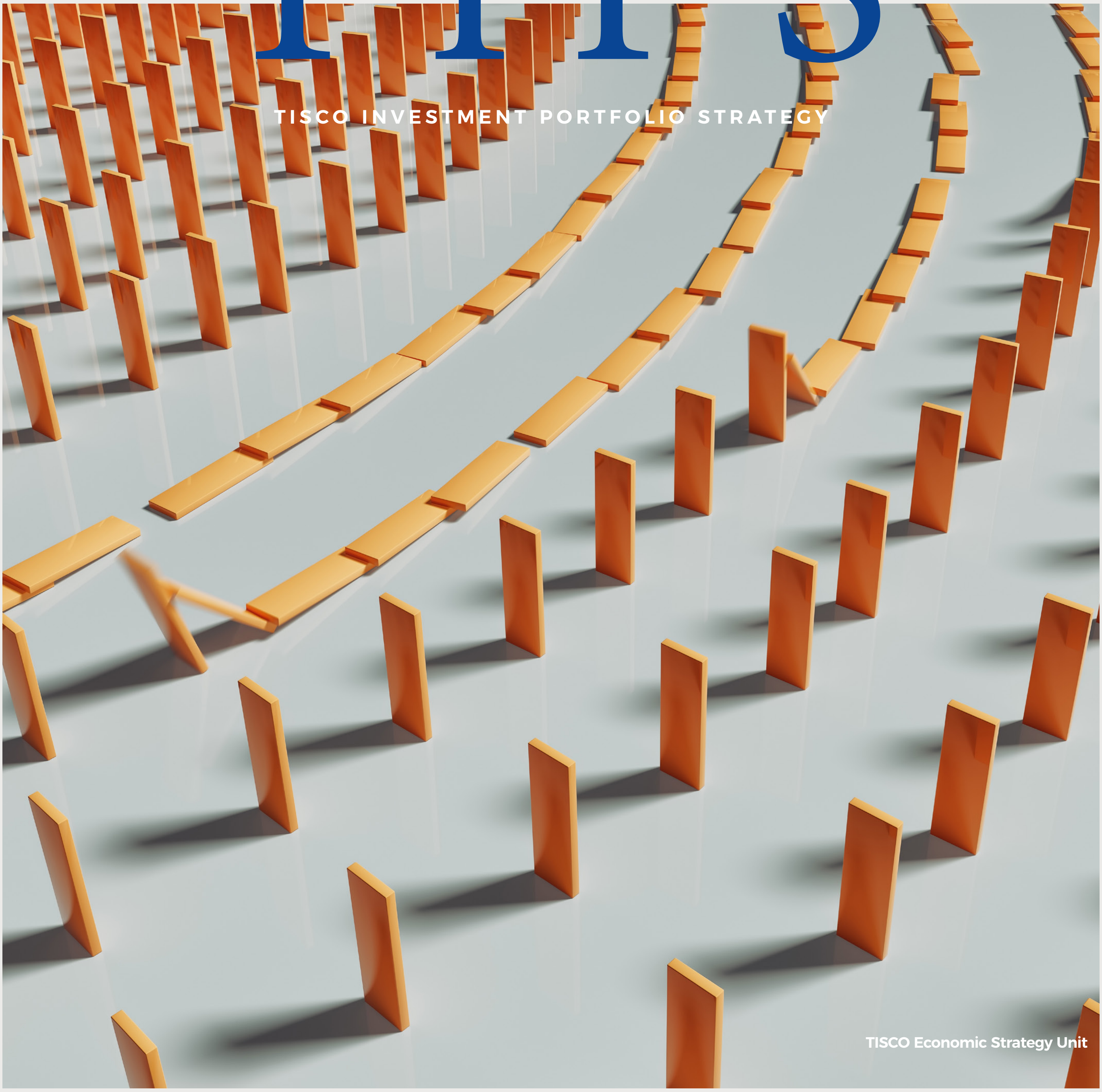
October 2023 | Issue 097

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

เศรษฐกิจมีโอกาสไม่มากที่จะเกิด Soft landing สำเร็จ จากตัวเลขเศรษฐกิจบางตัวที่เริ่มหดตัว ใกล้เคียงกับภาวะ Recession ในอดีต และในระยะข้างหน้าอาจถูกกดดันเพิ่มเติมจากผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา

ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐานตามการชะลอตัวของเศษฐกิจ ต่างจาก Bond yield ซึ่งจะปรับลดลงชัดเจน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย

Valuation ของตลาดหุ้นแพงขึ้นมากเมื่อเทียบกับคาดการณ์ผลตอบแทนจากพันธบัตร แนะนำให้ทยอยสะสมพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- ตลาดหุ้น 07
- ตลาดตราสารหนี้ 13
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 17

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 24

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 25
- เศรษฐกิจยุโรป 29
- เศรษฐกิจจีน 33
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 38
- เศรษฐกิจไทย 41

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

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

EXECUTIVE SUMMARY

เรามองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้ มีโอกาสไม่มากที่จะเกิด Soft landing สำเร็จ โดยในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยทั้งหมด 6 รอบ ซึ่งมีเพียง 3 ใน 6 รอบ ที่เกิด Soft landing ได้แก่ ปี 1984, 1995 และ 2018 คิดเป็นอัตราความสำเร็จเพียง 50%

โดยถึงแม้ตัวเลขตลาดแรงงานในปัจจุบันจะยังแข็งแกร่ง แต่ตัวเลขภาคการผลิตกลับเข้าสู่ภาวะหดตัว ใกล้เคียงกับภาวะ Recession ในอดีตแล้ว และอ่อนแอกว่าช่วงเวลาเดียวกันที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในอดีต ซึ่งเรามองว่าการหยุดขึ้นดอกเบี้ยในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจบางตัวอ่อนแอกว่าในอดีต อาจทำให้โอกาสเกิด Soft landing เป็นไปได้ยาก

นอกจากนี้ ตัวเลขเศรษฐกิจส่วนอื่นๆ น่าจะเริ่มชะลอตัวลงตามในระยะข้างหน้า จากการส่งผ่านผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ยก่อนหน้านี้ ซึ่งใช้เวลานาน 12 เดือนเป็นอย่างน้อย

เราได้ศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดพันธบัตร และตลาดหุ้น หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ย้อนหลังไปตั้งแต่ 1984 ครอบคลุม 6 รอบของการขึ้นดอกเบี้ย พบว่า Bond yield อายุ 10 ปี ปรับลดลงทุกรอบ โดยจะลดลงประมาณ 50-150bps ในช่วง 6 เดือนหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย

ในขณะที่ ตลาดหุ้นจะปรับขึ้นราว 5% ในช่วงระยะสั้นราว 3-4 เดือนหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย แต่ทิศทางตลาดหุ้นหลังจากนั้น ขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ หากเศรษฐกิจ Soft landing ได้สำเร็จ ตลาดหุ้นจะปรับขึ้นยาว แต่หากเกิด Hard landing ตลาดหุ้นก็จะปรับตัวลง -20% เป็นอย่างน้อย

ทิศทางของตลาดหุ้นในระยะกลางและยาว ซึ่งมีความแน่นอนสูงขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ ในขณะที่ Bond yield มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้การลงทุนในพันธบัตรมีโอกาสสูงที่จะให้ผลกำไรที่แน่นอนกว่าการลงทุนในหุ้น

เมื่อเปรียบเทียบคาดการณ์ผลตอบแทนระหว่างการลงทุนในหุ้นและพันธบัตร ค่า Forward P/E ของ S&P500 อยู่ในระดับสูง 19-20 เท่า ส่งผลให้ Earning Yield Gap หรือผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Equity risk premium) ที่นักลงทุนได้รับเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้นเทียบกับการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ลดลงสู่ระดับ 0.98% ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2005 ซึ่งเรามองว่าส่วนต่างความคาดหวังผลตอบแทนที่ไม่ถึง 1% นั้น ไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงที่จะสูญเสียเงินต้นจากราคาหุ้นที่เปลี่ยนไป ในขณะที่พันธบัตรให้ผลตอบแทนที่แน่นอนตามอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Coupon yield) ในอัตราที่สูงถึง 4.4% และมีโอกาสรับผลตอบแทนเพิ่มเติมจากการปรับเพิ่มขึ้นของราคาพันธบัตร (Capital gains yield) ในระยะข้างหน้า

GLOBAL
INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เศรษฐกิจมีโอกาสไม่มากที่จะเกิด Soft landing สำเร็จ จากตัวเลขเศรษฐกิจบางตัวที่เริ่มหดตัว ใกล้เคียงกับภาวะ Recession ในอดีต และในระยะข้างหน้าอาจถูกกดดันเพิ่มเติมจากผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา

- ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐานตามการชะลอตัวของเศษฐกิจต่างจาก Bond yield ซึ่งจะปรับลดลงชัดเจน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย

- Valuation ของตลาดหุ้นแพงขึ้นมาก เมื่อเทียบกับคาดการณ์ผลตอบแทนจากพันธบัตร แนะนำให้ทยอยสะสมพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting: Underweight		Neutral	Overweight		Themes
ตราสารหนี้					●	- ตลาดประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยค่อนข้างสูง สอดคล้องตามการส่งสัญญาณ 'Higher-for-longer' ของ Fed - Bond yield 10 ปี มักจะลดลงทุกครั้ง หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี น่าจะปรับลดลงสู่ระดับ 3.9-4.0% ในสิ้นปี 2023 - แนะนำให้กระจายการลงทุนพันธบัตรระยะยาวมากขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นรายประเทศ						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงน้อยกว่าคาด ประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ Fed ยังต้องคงท่าที Hawkish - มีความเสี่ยง Government shutdown ในวันที่ 1 ต.ค. - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดลง ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ดี การส่งออกยังเป็นปัจจัยฉุดหลัก ตามอุปสงค์ที่ชะลอลง - ธปท. น่าจะคงดอกเบี้ยที่ 2.50% หลังส่งสัญญาณในการประชุมเดือน ก.ย. ว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน			●			- เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น ในภาคการผลิต และการบริโภค - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก - แต่ตลาดหุ้นขาดปัจจัยกระตุ้นที่มากพอ ท่ามกลางทางการซึ่งออกมาตรการกระตุ้นอย่างระมัดระวัง - มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ซ้อมรบในคาบสมุทร และการออกกฎกีดกันทางการค้า และการผลิตที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวขึ้น จากการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามอุปสงค์โลก - แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากค่าจ้างที่ถูกปรับขึ้นอย่างมีนัยยะ - ผลกระทบในกรณีที่ BoJ ยกเลิก YCC จำกัด จากส่วนต่างที่ลดลงของอัตราผลตอบแทนระหว่าง Swap rate ในตลาดและ Bond yield 10 ปี - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะภาคบริการ - ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับ 4% ในการประชุมเดือน ก.ย. ซึ่งตลาดมองว่าอาจเป็นการปรับขึ้นครั้งสุดท้าย - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นรายอุตสาหกรรม						
หุ้นกลุ่ม Tech				●		- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นกลุ่ม Healthcare					●	- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession - ปรับขึ้นช้ากว่าตลาดรวม (Laggard) ตั้งแต่ต้นปี - คงคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - ยังคงได้รับแรงกดดันจากแนวโน้มนโยบายที่เข้มงวด - Downside ของราคามีค่อนข้างจำกัด ที่ระดับ $1,650/oz ตามต้นทุนธุรกิจเหมือง (All-in-sustaining costs + avd. spreads) - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				●	● (Previous Recommendation)	- EIA ประเมินว่าสมดุลตลาดน้ำมันโลกเริ่มเข้าสู่สภาวะอุปทานขาดแคลน (Supply deficit) แล้วในเดือน มิ.ย. 2023 และมีแนวโน้มขาดดุลรุนแรงในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 - อุปสงค์มีแนวโน้มชะลอตัวลงตามเศรษฐกิจโลก - ในขณะที่ แรงหนุนราคาจากฝั่งอุปทานแผ่วลง หลังซาอุฯลดความแข็งกร้าวลง สะท้อนความพึงพอใจต่อระดับราคาน้ำมันดิบที่ระดับ $80-90/bbl - ลดน้ำหนัก Overweight
REITs			●			- Mortgage rate ยืนที่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 เป็นปัจจัยลบต่ออุปสงค์ในตลาดบ้าน - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และการลดการเข้าซื้อ MBS ผ่านมาตรการ QT ของ Fed - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO กลับมาอยู่ในระดับที่แพงขึ้น จากราคากองทุน REITs ที่เพิ่มขึ้นในช่วง 1-2 เดือนที่ผ่านมา - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,514	0.6%	-0.9%	-3.0%	0.5%	-4.9%	-9.3%	-7.2%
Philippines PCOMP	6,184	0.8%	1.0%	0.4%	-3.3%	-6.3%	-5.8%	-1.2%
Indonesia JCI	7,013	0.4%	1.1%	1.7%	5.6%	3.7%	2.4%	-2.3%
Singapore STI	3,215	0.1%	-1.5%	0.8%	0.7%	0.1%	-1.1%	-0.4%
Malaysia KLCI	1,443	0.1%	-1.0%	-0.1%	3.7%	3.1%	-3.5%	1.3%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	17,843	2.3%	-0.5%	-0.6%	-5.5%	-10.4%	-9.8%	-0.5%
China H HSCEI	6,178	2.7%	-0.5%	0.0%	-3.4%	-9.1%	-7.9%	1.0%
MSCI China	59	2.8%	0.1%	0.6%	-2.0%	-10.5%	-7.9%	1.1%
China CSI300	3,721	1.8%	-0.2%	0.3%	-3.7%	-7.6%	-3.9%	-3.5%
Taiwan TWSE	16,466	0.2%	-1.4%	-0.1%	-4.3%	3.5%	16.5%	16.6%
Korea KOSPI	2,496	-0.3%	-3.1%	-0.9%	-2.9%	3.3%	11.6%	9.0%
MSCI Korea	773	-0.3%	-2.4%	-0.6%	-3.1%	4.9%	15.3%	12.7%
India SENSEX	65,833	-0.3%	-3.0%	1.5%	4.5%	14.4%	8.2%	13.3%
MSCI India	2,227	-0.3%	-2.0%	2.5%	6.6%	18.3%	7.6%	9.8%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	7,061	0.1%	-2.3%	-0.8%	-0.5%	1.5%	0.3%	7.4%
Japan TOPIX	2,387	-0.3%	-1.7%	5.3%	5.4%	22.1%	26.2%	24.6%
Japan Nikkei 225	32,712	-0.5%	-2.4%	3.4%	-0.2%	19.5%	25.4%	20.5%
Europe STOXX600	453	-0.3%	-1.9%	0.4%	0.0%	3.0%	6.7%	16.1%
Euro STOXX50	4,207	-0.1%	-2.0%	-0.7%	-1.5%	1.9%	10.9%	25.6%
US Dow Jones	33,964	-0.3%	-1.9%	-1.1%	0.7%	5.4%	2.5%	14.8%
US S&P500	4,320	-0.2%	-2.9%	-1.9%	-0.7%	8.8%	12.5%	17.0%
MSCI US REITs	1,109	-0.7%	-5.2%	-4.1%	-1.6%	0.6%	-3.2%	-3.2%
J-REITs	1,868	-0.3%	-0.5%	-0.8%	1.4%	6.1%	-1.4%	-7.4%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,684	0.1%	-0.4%	4.7%	3.0%	3.8%	3.1%	9.5%
Germany DAX	15,557	-0.1%	-2.1%	-0.5%	-1.7%	4.0%	11.7%	26.6%
France CAC 40	7,185	-0.4%	-2.6%	-0.6%	0.3%	2.4%	11.0%	24.2%
Switzerland SMI	11,015	-0.6%	-1.6%	0.5%	-1.8%	3.6%	2.7%	8.7%
Portugal PSI 20	6,169	0.1%	-0.6%	0.8%	5.1%	7.6%	7.7%	12.4%
Spain IBEX 35	9,502	-0.5%	-0.5%	1.7%	2.5%	8.1%	15.5%	25.3%
Italy FTSE MIB	28,576	-0.5%	-1.1%	1.3%	5.0%	10.4%	20.5%	35.6%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	116,009	-0.1%	-2.3%	0.1%	-2.5%	17.4%	5.7%	3.8%
Chile IPSA	5,832	-0.4%	-1.4%	-3.6%	2.7%	11.1%	10.8%	12.0%
Mexico MEXBO	51,677	-0.5%	0.6%	-2.8%	-3.1%	-2.1%	6.6%	13.8%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	497	1.0%	-1.4%	-0.0%	-3.3%	-3.3%	-1.7%	5.8%
MSCI Latin America	2,339	-0.2%	-2.2%	-1.8%	-4.8%	12.6%	9.9%	10.3%
MSCI All Country World	663	-0.1%	-2.4%	-1.1%	-1.0%	6.1%	9.5%	16.8%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	90.33	0.4%	-1.3%	13.2%	30.6%	30.4%	12.5%	14.7%
Brent Spot	93.68	-0.0%	-0.8%	10.9%	26.9%	24.9%	9.0%	8.7%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.35	-0.43	0.40	-1.30	-1.34	-2.38	-2.30	-4.06
Gold Spot	1922.49	0.3%	-0.4%	0.4%	-0.1%	-1.7%	5.4%	17.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2762.28	0.1%	-0.2%	-1.3%	-4.8%	-4.4%	-5.3%	-9.5%
Bloomberg Agri Subindex	65.09	0.1%	-1.8%	-3.6%	-6.4%	-1.2%	-5.4%	-5.3%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	304.94	-0.1%	-0.7%	-2.1%	-2.4%	-3.7%	0.3%	4.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.16	0.1%	-0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	0.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	302.54	-0.0%	-0.2%	-1.0%	-1.2%	-2.4%	-1.6%	1.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	393.88	-0.2%	-0.9%	-2.4%	-3.8%	-5.1%	-2.3%	2.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	257.58	-0.0%	-0.3%	-1.0%	-1.4%	-2.2%	-1.2%	1.5%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	2.42	1	9	23	38	69	105	127
2Y	2.55	1	5	26	42	80	92	86
5Y	2.79	1	7	30	44	83	83	34
10Y	3.20	5	20	43	61	81	55	16
Spread 10Y-2Y	65	5	15	16	19	1	-37	-70
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	4.46	-6	16	22	72	108	58	77
Japan 10Y	0.73	0	2	7	37	42	31	50
UK 10Y	4.25	-6	-11	-40	-12	80	58	75
German 10Y	2.74	0	6	9	25	41	17	77
Spain 10Y	3.82	2	8	14	37	45	16	73
Italy 10Y	4.59	5	13	29	46	42	-12	43
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	17.20	-0.3	3.4	1.5	3.8	-4.5	-4.5	-12.7
Dollar index	105.60	0.2%	0.4%	1.5%	2.6%	2.4%	2.0%	-6.7%
USD/THB	36.04	-0.5%	1.0%	2.7%	2.3%	4.7%	4.1%	-5.0%
EUR/USD	1.06	-0.0%	-0.4%	-1.4%	-2.4%	-1.4%	-0.6%	10.6%
GBP/USD	1.22	-0.5%	-1.3%	-2.7%	-3.8%	-0.4%	1.3%	14.6%
USD/JPY	148.35	0.6%	0.5%	1.3%	3.3%	12.7%	13.1%	2.6%
USD/CNY	7.31	-0.1%	0.2%	0.3%	0.9%	6.2%	5.9%	2.4%
USD/CNH	7.31	-0.2%	0.2%	0.2%	0.9%	6.2%	5.6%	1.9%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU) As of 9/25/2023

ตลาดหุ้น

เรามองว่าเศรษฐกิจมีโอกาสไม่มากที่จะเกิด Soft landing สำเร็จ เนื่องจาก Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าในอดีต และในระยะข้างหน้าเศรษฐกิจจะยังถูกกดดันต่อเนื่องจากผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งทำให้ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐาน ในขณะที่ Valuation ของตลาดหุ้นแพงขึ้นมากเมื่อเทียบกับคาดการณ์ผลตอบแทนจากพันธบัตร เรายังคงน้ำหนักการลงทุนในหุ้นเท่าเดิม และแนะนำให้ทยอยสะสมพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว

นโยบายการเงินใช้เวลานานในการส่งผ่านผลกระทบไปยังเศรษฐกิจ

การปรับใช้นโยบายการเงินเข้มงวด มีจุดประสงค์เพื่อชะลอความร้อนแรงของเศรษฐกิจ แต่ก็อาจส่งผลให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในเวลาต่อมา หากเปรียบธนาคารกลางเป็นคนขับเครื่องบินที่กำลังนำเครื่องลงจอด การปรับใช้นโยบายการเงินเข้มงวด โดยเศรษฐกิจไม่เข้าสู่ Recession เปรียบได้กับการนำเครื่องลงจอดได้อย่างราบรื่น หรือ Soft landing ได้สำเร็จ แต่หากเศรษฐกิจชะลอตัวลงแรง อัตราว่างงานขึ้นสูง เข้าสู่ Recession เปรียบได้กับการนำเครื่องลงจอดแล้วเกิดความเสียหาย เป็น Hard landing

เรามองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้ มีโอกาสไม่มากที่จะเกิด Soft landing สำเร็จ โดยในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยทั้งหมด 6 รอบ ซึ่งมีเพียง 3 ใน 6 รอบ ที่เกิด Soft landing ได้แก่ ปี 1984, 1995 และ 2018 คิดเป็นอัตราความสำเร็จเพียง 50%

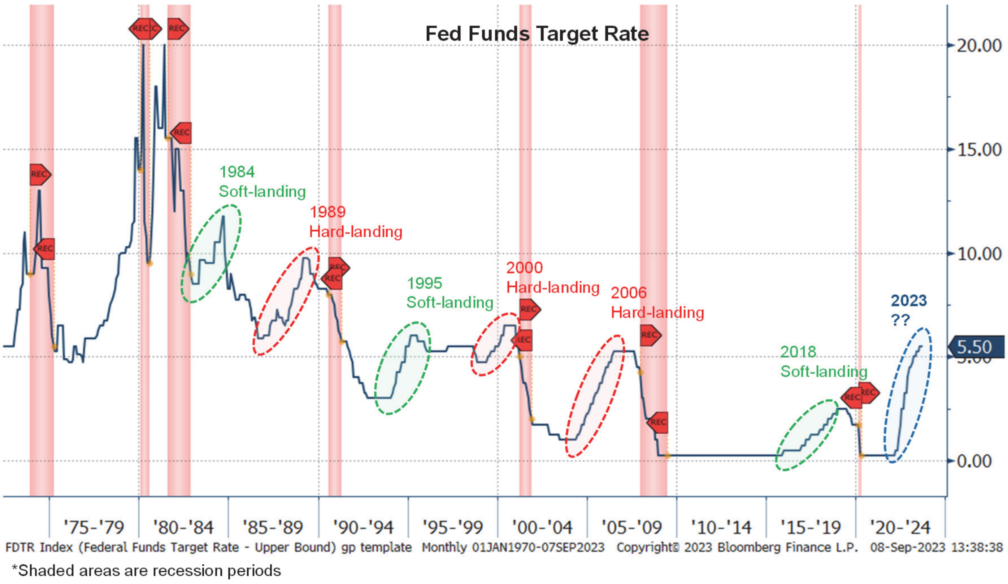
ตัวเลขเศรษฐกิจยังไม่แน่ชัดว่าจะเกิด Soft landing ในระยะข้างหน้า โดยเมื่อเปรียบเทียบตัวเลขเศรษฐกิจในเดือนสุดท้ายที่ Fed ขึ้นดอกเบี้ย ระหว่างรอบที่เกิด Soft landing และ Hard landing พบว่าเศรษฐกิจมีพัฒนาการที่ใกล้เคียงกัน โดยเริ่มชะลอตัวลง ตามผลของการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา

