตัวเล็กน้อย (+1.0%) ขณะที่การส่งออกสินค้า (-5.7%) และการใช้จ่ายภาครัฐ (การบริโภค -4.3% และการลงทุน -1.1%) หดตัว ทั้งนี้ ส่วนเปลี่ยนสินค้าคงคลังเป็นปัจจัยฉุด GDP ราว -1.7ppt อิงจากการคำนวณของเรา

ด้านอุปทาน (Supply side) พบว่า กิจกรรมภาคบริการขยายตัว 4.1% จากแรงหนุนหลักของสาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร และสาขาการขนส่งและสถานที่เก็บสินค้า (+15.0% และ +7.5% ตามลำดับ) ตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว

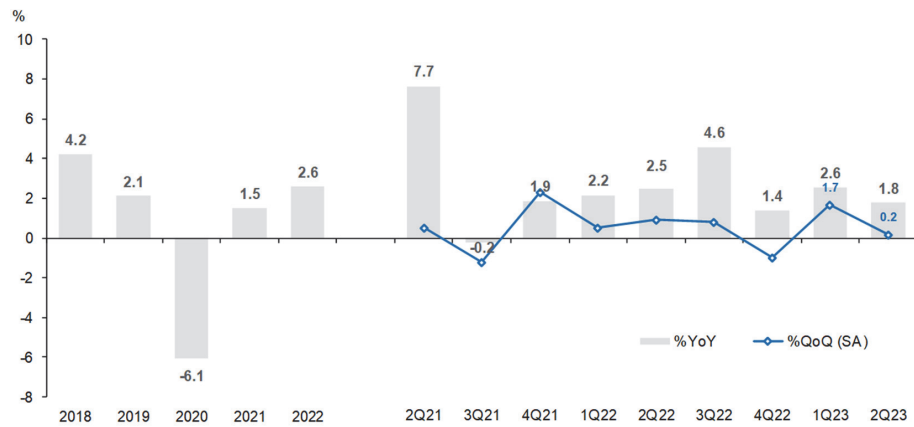
ด้านกิจกรรมภาคเกษตรขยายตัวต่ำ (+0.5%) ตามการลดลงของผลผลิตพืชผลหลัก เช่น อ้อยโรงงาน ปาล์มน้ำมัน มันสำปะหลัง และยางพารา ขณะที่กิจกรรมภาคอุตสาหกรรมหดตัวต่อเนื่อง (-2.1%) ตามการฉุดของอุปสงค์จากต่างประเทศ

สำหรับประมาณการเศรษฐกิจล่าสุด สศช. ได้หั่นคาดการณ์ GDP ในปีนี้ลงมาอยู่ในกรอบ 2.5-3.0% (จากเดิม 2.7-3.7%) โดยปรับลดคาดการณ์ในส่วนของมูลค่าการส่งออกสินค้า การใช้จ่ายภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกชนลง ขณะที่ปรับเพิ่มคาดการณ์การบริโภคภาคเอกชนขึ้น ด้วยแรงสนับสนุนจากการจ้างงานที่ฟื้นตัวโดยเฉพาะในภาคบริการ และแรงกดดันจากเงินเฟ้อที่ลดลง ด้านจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ สศช. ยังคงประมาณการไว้ที่ 28 ล้านคนเช่นเดิม

เรามองเศรษฐกิจมีความเสี่ยงโน้มไปด้านต่ำ แม้ประมาณการ GDP ของเราในปีนี้อยู่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดอยู่แล้วที่ระดับขยายตัว 3.3% (ตลาดคาดที่ 3.6% อิงจาก Bloomberg consensus) เนื่องจากภาคการคลังที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากความล่าช้าในการอนุมัติงบประมาณประจำปี FY2024 นอกจากนี้ ภัยแล้งนับว่าเป็นหนึ่งในปัจจัยฉุดต่อเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 58: เศรษฐกิจไทยขยายตัว +1.8% ในไตรมาส 2 หลังจากขยายตัว 2.6% ในไตรมาสก่อน

