November 2023 | Issue 098

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

Bond yield ที่ปรับเพิ่มขึ้นแตะระดับ 5% ในเดือนที่ผ่านมา เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลง แต่ถูกชดเชยโดยการลดลงของ Earnings yield gap และการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์กำไร

ด้านประเด็นสงครามอิสราเอล-ฮามาส ตลาดมีการเคลื่อนไหวคล้ายกับช่วงเริ่มของสงครามในอดีตแล้ว สะท้อนว่าตลาดมีการตอบรับต่อภาวะสงครามแล้วพอมาควร

เราแนะนำให้ทยอยเพิ่มน้ำหนักหุ้นที่ S&P500 ระดับต่ำกว่า 4,250 จุด เป็นต้นไป ในกลุ่มที่ราคาไม่เคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Defensive) เช่น Healthcare

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04

- Special Issue 07
- ตลาดหุ้น 10
- ตลาดตราสารหนี้ 15
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 18

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 26

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 27
- เศรษฐกิจยุโรป 31
- เศรษฐกิจจีน 35
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 39
- เศรษฐกิจไทย 44

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

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond yield) ที่ปรับเพิ่มขึ้นแตะระดับ 5% ในเดือนที่ผ่านมา เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลง โดยการปรับขึ้นของ Bond yield เพียงปัจจัยเดียว กดดันดัชนี S&P500 มากถึง -500 จุด แต่เพราะการลดลงของ Earnings yield gap และการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์กำไร ในช่วงเวลาเดียวกัน ส่งผลให้ดัชนี S&P500 ลดลงเพียง -200 จุด จาก 4,500 จุด สู่ระดับ 4,300 จุด

อย่างไรก็ดี Earnings yield gap อาจช่วยชดเชยปัจจัยลบในระยะข้างหน้าได้อย่างจำกัด เนื่องจาก Earnings yield gap ในปัจจุบันอยู่ในระดับ 0.6% ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2001 สะท้อนความคาดหวังผลตอบแทนหรือความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นที่ต่ำเกินไป เมื่อเทียบกับความเสี่ยงส่วนเพิ่มในตลาดหุ้นกู้ (High Yield Spread) ที่กลับเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ เรามองว่าตลาดคาดการณ์กำไรในปีหน้าสูงเกินไป โดยนักเศรษฐศาสตร์ (Bloomberg consensus) ประเมินการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024 ลดลง สวนทางกับคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นถึง 12% ซึ่งต่างจากในอดีตที่การเติบโตของเศรษฐกิจและกำไรบริษัทจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจในปัจจุบันมีความเปราะบางเพิ่มขึ้น จากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยในภาคธุรกิจ สัดส่วนบริษัทที่ผิดนัดชำระหนี้ (Bond default rate) กลับมาเพิ่มขึ้น เท่ากับระดับเฉลี่ยในอดีต ภาคครัวเรือนมีการค้างชำระหนี้เพิ่มขึ้น ซึ่งในไตรมาส 4 อาจเห็นผลกระทบที่รุนแรงขึ้น จากการกลับมาเก็บหนี้เพื่อการศึกษา และการหมดลงของเงินออมส่วนเกิน (Excess savings) จากมาตรการบรรเทาผลกระทบจาก COVID ก่อนหน้า ทำให้คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดลง

ส่วนประเด็นสงครามอิสราเอล-ฮามาส ตลาดมีการเคลื่อนไหวคล้ายกับช่วงที่สงครามปะทุขึ้นในอดีตแล้ว สะท้อนว่าตลาดมีการตอบรับต่อภาวะสงครามแล้วพอมาควร ทำให้ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับลดลงจากประเด็นสงครามได้จำกัด ส่วนราคาทองคำและน้ำมันอาจปรับขึ้นได้จำกัด ขณะที่ Bond yield ในระยะสั้นจะทรงตัวใกล้ระดับปัจจุบัน แต่ในระยะกลางและยาวยังคงมองว่าจะปรับตัวลดลงตามมุมมองเดิม

สำหรับคำแนะนำลงทุน เรายังคงให้ทยอยสะสมพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวที่ระดับ Bond yield ในปัจจุบัน จาก 1) แนวโน้ม Bond yield ที่น่าจะลดลงในระยะข้างหน้า ตามการหยุดขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย 2) ตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มอ่อนแอลง และจะยังถูกกดดันต่อเนื่อง จากผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา 3) พันธบัตรให้ผลตอบแทนที่แน่นอนตามดอกเบี้ยหน้าตั๋ว ซึ่งปัจจุบันอยู่ในระดับ 5% สูงสุดในรอบ 16 ปี และอาจได้รับผลตอบแทนเพิ่มเติมจากการลดลงของ Bond yield ในระยะข้างหน้า

ส่วนตลาดหุ้น เราประเมินระดับ Valuation ที่เหมาะสมของตลาดหุ้นที่ 16-17 เท่าในช่วงสิ้นปีนี้ เทียบเคียงได้ที่ระดับ 4,250 จุด แนะนำให้ทยอยเพิ่มน้ำหนักหุ้นที่ S&P500 ระดับต่ำกว่า 4,250 จุดเป็นต้นไป ในกลุ่มที่ราคาไม่เคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Defensive) เช่น Healthcare