โดยในรอบนี้ถึงแม้ตัวเลขตลาดแรงงาน เช่น อัตราว่างงาน (Unemployment rate) ยังอยู่ต่ำกว่าช่วงที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในอดีตเป็นอย่างมาก แต่ตัวเลขภาคการผลิต เช่น ดัชนีผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (PMI Manufacturing) และการผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial production) กลับเข้าสู่ภาวะหดตัว แย่กว่าในอดีต การหยุดขึ้นดอกเบี้ยในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจบางตัวอ่อนแอกว่าในอดีต อาจทำให้โอกาสเกิด Soft landing เป็นไปได้ยาก

นอกจากนี้เศรษฐกิจในปัจจุบันยังไม่ได้ผลกระทบจากการขึ้นดอกเบี้ยอย่างเต็มที่ เนื่องจากความล่าช้าในการส่งผ่านผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ย โดยจากการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเทียบกับปีก่อน (Effective Fed funds rate, yoy change) และอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ (%Real GDP growth) พบว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลง หลัง Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย 12 เดือน แต่บางรอบใช้เวลานานกว่านั้น โดยเฉพาะช่วงหลังปี 1990 เป็นต้นมา ชี้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยต้องใช้เวลา 12 เดือนเป็นอย่างน้อย ในการส่งผ่านผลกระทบไปยังเศรษฐกิจ เศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่งอยู่อาจเป็นเพราะผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ยยังไม่สมบูรณ์

ดังนั้น ด้วยโอกาสเกิด Soft landing ที่ไม่สูงมาก ตัวเลขเศรษฐกิจบางตัวที่เริ่มหดตัวใกล้เคียงภาวะ Recession และการส่งผ่านผลกระทบของดอกเบี้ยที่ยังไม่สมบูรณ์ ทำให้เรายังคงมองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเกิด Hard landing

แผนภาพที่ 1: ในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยทั้งหมด 6 รอบ ซึ่งมีเพียง 3 ใน 6 รอบ ที่เกิด Soft landing สำเร็จ



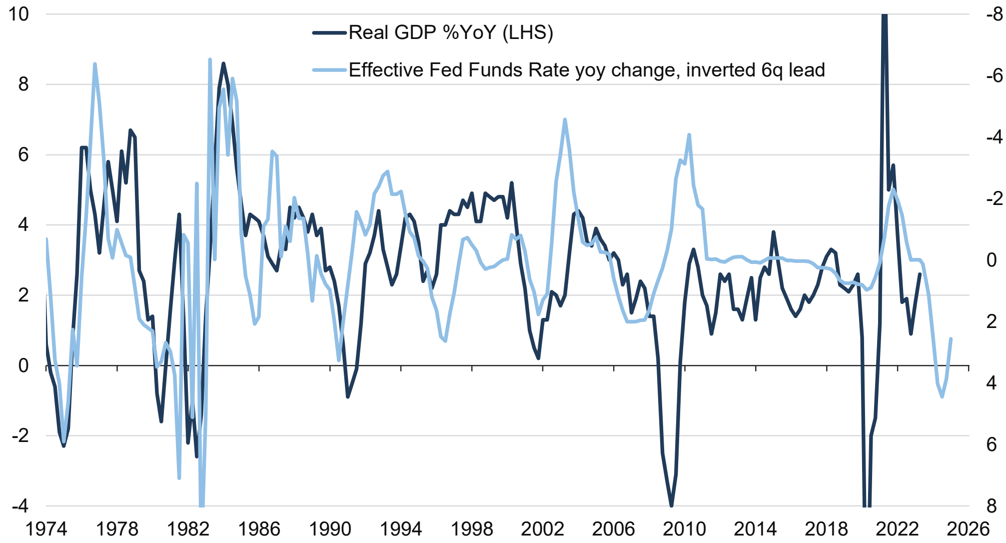
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: เศรษฐกิจมีพัฒนาการที่ใกล้เคียงกัน ทั้งในกรณี Soft landing และ Hard landing โดยเริ่มชะลอตัวลง ตามผลของการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา แต่ยังไม่มากพอที่จะสะท้อนภาวะ Recession อย่างชัดเจน

Economic indicators at last Fed's rate hikes	Soft-landing			Hard-landing			Average		??
Last hike date	Aug-84	Feb-95	Dec-18	Feb-89	May-00	Jun-06	Soft-landing	Hard-landing	Jul-23
ISM Manufacturing PMI	53.0	55.1	54.9	54.1	53.2	52.0	54.3	53.1	46.4
Industrial Production YoY	8.2%	6.5%	2.5%	2.1%	4.8%	2.0%	5.7%	3.0%	-0.2%
Unemployment Rate	7.5%	5.4%	3.9%	5.2%	4.0%	4.6%	5.6%	4.6%	3.5%
CPI YoY	4.3%	2.9%	1.9%	4.8%	3.2%	4.3%	3.0%	4.1%	3.2%
Core CPI YoY	5.1%	3.0%	2.2%	4.8%	2.4%	2.6%	3.4%	3.3%	4.7%
Core PCE YoY	4.0%	2.3%	2.1%	4.7%	1.7%	2.6%	2.8%	3.0%	4.2%
Consumer Confidence	103.1	99.4	126.6	120.7	144.7	105.4	109.7	123.6	114.0
Federal Funds Target Rate	11.75%	6.00%	2.50%	9.75%	6.50%	5.25%	6.75%	7.17%	5.50%

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

แผนภาพที่ 3: นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นมักจะใช้เวลา 12 เดือนเป็นอย่างน้อย ในการส่งผ่านผลกระทบไปยังเศรษฐกิจ



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

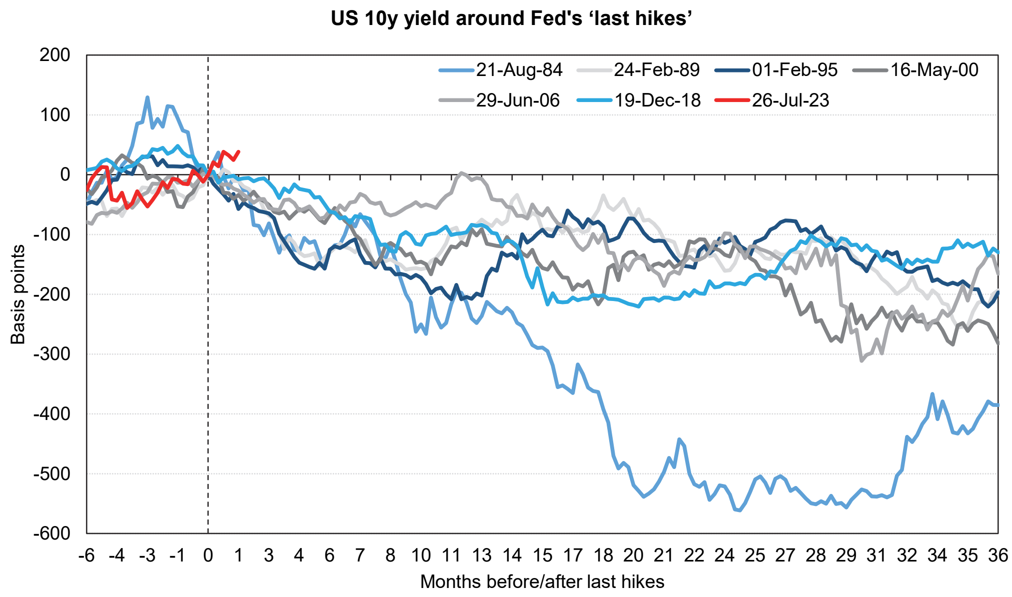
Bond yield ลดลงทุกครั้งหลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ในขณะที่ตลาดหุ้นขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ

เราได้ศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดพันธบัตร และตลาดหุ้น หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ย้อนหลังไปตั้งแต่ 1984 ครอบคลุม 6 รอบของการขึ้นดอกเบี้ย พบว่า Bond yield อายุ 10 ปี ปรับลดลงทุกรอบ โดยจะลดลงประมาณ 50-150bps ในช่วง 6 เดือน หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย

ในขณะที่ ตลาดหุ้นจะปรับขึ้นราว 5% ในช่วงระยะสั้นราว 3-4 เดือนหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย แต่ทิศทางตลาดหุ้นหลังจากนั้น ขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ หากเศรษฐกิจ Soft landing ได้สำเร็จ ตลาดหุ้นจะปรับขึ้นยาว แต่หากเกิด Hard landing ตลาดหุ้นก็จะปรับตัวลง -20% เป็นอย่างน้อย

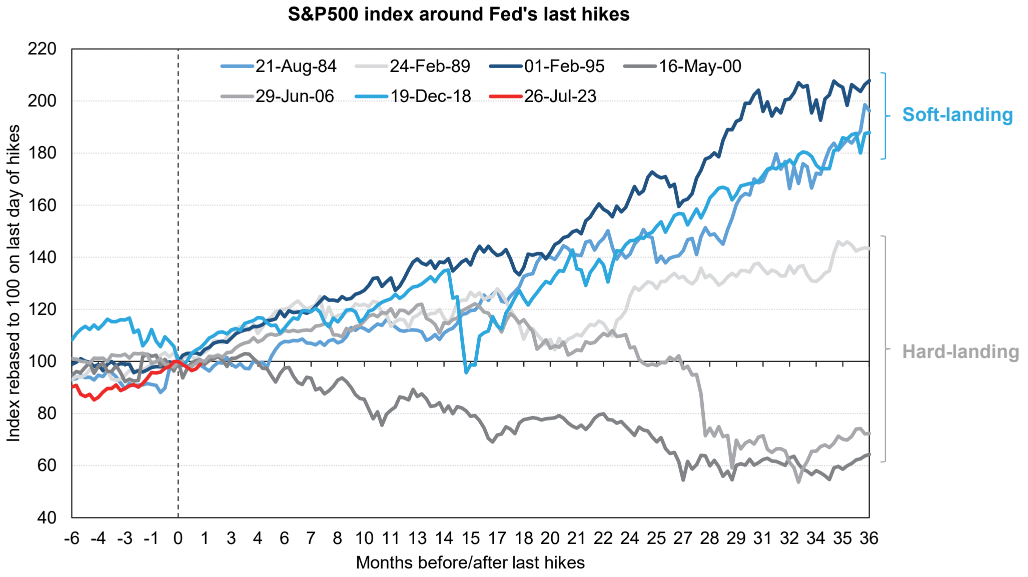
ทิศทางของตลาดหุ้นในระยะกลางและยาว ซึ่งมีความแน่นอนสูงขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศษฐกิจ ในขณะที่ Bond yield มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้การลงทุนในพันธบัตรมีโอกาสสูงที่จะให้ผลกำไรที่แน่นอนกว่าการลงทุนในหุ้น

แผนภาพที่ 4: Bond yield ปรับลดลงทุกรอบ หลัง Fed ขึ้นดอกหยุดขึ้นดอกเบี้ย



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

แผนภาพที่ 5: ตลาดหุ้นจะปรับขึ้นราว 5% ในช่วงระยะสั้นราว 3-4 เดือนหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย แต่หลังจากนั้น ขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจ



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

คาดการณ์ผลตอบแทนจากลงทุนในหุ้นเทียบกับพันธบัตรลดลงต่ำสุดในรอบเกือบ 20 ปี

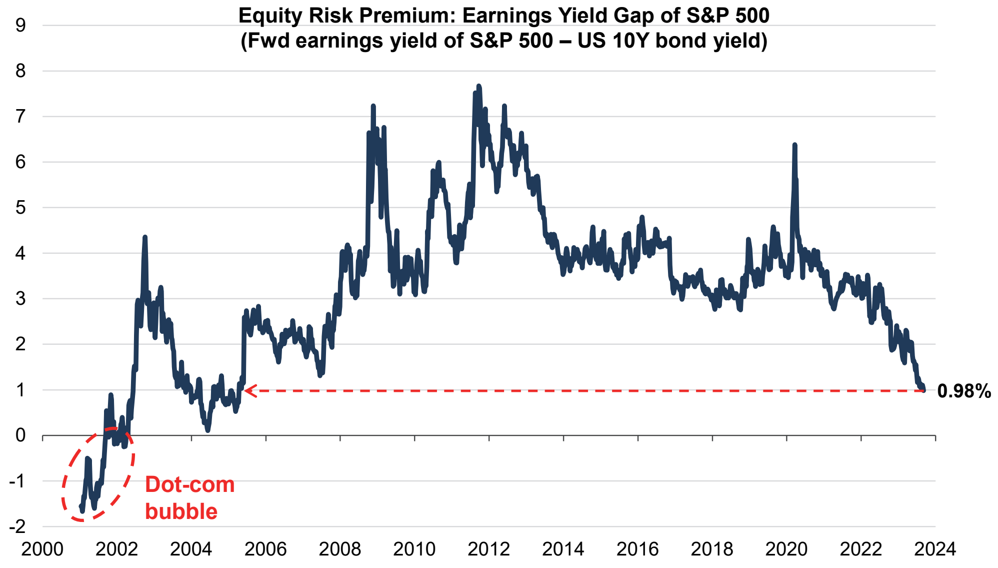
ตลาดหุ้นที่ปรับเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ถูกขับเคลื่อนจาก Valuation เป็นสำคัญ เห็นได้จากค่า Forward P/E ของ S&P500 ที่ทรงตัวในระดับสูงระดับ 19-20 เท่า สวนทางกับการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ซึ่งสะท้อนทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น

ค่า Forward P/E ที่เพิ่มขึ้นสูง สะท้อนคาดการณ์กำไรจากการลงทุนในหุ้นที่ลดต่ำลง และส่งผลให้ Earning Yield Gap หรือผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Equity risk premium) ที่นักลงทุนได้รับเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้นลดลงสู่ระดับ 0.98% ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2005

Earning Yield Gap คำนวณโดยใช้ Forward earnings yield ของ S&P500 (หรือส่วนกลับของค่า P/E) หักลบด้วย Bond yield 10 ปีของสหรัฐฯ ดังนั้น Earning Yield Gap ที่ลดลง จึงสะท้อนถึงความน่าสนใจการลงทุนในตลาดหุ้นที่ลดลงเมื่อเทียบการตลาดพันธบัตร

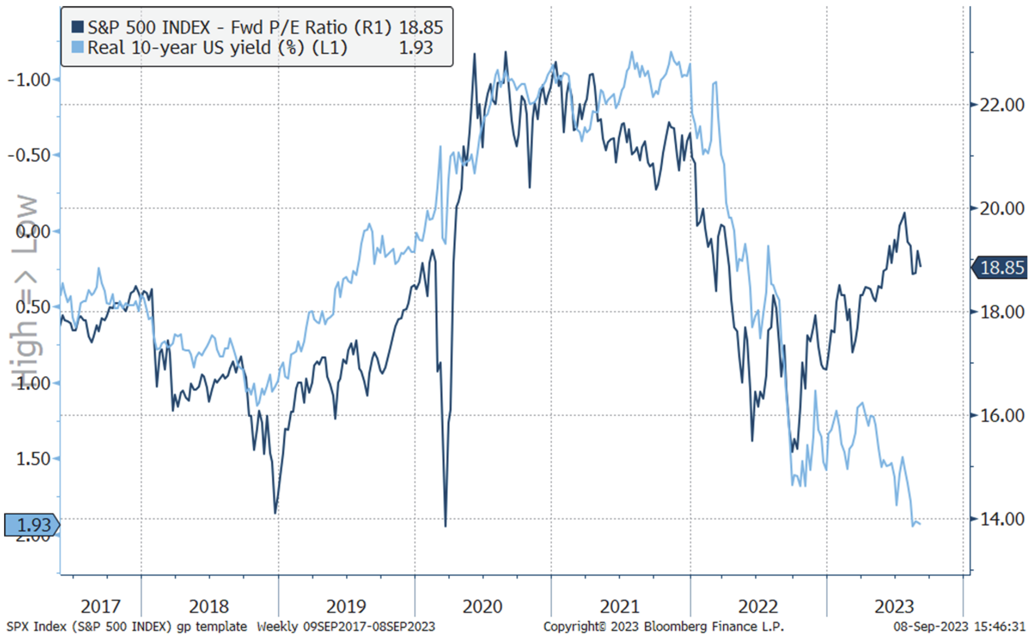
เรามองว่าส่วนต่างความคาดหวังผลตอบแทนที่ไม่ถึง 1% นั้น ไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงที่จะสูญเสียเงินต้นจากราคาหุ้นที่ลดลงในกรณีที่เกิด Hard Landing ในขณะที่พันธบัตรให้ผลตอบแทนที่แน่นอน ตามอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Coupon yield) ในอัตราที่สูงถึง 4.4% และมีโอกาสรับผลตอบแทนเพิ่มเติมจากการปรับเพิ่มขึ้นของราคาพันธบัตร (Capital gains yield) ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 6: Earning Yield Gap หรือผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Equity risk premium) ลดลงสู่ระดับ 0.98% ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2005



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

แผนภาพที่ 7: ค่า Forward P/E ของ S&P500 ที่ทรงตัวในระดับสูงระดับ 19-20 เท่า สวนทางกับการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ซึ่งสะท้อนทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น



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

เรามอง Bond yield ลดลงสู่ระดับ 3.9-4.0% ในสิ้นปีนี้ คิดเป็นผลตอบแทนในอัตราที่สูงถึง 7%

เราประเมินระดับ Bond yield อายุ 10 ปี ในระยะข้างหน้า ออกเป็น 4 กรณี ดังนี้

1) กรณีฐาน (Base case) เรามองว่า Fed น่าจะไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแล้วในปีนี้ และเริ่มทยอยปรับลดดอกเบี้ยในปีหน้า แต่ Fed อาจปรับระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจระยะยาว (Longer-run rate) ขึ้นเป็น 3% Bond yield 10 ปีจะลดลงสู่ระดับ 4.0% ในสิ้นปีนี้

2) กรณีที่ Fed ส่งสัญญาณเข้มงวดมากขึ้น (Hawkish) โดยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งตามที่ส่งสัญญาณ แต่คงดอกเบี้ยที่ระดับนั้นไปจนถึงสิ้นปีหน้า และปรับ Longer-run rate ขึ้น Bond yield จะอยู่ที่ 4.3% ในสิ้นปีนี้

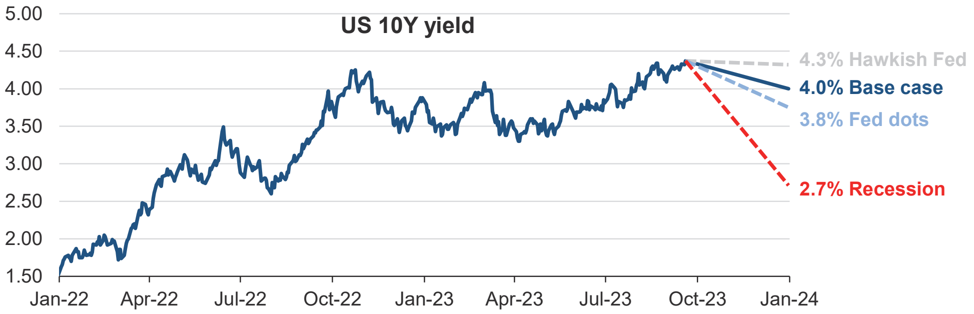
3) ส่วนกรณีที่ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตามที่ส่งสัญญาณใน Dot plot เดือน ก.ย. Bond yield สิ้นปีนี้จะลดลงเป็น 3.8%

4) กรณีที่ความเสี่ยง Recession มากขึ้น Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยตามส่งสัญญาณในปีนี้ แต่ลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ 2% ในปี 2024 และ 2025 Bond yield สิ้นปีนี้จะลดลงแรงสู่ระดับ 2.7%

ด้านผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร หาก Bond yield ปรับลดลงสู่ระดับ 4% ตาม Base case ที่เราคาด จะได้รับผลตอบแทนราว 7% จากอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว ณ ระดับ Bond yield ปัจจุบันที่ 4.4% บวกกับการเพิ่มขึ้นของราคาพันธบัตร (Capital gains yield) อีกราว 3% ส่วนในกรณี Upside มากสุด คือ กรณีที่ความเสี่ยง Recession มากขึ้น Bond yield ปรับลดลงสู่ระดับ 2.7% พันธบัตรอาจให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูงถึง 19% ในรูปสกุลเงินดอลลาร์

ดังนั้น เราแนะนำให้ทยอยสะสมพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวที่ระดับ Bond yield ในปัจจุบัน จาก 1) แนวโน้ม Bond yield ที่น่าจะลดลงในระยะข้างหน้า ตามการหยุดขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย 2) ตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มอ่อนแอลง และจะยังถูกกดดันต่อเนื่อง จากผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา 3) พันธบัตรให้ผลตอบแทนที่แน่นอนตามดอกเบี้ยหน้าตั๋ว ซึ่งปัจจุบันอยู่ในระดับ 4.4% สูงสุดในรอบ 16 ปี และอาจได้รับผลตอบแทนเพิ่มเติมจากการลดลงของ Bond yield ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 8: เราประเมิน Bond yield กรณี Base case ที่ระดับ 3.9-4% ณ สิ้นปีนี้ ซึ่งคิดเป็นผลตอบแทนในอัตราที่สูงถึง 7%



Scenarios	2023	2024	2025	2026	Longer-run	2023 Term premium	Implied US10Y end-2023	Expected total return
Hawkish Fed	5.6%	5.6%	5.1%	3.9%	3.0%	0.5%	4.3%	5.2%
Base case	5.4%	5.1%	3.9%	3.0%	3.0%	0.5%	4.0%	7.6%
Fed dots Sep-23	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%	0.5%	3.8%	9.3%
Recession	5.6%	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%	0.0%	2.7%	19.1%