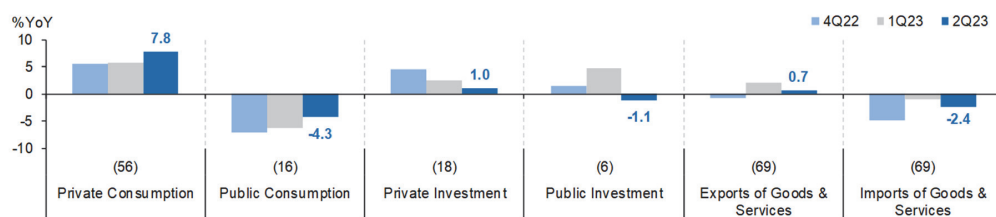
YoY and QoQ (seasonally adjusted) growth



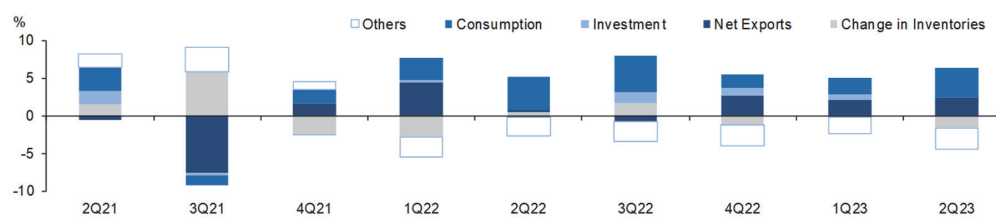
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 59: ด้านอุปสงค์ (Demand side) พบว่า การส่งออกบริการและการบริโภคภาคเอกชนเป็นปัจจัยสนับสนุนหลัก

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



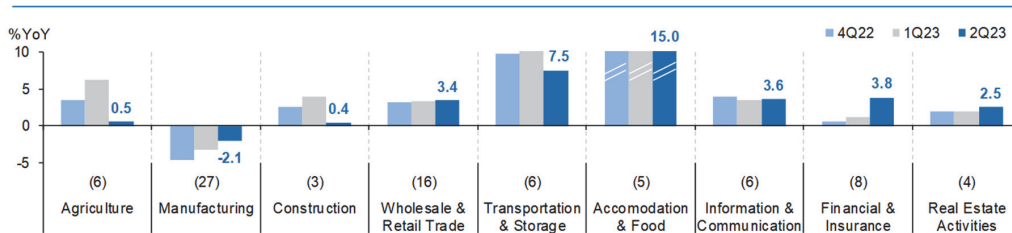
Contribution to GDP growth from demand-side indicators



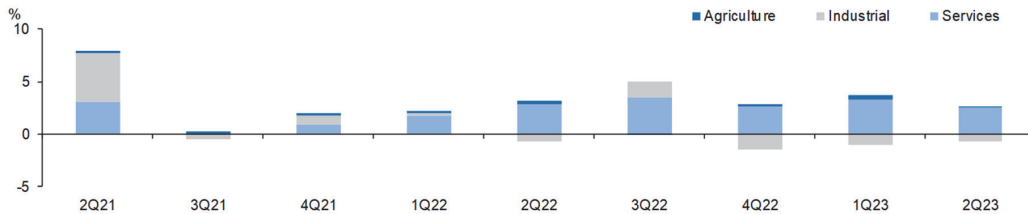
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 60: ด้านอุปทาน (Supply side) พบว่า กิจกรรมภาคบริการเป็นแรงหนุนหลัก จากสาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร และสาขาการขนส่งและสถานที่เก็บสินค้า