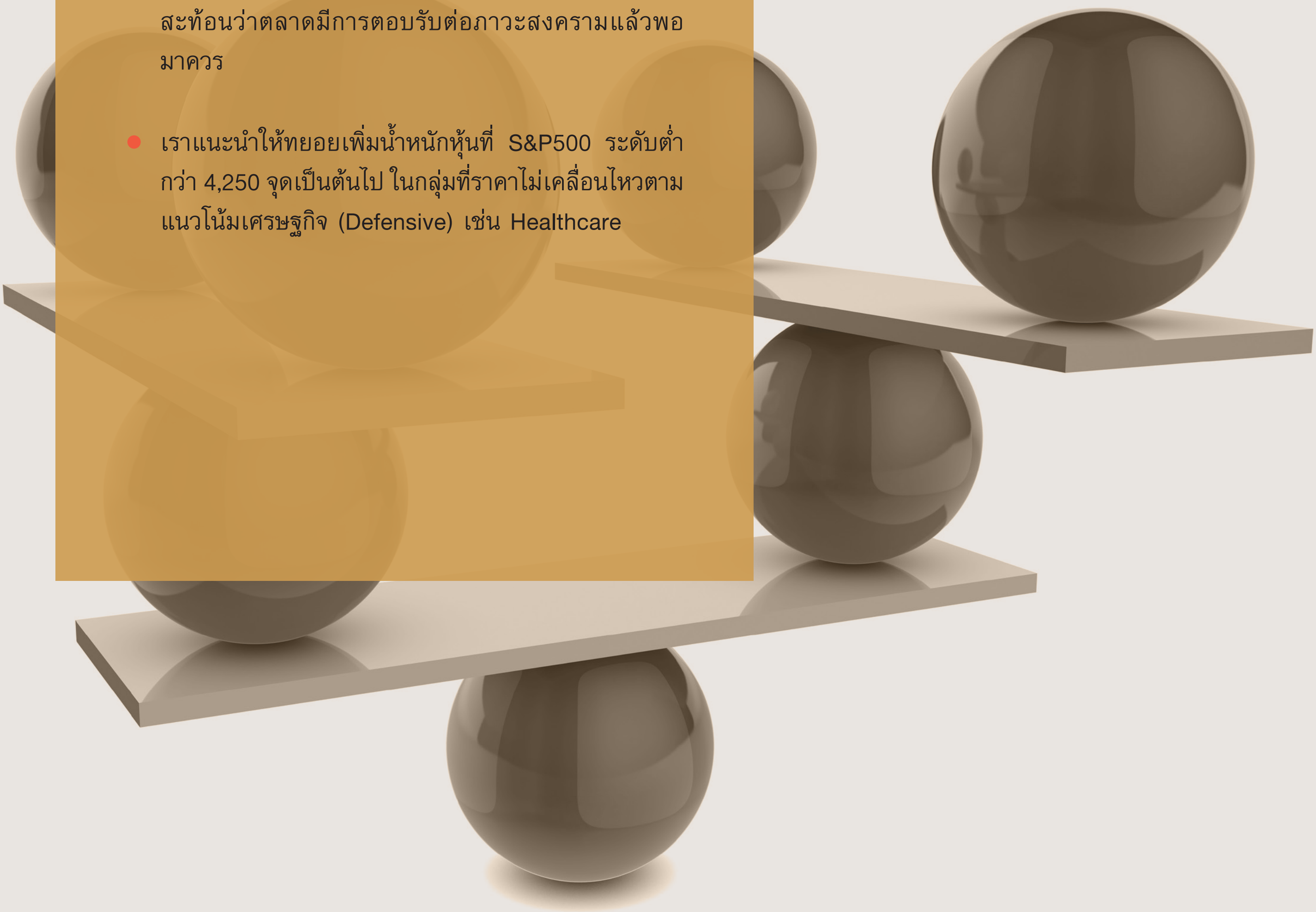
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- Bond yield ที่ปรับเพิ่มขึ้นแตะระดับ 5% ในเดือนที่ผ่านมาเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลง แต่ถูกชดเชยโดยการลดลงของ Earnings yield gap และการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์กำไร

- ด้านประเด็นสงครามอิสราเอล-ฮามาส ตลาดมีการเคลื่อนไหวคล้ายกับช่วงเริ่มของสงครามในอดีตแล้ว สะท้อนว่าตลาดมีการตอบรับต่อภาวะสงครามแล้วพอมาควร

- เราแนะนำให้ทยอยเพิ่มน้ำหนักหุ้นที่ S&P500 ระดับต่ำกว่า 4,250 จุดเป็นต้นไป ในกลุ่มที่ราคาไม่เคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Defensive) เช่น Healthcare