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

ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงมุมมองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับ 3.9 – 4.0% ในช่วงสิ้นปี 2023 หลังตลาด Price-in ปัจจัยเชิงบวกต่อผลตอบแทนของพันธบัตรอย่างการกู้ยืมของรัฐบาลสหรัฐฯ ที่จะเพิ่มสูงขึ้นช่วงครึ่งหลังของปีไปแล้ว สะท้อนผ่าน Real yield ที่ปรับเพิ่มขึ้นมาสู่ระดับประมาณ 2.0% ในขณะที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามภาวะตลาดแรงงานที่กำลังทยอยปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติ (Labor market normalization) น่าจะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทยอยปรับตัวลงจากระดับปัจจุบัน เปิดโอกาสทยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

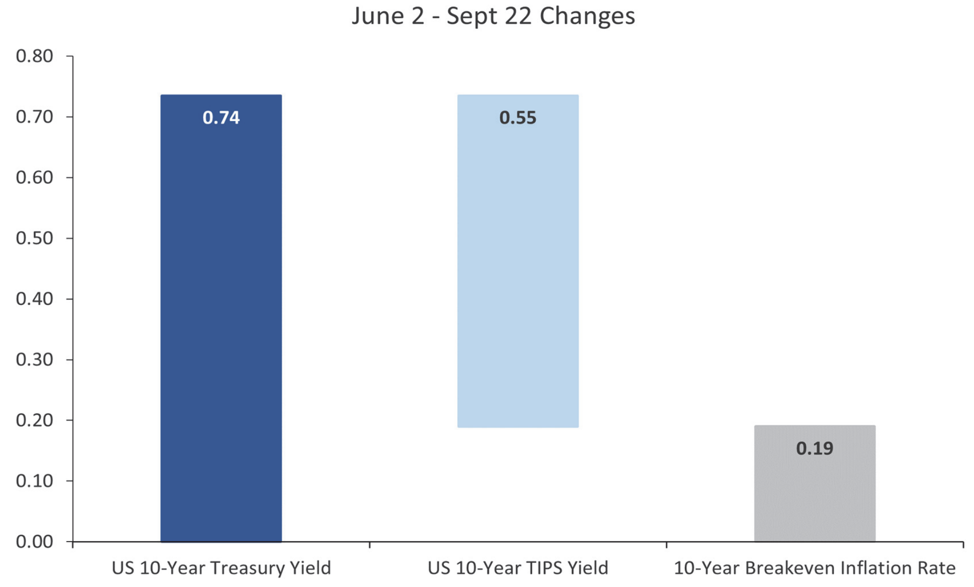
ผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวสูงขึ้นจากค่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ที่เพิ่มขึ้น

ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อาจสามารถอธิบายได้ว่าเป็นผลรวมของ 2 ปัจจัยหลัก ประกอบด้วย

1. อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ซึ่งเป็นสัดส่วนของผลตอบแทนที่นักลงทุนเรียกร้องจากการให้กู้ยืมเมื่อปราศจากเงินเฟ้อ โดยอัตรา Real yield จะสะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรป้องกันเงินเฟ้อ (Treasury Inflation-Protected Securities: TIPS) ที่ราคาหน้าตั๋ว (Face value) และดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่นักลงทุนจะปรับเปลี่ยนตามดัชนีเงินเฟ้อ จึงเปรียบเสมือนสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนปราศจากความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ โดย Real yield มักจะเคลื่อนไหวตามคาดการณ์ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจ และค่าความเสี่ยงชดเชยจากโอกาสที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในอนาคตจะไม่เป็นไปตามคาดการณ์ (Real risk premium) และ
2. คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (10-Year Breakeven Inflation Rate) ซึ่งเป็นส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน (Nominal yield) กับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield)

หากเรานำการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงและค่าคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว มาเทียบกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี ในช่วงตั้งแต่ 2H23 เป็นต้นมา (ข้อมูลถึงวันที่ 22 ก.ย.) จะพบว่าการปรับตัวขึ้นของ Bond yield ราว +74bps จาก 3.65% เป็น 4.39% จะมีที่มาจากการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเป็นส่วนมาก (+55bps) ในขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นไม่มากนัก (+19bps)

แผนภาพที่ 9: อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (แท่งสีฟ้า) เป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักในการปรับตัวขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในช่วงที่ผ่านมา



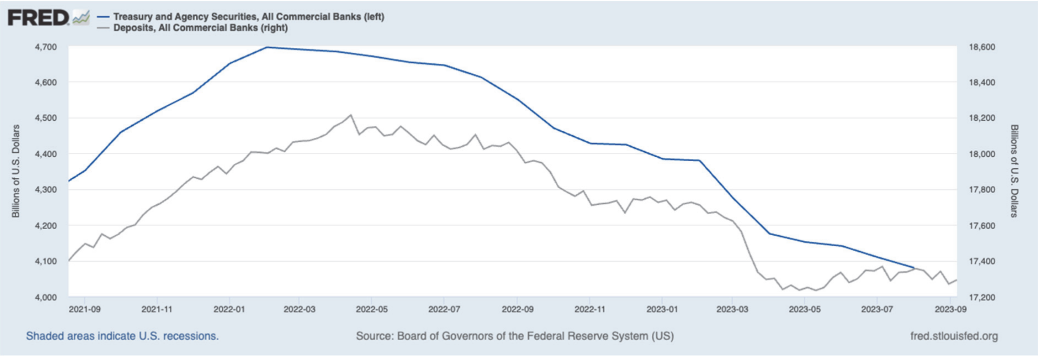
ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เมื่อมองไปข้างหน้า เราคิดว่าปัจจัยกดดันจากคาดการณ์เงินเฟ้อต่อผลตอบแทนพันธบัตรมีอยู่จำกัด เนื่องจากเมื่ออ้างอิงกับข้อมูลในอดีต Fed จะพยายามควบคุมตัวเลขคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวให้ขยับอยู่ในกรอบ 1.5% - 2.5% ดังนั้นค่าดัชนีในปัจจุบันที่ประมาณ 2.4% จึงใกล้เคียงกับกรอบด้านบนของเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed แล้ว ในขณะที่ Fed กำลังดำเนินนโยบายการเงินเชิงเข้มงวดอย่างมากผ่านการคงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงและการดึงสภาพคล่องออกจากตลาด (Quantitative Tightening) คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวจึงไม่น่าพุ่งสูงขึ้นจากระดับปัจจุบันได้อีกมากนัก ในขณะที่ด้าน Real yield ในปัจจุบันที่ประมาณ 2.0% ก็นับเป็นระดับสูงที่สุดตั้งแต่ปี 2008 ซึ่งเป็นยุคก่อนที่ Fed จะเริ่มใช้มาตรการ Quantitative Easing เพื่อกดดัน Bond yield ให้อยู่ในระดับต่ำแล้ว ความเสี่ยงด้านสูงจึงมีอยู่ค่อนข้างจำกัด

แผนภาพที่ 10: Real yield ในปัจจุบันที่ประมาณ 2.0% นับเป็นระดับสูงที่สุดตั้งแต่ปี 2008 ซึ่งเป็นยุคก่อนที่ Fed จะเริ่มใช้มาตรการ Quantitative Easing เพื่อกดดัน Bond yield ให้อยู่ในระดับต่ำแล้ว

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

แผนภาพที่ 11: ปรากฏการณ์ทยอยถอนเงินออก หรือ Bank walk ในสหรัฐฯ ที่เริ่มชะลอตัว (เส้นสีเทา) น่าจะลดแรงกดดันการขายพันธบัตรรัฐบาลโดยธนาคารพาณิชย์ลง (เส้นสีน้ำเงิน)



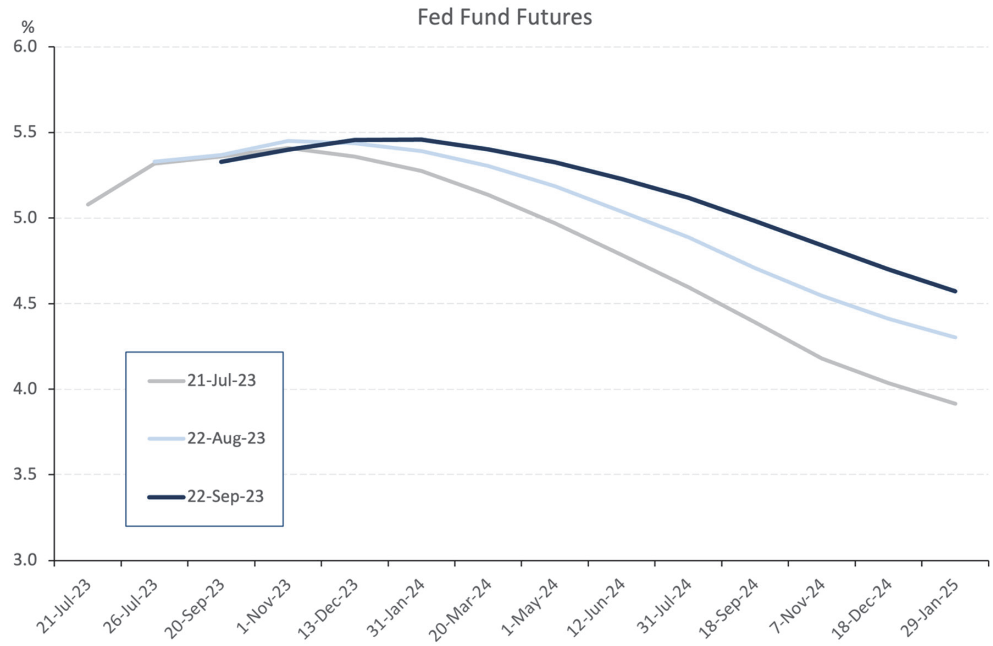
ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดไม่เปลี่ยนความเชื่อว่า Fed ได้ปรับอัตราดอกเบี้ยถึงระดับสูงสุดแล้ว

ผลการประชุม Fed เมื่อวันที่ 19 - 20 ก.ย. มีมติเอกฉันท์คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 5.25 - 5.50% นอกจากนี้ นาย Jerome Powell ประธาน Fed ได้แสดงความเห็นในช่วงการแถลงข่าว (Press conference) เกี่ยวกับตลาดแรงงานเพิ่มเติมในมุมมองที่ดีขึ้นเมื่อเทียบกับถ้อยแถลงในการประชุมในเดือน มิ.ย. ว่า ภาวะตลาดแรงงานยังคงตึงตัว (“tight”) จากเดิมที่เคยระบุว่า ตึงตัวมาก (“very tight”) และยังคงมีอุปสงค์ส่วนเกิน (“still exceeds”) ของตลาดแรงงาน จากเดิมที่เคยระบุว่า มีอุปสงค์ส่วนเกินอย่างมาก (“substantially exceeds”) ซึ่งสะท้อนมุมมองของ Fed ต่อภาวะตลาดแรงงานที่กำลังทยอยปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติ (Labor market normalization)

แถลงการณ์ดังกล่าวของ Fed ทำให้ตลาด (Fed Fund Futures) มองถึงโอกาสที่อัตราดอกเบี้ยจะถูกคงไว้ในระดับสูงยาวนานกว่าที่คาด (Keep rates Higher-for-Longer) อย่างไรก็ดี ตลาดให้น้ำหนักต่อมุมมองที่ดีขึ้นของนาย Powell และไม่เปลี่ยนความเชื่อว่า Fed ได้ขึ้นดอกเบี้ยมาถึงจุดสูงสุดแล้ว (Terminal rate) และจะเริ่มปรับดอกเบี้ยลงในเดือน ก.ค. 2024

แผนภาพที่ 12: ตลาด (Fed Fund Futures) มองว่า Fed ได้ปรับอัตราดอกเบี้ยถึงจุดสูงสุดแล้ว

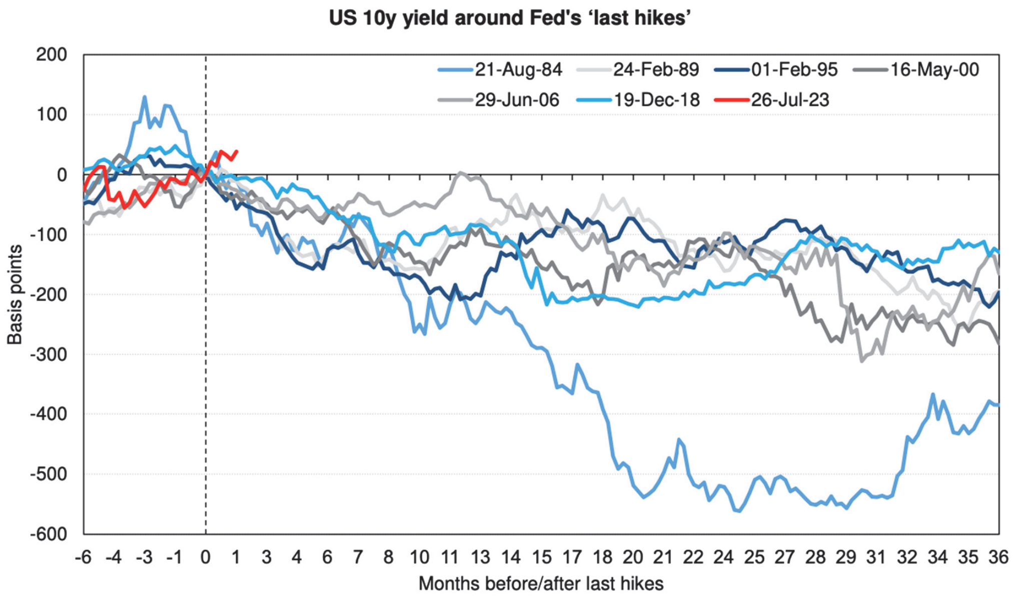


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนพันธบัตรหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1984 ครอบคลุม 6 รอบของการขึ้นดอกเบี้ย พบว่า Bond yield อายุ 10 ปี จะปรับลดลงทุกรอบ โดยจะลดลงประมาณ -50 ถึง -150bps ในช่วง 6 เดือน หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย

ดังนั้น หาก Fed ได้ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย (ในการประชุมวันที่ 25 – 26 ก.ค.) ไปแล้ว ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลชนิดอายุ 10 ปีในปัจจุบันจึงน่าจะเป็นระดับใกล้เคียงจุดสูงสุดแล้วเช่นกัน เราจึงคงคำแนะนำนักลงทุนทยอยเก็บสะสมพันธบัตรระยะยาว เพื่อเปิดโอกาสรับผลตอบแทนจากการปรับเพิ่มขึ้นของราคาพันธบัตร (Capital gains) จากแนวโน้ม Bond yield ลดลงในอนาคต

แผนภาพที่ 13: ในอดีต Bond yield อายุ 10 ปี จะปรับลดลงทุกครั้งหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย



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

แผนภาพที่ 14: เรามองในกรณีฐาน ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี จะทยอยปรับลดลงไปอยู่ที่ระดับ 3.9 – 4.0% ในช่วงสิ้นปี 2023

Scenarios	2023	2024	2025	Longer-run	2023 Term premium	Implied US10Y end-2023	Expected total return
Hawkish Fed	5.6%	5.6%	4.6%	3.0%	0.5%	4.2%	4.2%
Base case	5.4%	4.6%	3.4%	3.0%	0.5%	3.9%	6.6%
Fed dots Jun-23	5.6%	4.6%	3.4%	2.5%	0.5%	3.6%	9.2%
Recession	5.6%	2.0%	2.0%	2.5%	0.0%	2.7%	17.2%

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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรายังคงมองราคาทองคำมี Upside ที่จำกัดในช่วงที่เหลือของปี จากท่าทีที่ Hawkish ของ Fed และการเพิ่มขึ้นของ Real yield ซึ่งส่งผลให้คาดการณ์ผลตอบแทนจากทองคำลดลง เมื่อเทียบกับพันธบัตร สำหรับราคาน้ำมันเรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจนถึงช่วงสิ้นปี หลังผู้ผลิตรายใหญ่อย่างซาอุฯลดท่าทีความแข็งกร้าวลง

ราคาทองคำ

ราคาทองคำถูกกดดันจากการเพิ่มขึ้นของ Real yield

ราคาทองคำในเดือนที่ผ่านมาเคลื่อนไหวทรงตัวอยู่ที่ระดับ 1,900-1,950 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ ท่ามกลางการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ประกอบกับการลดลงของความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession)

Real yield คำนวนโดยใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ลบด้วยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในอนาคต Real yield จึงสะท้อนอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล เมื่อ Real yield ปรับสูงขึ้น จะสะท้อนการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์ผลตอบแทนที่แท้จริงจากพันธบัตร ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-free asset) และทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ ลดลง ปัจจุบัน Real yield เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2% สูงสุดในรอบเกือบ 15 ปี หรือตั้งแต่ปี 2009 ทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนในทองคำลดลง เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในพันธบัตร ดังนั้น การเพิ่มขึ้นของ Real yield จึงเป็นปัจจัยกดดันราคาทองคำที่สำคัญ

แผนภาพที่ 15: ราคาทองคำถูกกดดันจากการเพิ่มขึ้นของ Real yield

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

แผนภาพที่ 16: อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2% สูงสุดในรอบเกือบ 15 ปี หรือตั้งแต่ปี 2009

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

การหยุดขึ้นดอกเบี้ย ไม่ได้เป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำอย่างมีนัยยะ

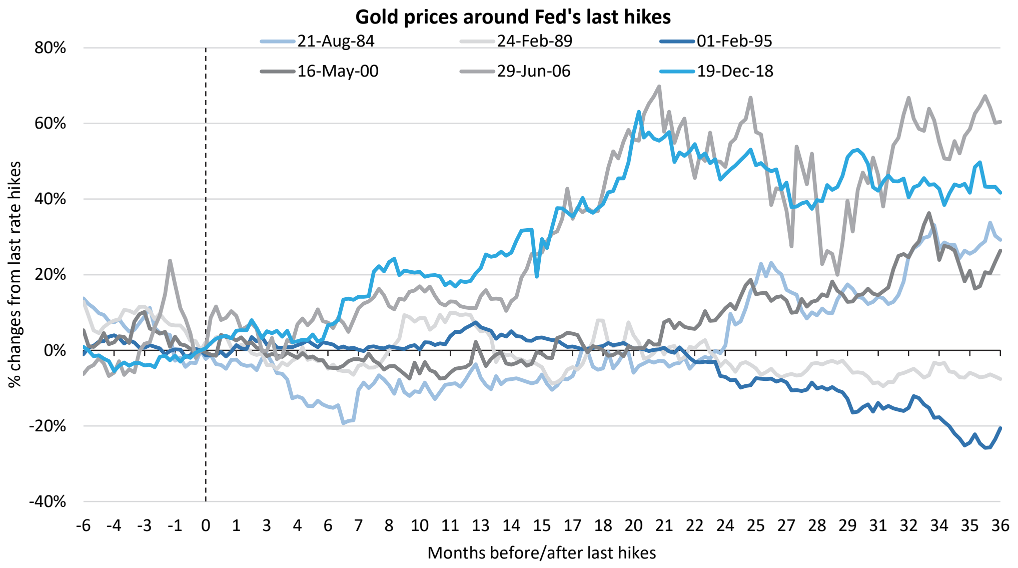
การหยุดขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ดูจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาสินทรัพย์เสี่ยง ผ่านการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องในตลาดการเงิน แต่อาจไม่ได้เป็นปัจจัยบวกที่สำคัญต่อราคาทองคำ เห็นได้จากการเคลื่อนไหวของราคาทองคำในช่วงก่อนและหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1984 ซึ่งครอบคลุม 6 รอบของการขึ้นดอกเบี้ยล่าสุด พบว่าหลังจากที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ราคาทองคำมีทิศทางไม่แน่นอน เคลื่อนไหวแตกต่างกันในแต่ละรอบ โดยเฉลี่ยจะทรงตัวในกรอบแคบราว +/-5% ในช่วง 6-12 เดือน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ส่วนรอบที่ราคาทองคำมีการปรับขึ้นอย่างเห็นได้ชัด คือ ในปี 2006 และ 2018 ซึ่งราคาทองคำปรับขึ้นไปสูงถึง 60% ในระยะเวลาประมาณ 2 ปี หลังจากที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย

เรามองว่าสาเหตุที่ราคาทองคำใน 2 รอบนี้เคลื่อนไหวต่างจากรอบอื่นๆ มาจาก Fed ซึ่งมีการประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ร่วมด้วยในเวลาต่อมา จึงอาจชี้ได้ว่าการปรับขึ้นของราคาทองคำถูกขับเคลื่อนจากมาตรการ QE มากกว่าการหยุดหรือลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

การหยุดขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้ เกิดขึ้นในขณะที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่สูงกว่ารอบก่อนๆ ทำให้ประเด็นเงินเฟ้อสูง ยังเป็นปัจจัยเสี่ยงที่ Fed ระมัดระวังในระยะข้างหน้า และน่าจะหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปในทางผ่อนคลายเร็วเกินไป เช่น การกลับมาใช้มาตรการ QE ซึ่งเป็นปัจจัยกดดันราคาทองคำที่สำคัญ

ดังนั้น เรายังคงมองราคาทองคำมี Upside ที่จำกัดในช่วงที่เหลือของปี และอาจลดลงสู่ระดับ 1,700-1,800 ดอลลาร์ต่อออนซ์

แผนภาพที่ 17: ราคาทองคำมักจะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบแคบ หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยราว 6-12 เดือน



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

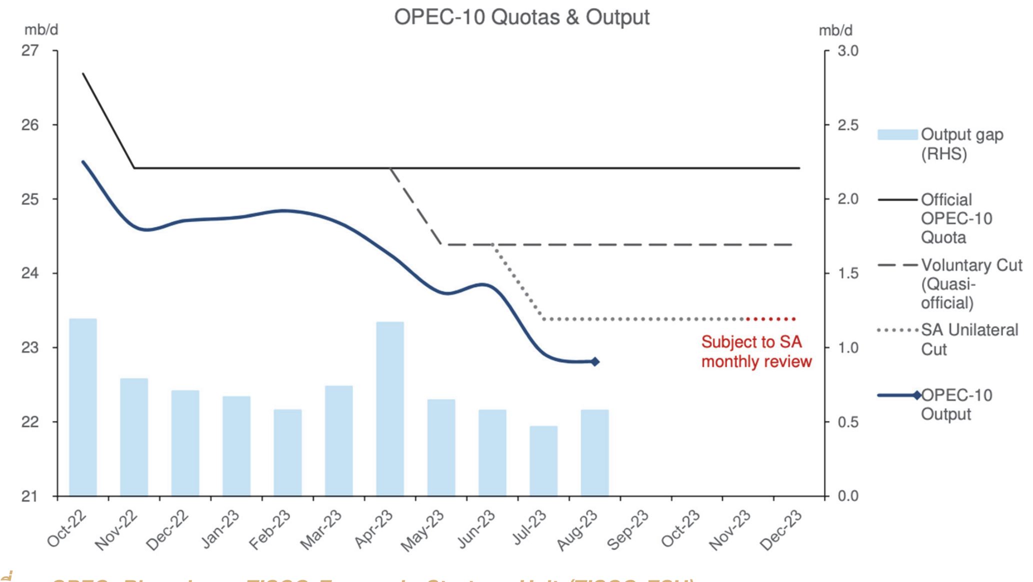
น้ำมัน

“OPEC Pivot” มีโอกาสเกิดขึ้นในช่วงท้ายปีนี้

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจนถึงช่วงสิ้นปี หลังท่าทีของผู้ผลิตรายใหญ่อย่างซาอุดีอาระเบียมีท่าทีลดความแข็งกร้าวลง และระบุอาจตัดสินใจกลับมาเพิ่มระดับการผลิตได้ ขึ้นอยู่กับข้อมูลในระยะข้างหน้า (Wait-and-see approach) สะท้อนความพึงพอใจต่อระดับราคาน้ำมันดิบที่ปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา หลังอุปสงค์น้ำมันโลกตั้งแต่เข้าช่วงครึ่งหลังของปี 2023 เติบโตสูงกว่าที่นักวิเคราะห์เคยคาดไว้เมื่อต้นปี