YoY growth of supply-side indicators ¹⁾



Contribution to GDP growth from supply-side indicators



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

แผนภาพที่ 61: สศช. หั่นคาดการณ์ GDP ในปีนี้ลงมาที่ 2.5-3.0%

Key economic forecasts for Thailand

Indicators		2021	2022	2023F				
				ESU ¹⁾	BoT	FPO	NESDC	
				(Dec)	(May)	(Jul)	(May)	(Aug)
GDP	%	1.5	2.6	3.3	3.6	3.5	2.7-3.7	2.5-3.0
Private Consumption	%	0.6	6.3	3.0	4.4	4.5	3.7	5.0
Public Consumption	%	3.7	0.2	-0.5	-2.8	-2.1	-2.6	-3.1
Private Investment	%	3.0	5.1	2.8	1.7	2.6	1.9	1.5
Public Investment	%	3.4	-4.9	2.0	2.5	2.2	2.7	2.0
Exports (f.o.b.)	%	19.2	5.4	-3.5	-0.1	-0.8	-1.6	-1.8
Imports (f.o.b.)	%	27.7	14.0	-4.6	0.7	-0.1	-1.9	-1.1
Foreign Tourist Arrivals	Million	0.4	11.2	24.0	29.0	29.5	28	28
Current Account Balance	US\$, bn	-11	-15	4.6	6.0	4.2	7.9	6.6
Headline Inflation	%	1.2	6.1	1.6	2.5	1.7	2.5-3.5	1.7-2.2
Dubai Oil Price (avg)	US\$/bbl	69	97	81	86	79	80-90	77-87
Policy rate (end)	%	0.50	1.25	2.25	--	--	--	--
USD/THB (avg)	Bt/US\$	32.0	35.1	34.7	--	34.0	32.8-33.8	33.5-34.5

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

คาด กนง. ropicะเนินพัฒนาการเศรษฐกิจและเงินเพื่อไปก่อน หลังมีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.25% ในการประชุมวันที่ 2 ส.ค.

ในการประชุมวันที่ 2 ส.ค. คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.25% ตามคาดการณ์ในวงกว้างของตลาด โดยหนึ่งในเหตุผลสนับสนุนการปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องได้มีการระบุไว้เพื่อสร้างขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy space) ซึ่งมีการระบุถึงเป็นครั้งแรกในถ้อยแถลงหลังประชุม (Post meeting statement) อย่างไรก็ดี กนง. ได้มีการระบุไว้ในย่อหน้าสุดท้ายด้วยว่า “โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมจะพิจารณาให้เหมาะสมกับแนวโน้มและความเสี่ยงของเศรษฐกิจและเงินเพื่อ”

ประเด็นสำคัญจากการประชุมครั้งนี้ ได้แก่

ด้านเศรษฐกิจ: ภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจ โดย กนง. มองว่าความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจมีมากขึ้น เนื่องจากความเป็นไปได้สูงที่ภาคการส่งออกสินค้าอาจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด และความไม่แน่นอนของสถานการณ์การเมืองในประเทศ ทั้งนี้ ดูเหมือนว่า กนง. จะมีมุมมองที่เป็นบวกน้อยลงต่อเศรษฐกิจหากเทียบกับประชุมครั้งก่อน (31 พ.ค.) ที่ได้มีการระบุไว้ว่า “เศรษฐกิจไทยมีโอกาสขยายตัวสูงกว่าที่ประเมินไว้”

ด้านเงินเพื่อ: กนง. มองว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในครึ่งหลังของปี เนื่องจากปัจจัยที่ช่วยกดดันเงินเฟ้อได้หมดลง (เช่น มาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพ) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานคาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับสูงหากเทียบกับในอดีต (แม้ว่าจะปรับลดลง) ทั้งนี้ กนง. ยังคงให้น้ำหนักต่อความเสี่ยงด้านสูง (Upside) ต่อเงินเฟ้อและได้มีการระบุถึงแรงส่งจากผลกระทบของภาวะ El Nino ต่อราคาอาหารที่อาจปรับตัวเพิ่มขึ้น

ด้านเสถียรภาพระบบการเงิน: ระบบการเงินโดยรวมมีเสถียรภาพ ขณะที่ภาวะการเงินโดยรวมผ่อนคลายลดลง (เทียบกับการประชุมครั้งก่อนที่ระบุว่า “ภาวะการเงินโดยรวมผ่อนคลายลดลงบ้าง”)

สำหรับมุมมองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดในกรณีฐาน (Baseline) ว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% (ระดับปัจจุบัน) โดยรอประเมินพัฒนาการเศรษฐกิจและเงินเพื่อไปก่อน (Wait-and-see approach) แม้ว่า กนง. ยังไม่ได้ส่งสัญญาณการหยุดปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ซึ่งในกรณี Upside เรามองว่าอาจมีการปรับขึ้นอีกเพียง +25bps สู่ระดับ 2.50% จากความกังวลของ กนง. ในเรื่องของเสถียรภาพของระบบการเงิน (อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงที่ติดลบ) อิงจากประมาณการเศรษฐกิจและเงินเพื่อล่าสุดของ กนง.