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 - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดลง ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจส่งสัญญาณอ่อนแอลง จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่แผ่วลงในเดือนที่ผ่านมา - แรงกดดันจากดอกเบี้ยสูงลดลง หลัง BoT ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 2.5% ในเดือน ก.ย. พร้อมส่งสัญญาณว่าเป็นระดับสูงสุด (Terminal rate) แล้ว - ปัจจัยพยุงการบริโภคจากมาตการช่วยเหลือค่าครองชีพ และการพักหนี้เกษตรกร ธ.ก.ส. - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน			● (Previous)	●		- เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น ในภาคการผลิต และการบริโภค - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก - ทางการส่งสัญญาณถึงความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจ ผ่านการปรับเป้าการขาดดุลการคลังขึ้นเป็น 3.8% จากปกติที่จะไม่เกิน 3% ของ GDP ยกเว้นช่วงวิกฤติ - มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ซ้อมรบในคาบสมุทร และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- ภาคบริการซึ่งเป็นปัจจัยหนุนในช่วงที่ผ่านมา เริ่มชะลอตัวลง ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกยังคงอ่อนแอตามอุปสงค์โลก - แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากค่าจ้างที่ถูกปรับขึ้นอย่างมีนัยยะ - 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 และแนวโน้มดอกเบิ้นในตลาดที่ลดลง - 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 - มีปัจจัยบวกจากสงครามอิสราเอล-ฮามาส ในระยะสั้น แต่ค่อนข้างจำกัดเพราะยังถูกกดดันจากนโยบายการเงินที่มีทิศทางเข้มงวด - เราประเมินกรอบราคาต่ำสุดจากต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs + avd. spreads) ที่ $1,650/oz - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				●		- EIA ประเมินว่าสมดุลตลาดน้ำมันโลกเริ่มเข้าสู่สภาวะอุปทานขาดแคลน (Supply deficit) แล้วในเดือน มิ.ย. 2023 และมีแนวโน้มขาดดุลรุนแรงในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 - อุปสงค์มีแนวโน้มชะลอตัวลงตามเศรษฐกิจโลก - ปัจจัยบวกจากสงครามอิสราเอล-ฮามาสที่อาจยืดเยื้อ - คงคำแนะนำ Overweight
REITs			●			- Mortgage rate แตะระดับ 8% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 เป็นปัจจัยลบต่ออุปสงค์ในตลาดบ้าน - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และการลดการเข้าซื้อ MBS ผ่านมาตรการ QT ของ Fed - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO ยังอยู่ในระดับที่แพง - คงคำแนะนำ Neutral

● (grey) Previous Recommendation   ●● (dark red, red) Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน   ● (orange) Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน   ●● (light green, dark green) Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,395	0.0%	-2.3%	-8.4%	-8.8%	-10.5%	-16.4%	-12.3%
Philippines PCOMP	6,068	-0.9%	-3.4%	-1.2%	-8.5%	-8.0%	-7.6%	0.6%
Indonesia JCI	6,794	-1.6%	-2.1%	-3.2%	-1.5%	-0.4%	-0.8%	-3.7%
Singapore STI	3,071	-0.8%	-3.2%	-4.2%	-5.9%	-7.6%	-5.5%	3.4%
Malaysia KLCI	1,434	-0.2%	-0.7%	-1.1%	0.6%	0.8%	-4.1%	-0.9%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	17,027	0.0%	-3.5%	-5.7%	-10.7%	-15.2%	-13.9%	5.0%
China H HSCEI	5,808	0.0%	-4.0%	-7.3%	-9.5%	-14.1%	-13.4%	5.3%
MSCI China	56	-0.1%	-4.2%	-6.6%	-8.4%	-14.2%	-13.9%	14.0%
China CSI300	3,469	-1.0%	-4.7%	-7.2%	-8.8%	-12.9%	-10.4%	-4.5%
Taiwan TWSE	16,314	-1.2%	-2.0%	-0.2%	-4.2%	4.4%	15.4%	26.9%
Korea KOSPI	2,381	-0.8%	-3.2%	-5.1%	-9.4%	-5.6%	6.5%	6.5%
MSCI Korea	733	-0.8%	-3.7%	-5.2%	-10.4%	-5.0%	9.4%	7.8%
India SENSEX	64,572	-1.3%	-2.4%	-2.2%	-2.7%	7.5%	6.1%	7.9%
MSCI India	2,177	-1.5%	-2.6%	-2.3%	-0.6%	11.4%	5.2%	6.2%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	6,857	-0.8%	-2.8%	-3.0%	-6.2%	-6.4%	-2.6%	1.1%
Japan TOPIX	2,242	-0.7%	-2.2%	-5.6%	-1.7%	10.1%	18.5%	18.8%
Japan Nikkei 225	31,078	-0.8%	-3.0%	-4.1%	-5.0%	8.7%	19.1%	15.2%
Europe STOXX600	433	-0.1%	-3.8%	-4.4%	-7.0%	-7.6%	2.0%	7.8%
Euro STOXX50	4,042	0.4%	-2.6%	-3.9%	-7.8%	-8.2%	6.5%	14.6%
US Dow Jones	32,936	-0.6%	-3.1%	-3.0%	-7.0%	-2.8%	-0.6%	4.6%
US S&P500	4,217	-0.2%	-3.6%	-2.4%	-7.4%	1.9%	9.8%	11.1%
MSCI US REITs	1,033	-1.1%	-5.9%	-6.8%	-16.7%	-10.3%	-9.9%	-5.3%
J-REITs	1,818	-0.7%	-1.1%	-2.4%	-3.8%	-1.0%	-4.0%	-1.9%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,375	-0.4%	-3.4%	-4.0%	-4.0%	-6.8%	-1.0%	5.1%
Germany DAX	14,801	0.0%	-2.9%	-4.9%	-8.6%	-6.7%	6.3%	14.5%
France CAC 40	6,850	0.5%	-2.4%	-4.7%	-7.8%	-9.6%	5.8%	11.7%
Switzerland SMI	10,332	-0.2%	-5.1%	-6.2%	-7.6%	-9.9%	-3.7%	-2.5%
Portugal PSI 20	6,028	-0.2%	-1.4%	-2.3%	-2.6%	-2.8%	5.3%	8.4%
Spain IBEX 35	8,996	-0.4%	-3.1%	-5.3%	-5.7%	-4.4%	9.3%	17.1%
Italy FTSE MIB	27,559	0.7%	-2.9%	-3.6%	-4.7%	0.1%	16.2%	25.4%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	112,785	-0.3%	-3.2%	-2.8%	-7.1%	8.5%	2.8%	-2.8%
Chile IPSA	5,503	-2.3%	-6.0%	-5.6%	-13.3%	3.9%	4.6%	7.7%
Mexico MEXBO	48,198	-0.2%	-3.3%	-6.7%	-9.9%	-11.9%	-0.5%	0.9%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	475	-0.8%	-3.5%	-4.5%	-9.3%	-8.0%	-6.1%	10.4%
MSCI Latin America	2,178	0.1%	-3.1%	-6.9%	-14.2%	-2.1%	2.3%	-1.2%
MSCI All Country World	641	-0.2%	-3.5%	-3.4%	-8.4%	-1.9%	5.8%	11.5%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	85.77	-3.7%	-1.0%	-4.7%	8.9%	8.9%	6.9%	1.4%
Brent Spot	90.14	-2.5%	0.3%	-3.4%	8.9%	9.0%	4.9%	-3.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.37	0.93	1.13	1.13	0.37	0.40	-1.28	-4.31
Gold Spot	1975.71	-0.3%	2.7%	3.1%	0.8%	-0.6%	8.3%	19.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2693.98	-0.1%	0.2%	-2.5%	-5.8%	-7.2%	-7.6%	-9.0%
Bloomberg Agri Subindex	65.15	-0.2%	0.1%	-0.2%	-10.1%	-4.0%	-5.3%	-3.2%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	300.78	0.0%	-0.1%	-1.3%	-4.0%	-4.4%	-1.1%	4.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.33	0.0%	-0.0%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	1.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	301.10	0.0%	-0.1%	-0.5%	-1.7%	-2.2%	-2.1%	2.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	388.85	0.0%	-0.3%	-1.3%	-5.0%	-4.9%	-3.6%	2.4%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	256.46	0.0%	-0.1%	-0.4%	-1.8%	-2.0%	-1.7%	1.8%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	2.46	0	1	5	42	69	109	110
2Y	2.59	0	2	4	42	73	96	65
5Y	2.94	0	9	15	59	84	98	14
10Y	3.37	0	9	20	79	84	73	5
Spread 10Y-2Y	78	0	7	16	36	11	-23	-60
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	4.84	-6	1	41	97	135	97	60
Japan 10Y	0.86	4	7	11	39	38	43	60
UK 10Y	4.60	-5	12	35	32	84	93	55
German 10Y	2.87	-1	9	14	41	39	30	46
Spain 10Y	3.97	-3	6	15	49	45	30	43
Italy 10Y	4.84	-8	8	25	76	49	13	9
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	20.37	-1.3	3.2	3.2	6.5	3.5	-1.3	-9.5
Dollar index	105.50	-0.6%	-0.7%	-0.1%	4.1%	4.1%	1.9%	-5.8%
USD/THB	36.14	-0.4%	-0.5%	-0.0%	4.8%	5.1%	4.4%	-5.3%
EUR/USD	1.07	0.7%	0.9%	0.8%	-3.6%	-3.2%	-0.3%	8.2%
GBP/USD	1.23	0.6%	0.6%	0.4%	-4.4%	-1.6%	1.5%	8.8%
USD/JPY	149.74	-0.1%	-0.0%	0.6%	6.0%	11.4%	14.2%	0.5%
USD/CNY	7.30	-0.0%	-0.2%	-0.1%	1.6%	5.9%	5.9%	0.6%
USD/CNH	7.31	-0.2%	-0.2%	-0.1%	1.7%	5.8%	5.6%	-0.2%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU) As of 10/24/2023