ในต้นเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ทางการซาอุดีอาระเบียได้ประกาศขยายระยะเวลานโยบายปรับลดการผลิตน้ำมันดิบโดยสมัครใจแต่เพียงผู้เดียว (Unilateral voluntary cut) จำนวน 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ออกไปอีกจนถึงเดือน ธ.ค. 2023 แต่จะมีการทบทวนความเหมาะสมในทุก ๆ เดือน นอกจากนี้ ซาอุดีอาระเบียยังได้รับความร่วมมือจากทางรัสเซีย โดยในวันเดียวกับที่ซาอุดีอาระเบียออกแถลงการณ์ นาย Alexander Novak รองนายกรัฐมนตรีรัสเซียก็ได้ประกาศขยายระยะเวลานโยบายการปรับลดจำนวนการส่งออกน้ำมันดิบของรัสเซียปริมาณ 300,000 บาร์เรลต่อวันออกไปจนถึงเดือน ธ.ค. 2023 และจะมีการทบทวนในทุก ๆ เดือนเช่นเดียวกัน

แผนภาพที่ 18: OPEC มีวินัยและระดับความร่วมมือกันที่สูง สะท้อนผ่านความสำเร็จในการควบคุมระดับการผลิตโดยรวมของกลุ่มให้อยู่ต่ำกว่าระดับโควต้าได้ในทุกเดือนที่ผ่านมา



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

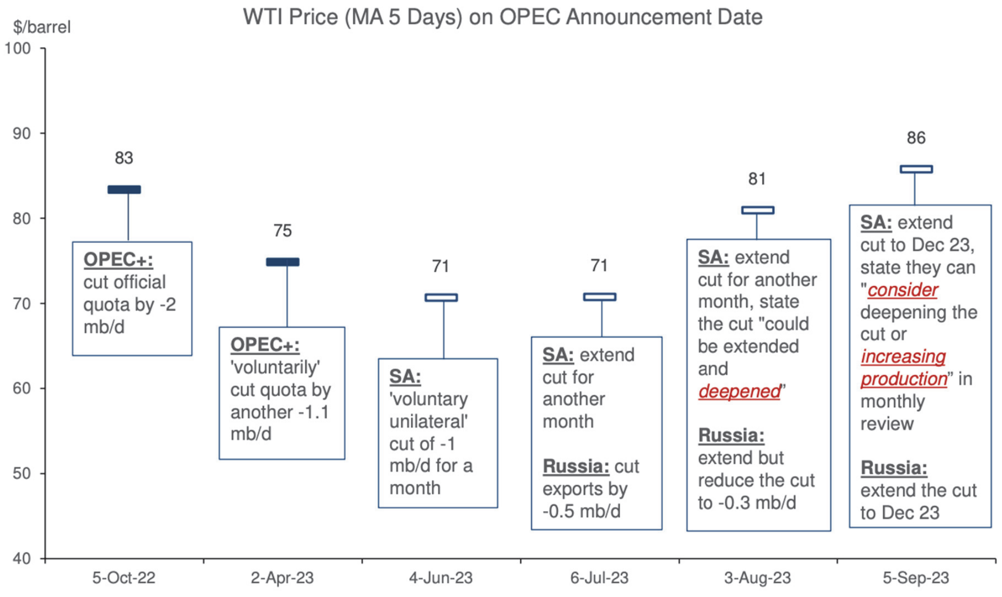
แถลงการณ์ดังกล่าวได้สร้างเซอร์ไพรส์แก่ตลาดด้วยการขยายระยะเวลามาตรการลดการผลิตออกไปจนถึงเดือน ธ.ค. 2023 จากที่เราและตลาดเคยมองว่าซาอุดีอาระเบียจะยังคงรูปแบบการตัดสินใจแบบเดือนต่อเดือน อย่างไรก็ดี ในถ้อยแถลงได้ระบุว่ามาตรการลดการผลิตนี้จะมีการทบทวนในทุก ๆ เดือน และซาอุดีอาระเบียอาจพิจารณาลดหรือเพิ่มการผลิตได้ในการทบทวนดังกล่าว (...decision will be reviewed monthly to consider deepening the cut or increasing production)

เรามองว่าถ้อยแถลงดังกล่าวสะท้อนท่าทีของผู้ผลิตรายใหญ่ที่เริ่มลดความแข็งกร้าว (Pivot) โดยการเพิ่มข้อความที่ระบุถึงโอกาสที่ซาอุดีอาระเบียจะพิจารณาปรับเพิ่มการผลิต (Increasing production) เข้ามาเป็นครั้งแรก จากเดิมที่ระบุถึงเพียงความเป็นไปได้ที่จะปรับลดการผลิตเพิ่มเติม (Deepening cut)

โดยท่าทีของซาอุดีอาระเบียที่เปลี่ยนไป สะท้อนว่ามาตรการลดการผลิตเพิ่มเติมโดยสมัครใจแต่ผู้เดียว (Unilateral voluntary cut) ที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ก.ค. 2023 ซึ่งเรามองว่ามีวัตถุประสงค์หลักคือ 1) การตอกย้ำว่ากระแสเก็งกำไรในตลาดการเงินจากประเด็นความอ่อนแอของอุปสงค์น้ำมันนั้นไม่เป็นความจริง และ 2) ต้องการรักษาระดับราคาน้ำมันดิบให้อยู่ในระดับสูง แต่ไม่พุ่งสูงเกินไปจนส่งผลเสียต่อเศรษฐกิจโลก ได้บรรลุวัตถุประสงค์แล้ว

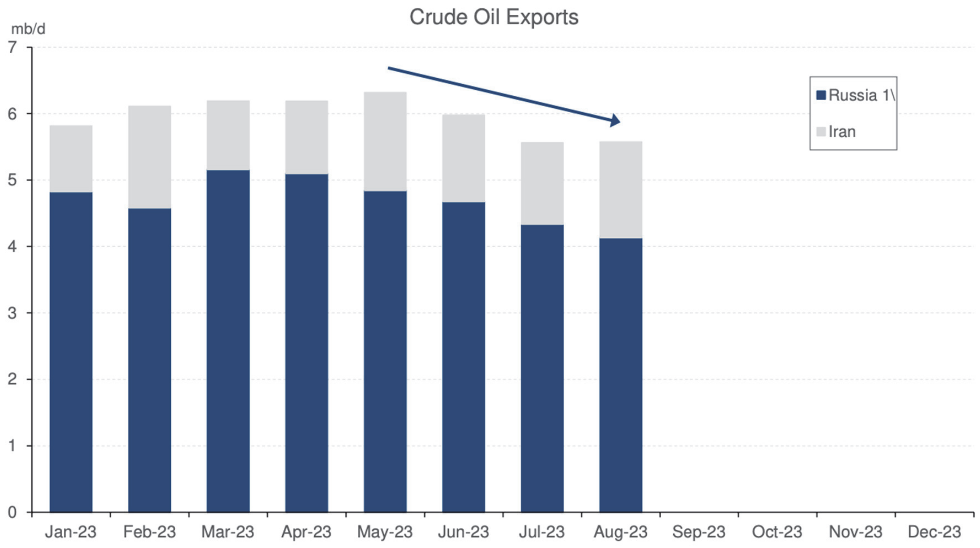
เราจึงมองว่ามีโอกาสที่ผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันดิบรายใหญ่อย่างซาอุดีอาระเบียและรัสเซียจะพลิกกลับมาเพิ่มระดับการผลิตภายในช่วงท้ายปี ซึ่งจะช่วยลดความตึงตัวของสภาวะตลาดน้ำมันและพยุงให้ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบประมาณ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลไปจนช่วงท้ายปี 2023

แผนภาพที่ 19: ท่าทีของผู้ผลิตรายใหญ่เริ่มลดความแข็งกร้าว (Pivot) โดยการเริ่มชี้ถึงโอกาสที่ซาอุดีอาระเบียจะพิจารณาปรับเพิ่มการผลิต (Increasing production) จากเดิมที่ระบุถึงเพียงความเป็นไปได้ที่จะปรับลดการผลิตเพิ่มเติม (Deepening cut)



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

แผนภาพที่ 20: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบรวมกันของประเทศรัสเซียและอิหร่านทยอยปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมา



Note: 1\ Only includes Russia seaborne crude export

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

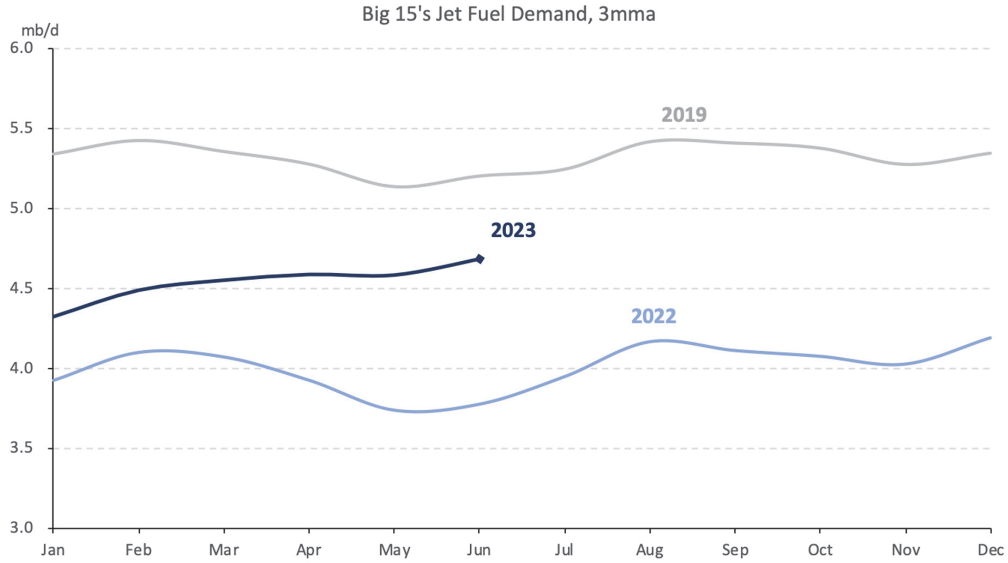
โมเมนตัมการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันสำหรับอากาศยาน (Jet fuel) คาดจะเป็นแรงผลักดันอุปสงค์น้ำมันโลกอย่างมีนัยยะทั้งในปีนี้และปีถัดไป

ใน TIPS ฉบับเดือน เม.ย. 2023 เราได้นำเสนอข้อมูลเที่ยวบินซึ่งกำหนดไว้ล่วงหน้า (Scheduled flights) ระหว่างสนามบินและการคำนวณปริมาณเชื้อเพลิงจากจำนวนและระยะทางของเที่ยวบินดังกล่าว จนเกิดเป็นสมมุติฐานว่าแนวโน้มการเติบโตของการเดินทางโดยอากาศยาน จะเข้ามาเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกในปีนี้

จากการศึกษาข้อมูลอุปสงค์น้ำมันหรับอากาศยานในช่วงที่ผ่านมา (ข้อมูลล่าสุดถึงเดือน มิ.ย. 2023) เราพบว่าสมมุติฐานดังกล่าวเป็นความจริง โดยความต้องการบริโภคเชื้อเพลิงเครื่องบินโดยรวมของประเทศซึ่งเป็นผู้บริโภคหลักของเชื้อเพลิงเครื่องบินจำนวน 15 ประเทศ (คิดเป็นประมาณ 2 ใน 3 ส่วนจากจำนวนอุปสงค์เชื้อเพลิงเครื่องบินทั้งโลก) เฉลี่ย 3 เดือนล่าสุด ณ เดือน มิ.ย. 2023 อยู่ที่ 4.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน เติบโตสูงถึง +0.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY

อย่างไรก็ดี แม้อุปสงค์น้ำมันสำหรับเครื่องบินจะเติบโตจากปี 2022 ค่อนข้างมาก แต่ยังอยู่ต่ำกว่าปี 2019 หรือก่อนเกิดการแพร่ระบาดของ Covid-19 อยู่พอสมควร แม้จำนวนเที่ยวบินต่อวันของทั้งโลกจะทำจุดสูงสุดใหม่แล้ว โดยส่วนหนึ่งเกิดจากการเติบโตของการเดินทางภายในประเทศ ซึ่งเป็นเที่ยวบินระยะสั้น ที่ฟื้นตัวกลับมารวดเร็วกว่าการเดินทางระหว่างประเทศ โดยเฉพาะในประเทศจีน ที่แม้จะประกาศผ่อนคลายมาตรการเดินทางเข้า-ออกประเทศตั้งแต่ช่วงปีใหม่ แต่จำนวนผู้โดยสารเที่ยวบินระหว่างประเทศยังฟื้นตัวกลับมาได้เพียงระดับกึ่งหนึ่งเมื่อเทียบกับปี 2019 เท่านั้น แต่มีแนวโน้มทยอยฟื้นตัวต่อเนื่อง เราจึงมองว่าการเติบโตของเที่ยวบินระหว่างประเทศ จะเป็นปัจจัยสำคัญขับเคลื่อนการเติบโตของอุปสงค์เชื้อเพลิงเครื่องบินให้กลับไปอยู่ในระดับใกล้เคียงก่อน Covid-19 ได้ภายในปี 2024

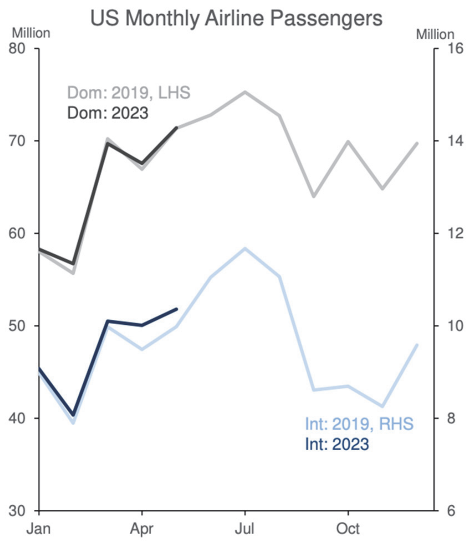
แผนภาพที่ 21: ความต้องการบริโภคเชื้อเพลิงเครื่องบินโดยรวมของประเทศซึ่งเป็นผู้บริโภคหลักของเชื้อเพลิงเครื่องบินจำนวน 15 ประเทศ เฉลี่ย 3 เดือนล่าสุด ณ เดือน มิ.ย. 2023 (เส้นสีน้ำเงิน) อยู่ที่ 4.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน เติบโตสูงถึง +0.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY

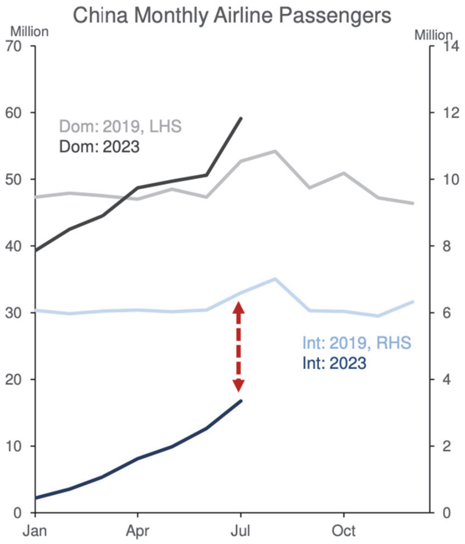


Note: Big 15 refers to 15 countries that consumed more than 100,000 b/d of jet fuel in 2019, including United States, Canada, United Kingdom, Germany, France, Spain, Italy, Turkey, Saudi Arabia, Australia, China, Japan, South Korea, Thailand, and India. The 15 countries' aggregate roughly accounts for 2/3 of global jet fuel demand

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

แผนภาพที่ 22: จำนวนผู้โดยสารเที่ยวบินระหว่างประเทศในจีน (ภาพขวา) พึ่งฟื้นตัวกลับมาได้เพียงระดับกึ่งหนึ่งเมื่อเทียบกับปี 2019





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

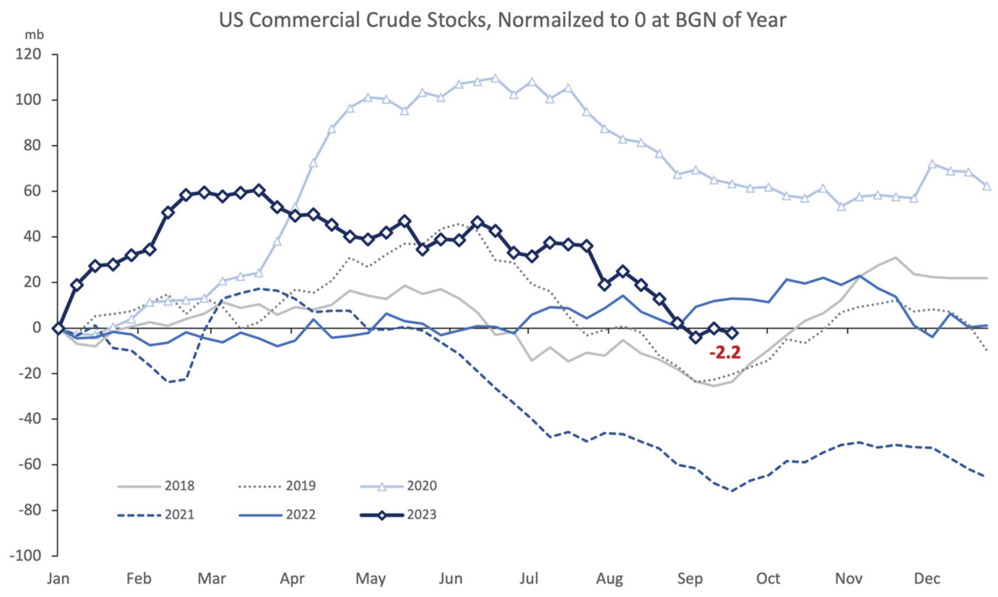
อัตราการปรับลดลงของคลังน้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงท้ายปี

ในช่วงไตรมาสที่ 2 และ 3/2023 ที่ผ่านมา คลังน้ำมันดิบในสหรัฐฯ อยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่องและเป็นการลดลงจำนวนค่อนข้างมาก โดยเฉพาะในช่วงเดือน มิ.ย. - ก.ค. ที่อัตราการลดลงของระดับน้ำมันดิบเร่งตัวขึ้นจากปัจจัยตามฤดูกาล (Seasonal pattern) จนส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของระดับน้ำมันดิบคงคลังลดลงมาต่ำกว่าระดับเมื่อสิ้นปี 2022 แล้วเป็นครั้งแรกของปีเมื่อต้นเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา สะท้อนความตึงตัวของตลาดน้ำมันที่ดำเนินมาต่อเนื่อง

อย่างไรก็ดี อัตราการปรับลดลงของคลังน้ำมันดิบในสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลงในช่วงกลางเดือน ก.ย. สอดคล้องกับรูปแบบในอดีต ที่ระดับน้ำมันดิบคงคลังในสหรัฐฯ จะเริ่มทรงตัวหลังสิ้นสุดฤดูขับรถท่องเที่ยว (Driving season) และมักปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยระหว่างเดือน ต.ค. - ธ.ค. ลดแรงกดดันเชิงบวกต่อราคาลง

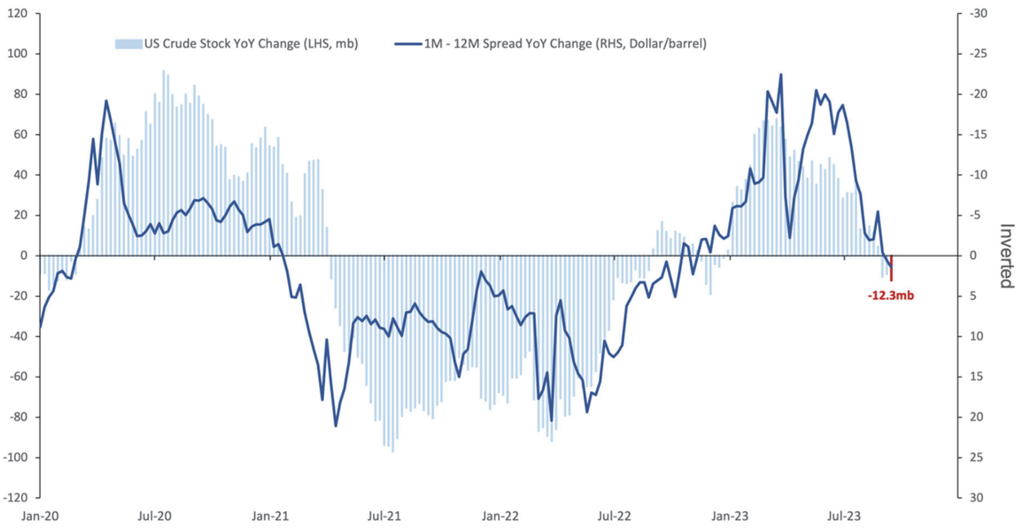
โดยสรุป เรามองแนวโน้มสภาวะน้ำมันจะลดความตึงตัวลงบ้างในระยะข้างหน้า จากปัจจัยตามฤดูกาล และมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจของทางซาอุดีอาระเบียและรัสเซียที่มีแนวโน้มลดความแข็งกร้าวลง เราจึงคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ WTI น่าจะเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลต่อไปจนถึงช่วงสิ้นปี 2023

แผนภาพที่ 23: ระดับน้ำมันดิบคงคลังในสหรัฐฯ (เส้นสีน้ำเงิน) ลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำกว่าเมื่อสิ้นปีก่อนในช่วงต้นเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ก่อนจะเริ่มชะลอการปรับลดลงตามปัจจัยตามฤดูกาล