แผนภาพที่ 62: กนง. มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.25% โดยหนึ่งในเหตุผลสนับสนุนการปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องได้มีการระบุไว้ เพื่อสร้างขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy space) ซึ่งมีการระบุถึงเป็นครั้งแรกในถ้อยแถลงหลังประชุม (Post meeting statement)

Key MPC “post meeting” statements: 31 May vs. 2 Aug

	31 May	2 Aug (Latest)
Economy	- The Thai economy should continue to expand, driven mainly by tourism and private consumption - Merchandise exports are recovering broadly and consistent with expectations - The committee recognizes upside risks to domestic growth	- The Thai economy should continue to expand, driven by tourism and private consumption - Merchandise exports contracted in the short term...but should pick up looking ahead - Risks to growth outlook have risen from potential delay in merchandise export recovery and domestic political uncertainties
Price	- Headline inflation returned to the target range - Core inflation is expected to stabilize...at an elevated level vs. the past. - Upside inflationary risk exists from greater demand pressure...and higher cost pass-through from supply pressure...	- Headline inflation declined...but should rebound in the second half of this year... - Core inflation edged lower, and should stabilize at a higher level than in the past - Upside inflationary risks include higher food prices from more severe El Nino impact...
Financial condition	Overall financial conditions have turned somewhat less accommodative	Overall financial conditions have become less accommodative
Other	n/a	...foster longer-term macro-financial stability... ...preserve the policy space...
Policy outlook	The committee is prepared to adjust the size and timing of policy normalization should the evolving growth and inflation outlook differ from the current assessment	In deliberating further policy rate increases going forward, the committee will take into account economic and inflation outlook as well as associated risk assessments

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

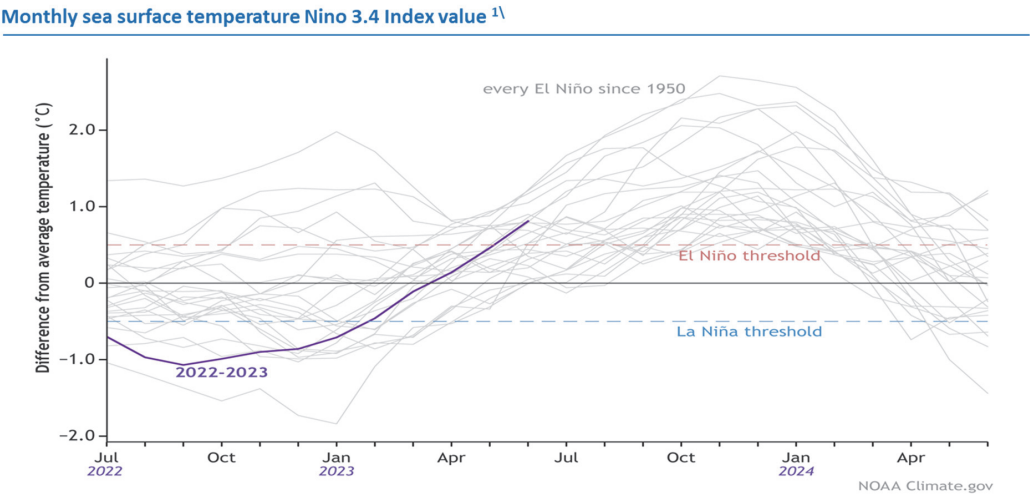
คาดการณ์การณภัยแล้งที่รุนแรงจะส่งผลให้เกิดความเสียหายของผลผลิตการเกษตรราว 0.1-0.6% ของ GDP ในปี 2023-2025F