SPECIAL ISSUE

สงครามและการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์

สงครามและการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์

หลังกลุ่มฮามาสเปิดฉากโจมตีอิสราเอลในวันที่ 7 ต.ค. ตลาดการลงทุนมีความไม่แน่นอน และเคลื่อนไหวผันผวนขึ้น เราศึกษาข้อมูลความเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์การลงทุนต่าง ๆ ได้แก่ หุ้น น้ำมัน ทองคำ พันธบัตรรัฐบาล และดัชนีดอลลาร์สหรัฐฯ (Dollar index) ในช่วงสงครามตั้งแต่ปี 1991 ถึง 2022 จำนวน 5 ครั้ง พบว่าสงครามมีผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์เสี่ยงเป็นอย่างมาก โดยมักจะเห็นจุดพลิกกลับของราคาในช่วงระยะเวลา 1 เดือนที่สงครามปะทุขึ้น

โดยในช่วงที่เกิดสถานการณ์ตึงเครียด ตลาดหุ้น (S&P500) มักจะปรับตัวลงราว 2 เดือนก่อนสงครามปะทุขึ้น และพลิกตัวกลับขึ้นราว 5-10% ในช่วง 1 เดือนหลังจากนั้น ส่วนราคาน้ำมันจะเร่งตัวขึ้นแรงในช่วง 3 เดือนก่อนเกิดสงคราม โดยมักจะทำจุดสูงสุดในช่วง 1 เดือนสุดท้าย ก่อนจะพลิกกลับมาทรงตัวที่ระดับต่ำกว่าก่อนสงครามราว -10%