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

แผนภาพที่ 24: สภาวะ Backwardation ระหว่างราคาของสัญญาน้ำมันดิบใน 1 เดือน และ 12 เดือนข้างหน้ายังคงเพิ่มสูงขึ้น (เส้นสีน้ำเงิน) สะท้อนถึงความตึงตัวในตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) ที่ยังคงอยู่



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจเบื้องต้นของสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้นในเดือน ส.ค. สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของสถาบันจัดการด้านอุปทานทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ ขณะที่สหรัฐฯ ได้กลับมาเผชิญความเสี่ยงเรื่อง Government shutdown อีกครั้งหลังมีความเป็นไปได้สูงที่สภาคองเกรสอาจยังไม่สามารถบรรลุข้อตกลงสำหรับงบประมาณ FY2024 ได้ทันวันที่ 1 ต.ค. 2023 ซึ่งจะนำไปสู่การปิดทำการชั่วคราวของหน่วยงานรัฐบาลกลาง และกระทบต่อการจ้างงานและรายได้ของลูกจ้างภาครัฐบางส่วน ทางด้าน Fed เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายน่าจะอยู่ที่ระดับสูงสุดแล้วที่ 5.25-5.50% แต่ความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยอาจถูกปรับสูงขึ้นได้ยังมีอยู่ทั้งจากเศรษฐกิจที่แข็งแรงกว่าที่ตลาดคาด และการปรับขึ้นของราคาน้ำมันดิบและปัญหาภัยแล้ง อาจเป็นแรงหนุนให้เงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้นหรือชะลอลงได้ช้า

- เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงมากเข้าสู่ไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่อ่อนแอในเดือน ส.ค. โดยภาคการผลิตฟื้นตัวเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว ส่วนภาคบริการที่เคยเป็นแรงขับเคลื่อนหลักเศรษฐกิจเริ่มอ่อนกำลังลง สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคบริการที่พลิกตัวหดตัวในเดือน ส.ค. ด้านอุปสงค์ของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกยังอ่อนแออยู่มาก ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อชะลอตัวลงต่อจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวด โดย ECB ได้ปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับ 4.00% ในการประชุมเดือน ก.ย. ทั้งนี้ ในถ้อยแถลงได้มีการระบุว่า ภายใต้การประเมินในปัจจุบัน ทาง ECB ประเมินแล้วว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้เข้ามาสู่ระดับที่จะทำให้มีผลอย่างมากต่อการปรับตัวของเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมายได้สำเร็จ

- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นส่งสัญญาณการฟื้นตัวในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่แข็งแรง สะท้อนผ่านดัชนี PMI ในภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 3 เดือน ขณะที่ดัชนีในภาคการผลิตยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ด้านค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ล่าสุดเดือน ก.ค. ขยายตัว 1.3% YoY ชะลอตัวลงจาก 2.3% ในเดือน มิ.ย. ขณะที่อัตราค่าจ้างที่แท้จริง (Real Cash Earnings) หดตัวเพิ่มขึ้นที่ -2.5% จาก -1.6% ในเดือน มิ.ย. ทั้งนี้ตัวเลขค่าจ้างรายเดือนยังคงต่ำกว่า 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Haruhiko Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

- เศรษฐกิจจีนในเดือน ส.ค. ส่งสัญญาณการฟื้นตัวในหลายภาคส่วน สะท้อนผ่านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและยอดค้าปลีกที่เร่งตัวขึ้น สูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้ ทั้งนี้ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังอ่อนแอ โดยในวันที่ 14 ก.ย. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศลดอัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำ (Required Reserve Ratio: RRR) ลง 25bps สู่ระดับ 10.5% สำหรับธนาคารพาณิชย์ ยกเว้นธนาคารที่ใช้อัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำที่ 5% อยู่แล้ว โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 15 ก.ย. สะท้อนความพยายามในการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ ต่อเนื่องจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาในช่วงปลายเดือน ส.ค. ขณะที่ตลาด (Bloomberg Consensus) ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจจีนปี 2023 ลงอย่างต่อเนื่องสู่ระดับ 5.1% จาก 5.7% ในประมาณการเศรษฐกิจช่วงต้นไตรมาส 2/2023

- เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัว 3.0%ในปีนี้ ลดลงจากคาดการณ์เดิมที่ 3.3% หลังจากเราได้นำผลกระทบจากคาดการณ์งบประมาณปี FY2024 ที่จะล่าช้า และภัยแล้งเข้าสู่ประมาณการในกรณีฐาน ซึ่งรวมไปถึงผลกระทบจากตัวเลข GDP ไตรมาสสองที่ออกมาอ่อนแอกว่าที่คาด ขณะที่เรายังคงคาดการณ์การส่งออกสินค้า (f.o.b.) ไว้ที่ -3.5% เนื่องจากยังไม่เห็นสัญญาณเชิงประจักษ์ของการฟื้นตัว ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ล่าสุด ธปท. ได้ส่งสัญญาณว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันที่ 2.50% อยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว

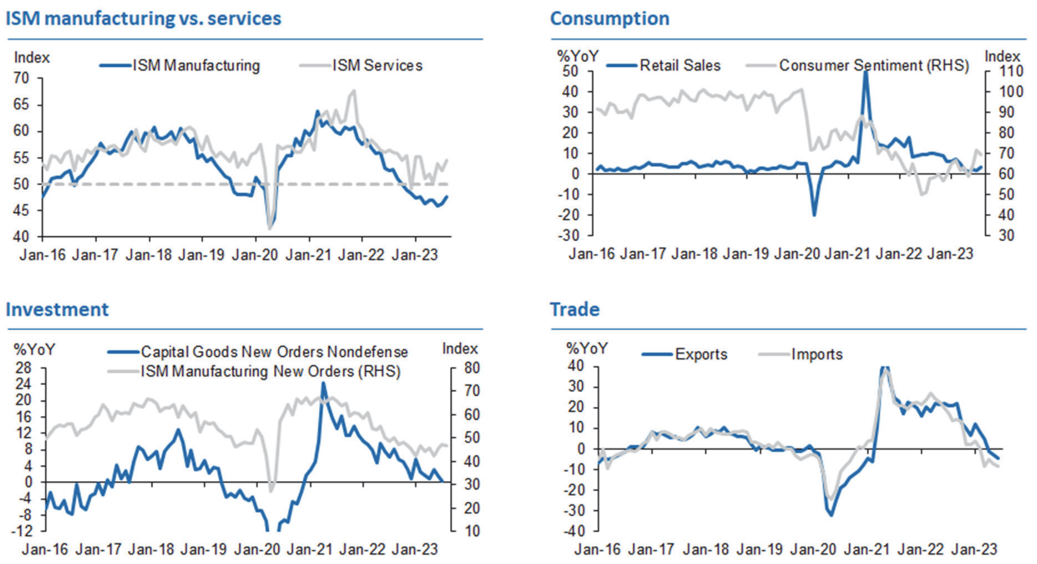
เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจเบื้องต้นของสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้นในเดือน ส.ค. สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของสถาบันจัดการด้านอุปทานทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ ขณะที่สหรัฐฯ ได้กลับมาเผชิญความเสี่ยงเรื่อง Government shutdown อีกครั้งหลังมีความเป็นไปได้สูงที่สภาคองเกรสอาจยังไม่สามารถบรรลุข้อตกลงสำหรับงบประมาณ FY2024 ได้ทันวันที่ 1 ต.ค. 2023 ซึ่งจะนำไปสู่การปิดทำการชั่วคราวของหน่วยงานรัฐบาลกลาง และกระทบต่อการจ้างงานและรายได้ของลูกจ้างภาครัฐบางส่วน ทางด้าน Fed เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายน่าจะอยู่ที่ระดับสูงสุดแล้วที่ 5.25-5.50% แต่ความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยอาจถูกปรับสูงขึ้นได้ยังมีอยู่ทั้งจากเศรษฐกิจที่แข็งแรงกว่าที่ตลาดคาด และการปรับขึ้นของราคาน้ำมันดิบและปัญหาภัยแล้ง อาจเป็นแรงหนุนให้เงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้นหรือชะลอลงได้ช้า

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสำคัญเบื้องต้นปรับตัวดีขึ้นในเดือน ส.ค. สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของสถาบันจัดการด้านอุปทาน

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสำคัญเบื้องต้นปรับตัวดีขึ้นในเดือน ส.ค. สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของสถาบันจัดการด้านอุปทาน โดยดัชนี ISM ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.7 จุด เป็น 53.7 จุด จากภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+1.8, 54.5 จุด) สูงกว่าตลาดคาดที่ 52.5 จุด โดยยอดคำสั่งซื้อใหม่ (+2.5, 57.5 จุด), ผลผลิต (+0.2, 57.3 จุด), ดัชนีราคา (+2.1, 56.8 จุด) และการจ้างงาน (+4.0, 54.7 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ด้านภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น (+1.2, 47.6 จุด) เช่นกัน แตะระดับสูงสุดในรอบ 6 เดือนและสูงกว่าตลาดคาดที่ 47.0 จุด อย่างไรก็ดี ดัชนีภาคการผลิตยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10 โดยผลผลิต (+1.7, 50.0 จุด), การจ้างงาน (+4.1, 48.5 จุด), ดัชนีราคา (+5.8, 48.4 จุด), ยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศ (+0.3, 46.5 จุด) และงานคงค้าง (+1.3, 44.1 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ (-0.5, 46.8 จุด) ปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 25: เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสำคัญเบื้องต้นปรับตัวดีขึ้นในเดือน ส.ค. สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของสถาบันจัดการด้านอุปทาน



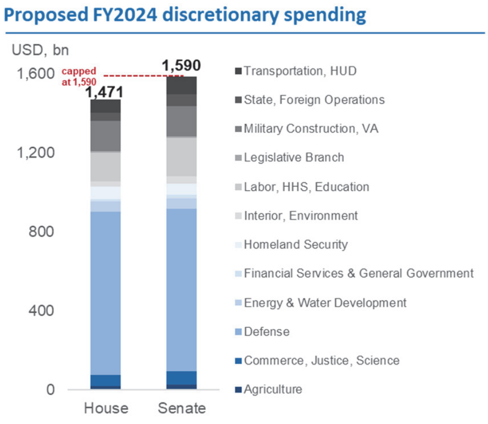
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

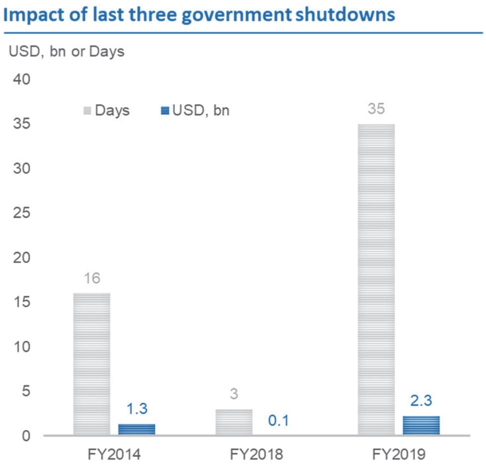
สหรัฐฯ ได้กลับมาเผชิญความเสี่ยงเรื่อง Government shutdown อีกครั้ง

สหรัฐฯ ได้กลับมาเผชิญความเสี่ยงเรื่อง Government shutdown อีกครั้ง ซึ่งเป็นภาวะที่หน่วยงานรัฐบาลกลางบางส่วนต้องหยุดทำการชั่วคราวเนื่องจากขาดงบประมาณสนับสนุน โดยในครั้งนี้ทางสภาล่าง (House) และสภาบน (Senate) มีความเห็นในเรื่องขนาดของวงเงินงบประมาณในปี FY2024 (ปีงบประมาณใหม่เริ่มวันที่ 1 ต.ค. 2023) ที่แตกต่างกัน โดยทาง Senate ต้องการให้มีการตั้งงบประมาณ (Discretionary spending) ที่ 1.59 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเท่ากับเพดานที่กำหนดไว้ก่อนหน้านี้ตามที่ได้มีการตกลงกันในการพักเพดานหนี้ (Debt ceiling suspension) เป็นการชั่วคราวออกไปจนถึงปี 2025 ขณะที่ทาง House มีความต้องการให้ปรับลดค่าใช้จ่ายดังกล่าวลงต่ำกว่าเพดาน หรือลดลงราว 7.5% ของข้อเสนองบประมาณจากทาง Senate

ดังนั้น หากทางสภาคองเกรสไม่สามารถหาข้อตกลงร่วมกันและอนุมัติงบประมาณได้ไม่ทันวันที่ 1 ต.ค. 2023 จะทำให้เกิด Government shutdown ขึ้น และกระทบต่อการจ้างงานและรายได้ของลูกจ้างรัฐบาลกลางที่ได้รับผลกระทบจากการต้องปิดทำการชั่วคราว ทั้งนี้ เหตุการณ์ Government shutdown เกิดขึ้นล่าสุดในปีงบประมาณ FY2019 ซึ่งเกิดเหตุการณ์ลากยาวถึง 35 วัน และมีการประเมินโดยสำนักงานบริหารและงบประมาณของทำเนียบขาว (OMB) ว่าคิดเป็นเม็ดเงินของผลกระทบราว 2.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 26: สภาล่าง (House) และสภาบน (Senate) มีความเห็นในเรื่องขนาดของวงเงินงบประมาณในปี FY2024 ที่แตกต่างกัน ทั้งนี้ เหตุการณ์ Government shutdown เกิดขึ้นล่าสุดในปีงบประมาณ FY2019 ซึ่งเกิดเหตุการณ์ลากยาวถึง 35 วัน





ที่มา: CRFB, United States Senate, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประธาน Fed ส่งสัญญาณจะตัดสินใจนโยบายการเงินอย่างระมัดระวัง โดยการประเมินจากข้อมูลที่เข้ามาและพัฒนาการของแนวโน้มและความเสี่ยง

การประชุม Jackson Hole ในช่วงปลายเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา เพื่อเป็นการหารือเรื่องการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินของแต่ละประเทศ โดยนาย Jerome Powell ประธาน Fed ได้แสดงความเห็นว่า นโยบายการเงิน (ของสหรัฐฯ) ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่มีความเข้มงวดแล้ว ซึ่งได้ส่งผลกดดันต่อกิจกรรมเศรษฐกิจ การจ้างงาน และเงินเฟ้อ อย่างไรก็ดี ยังคงไม่สามารถระบุได้อย่างแน่นอนต่อระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม นอกจากนี้ นาย Powell ยังได้แสดงมุมมองว่า การที่อัตราเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืนนั้น จะต้องทำให้เศรษฐกิจขยายตัวต่ำกว่าระดับแนวโน้มและภาวะตลาดแรงงานที่ชะลอตัวลงบ้าง พร้อมทั้งได้ส่งสัญญาณว่าสำหรับการประชุมในครั้งต่อๆ ไป ทาง Fed จะตัดสินใจอย่างระมัดระวัง โดยการประเมินจากข้อมูลที่เข้ามาและพัฒนาการของแนวโน้มและความเสี่ยง

ดังนั้น เรายังคงมุมมองในกรณีฐานว่า Fed จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ 5.25-5.50% หลังตัวเลขการจ้างงานมีโมเมนตัมที่ชะลอตัวลงต่อเนื่องและตัวเลขอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่แผ่วลงต่อเนื่องด้วยเช่นกัน รวมทั้งหลังผลสำรวจมุมมองคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะข้างหน้า (1 ปี และ 5 ปี) ของครัวเรือนล่าสุดในเดือน ก.ย. แผ่วลง อย่างไรก็ดี เงินเฟ้อที่ยังสูงกว่าเป้าที่ 2% ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังออกมาค่อนข้างดี (กล่าวคือ สูงกว่าตลาดคาด สะท้อนผ่าน ดัชนี Economic Surprise Index) ยังนับเป็นความเสี่ยงด้านสูงที่อาจทำให้ Fed มีความจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากต่อเนื่อง โดยการคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงในปัจจุบันเป็นระยะเวลานาน หรืออาจตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมได้ ซึ่งขึ้นอยู่กับพัฒนาการเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า โดยความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อส่วนหนึ่งมาจากการปรับขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อนึ่ง ตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) มีมุมมองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ได้อยู่ที่ระดับสูงสุดแล้วเช่นกัน

แผนภาพที่ 27: ตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) มีมุมมองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ได้อยู่ที่ระดับสูงสุดแล้วส่วนหนึ่งหลังประธาน Fed ส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการเงินอย่างระมัดระวังในระยะข้างหน้า

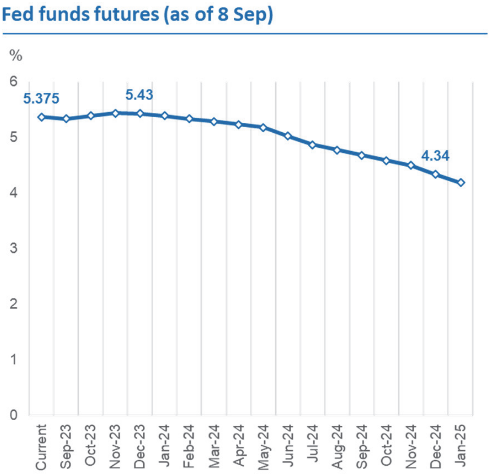
"Getting inflation sustainably back down to 2% is expected to require a period of below-trend economic growth as well as some softening in labor market conditions."

"We see the current stance of policy as restrictive, putting downward pressure on economic activity, hiring and inflation. But we cannot identify with certainty the neutral rate of interest, and thus there is always uncertainty about the precise level of monetary policy restraint."

"Given how far we have come, at upcoming meetings, we are in a position to proceed carefully as we assess the incoming data and the evolving outlook and risks."

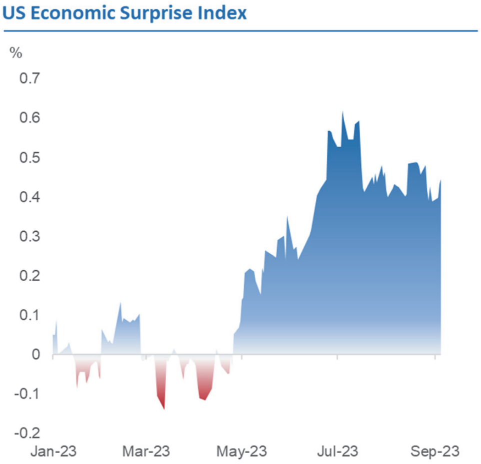
Speech at Jackson Hole, Wyoming

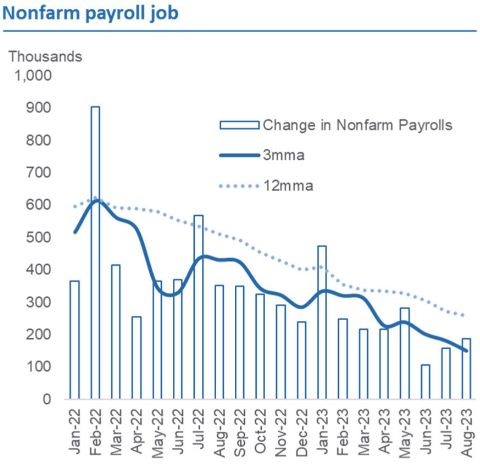
25 August 2023
Jerome Powell



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

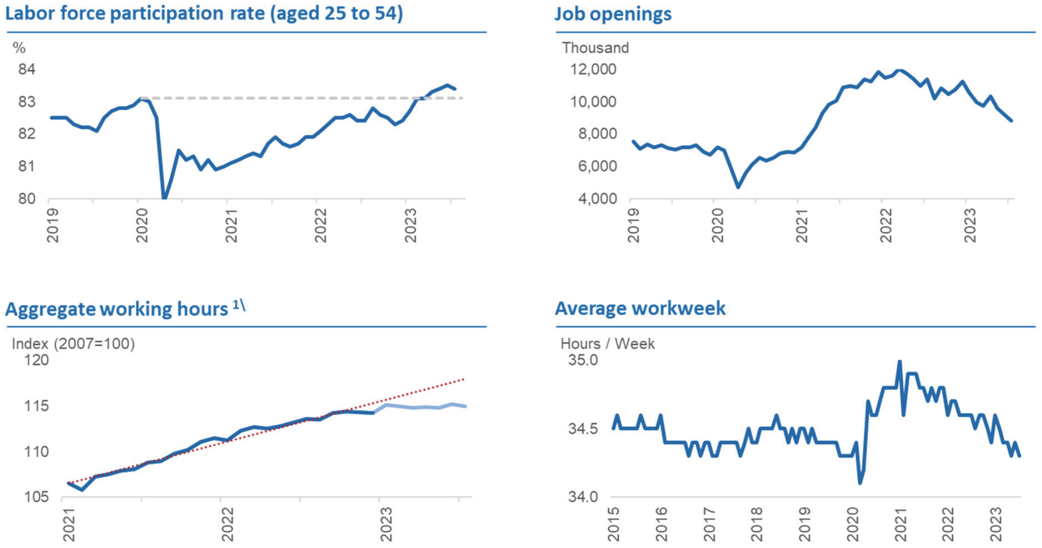
แผนภาพที่ 28: ตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังออกมาค่อนข้างดี ยังนับเป็นความเสี่ยงด้านสูงที่อาจทำให้ Fed มีความจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากต่อเนื่อง โดยการคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงในปัจจุบันเป็นระยะเวลานาน หรืออาจตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพิ่มเติมได้ ซึ่งขึ้นอยู่กับพัฒนาการเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า





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

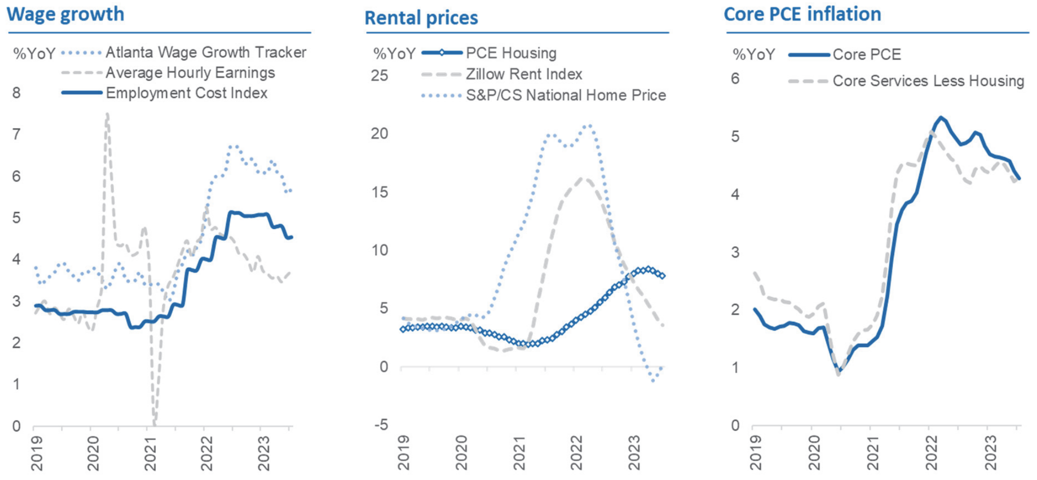
แผนภาพที่ 29: ด้านเครื่องชี้ตลาดแรงงาน ส่งสัญญาณการลดความตึงตัวลงต่อเนื่อง...