องค์การบริหารมหาสมุทรและชั้นบรรยากาศแห่งชาติ (National Oceanic and Atmospheric Administration: NOAA) ของสหรัฐฯ ได้มีการคาดการณ์ว่าจะเกิดภาวะโลกร้อนที่รุนแรง (Strong El Nino) ขึ้นในช่วงปลายปีจนถึงช่วงต้นปีหน้า ซึ่งทำให้เกิดภาวะความกังวลต่อปริมาณฝนตกและปริมาณน้ำในแหล่งกักเก็บที่ไม่เพียงพอต่อการอุปโภคบริโภคในระยะข้างหน้า ทั้งนี้ ศูนย์วิจัยวิศวกรรมน้ำและโครงสร้างพื้นฐาน มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าพระนครเหนือ (CWEIR) ได้มีการคาดการณ์ว่าปริมาณฝนตกในลุ่มแม่น้ำเจ้าพระยาและน้ำในเขื่อนหลัก 4 แห่ง (เขื่อนภูมิพล เขื่อนสิริกิติ์ เขื่อนแควน้อย และเขื่อนป่าสักชลสิทธิ์) จะลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2023-2025F ซึ่งอาจทำให้สถานการณ์ปริมาณน้ำในเขื่อนอยู่ในระดับต่ำใกล้เคียงกับช่วงปี 2014-2016 ที่ได้เคยเกิดภาวะภัยแล้งที่รุนแรง โดยปริมาณผลผลิตการเกษตรหดตัวราว 10-15% จากช่วงเดียวกัน

ปีก่อน อย่างไรก็ตาม แม้ผลผลิตจะปรับลดลง แต่ราคาผลผลิตการเกษตรได้รับแรงกดดันในช่วงเวลาดังกล่าวจากการปรับลดลงอย่างรุนแรงของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก

สำหรับในปี 2023-2025F เราคาดว่าหากเกิดสถานการณ์ภัยแล้งที่รุนแรงดังกล่าวข้างต้น จะส่งผลให้เกิดความเสียหายของผลผลิตการเกษตรราว 0.1-0.6% ของ GDP ซึ่งจะกระทบต่อกำลังซื้อของเกษตรกร อย่างไรก็ตาม ผลกระทบที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในปีนี้นั้นน่าจะจำกัด เนื่องจากมีปริมาณน้ำต้นทุนเดิมจากปีก่อนอยู่มาก แม้คาดว่าปริมาณฝนตกจะลดลง ขณะที่ด้านเงินเฟ้อ พบว่าการส่งผ่านของภาวะภัยแล้งมายังอัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ราว 0.13% จากช่วงเดียวกันปีก่อน อิงจากงานศึกษาของ ธปท. นอกจากนี้ ยังต้องติดตามว่าปริมาณน้ำจะมีเพียงพอในการใช้อุปโภคและบริโภคในภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการที่มีการใช้น้ำในปริมาณมากในการดำเนินธุรกิจหรือไม่ (เช่น ธุรกิจภัตตาคาร และธุรกิจโรงแรม เป็นต้น) ซึ่งนับว่าเป็นความเสี่ยงสำคัญที่ต้องติดตามต่อไปโดยเฉพาะในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า 🌊

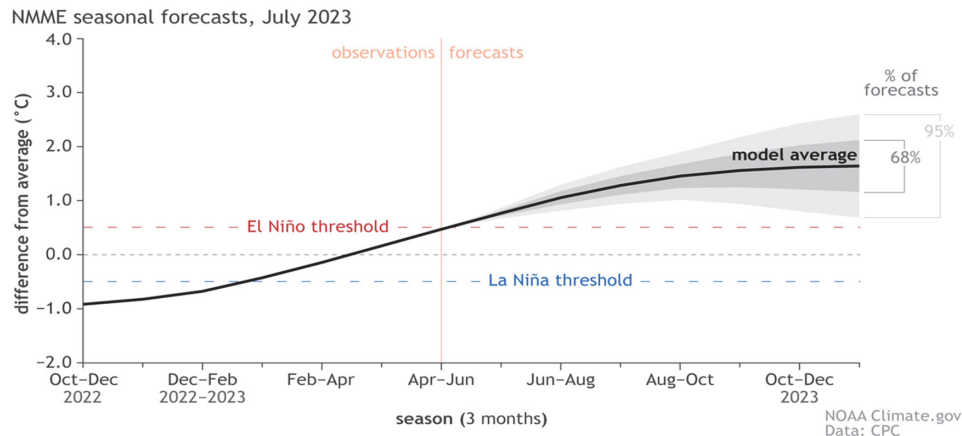
แผนภาพที่ 63: ระดับอุณหภูมิเหนือผิวน้ำมหาสมุทรได้สูงเกินกว่าระดับ 0.5 องศาเซลเซียสแล้วในช่วงปลายไตรมาส 2