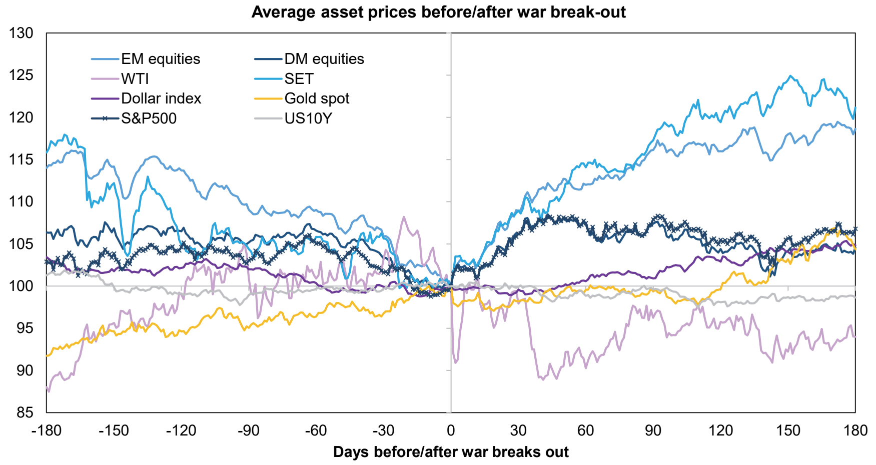
ในขณะที่ราคาสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe-haven) ไม่เห็นการเปลี่ยนทิศทางการเคลื่อนไหวอย่างชัดเจนหลังเกิดสงคราม โดยราคาทองคำมักจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตลอดช่วงตึงเครียดก่อนเกิดสงคราม และเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบแคบหลังจากนั้น ส่วน Bond yield ระยะยาวมักจะปรับตัวลดลงราว 3 เดือนก่อนเกิดสงคราม และเคลื่อนไหวทรงตัวในช่วง 1 เดือนหลังจากนั้น ดัชนีดอลลาร์สหรัฐฯ (Dollar index) มักจะเคลื่อนไหวทรงตัวต่อเนื่อง 1-2 เดือนก่อนและหลังเกิดสงคราม

สงครามรอบนี้ถึงแม้จะเกิดขึ้นอย่างกระทันหัน ต่างจากสงครามครั้งอื่นๆ ที่มีความตึงเครียดล่วงหน้า เช่น สงครามอัฟกานิสถานในปี 2001 ซึ่งเกิดขึ้น 1 เดือนหลังเหตุวินาศกรรม 9/11 ในสหรัฐฯ แต่เมื่อเปรียบเทียบกับการเคลื่อนไหวเฉลี่ยในอดีต พบว่าราคาทองคำและน้ำมันปรับตัวขึ้นมาในเปอร์เซ็นต์ที่มากกว่าเฉลี่ยในอดีตรวมทั้งก่อนและหลังสงครามปะทุขึ้นแล้ว ส่วนตลาดหุ้นปรับลดลงมา 3-4% ใกล้เคียงกับการปรับลดเฉลี่ยช่วงก่อนสงครามในอดีต สะท้อนว่าที่ระดับราคาทองคำ ราคาน้ำมัน และตลาดหุ้นในปัจจุบันน่าจะมีการตอบรับต่อภาวะสงครามไปพอสมควร

ในขณะที่ พันธบัตรดูเหมือนจะยังไม่ได้ตอบรับต่อภาวะสงครามมากนัก เห็นได้จาก Bond yield อายุ 10 ปี ที่ปรับเพิ่มขึ้นหลังการโจมตี และยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง

ดังนั้น ในระยะสั้น อาจเห็นราคาสินทรัพย์ตอบสนองต่อข่าวประเด็นสงครามน้อยลง ตลาดหุ้นอาจฟื้นตัวขึ้น ส่วนราคาน้ำมัน ราคาทองคำ และ Bond yield อาจปรับขึ้นได้จำกัด

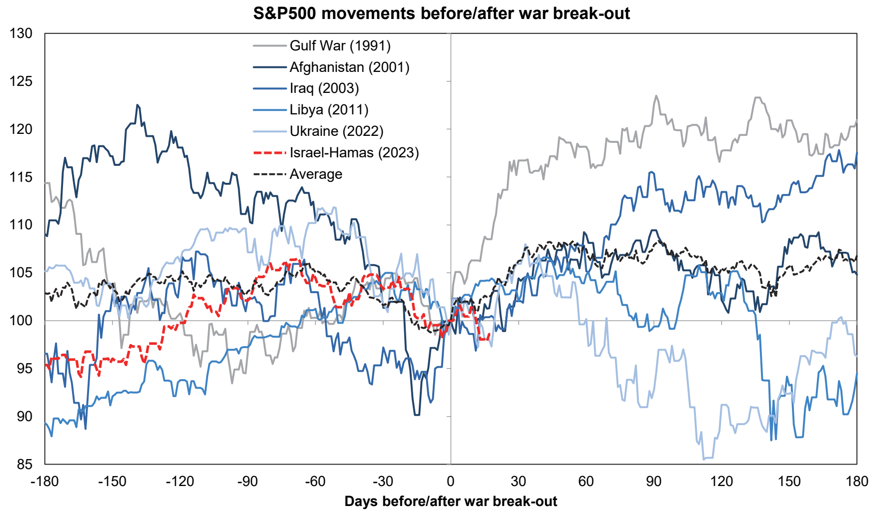
แผนภาพที่ 1: ราคาสินทรัพย์เสี่ยงมักจะเคลื่อนไหวผันผวนช่วงที่เกิดสงคราม ต่างจากราคาสินทรัพย์ปลอดภัย