Note: 1\ The red dotted line is the 2021-2022 trend.

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

แผนภาพที่ 30: ...ดังนั้น คาดว่าในระยะข้างหน้าจะทำให้แรงกดดันต่อการอยู่ในระดับสูงของค่าจ้างแผ่วลง และจะส่งผลให้เงินเฟ้อชะลอลงด้วยเช่นกัน



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

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงมากเข้าสู่ไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนี PMI ที่อ่อนแอในเดือน ส.ค. โดยภาคการผลิตฟื้นตัวเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว ส่วนภาคบริการที่เคยเป็นแรงขับเคลื่อนหลักเศรษฐกิจเริ่มอ่อนกำลังลง สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคบริการที่พลิกตัวหดตัวในเดือน ส.ค. ด้านอุปสงค์ของผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกยังอ่อนแออยู่มาก ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อชะลอตัวลงต่อจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวด โดย ECB ได้ปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก +25bps สู่ระดับ 4.00% ในการประชุมเดือน ก.ย. ทั้งนี้ ในถ้อยแถลงได้มีการระบุว่าภายใต้การประเมินในปัจจุบัน ทาง ECB ประเมินแล้วว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้เข้ามาสู่ระดับที่จะทำให้มีผลอย่างมากต่อการปรับตัวของเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมายได้สำเร็จ

กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอ สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคบริการที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาพลิกตัวเข้าสู่เกณฑ์หดตัว ขณะที่ภาคการผลิตฟื้นตัวเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว

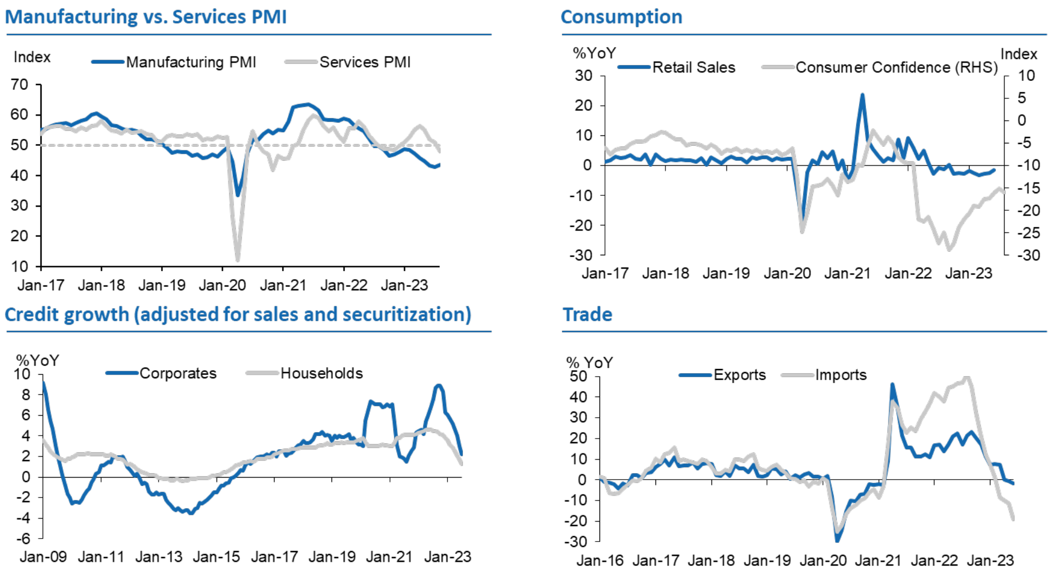
กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอ สะท้อนผ่านทางภาคบริการ (Services PMI) ที่เป็นตัวสำคัญที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาพลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่ำสุดในรอบ 30 เดือน โดยปรับตัวลดลง -3.0 จุด เป็น 47.9 จุด ขณะที่ในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวขึ้นเล็กน้อย +0.8 จุด เป็น 43.5 จุด แต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัวติดต่อกันเป็นเดือนที่ 14

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนจากยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. พลิกหดตัว-0.3% MoM (vs. 0.6% เดือนก่อน) ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกหดตัว -1.2% YoY (vs. -1.1% เดือนก่อน) สะท้อนถึงอุปสงค์ของผู้บริโภคโดยรวมที่ยังคงอ่อนแออยู่มาก ส่วนความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (Consumer Confidence) หดตัวลง -0.9 จุด อยู่ที่ -17 จุด ในเดือน ส.ค.

ส่วนกิจกรรมระหว่างประเทศยังอ่อนแอต่อเนื่อง โดยการส่งออก (Exports) ไปนอกกลุ่มยูโรโซนเดือน ก.ค. หดตัว -2.7% YoY (vs. 0.2% เดือนก่อน) ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ยังคงหดตัวสูง -18.1% YoY (vs. -16.2% เดือนก่อน) ส่วนหนึ่งจากผลของฐานที่สูงในช่วงเดียวกันปีก่อนที่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนหนุนราคาพลังงานและอาหารให้พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก

ยอดปล่อยสินเชื่อยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่องจากผลของการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB โดยการใช้จ่ายในภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจที่จะยังคงอ่อนแอ สะท้อนผ่านยอดปล่อยกู้สู่ครัวเรือน (Households) ขยายตัว 1.3 % YoY (1.7 % เดือนก่อน) ส่วนยอดปล่อยกู้ภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว 2.2% (vs. 3.0% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 31: ดัชนีกิจกรรมทางเศรษฐกิจสะท้อนถึงภาพเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอในเดือน ส.ค. โดยภาคบริการที่เป็นแรงขับ เคลื่อสำคัญทางเศรษฐกิจพลิกตัวเข้าสู่เกณฑ์หดตัว

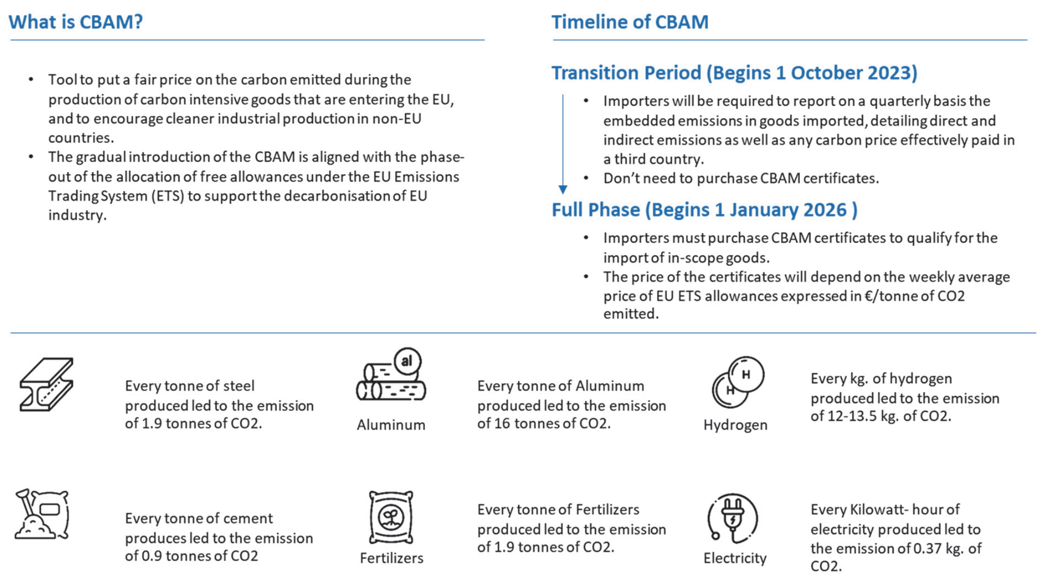


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

มาตรการ CBAM จะเริ่มบังคับใช้ในช่วงเปลี่ยนผ่านในวันที่ 1 ต.ค. 2023

ประเด็นเรื่องมาตรการปรับราคาคาร์บอนข้ามพรมแดนของสหภาพยุโรป (CBAM: Carbon Border Adjustment Mechanism) ที่จะเริ่มช่วงเปลี่ยนผ่าน (Transition Period) ในวันที่ 1 ต.ค. 2023 นี้ และดำเนินช่วงเปลี่ยนผ่านถึงสิ้นปี 2025 เป็นระยะเวลาประมาณ 2 ปีกว่า โดยครอบคลุมสินค้า 6 หมวด ได้แก่ เหล็กและเหล็กกล้า, ซีเมนต์, อลูมิเนียม, ปุ๋ย, ไฟฟ้า และไฮโดรเจน โดยผู้ส่งออกไป EU จะต้องรายงานชนิดของสินค้าที่ส่งออกและการปล่อยคาร์บอน เพื่อเป็นการรวบรวมข้อมูลสำหรับการปรับใช้ในอนาคต โดยที่ในช่วงเปลี่ยนผ่านยังไม่ต้องเสียค่าใช้จ่ายใดๆ ซึ่งหลังจากเข้าสู่ช่วงบังคับใช้ในวันที่ 1 ม.ค. 2026 จะยังต้องมีการรายงานการปล่อยคาร์บอนเหมือนเดิม แต่จะต้องมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมในการซื้อ CBAM Certificates ในการนำเข้าสินค้าในกลุ่มนี้เข้าสู่ EU โดยที่ราคาของ Certificates จะขึ้นอยู่กับราคาเฉลี่ยรายสัปดาห์ของ EU-ETS (European Union Emissions Trading System) อย่างไรก็ดี อาจมีการเพิ่มสินค้าที่ครอบคลุมมากขึ้นในช่วงบังคับใช้ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งเป็นประเด็นที่ต้องคอยติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไป

แผนภาพที่ 32: มาตรการ CBAM จะเริ่มเข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านในวันที่ 1 ต.ค. 2023 นี้ โดยจะเริ่มทำการเก็บข้อมูลจากผู้นำเข้าสินค้าที่ครอบคลุมทั้ง 6 หมวด โดยต้องรายการปล่อยคาร์บอนในสินค้าที่นำเข้า และจะเริ่มเข้าสู่ช่วงบังคับใช้ในวันที่ 1 ม.ค. 2026 ที่จะต้องเสียค่าคาร์บอนในการนำเข้าสินค้าในหมวดหมู่ของ CBAM และอาจมีการเพิ่มเติมสินค้าที่ทาง CBAM ครอบคลุมมากขึ้น



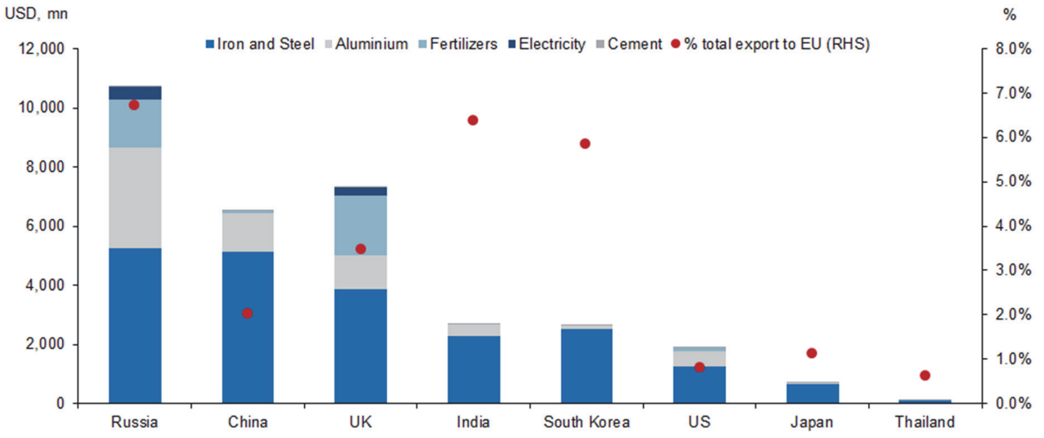
ที่มา: Flaticon, Europa.eu, IEA, Carbon Chain, Carbon Fund, American Chemical Society, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัสเซีย จีนและอังกฤษ เป็นกลุ่มประเทศที่มีมูลค่าการส่งออกสินค้าในหมวดหมู่ของ CBAM มากกว่าประเทศอื่นๆ

หากพิจารณาการส่งออกรายประเทศ พบว่า รัสเซีย จีน และอังกฤษ เป็นกลุ่มประเทศที่มีมูลค่าการส่งออกสินค้าในหมวดหมู่ของ CBAM ที่จะมีการจัดเก็บภาษีในกลุ่มนำร่อง มากกว่าประเทศอื่นๆ

โดย รัสเซียส่งออกสินค้าในกลุ่มของ CBAM มูลค่าประมาณ 10.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (คิดเป็นสัดส่วน 6.7 % ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมดไป EU) ด้านจีน คิดเป็นมูลค่า 6.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (2.0% ของมูลค่าการส่งออกไป EU) ขณะที่อังกฤษ คิดเป็นมูลค่า 7.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (3.5% ของมูลค่าการส่งออกไป EU) และยังมีประเทศอื่นๆ ที่ไม่ได้มีมูลค่าการส่งออกที่สูง แต่มีสัดส่วนของการส่งออกไป EU ค่อนข้างเยอะ อาทิ อินเดีย มูลค่าการส่งสินค้าในกลุ่ม CBAM ไป EU คิดเป็นมูลค่า 2.68 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (6.4% มูลค่าการส่งออกไป EU) และเกาหลีใต้ คิดเป็นมูลค่า 2.64 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (5.8% ของมูลค่าการส่งออกไป EU)

แผนภาพที่ 33: รัสเซีย จีนและอังกฤษ เป็นกลุ่มประเทศที่มีการส่งออกสินค้าในหมวดหมู่ของ CBAM มากกว่าประเทศอื่นๆ



ที่มา: Reที่มาtrade.earth, ICT Trade Map, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ถ้ามีการบังคับใช้มาตรการ CBAM กับประเทศคู่ค้า คาดจะส่งบวกสุทธิต่อ EU แต่เป็นลบต่อประเทศอื่นๆ

จากการประเมินของ UNCTAD โดยผลกระทบจากการจัดเก็บภาษีคาร์บอนมาใช้ภายใน EU เพียงอย่างเดียว โดยที่กำหนดราคาคาร์บอนอยู่ที่ 88 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อตันของคาร์บอน จะส่งผลกระทบต่อรายได้ที่แท้จริงต่อปี (Annual real income) ต่อ EU ในทางลบ (~111 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) เนื่องจากต้นทุนที่สูงขึ้นในการผลิตจากการเก็บภาษีคาร์บอน ขณะที่ถ้ามีการบังคับใช้กับประเทศนอก EU ควบคู่ไปด้วย จะส่งผลบวกสุทธิเล็กน้อยต่อ EU จากรายได้ที่จัดเก็บจากภาษีคาร์บอนเป็นสำคัญ (~5.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) แต่จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อประเทศคู่ค้าของ EU (~14 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) จากภาษีคาร์บอนที่ต้องจ่ายในการนำเข้าสินค้าสู่ EU และคาดว่าจะทำให้กระทบต่อปริมาณการส่งออกให้ลดลง

แผนภาพที่ 34: ถ้ามีการบังคับใช้มาตรการ CBAM กับประเทศคู่ค้า คาดจะส่งบวกสุทธิต่อ EU แต่เป็นลบต่อประเทศอื่นๆ อิงจากการประเมินของ UNCTAD

Alternative Scenarios and Change in Real Income. (Millions of USD)

Scenario	Description	European Union	Other	Total
Domestic carbon price ($88 per tonne)	The European Union impose a domestic carbon price of $88 per tonne of carbon emission from fossil fuel combustion and industrial processes	-111.05	6.58	-104.48
CBAM 88	In addition to domestic carbon price of $88 per tonne of carbon emissions, a CBA is imposed on European Union's imports of electricity and product from energy intensive industries of $88 per tonne of embedded carbon emission.	5.93	-14.2	-8.27

Note: 1\ 1 USD equals to 0.8443 euro (as of 8 Sep); 88 USD equals to 74.29 euro.
ที่มา: UNCTAD (A European Union Carbon Border Adjustment Mechanism: Implication for developing countries, 2021), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนในเดือน ส.ค. ส่งสัญญาณการฟื้นตัวในหลายภาคส่วน สะท้อนผ่านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและยอดค้าปลีกที่เร่งตัวขึ้น สูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้ ทั้งนี้ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังอ่อนแอ โดยในวันที่ 14 ก.ย. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศลดอัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำ (Required Reserve Ratio: RRR) ลง 25bps สู่ระดับ 10.5% สำหรับธนาคารพาณิชย์ ยกเว้นธนาคารที่ใช้อัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำที่ 5% อยู่แล้ว โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 15 ก.ย. สะท้อนความพยายามในการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ ต่อเนื่องจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาในช่วงปลายเดือน ส.ค. ขณะที่ตลาด (Bloomberg Consensus) ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจจีนปี 2023 ลงอย่างต่อเนื่องสู่ระดับ 5.1% จาก 5.7% ในประมาณการเศรษฐกิจช่วงต้นไตรมาส 2/2023

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ส.ค. ส่งสัญญาณการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในหลายภาคส่วน อย่างไรก็ดี การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังอ่อนแอ

กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ส.ค. โดยภาพรวมยังสะท้อนโมเมนตัมการฟื้นตัวที่ไม่สม่ำเสมอและมีความไม่แน่นอน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 51.0 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 51.2 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 50.5 จุด ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.6 จุด เป็น 53.8 จุด ด้านดัชนีภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 49.7 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 49.2 จุด แต่อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ติดต่อกัน

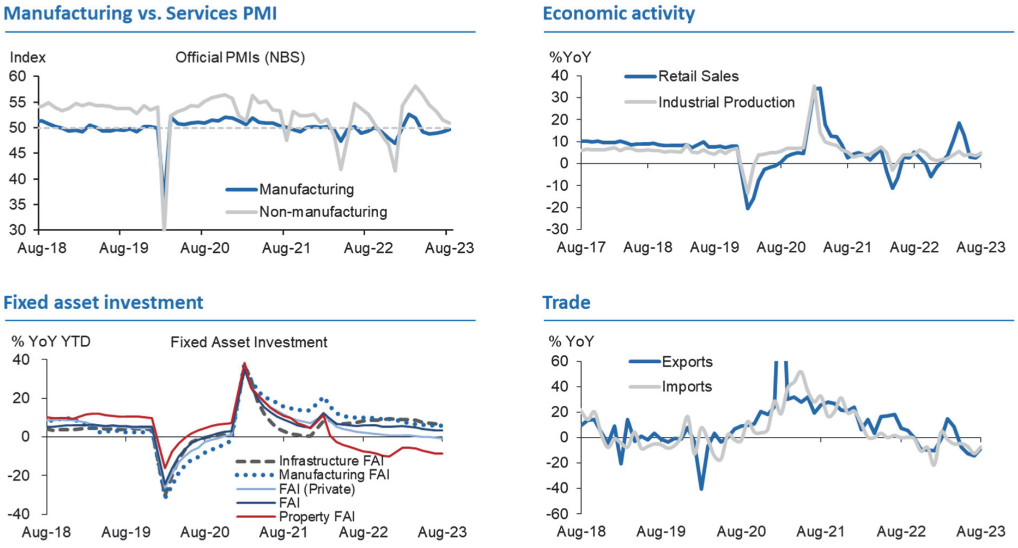
ด้านอุปสงค์ในประเทศเดือน ส.ค. ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เร่งตัวขึ้นเป็น 4.6% YoY vs. 2.5% ในเดือนก่อน สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.0% นำโดยหมวดเครื่องสำอาง (9.7% vs. -4.1% เดือนก่อน), เฟอร์นิเจอร์ (4.8% vs. 0.1% เดือนก่อน) และรถยนต์ (1.1% vs. -1.5% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ส่วนเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน (-2.9% vs. -5.5% เดือนก่อน) หดตัวน้อยลง ขณะที่หมวดร้านอาหาร (12.4% vs. 15.8% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เร่งตัวขึ้นเป็น 4.5% YoY จาก 3.7% เดือนก่อน สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.9% นำโดยหมวดแผงวงจรรวม (21.1% vs. 4.1% เดือนก่อน), โทรศัพท์ (7.0% vs. 5.2% เดือนก่อน), รถยนต์ (4.5% vs. -3.8% เดือนก่อน) และถ่านหิน (2.0% vs. 0.1% เดือนก่อน) ขณะที่ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (11.4% vs. 14.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น 3.2% YoY YTD จาก 3.4% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 3.3% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน นำโดยการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-8.8% vs. -8.5% เดือนก่อน) ที่หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (6.4% vs. 6.8% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ทั้งนี้ การลงทุนของภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 (-0.7% vs. -0.5% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนของธุรกิจภาครัฐ (SOEs) (7.4% vs. 7.6% เดือนก่อน) ขยายตัวใกล้เคียงเดิม

ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. หดตัวน้อยลงที่ -8.8% YoY จาก -14.5% เดือนก่อน ใกล้เคียงตลาดคาดที่ -9.0% อย่างไรก็ดี ยอดส่งออกสินค้ายังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัวน้อยลงที่ -7.3% YoY จาก -12.4% เดือนก่อน ดีกว่าตลาดคาดที่ -9.0% ส่งผลให้ดุลการค้าเกินดุลที่ 68.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจาก 80.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สำหรับ 8 เดือนแรกของปี 2023 มูลค่าการส่งออกสินค้าหดตัว -5.6% YoY YTD ส่วนมูลค่าการนำเข้าสินค้าหดตัว -7.6% YoY YTD

แผนภาพที่ 35: เศรษฐกิจจีนในเดือน ส.ค. ส่งสัญญาณการฟื้นตัวในหลายภาคส่วน สะท้อนผ่านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและยอดค้าปลีกที่เร่งตัวขึ้น สูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้ ทั้งนี้ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่อง โดยเฉพาะในการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงอ่อนแอ



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

สถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีน ยังส่งสัญญาณความอ่อนแอ สอดคล้องกับราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญที่อยู่ในเกณฑ์หดตัว