Note: 1\ 2-year history of sea surface temperatures in the Niño-3.4 region of the tropical Pacific for all events evolving into El Niño since 1950 (gray lines) and the current event (purple line). NOAA Climate.gov image based on a graph by Emily Becker and monthly Niño-3.4 index data from CPC using ERSSTv5.
ที่มา: NOAA Climate.gov, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 64: NOAA ได้มีการคาดการณ์ว่าภาวะโลกร้อนที่รุนแรง (Strong El Nino) จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปีจนถึงช่วงต้นปีหน้า

NMME seasonal forecast: July 2023 ^{1\}

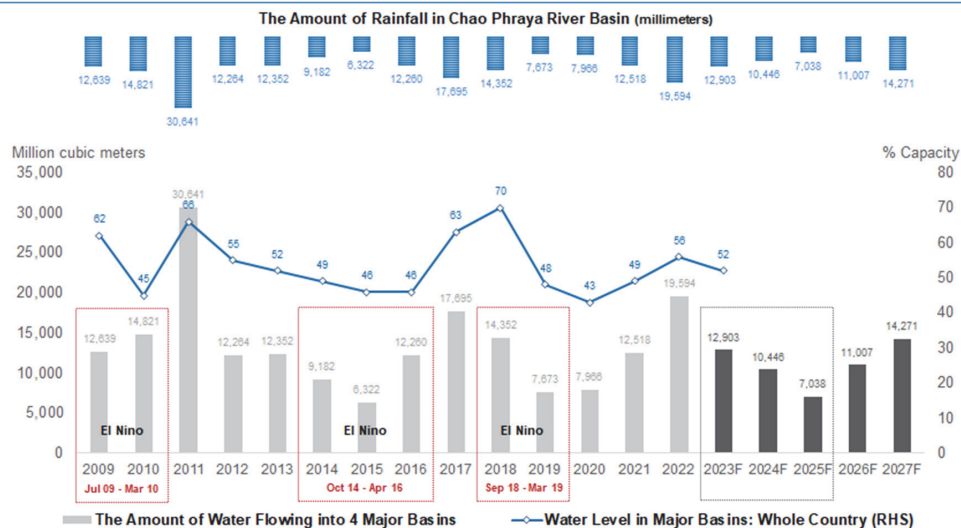


Note: 1\ July 2023 climate model forecasts for the Niño-3.4 temperature anomaly in 2023 from the North American Multi-Model Ensemble (NMME). The black line shows the model forecast average; darker gray envelope shows the range of 68% of all model forecasts; lighter gray shows the range of 95% of all model forecasts. NOAA Climate.gov image based on a graph from Emily Becker.

ที่มา: NOAA Climate.gov, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 65: CWEIR ได้มีการคาดการณ์ว่าปริมาณฝนตกในลุ่มแม่น้ำเจ้าพระยาและน้ำในเขื่อนหลัก 4 แห่ง (เขื่อนภูมิพล เขื่อนสิริกิติ์ เขื่อนแควน้อย และเขื่อนป่าสักชลสิทธิ์) จะลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2023-2025F