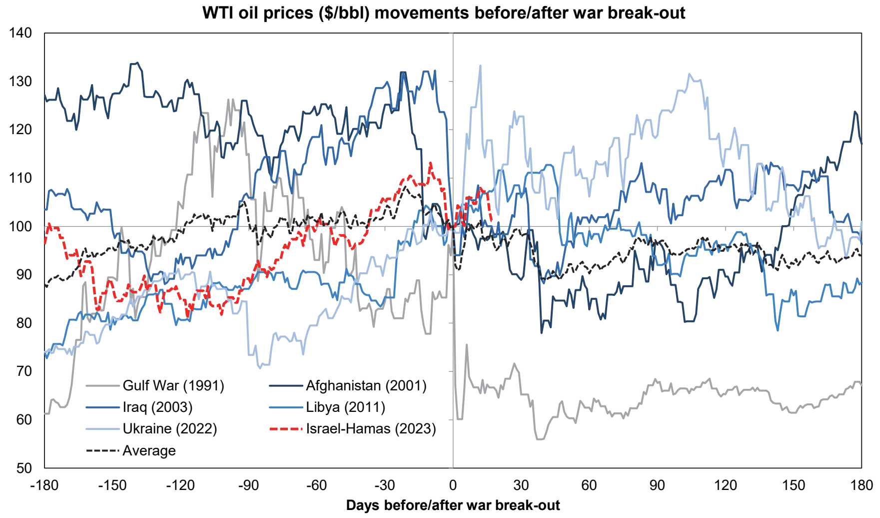


*Average assets prices during major 5 wars, including Gulf war (1991), Afghanistan (2001), Iraq (2003), Libya (2011) and Ukraine (2022); US10Y is price return of changes in US 10-year bond yield

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

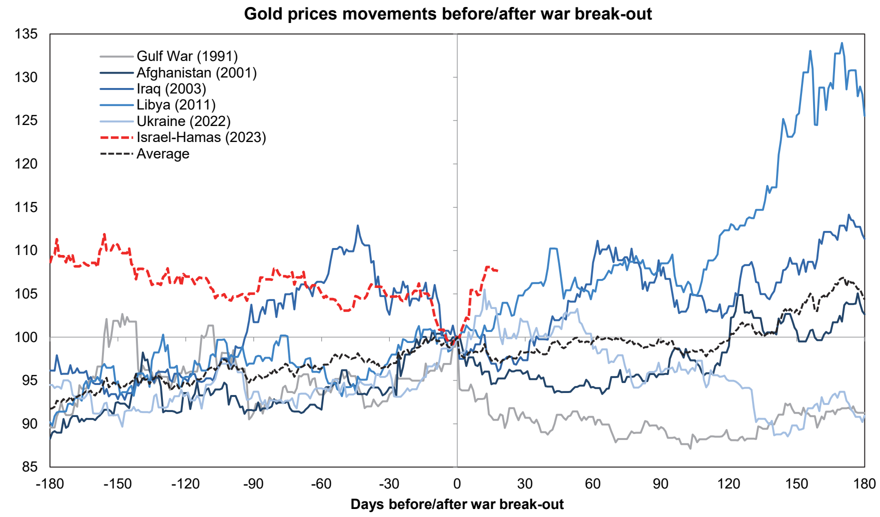
แผนภาพที่ 2: ราคาสินทรัพย์เสี่ยง ได้แก่ หุ้นและน้ำมัน มักจะเห็นจุดพลิกกลับของราคาในช่วงระยะเวลา 1 เดือนที่สงครามปะทุขึ้น

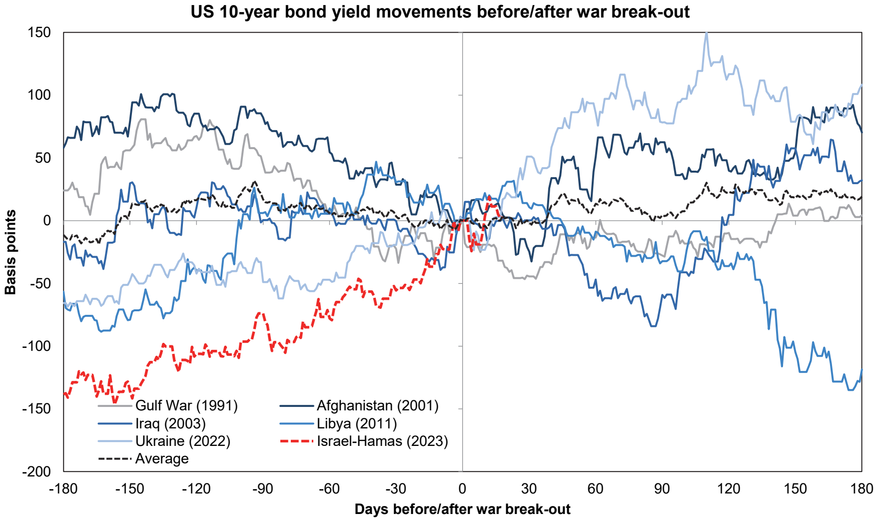


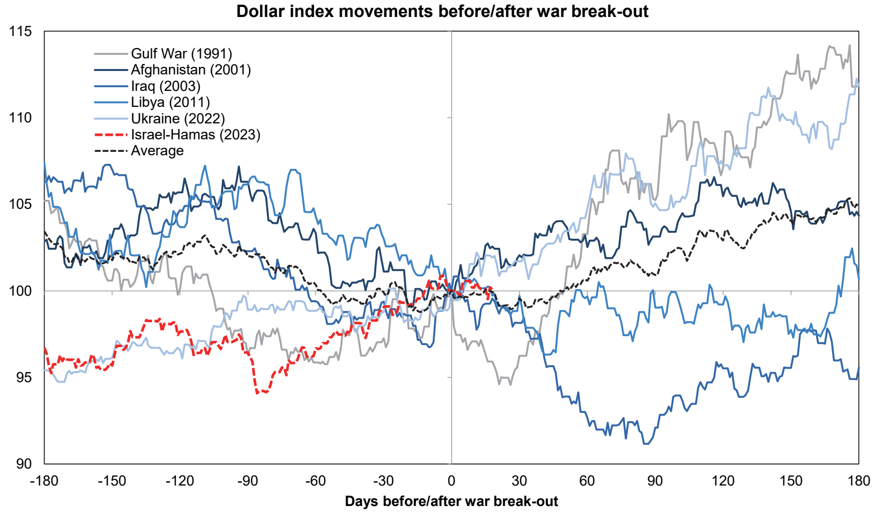


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: ราคาสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe haven) ไม่เห็นการเปลี่ยนทิศทางการเคลื่อนไหวอย่างชัดเจนหลังเกิดสงคราม