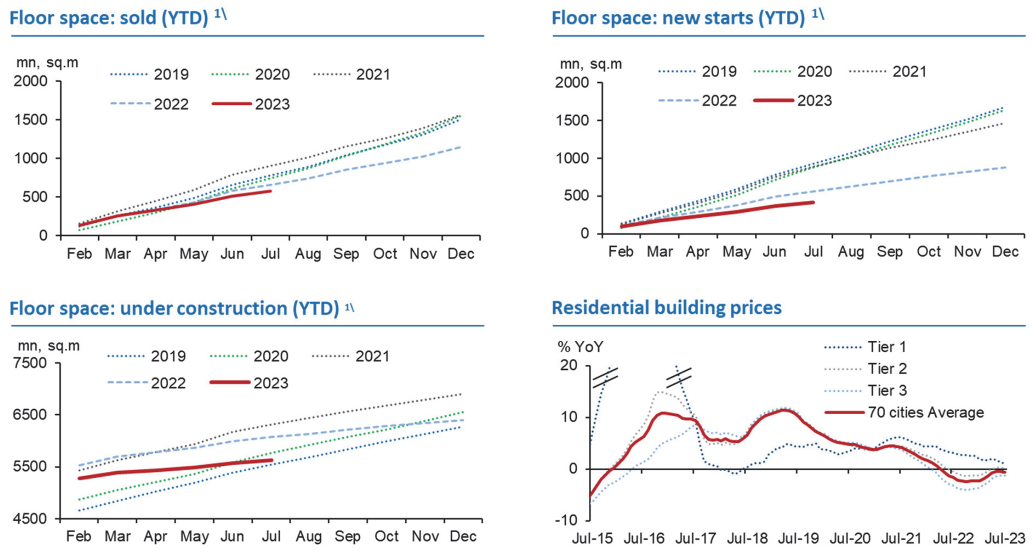
ด้านกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงส่งสัญญาณที่อ่อนแออย่างต่อเนื่อง โดยพื้นที่ยอดขาย, พื้นที่ยอดก่อสร้างใหม่ และพื้นที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง สะท้อนโมเมนตัมที่อ่อนแอในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2023 ขณะที่ราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ เดือน ก.ค. หดตัว -0.57% YoY จากที่หดตัว -0.43% เดือน มิ.ย. โดยนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 16 โดยมีทั้งหมด 26 เมือง จาก 70 เมืองที่ราคาบ้านใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน ก.ค. (ลดลงเล็กน้อยจาก 27 เมือง ในเดือนก่อน)

หากพิจารณาเมืองเป็นรายกลุ่ม ราคาบ้านใหม่ในกลุ่มเมืองหลัก (Tier 1) และกลุ่มเมืองรองลำดับที่ 2 (Tier 2) ชะลอตัวลงจากเดือนก่อนหน้า ขณะที่ราคาในเมืองรองลำดับที่ 3 (Tier 3) หดตัว ซึ่งราคาบ้านใหม่ในกลุ่มเมืองหลัก (Tier 1) ชะลอตัวลงเป็น 0.98% YoY (vs. 1.27% เดือนก่อน) และกลุ่มเมืองรองลำดับที่ 2 (Tier 2) ชะลอตัวลงเป็น 0.03% (vs. 0.26% เดือนก่อน) ขณะที่กลุ่มเมืองรองลำดับที่ 3 (Tier 3) หดตัวมากขึ้นที่ -1.31% (vs. -1.28% เดือนก่อน)

ขณะที่อุปสงค์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังอ่อนแอ แม้ว่าจะได้รับมาตรการช่วยเหลือจากรัฐบาลนับตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นมา ดังจะเห็นได้จากยอดขาย (Contract Sales) ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในจีนยังอ่อนแอต่อเนื่องจากปีก่อน ทั้งนี้ บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับลงทุน (Investment Grade) และเป็นบริษัทรัฐวิสาหกิจ โดยภาพรวมจะมียอดขายที่แข็งแกร่งกว่าบริษัทต่ำกว่าระดับลงทุน (Non-Investment Grade) และเป็นบริษัทเอกชน ซึ่งส่วนหนึ่งได้รับผลกระทบจากความเชื่อมั่นของผู้บริโภคต่อความสามารถในการส่งมอบบ้านของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ทั้งนี้ หากพิจารณาที่ดินรอการพัฒนา (Land Bank) ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยบริษัทที่มีสัดส่วนที่ดินรอการพัฒนาในกลุ่มเมืองระดับล่างมากเมื่อเทียบกับสัดส่วนการถือครองทั้งหมด อาจต้องเผชิญสถานการณ์ที่ยากลำบากกว่าโดยเปรียบเทียบเนื่องจากราคาบ้านในกลุ่มดังกล่าวมีความอ่อนแอซึ่งเป็นเครื่องสะท้อนอุปสงค์ต่อที่อยู่อาศัยที่เปราะบางกว่ากลุ่มอื่นๆ ทำให้ประเด็นที่อาจมีการผิดนัดชำระหนี้จากบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของจีนเพิ่มเติมยังคงเป็นหนึ่งในปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ต้องติดตาม

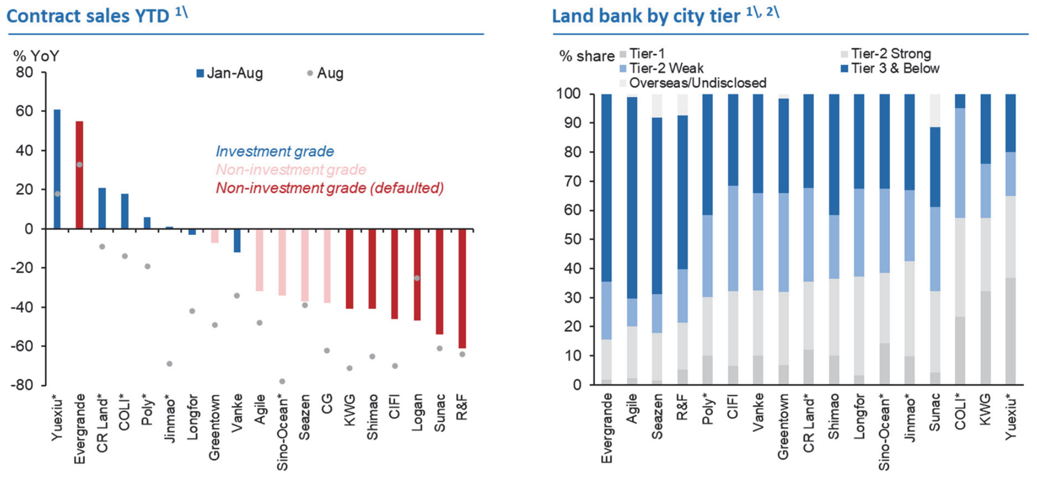
แผนภาพที่ 36: ราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ เดือน ก.ค. หดตัว -0.57% YoY จากที่หดตัว -0.43% เดือน มิ.ย. โดยนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 16



Note: 1\ Floor space in this context refers to residential buildings only.

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

แผนภาพที่ 37: บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีอันดับความน่าเชื่อในระดับลงทุน (Investment Grade) และเป็นบริษัทรัฐวิสาหกิจ โดยภาพรวมจะมียอดขายที่แข็งแกร่งกว่าบริษัทต่ำกว่าระดับลงทุน (Non-Investment Grade) และเป็นบริษัทเอกชน



Note: 1\ * is a state-owned company. 2\ Data representing a company's land bank is to year-end 2022, except for 1) EverGrande (1H2018), 2) Longfor (1H2023), 3) Seazen (1H2022), 4) KWG (1H2022), 5) Shimao (1H2021), 6) CIFI (1H2022), 7) R&F (1H2021), and 8) Yuexiu* (1H2023).

ที่มา: Bloomberg, Fitch Ratings, Cbonds, CRIC, Bondblox, Company Filings, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่อง แต่มุ่งเน้นในภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก

ทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะช่วงปลายเดือน ส.ค. ถึงต้นเดือน ก.ย. 2023 โดยหน่วยงานของรัฐได้มีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจหลายรูปแบบ อาทิ การกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ การลดภาษีอากรแสตมป์สำหรับการซื้อขายหุ้น การปรับลดสัดส่วนการถือครองสกุลเงินต่างประเทศในเงินทุนสำรองของธนาคารพาณิชย์ (FX-RRR) สะท้อนความพยายามของภาครัฐในการรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจในมิติต่างๆ อย่างไรก็ดี มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ออกมานั้นเป็นไปในลักษณะที่เจาะจง มิใช่การกระตุ้นในวงกว้าง และดูคลุมเครือเมื่อเทียบกับการกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบก่อนๆ ที่มีเม็ดเงินระบุออกมาอย่างชัดเจน

ด้านธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศลดอัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำ (Required Reserve Ratio: RRR) ลง 25bps สู่ระดับ 10.5% สำหรับธนาคารพาณิชย์ ยกเว้นธนาคารที่ใช้อัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำที่ 5% อยู่แล้ว โดยมีผลบังคับใช้ในวันที่ 15 ก.ย. การลด RRR ลงในครั้งนี้นับเป็นการประกาศลดครั้งที่ 2 ของปี 2023 หลังจากที่เคยปรับลดไปแล้วเมื่อเดือน มี.ค. ในอัตราเดียวกัน สะท้อนความพยายามในการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยระยะข้างหน้า เรามองว่าทางการจีนอาจมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม แต่ต้องรอประเมินผลจากมาตรการที่ได้ประกาศออกมาแล้วก่อนหน้าสักระยะ และขนาดของการกระตุ้นอาจไม่ได้มีขนาดที่ใหญ่มากนัก เนื่องจากบทเรียนในครั้งก่อนๆ ที่ก่อให้เกิดปัญหาในระยะยาว รวมถึงต้องระมัดระวังปัญหาด้านภาระหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่น

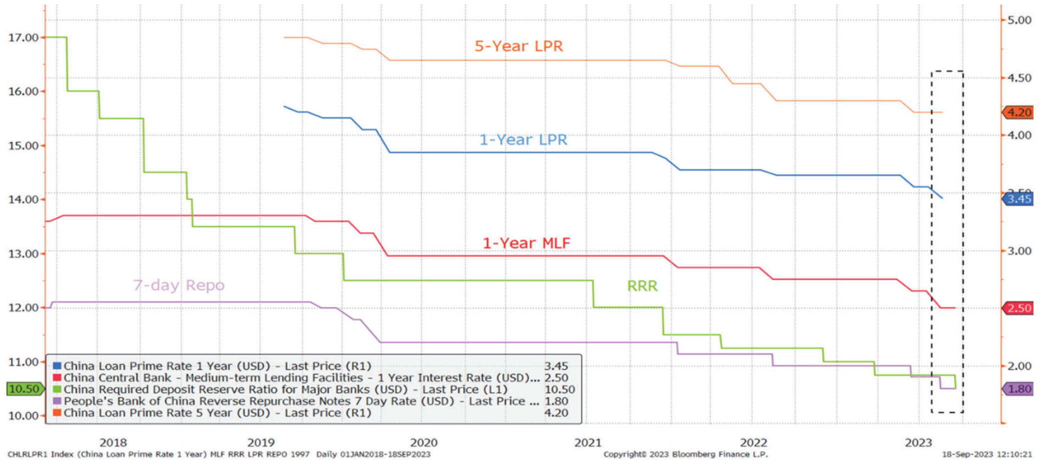
แผนภาพที่ 38: หน่วยงานของรัฐได้มีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจหลายรูปแบบ อาทิ การกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ การลดภาษีอากรแสตมป์ซื้อขายหุ้น การปรับลดสัดส่วนการถือครองสกุลเงินต่างประเทศในเงินทุนสำรองของธนาคารพาณิชย์ (FX-RRR) สะท้อนความพยายามของภาครัฐในการรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจในมิติต่างๆ

Easing measures in August and early September

Key areas	Details
Cut policy rates	• (Aug 15) The PBoC surprised the market by cutting key policy rates. The key rates that were cut were 1-year MLF and 7-days RRR, down by 15bps and 10bps, respectively. On Aug 21, the PBoC announced the reduction of 1-year LPR by 10bps but kept 5-year LPR at its current rate.
Reduce taxation	• (Aug 28) China halved the stamp duty on securities transactions from the current rate of 0.1% to 0.05%, "in order to invigorate the capital market and boost investor confidence". The last reduction on the stamp duty was in 2008; this reflects the determination of Chinese authorities to address the area of weaknesses.
Reduce the down -payment ratio	• (Aug 31) The down-payment ratio will be lowered, as announced by the PBoC. The minimum down-payment ratio for a first home will be set at 20% (vs. 20%-35% prev.); for second homes, it will be set at 30% (vs. 30%-70% prev.).
Lower mortgage rate floor	• (Aug 31) The mortgage rate floor for first homes will be implemented in accordance with the current regulations, while the lower limit of the second home mortgage rate floor will be adjusted to LPR+20bps (vs. LPR+60bps prev.).
Lower interest rates on existing mortgages	• (Aug 31) Chinese banks are preparing to lower interest rates on outstanding mortgages (mortgages prior to Aug 31, 2023). The mortgage rate reductions are applied to first home loans via negotiations between borrowers and banks.
Lower FX-RRR	• (Sept 1) The PBoC will cut the foreign exchange reserve requirement ratio (FX-RRR) by 200bps. Currently, FX-RRR stands at 6% but will change to 4% on Sept 15, 2023. The latest cut in FX- RRR was in late 2022, as was aimed at stabilizing the weakening currency.

Note: 1\ As of 1 September.
ที่มา: Government Websites, Bloomberg, GoldmanSachs, Xinhuanet, Reuters, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 39: ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศลดอัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำ (Required Reserve Ratio: RRR) ลง 25bps สู่ระดับ 10.5% สำหรับธนาคารพาณิชย์ ยกเว้นธนาคารที่ใช้อัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำที่ 5% อยู่แล้ว



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นส่งสัญญาณการฟื้นตัวในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่แข็งแรง สะท้อนผ่านดัชนี PMI ในภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 3 เดือน ขณะที่ดัชนีในภาคการผลิตยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ด้านค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ล่าสุดเดือน ก.ค. ขยายตัว 1.3% YoY ชะลอตัวลงจาก 2.3% ในเดือน มิ.ย. ขณะที่อัตราค่าจ้างที่แท้จริง (Real Cash Earnings) หดตัวเพิ่มขึ้นที่ -2.5% จาก -1.6% ในเดือน มิ.ย. ทั้งนี้ ตัวเลขค่าจ้างรายเดือนยังคงต่ำกว่า 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Haruhiko Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

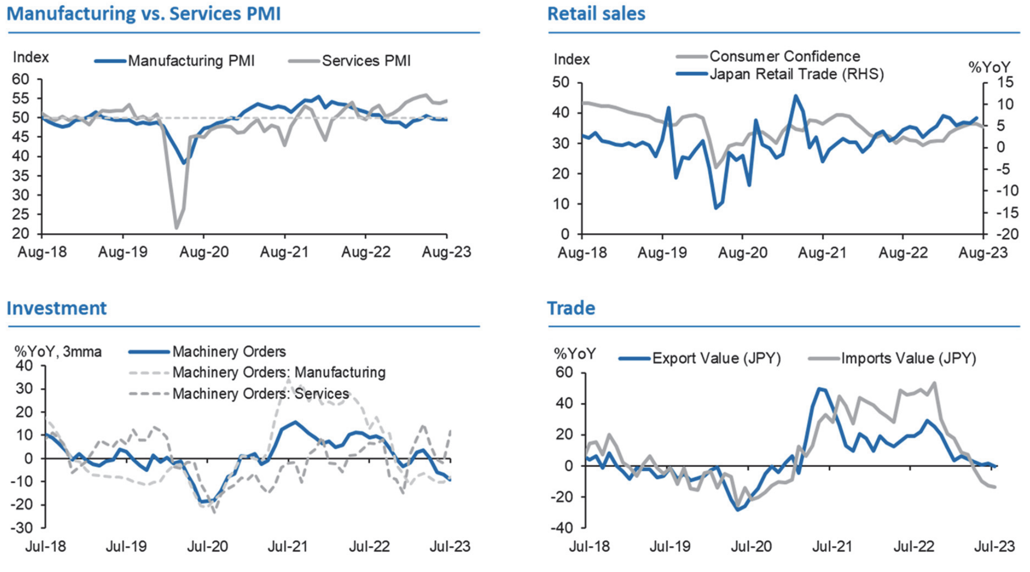
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ส.ค. ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นในภาคบริการ สะท้อนผ่านดัชนี Services PMI ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 3 เดือน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ส.ค. ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องโดยเฉพาะในภาคบริการ โดยดัชนี Composite PMI เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 52.6 จุด ด้านภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น (+0.5, 54.3 จุด) สูงที่สุดในรอบ 3 เดือน ด้านผลผลิต, การจ้างงาน และยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและนอกประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น ด้านดัชนีราคาต้นทุนการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 6 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนหน้าที่ 46.9 จุด ซึ่งยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 และต่ำกว่าตัวเลขเบื้องต้นเล็กน้อยที่ 49.7 จุด โดยผลผลิตอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 อย่างไรก็ดี ยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่วนดัชนีราคาต้นทุนการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 3 เดือน ส่วนหนึ่งจากราคาวัตถุดิบ ค่าจ้าง และค่าเงินเยนที่อ่อนค่า ขณะที่ราคาผลผลิตปรับตัวลดลง

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ขยายตัว 2.1% MoM, SA เร่งตัวขึ้นจาก -0.6% เดือนก่อน สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.8% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 6.8% YoY (vs. 5.6% เดือนก่อน) และอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว 17 เดือนติดต่อกัน

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ค. หดตัว -2.0% MoM, SA จาก 2.4% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -1.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมจะพลิกเป็นหดตัว (-2.5% YoY vs. 0.0% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 40: กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศ เดือน ส.ค. มีสัญญาณการขยายตัวในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่แข็งแรง



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

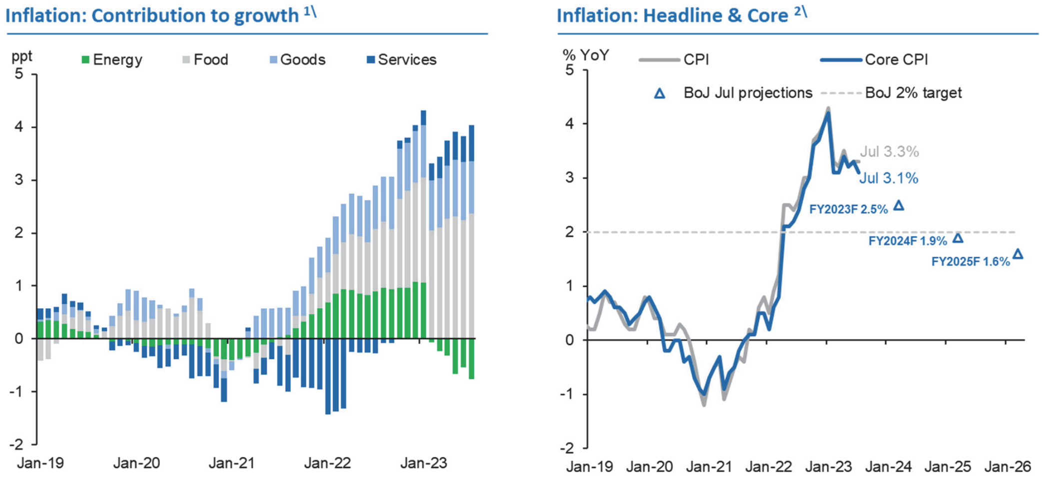
เงินเฟ้อของญี่ปุ่นขยายตัวในระดับสูงเกิน 2% โดยหลักจากราคาอาหารและสินค้าที่ขยายตัวในระดับสูง รวมถึงราคาในภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ชดเชยกับราคาพลังงานที่หดตัว

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ก.ค. ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 3.3% YoY และเท่ากับตลาดคาดที่ 3.3% โดยหลักจากราคาในหมวดอาหารที่เร่งตัวขึ้น (8.8% vs. 8.4%) และหมวดสันทนาการ (4.8% vs. 3.5% เดือนก่อน) ทั้งนี้ หมวดอาหารคิดเป็นสัดส่วน 26% ของน้ำหนักในตะกร้าเงินเฟ้อ ขณะที่ราคาในหมวดพลังงานและไฟฟ้าหดตัวเพิ่มขึ้น (-9.6% vs. -6.6% เดือนก่อน) และหากไม่นับรวมราคาอาหารสด หรือที่เรียกว่าเงินเฟ้อ Core CPI ได้ชะลอตัวลงเป็น 3.1% YoY (vs. 3.3% เดือนก่อน) เท่ากับที่ตลาดคาด ขณะที่หากไม่นับรวมทั้งราคาอาหารสดและพลังงาน Core-Core CPI เงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 4.3% YoY (vs. 4.2% เดือนก่อน) เท่ากับที่ตลาดคาด

เงินเฟ้อของญี่ปุ่นขยายตัวในระดับสูงเกิน 2% โดยหลักจากราคาอาหารและสินค้าที่ขยายตัวในระดับสูง รวมถึงราคาในภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมา ชดเชยกับราคาพลังงานที่หดตัว สะท้อนตัวเงินเฟ้อของญี่ปุ่นที่ค่อนข้างหนืด และชะลอตัวลงมาน้อยกว่าที่ BoJ คาดการณ์ไว้ ส่งผลให้ BoJ ได้มีการปรับนโยบาย (Yield Curve Control: YCC) ให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการประชุมเดือน ก.ค. 2023 อีกทั้ง ยังปรับประมาณการเงินเฟ้อ Core CPI ในปีงบประมาณ 2023F ขึ้นเป็น 2.5% YoY จาก 1.8% ในประมาณการเงินเฟ้อรอบเดือน เม.ย. อย่างไรก็ดี ผู้ว่าฯ BoJ กล่าวว่ายังคงมีระยะทางในการบรรลุเป้าหมายด้านราคาและยังจำเป็นต้องดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายต่อไป โดยการขยายกรอบการเข้าซื้อนั้นเป็นเพียงการเสริมความยืดหยุ่นให้มาตรการ YCC โดยนาย Ueda ยังระบุว่า “เรายังไม่มั่นใจเพียงพอว่าอัตราเงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวอีกครั้งหลังจากชะลอตัวมาระยะเวลาหนึ่ง”