Rainfall and water levels in major basins ^{1\}

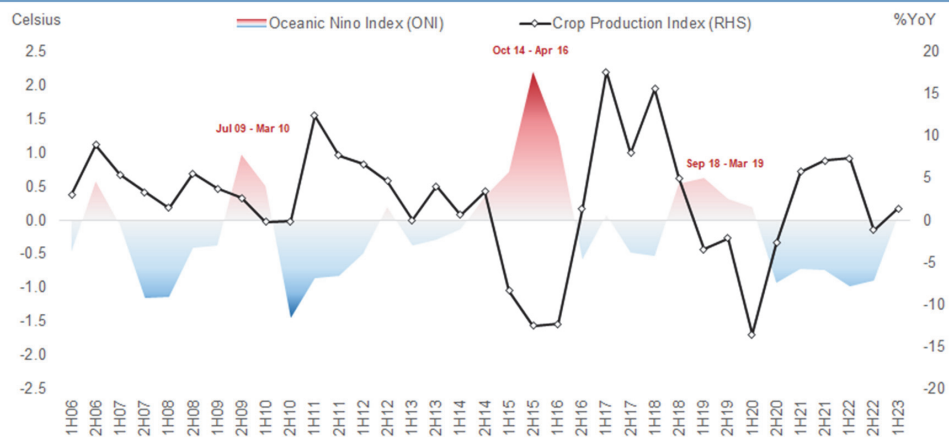


Note: 1\ The amount of water flowing into 4 major basins (Bhumibol, Sirikit, Kwai Noi, and Pa Sak Jolasid Dams) and rainfall data collected and estimated by CWEIR. Water level in major basins (whole kingdom) are actual data as of 4 Aug of each year.

ที่มา: The Active, CWEIR, National Hydroinformatics Data Center, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 66: ในช่วงปี 2014-2016 ที่ได้เคยเกิดภาวะภัยแล้งที่รุนแรง ปริมาณผลผลิตการเกษตรหดตัวราว 10-15% จากช่วงเดียวกันปีก่อน...

The Oceanic Nino Index and the Crop Production Index

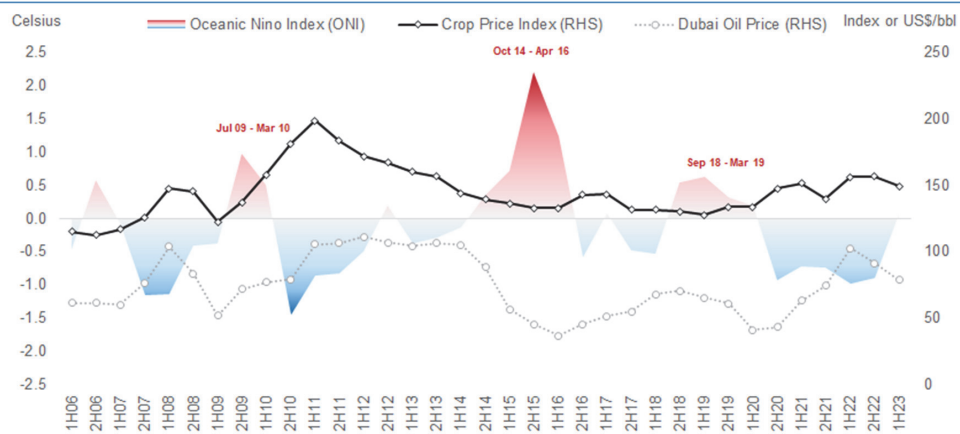


Note: Data adjusted to an average basis.

ที่มา: OAE, NOAA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 67: ...อย่างไรก็ดี แม้ผลผลิตจะปรับลดลง แต่ราคาผลผลิตการเกษตรได้รับแรงกดดันในช่วงเวลาดังกล่าวจากการปรับลดลงอย่างรุนแรงของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก

The Oceanic Nino Index, the Crop Price Index, and Dubai crude oil price

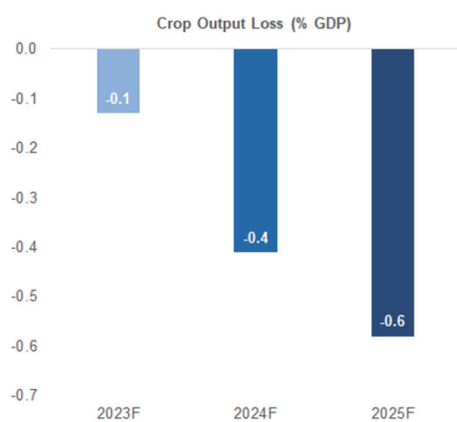


Note: Data adjusted to an average basis.