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

ตลาดหุ้น

Bond yield ที่ปรับเพิ่มขึ้นแตะระดับ 5% ในเดือนที่ผ่านมา เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลง แต่ถูกชดเชยโดยการลดลงของ Earnings yield gap และการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์กำไร เราแนะนำให้ทยอยเพิ่มน้ำหนักหุ้นที่ S&P500 ระดับต่ำกว่า 4,250 จุดเป็นต้นไป ในกลุ่มที่ราคาไม่เคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Defensive) เช่น Healthcare

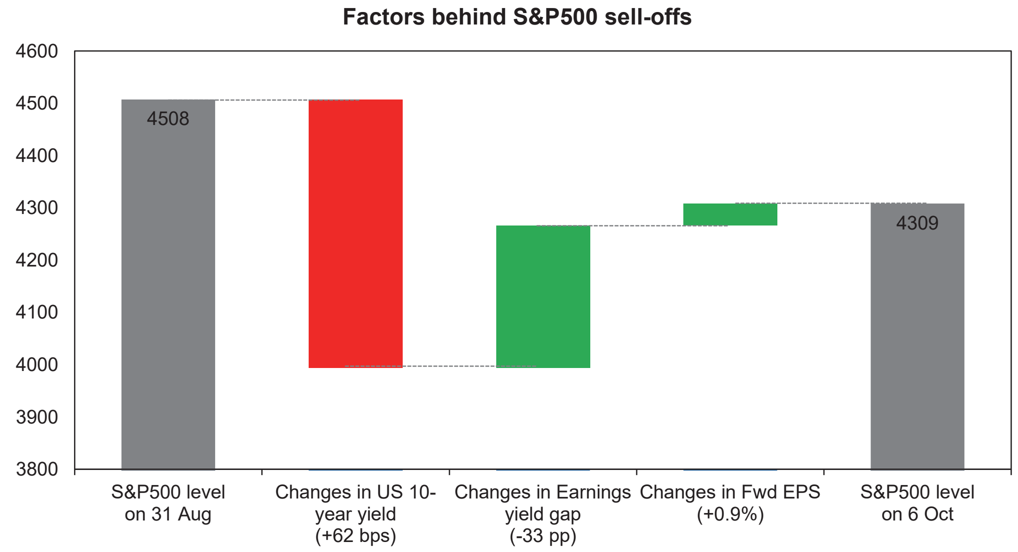
ตลาดหุ้นถูกเทขาย ตามการเพิ่มขึ้นของ Bond yield

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond yield) ที่ปรับเพิ่มขึ้นแตะระดับ 5% ในเดือนที่ผ่านมา เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลง โดยในระหว่างวันที่ 31 ส.ค. ถึงวันที่ 6 ต.ค. การปรับขึ้นของ Bond yield เพียงปัจจัยเดียว กดดันดัชนี S&P500 มากถึง -500 จุด แต่เพราะการลดลงของ Earnings yield gap และการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์กำไร ในช่วงเวลาเดียวกัน ส่งผลให้ดัชนี S&P500 ลดลงเพียง -200 จุด จาก 4,500 จุด สู่ระดับ 4,300 จุด

โดยระดับของดัชนี S&P500 สามารถคำนวนได้จากคาดการณ์กำไร (Forward EPS) หารด้วยสัดส่วนกำไรต่อหุ้น (Earnings yield) ซึ่งก็คือ ผลรวมของ Bond yield อายุ 10 ปี และผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการลงทุนในตลาดหุ้น (Earnings yield gap) เมื่อผลกำไรของบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โอกาสที่บริษัทจะเติบโตหรือจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นก็เพิ่มมากขึ้น เป็นปัจจัยบวกต่อราคาหุ้น และทำให้คาดการณ์กำไรเพิ่มขึ้นไปในทิศทางเดียวกับตลาดหุ้น ในทางกลับกัน เมื่อ Bond yield ซึ่งเป็นต้นทุนการกู้ยืมในการดำเนินธุรกิจปรับขึ้นสูง เป็นอุปสรรคต่อการเติบโตของบริษัท ทำให้ราคาหุ้นลดลง เช่นเดียวกับการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการลงทุนในตลาดหุ้น (Earnings yield gap) เทียบกับการลงทุนในพันธบัตร

ผลของการลดลงของ Bond yield จึงถูกชดเชยโดยการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์กำไร และการลดลงของ Earnings yield gap

แผนภาพที่ 4: การปรับขึ้นของ Bond yield เพียงปัจจัยเดียว กดดันดัชนี S&P500 มากถึง -500 จุด แต่เพราะการลดลงของ Earnings yield gap และการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์กำไร ในช่วงเวลาเดียวกัน ส่งผลให้ดัชนี S&P500 ลดลงเพียง -200 จุด