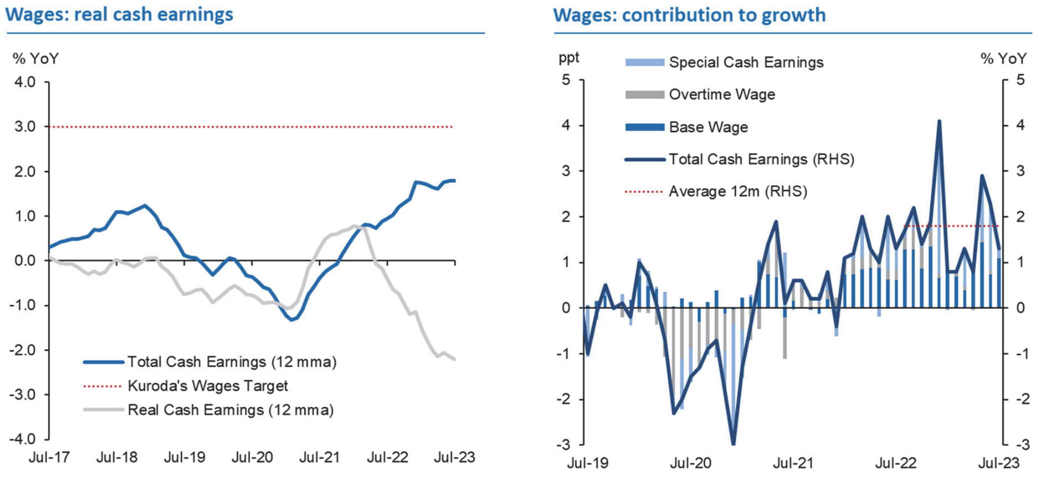
เมื่อพิจารณาหนึ่งในปัจจัยสำคัญสำหรับทาง BoJ ที่ใช้สำหรับการตัดสินใจดำเนินนโยบายการเงิน คือค่าจ้าง ซึ่งตัวเลขค่าจ้าง (Cash Earnings) เดือน ก.ค. ขยายตัว 1.3% YoY ชะลอตัวลงมาจาก 2.3% ในเดือน มิ.ย. และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 2.4% โดยการชะลอตัวของค่าจ้างรายเดือนนำโดยเงินจ่ายพิเศษและค่าล่วงเวลาที่ชะลอตัวลง ขณะที่เงินจ่ายปกติเร่งตัวขึ้น ด้านอัตราค่าจ้างที่แท้จริง (Real Cash Earnings) พบว่าหดตัวเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนหน้า (-2.5% vs. -1.6% เดือนก่อน) จากเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูงและตัวเลขค่าจ้างรายเดือนที่เพิ่มขึ้นในอัตราชะลอตัวลง สะท้อนความไม่แน่นอนของตัวเลขค่าจ้างว่าจะมีการปรับตัวขึ้นได้อย่างยั่งยืนที่ 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Haruhiko Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดยในกรณีฐานเรามองว่า BoJ จะคงการดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไปในปี 2023F เพื่อรอประเมินพัฒนาการของตัวเลขค่าจ้างรายเดือนประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อ Core CPI ที่คาดว่าจะชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 41: อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ก.ค. ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 3.3% YoY และเท่ากับตลาดคาดที่ 3.3% และหากไม่นับรวมราคาอาหารสด หรือที่เรียกว่าเงินเฟ้อ Core CPI ได้ชะลอตัวลงเป็น 3.1% YoY (vs. 3.3% เดือนก่อน) เท่ากับตลาดคาด



Note: 1\ Energy and food contribution to growth are extracted from goods & services contribution to growth. 2\ FY stands for fiscal year.
ที่มา: Bloomberg, Bank of Japan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: ตัวเลขค่าจ้าง (Cash Earnings) เดือน ก.ค. ขยายตัว 1.3% YoY ชะลอตัวลงมาจาก 2.3% ในเดือน มิ.ย. และยังขยายตัวต่ำกว่า 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Haruhiko Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

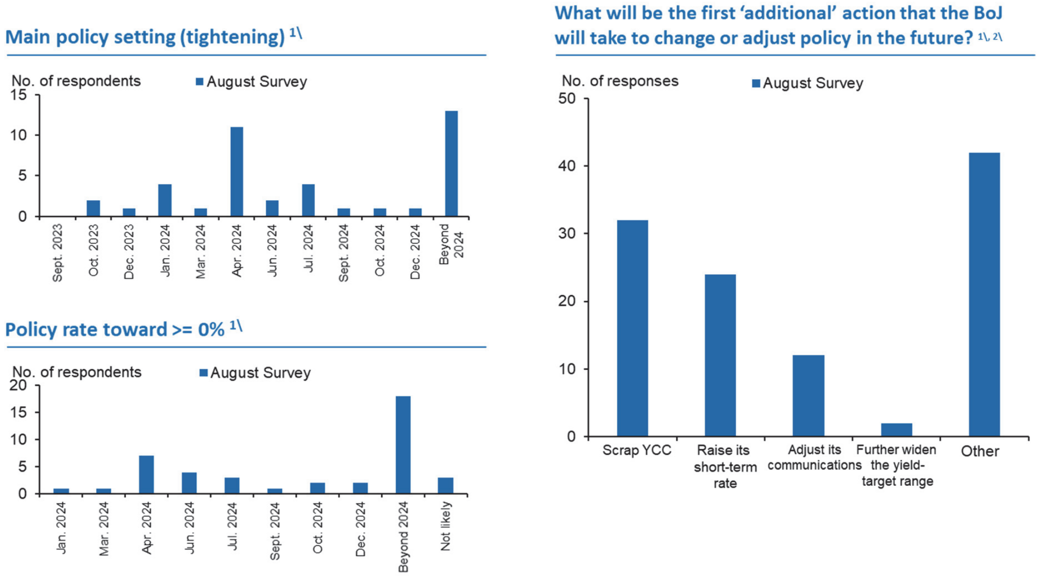


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดคาดว่า BoJ จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไปในปี 2023F ขณะที่เริ่มมองเห็นความเป็นไปได้ที่จะดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้นในปี 2024F

ในช่วงต้นเดือน ก.ย. ผู้ว่าฯ BoJ นาย Kazuo Ueda ได้มีการให้สัมภาษณ์กับสื่อ โดยกล่าวว่า เราไม่สามารถปฏิเสธความเป็นไปได้ที่จะได้รับข้อมูลที่เพียงพอภายในสิ้นปีนี้ ("We can't rule out the possibility we'll get enough information and data by year-end") หรืออีกนัยหนึ่งคือ BoJ อาจมีข้อมูลที่เพียงพอสำหรับการใช้ตัดสินใจในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ขณะที่ความเห็นของตลาด (อ้างอิงจากแบบสอบถามไปยังนักเศรษฐศาสตร์จัดทำโดย Bloomberg รอบเดือน ส.ค.) มองว่า BoJ จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไปในปี 2023F ทั้งนี้ กรณีที่ BoJ จะดำเนินนโยบายการเงินให้ตึงตัวมากขึ้น ความเห็นของตลาดมีความกระจายตัว โดยให้น้ำหนักไปยังสองช่วงหลัก ได้แก่ เดือน เม.ย. 2024 (เป็นช่วงที่จะได้เห็นตัวเลขการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปีโดยสหภาพแรงงานแล้ว) หรืออีกช่วงหนึ่งจะเป็นภายหลังปี 2024 เป็นต้นไป และกรณีที่ BoJ จะมีการปรับนโยบายการเงินให้ตึงตัวมากขึ้น ตลาดให้น้ำหนักไปทางการยกเลิกการดำเนินนโยบาย Yield Curve Control เป็นอันดับแรก

แผนภาพที่ 43: ตลาดคาดว่า BoJ จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไปในปี 2023F ขณะที่เริ่มมองเห็นความเป็นไปได้ที่จะดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้นในปี 2024F



Note: 1\ August survey is conducted on 31 July 2023. 2\ "Other" in the survey, for example; adjusting its overshoot commitment and reintroducing its forward guidance on interest rates.

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

เศรษฐกิจไทย

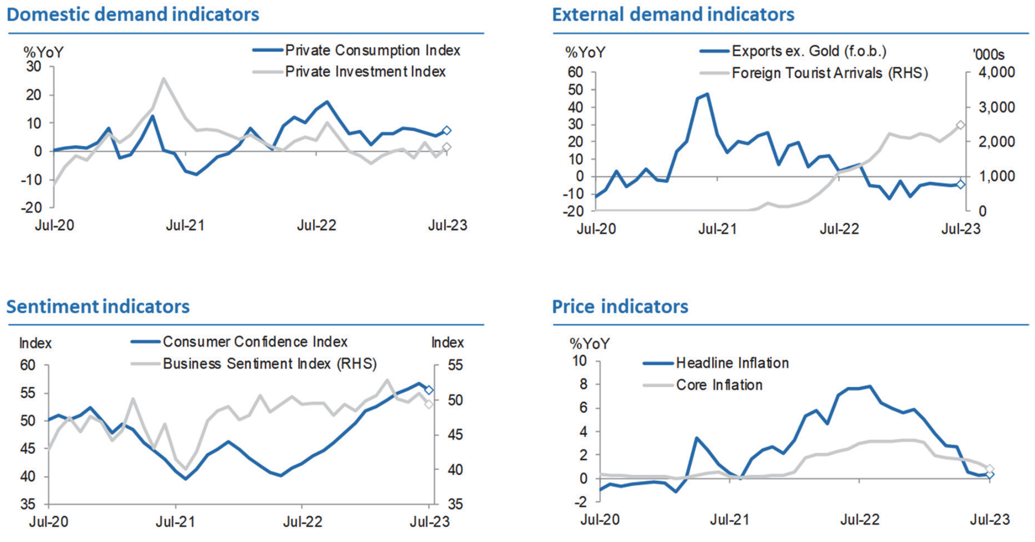
เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัว 3.0%ในปีนี้ ลดลงจากคาดการณ์เดิมที่ 3.3% หลังจากเราได้นำผลกระทบจากคาดการณ์งบประมาณปี FY2024 ที่จะล่าช้า และภัยแล้งเข้าสู่ประมาณการในกรณีฐาน ซึ่งรวมไปถึงผลกระทบจากตัวเลข GDP ไตรมาสสองที่ออกมาอ่อนแอกว่าที่คาด ขณะที่เรายังคงคาดการณ์การส่งออกสินค้า (f.o.b.) ไว้ที่ -3.5% เนื่องจากยังไม่เห็นสัญญาณเชิงประจักษ์ของการฟื้นตัว ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ล่าสุด ธปท. ได้ส่งสัญญาณว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันที่ 2.50% อยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว

ภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคยังคงเป็นปัจจัยหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ก.ค.

ภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชนยังคงเป็นปัจจัยหลักที่สนับสนุนกิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ค. โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 2.49 ล้านคน และดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (PCI) ขยายตัว 7.3% YoY ทั้งนี้ การบริโภคครัวเรือนได้รับแรงหนุนหลักจากการใช้จ่ายในหมวดบริการที่เติบโตในระดับสองหลักต่อเนื่อง (+17.8%) ขณะที่การส่งออกสินค้า (f.o.b.) ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10 (-5.5% YoY vs. -5.9% เดือนก่อน)

สำหรับเครื่องชี้อุปสงค์ในประเทศอื่นๆ นั้น ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) กลับมาขยายตัวที่ 1.4% YoY (vs. -2.1% เดือนก่อน) จากการใช้จ่ายในหมวดภาคก่อสร้าง (เช่น ยอดขอรับพื้นที่อนุญาตก่อสร้าง +9.4% และยอดขายวัสดุก่อสร้าง +1.9%) สำหรับการใช้จ่ายภาครัฐในหมวดงบลงทุนไม่รวมเงินโอนพลิกกลับมาขยายตัวเช่นกัน (+21.7% vs. -3.6% เดือนก่อน) โดยได้รับแรงหนุนหลักจากการเบิกจ่ายจากการลงทุนด้านคมนาคม

แผนภาพที่ 44: ภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคยังคงเป็นปัจจัยหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ก.ค.



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

ปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจไทยในปีนี้ลงมาอยู่ที่ 3% หลังรวมผลของงบประมาณปี FY2024 ที่จะล่าช้าและภัยแล้งเข้าสู่ประมาณการในกรณีฐาน รวมไปถึงผลกระทบจากตัวเลข GDP ไตรมาสสองที่ออกมาอ่อนแอกว่าที่คาด

ในบทวิเคราะห์รายงานภาวะเศรษฐกิจรายเดือนเมื่อวันที่ 31 ส.ค. เราได้หั่นคาดการณ์ GDP ในปีนี้ลงมาอยู่ที่ระดับ 3.0% (vs. 3.3% คาดการณ์เดิม) หลังจากได้นำผลกระทบจากคาดการณ์งบประมาณปี FY2024 ที่ล่าช้า (กำหนดล่าช้า 3 เดือนในปีนี้ กล่าวคือเดือน ต.ค.-ธ.ค.) และภัยแล้งเข้าสู่ประมาณการในกรณีฐาน ซึ่งรวมไปถึงผลกระทบจากตัวเลข GDP ไตรมาสสองที่ออกมาอ่อนแอกว่าที่คาด

โดยปัจจัยลบข้างต้นนั้น ได้หักล้างผลเชิงบวกจากการปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติขึ้นมาอยู่ที่ 28 ล้านคน (คาดการณ์เฉลี่ย 2.5 ล้านคนต่อเดือน ในช่วงเดือน ส.ค.-ธ.ค. vs. เฉลี่ย 2.2 ล้านคนต่อเดือน ในช่วง 7 เดือนแรก) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นการจ้างงานที่เกี่ยวเนื่องในภาคบริการและการใช้จ่ายของครัวเรือน ทั้งนี้ การกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนยังเป็นไปในทิศทางที่สอดคล้องกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค โดยล่าสุดในเดือน ก.ค. ได้มีการฟื้นตัวกลับมาราว 42% หากเทียบกับจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางเข้ามาในเดือน ก.ค. ปี 2019 (ก่อนเกิดวิกฤต COVID) ขณะที่เรายังคงคาดการณ์การส่งออกสินค้า (f.o.b.) ในปีนี้ไว้ที่ระดับ -3.5% เนื่องจากยังไม่เห็นสัญญาณเชิงประจักษ์ของการฟื้นตัว

ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ล่าสุด ธปท. ได้ส่งสัญญาณว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันที่ 2.50% อยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว

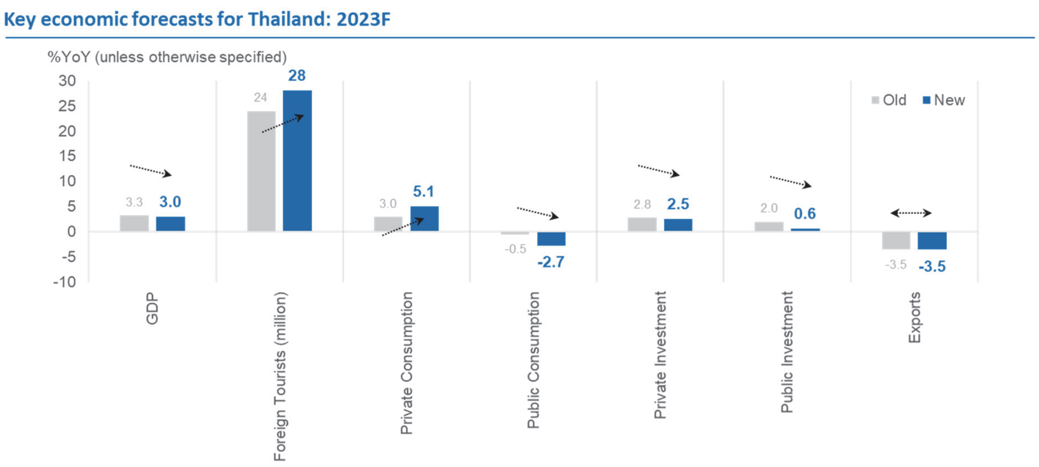
แผนภาพที่ 45: เราได้ปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจไทยในปีนี้ลงมาอยู่ที่ 3%...

Key economic forecasts for Thailand

Indicators		2021	2022	2023F			
				BoT (Sep)	FPO (Jul)	NESDC (Aug)	ESU (Aug) 1\
GDP	%	1.5	2.6	2.8	3.5	2.5-3.0	3.0
Private Consumption	%	0.6	6.3	6.1	4.5	5.0	5.1
Public Consumption	%	3.7	0.2	-3.1	-2.1	-3.1	-2.7
Private Investment	%	3.0	5.1	1.0	2.6	1.5	2.5
Public Investment	%	3.4	-4.9	1.3	2.2	2.0	0.6
Exports (f.o.b.)	%	19.2	5.4	-1.7	-0.8	-1.8	-3.5
Imports (f.o.b.)	%	27.7	14.0	-0.1	-0.1	-1.1	-2.9
Foreign Tourist Arrivals	Million	0.4	11.2	28.5	29.5	28	28.0
Current Account Balance	US$, bn	-11	-15	5.0	4.2	6.6	7.4
Headline Inflation	%	1.2	6.1	1.6	1.7	1.7-2.2	1.6
Dubai Oil Price (avg)	US$/bbl	69	97	83	79	77-87	81
Policy rate (end)	%	0.50	1.25	--	--	--	2.50
USD/THB (avg)	Bt/US$	32.0	35.1	--	34.0	33.5-34.5	34.7

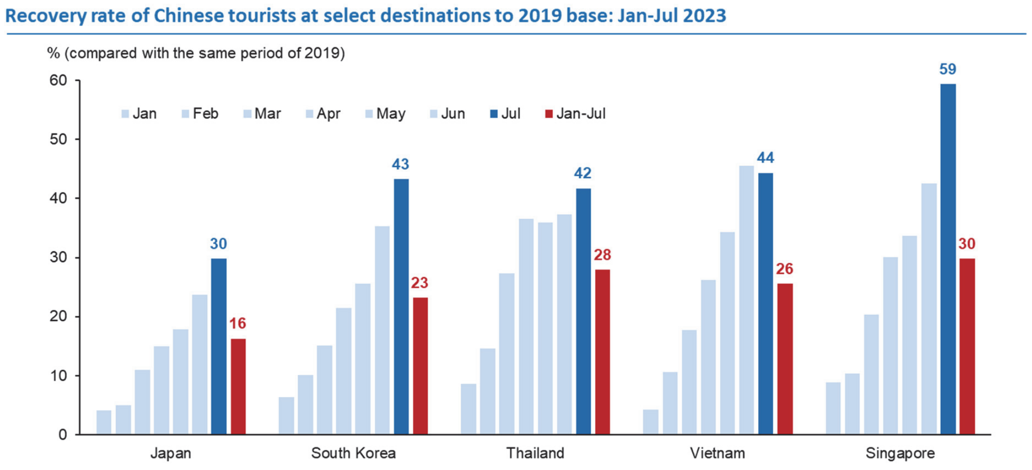
Note: () = As of projections. 1\ Policy rate is as of 27 Sep.
ที่มา: NESDC, BoT, FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 46: ... หลังได้รวมผลของงบประมาณปี FY2024 ที่จะล่าช้าและภัยแล้งเข้าสู่ประมาณการในกรณีฐาน รวมไปถึงผลกระทบจากตัวเลข GDP ไตรมาสสองที่ออกมาอ่อนแอกว่าที่คาด



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 47: การกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนยังเป็นไปในทิศทางที่สอดคล้องกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค โดยล่าสุดในเดือน ก.ค. ได้มีการฟื้นตัวกลับมาราว 42% หากเทียบกับจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางเข้ามาในเดือน ก.ค. ปี 2019 (ก่อนเกิดวิกฤต COVID)



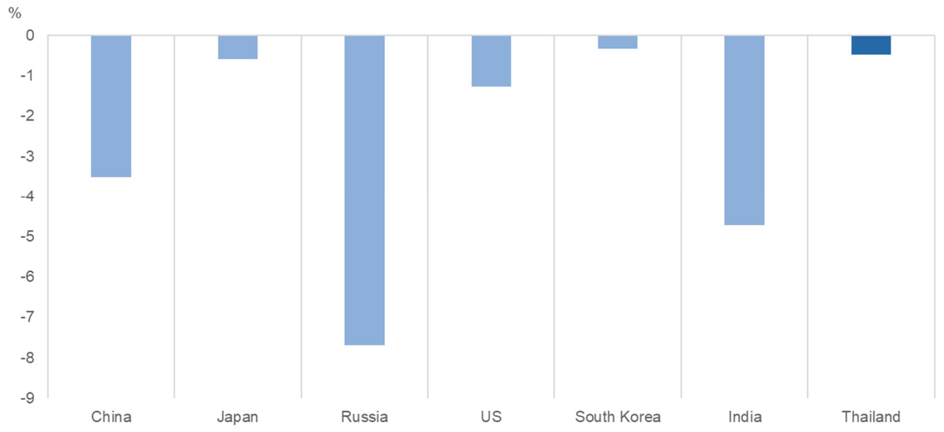
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผลกระทบจาก CBAM ต่อผู้ส่งออกไทยถูกประเมินว่าเป็นไปอย่างจำกัด

ผลกระทบจากมาตรการ CBAM (ตามที่ได้มีการกล่าวถึงในส่วนของเศรษฐกิจยุโรป) ต่อประเทศคู่ค้าของยุโรปนั้นจากงานศึกษาของ UNCTAD (A European Union Carbon Border Adjustment Mechanism: Implication for developing countries, 2021) พบว่า ภายใต้สมมติฐานการจัดเก็บภาษีคาร์บอนที่ 88 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อตันคาร์บอน จะส่งผลให้การส่งออกสินค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมนำร่องของประเทศคู่ค้าของยุโรปนั้นปรับตัวลดลง โดยเฉพาะรัสเซีย -7.7% และจีน -3.5% ซึ่งมีการส่งออกสินค้ากลุ่มนำร่องที่จะโดนจัดเก็บภาษีคาร์บอนไปยังยุโรปในสัดส่วนที่มากกว่าประเทศอื่นๆ ขณะที่คาดว่าไทยจะมีการส่งออกสินค้าในกลุ่มดังกล่าวลดลง 0.5% ซึ่งสะท้อนผลกระทบที่จำกัด สอดคล้องกับสัดส่วนการส่งออกสินค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมนำร่องไปยังประเทศยุโรปในสัดส่วนที่ต่ำ

แผนภาพที่ 48: คาดว่าไทยจะมีการส่งออกสินค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมนำร่องลดลง 0.5% ซึ่งสะท้อนผลกระทบที่จำกัด สอดคล้องกับสัดส่วนการส่งออกสินค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมนำร่องไปยังประเทศยุโรปของไทยในสัดส่วนที่ต่ำ

% changes in export of energy intensive products in selected countries 1



Note: 1 \ Energy intensive products include paper products, petroleum & coal products, chemicals & fertilizers, cement & glass, steel & ferrous metal, aluminum, and electricity. The estimate is based on 88 USD/tonne of embedded carbon emissions applied to the power and energy-intensive industrial sectors.
ที่มา: UNCTAD (A European Union Carbon Border Adjustment Mechanism: Implication for developing countries, 2021), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit

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

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

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

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

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

ธนวัฒน์ ธนัทนิธิกร
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
	เมกาบางนา ชั้น 1	02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	02 416 0811	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2	02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3	02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน	02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5	02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3	02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5	02 056 4168				
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่	02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	02 318 3717	อาคารภคินท์	02 633 4333
	ศรีนครินทร์	02 006 5000	วรจักร	02 621 0141	เยาวราช	02 623 2212
	ราชวงศ์	02 622 8220	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	02 623 9141		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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