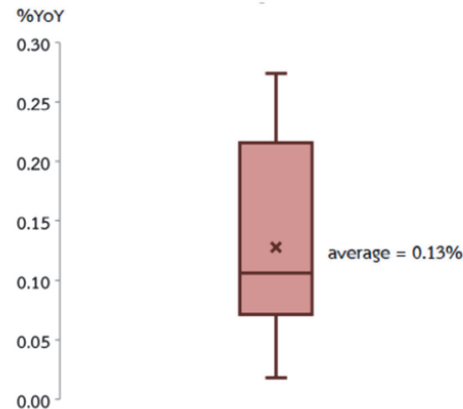
ที่มา: OAE, NOAA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 68: สำหรับในปี 2023-2025F เราคาดว่าหากเกิดสถานการณ์ภัยแล้งที่รุนแรงข้างต้น จะส่งผลให้เกิดความเสียหายของผลผลิตการเกษตรราว 0.1-0.6% ของ GDP ขณะที่ด้านเงินเฟ้อ พบว่า การส่งผ่านของภาวะภัยแล้งมายังอัตราเงินเฟ้อโดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ราว 0.13% จากช่วงเดียวกันปีก่อน อิงจากงานศึกษาของ ธปท.

The effects of El Nino on crop output loss ^{1\}



The effects of El Nino on headline inflation ^{2\}



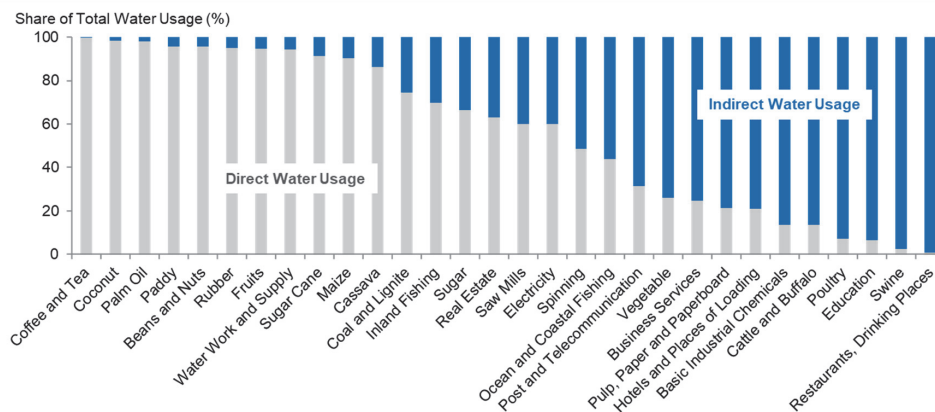
Note: 1\ Based on our calculation (paddy, sugarcane, cassava, maize, rubber, and palm oil).

2\ Regarding the BoT's calculation, box plot shows the effects of El Nino on headline inflation during 1997-2020. It indicates the interquartile range (between 25th and 75th percentile), while the upper and the lower ends of the whiskers indicate max and min values.

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

แผนภาพที่ 69: ยังต้องติดตามว่าปริมาณน้ำจะมีเพียงพอในการใช้อุปโภคและบริโภคในภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการที่มีการใช้น้ำในปริมาณมากในการดำเนินธุรกิจหรือไม่ (เช่น ธุรกิจภัตตาคารและธุรกิจโรงแรม เป็นต้น) ซึ่งนับว่าเป็นความเสี่ยงสำคัญที่ต้องติดตามต่อไปโดยเฉพาะในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า

Direct and indirect water usage by sector



ที่มา: Chuenchum and etc. (2018), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit



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



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



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



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



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



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



ธนภัทร ธนชาติ
Research Assistant
(66) 2633 6488
tanapatd@tisco.co.th



ธนวัฒน์ ธนัทธินกร
Research Assistant
(66) 2633 6470
thanawatn@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2:	02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	: 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	: 02 745 6360
	เมกะบางนา ชั้น 1	: 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	: 02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	: 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3	: 02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5	: 02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3	: 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5	: 02 056 4168				
	สำนักงานใหญ่	: 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารภคินท์	: 02 633 4333
	ศรีนครินทร์	: 02 006 5000	วรจักร	: 02 621 0141	เยาวราช	: 02 623 2212
	ราชวงศ์	: 02 622 8220	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141		
จันทร์ - ศุกร์						

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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