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

แผนภาพที่ 5: ตลาดหุ้นขับเคลื่อนจาก 3 ปัจจัย ได้แก่ คาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียน Bond yield และผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการลงทุนในตลาดหุ้น (Earnings yield gap)

$$Price\ index = \frac{P}{E} \times EPS$$

$$= \frac{1}{Earnings\ yield} \times EPS$$

$$= \frac{1}{(Bond\ yield + Earnings\ yield\ gap)} \times EPS$$

ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

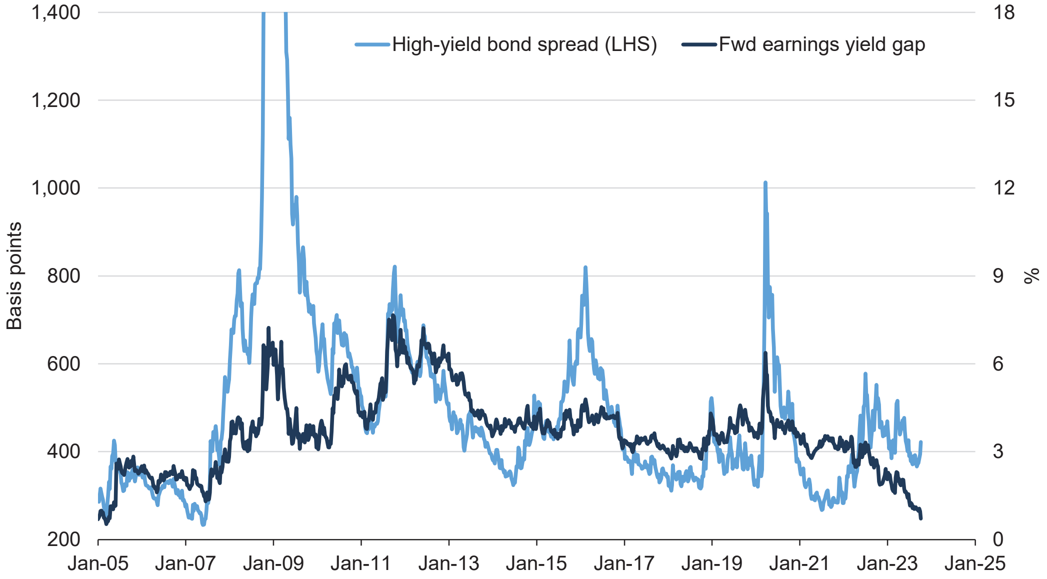
ตลาดหุ้นมองความเสี่ยงต่ำเกินไป

อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) ในตลาดหุ้น ซึ่งคำนวณโดยใช้สัดส่วนกำไรต่อหุ้น (Earnings yield) หรือส่วนกลับของค่า P/E ลบกับ Bond yield ลดลงสู่ระดับ 0.6% ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2001 สะท้อนความคาดหวังผลตอบแทนหรือความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นที่ต่ำมาก

ในขณะที่ความเสี่ยงส่วนเพิ่มในตลาดหุ้นกู้ ซึ่งคำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่มีความเสี่ยงสูง (อันดับเครดิตต่ำกว่า BBB-) กับพันธบัตรรัฐบาล (High Yield Spread) กลับเพิ่มขึ้น สะท้อนความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้

การเคลื่อนไหวที่สวนทางกันสะท้อนมุมมองความเสี่ยงในตลาดหุ้นที่ต่ำเกินไป และน่าจะช่วยชดเชยปัจจัยลบในระยะข้างหน้าได้อย่างจำกัด

แผนภาพที่ 6: ความเสี่ยงส่วนเพิ่ม (Risk premium) ในตลาดหุ้น ลดลงต่ำสุดตั้งแต่ปี 2001 ในขณะที่ความเสี่ยงส่วนเพิ่มในตลาดหุ้นกู้กลับเพิ่มขึ้น



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

ตลาดมองกำไรปีหน้าโตสูง สวนทางกับแนวโน้มเศรษฐกิจ

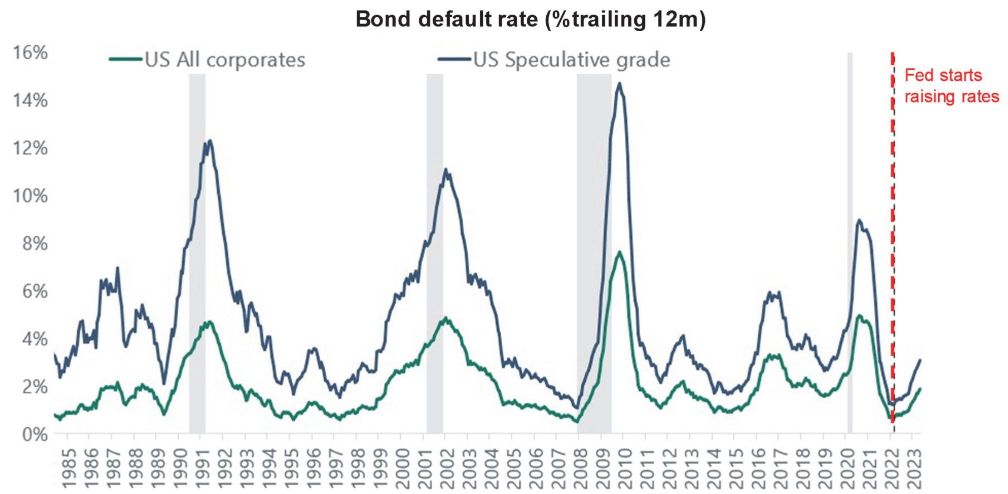
หลังจากที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มี.ค. 2022 เศรษฐกิจหลายภาคส่วนเริ่มได้รับผลกระทบ โดยในภาคธุรกิจ สัดส่วนบริษัทที่ผิดนัดชำระหนี้ (Bond default rate) กลับมาเพิ่มขึ้น เท่ากับระดับเฉลี่ยในอดีตที่ 2% และในปีหน้า บริษัทอาจต้องเตรียมรับมือกับการรีไฟแนนซ์หุ้นกู้ที่จะทยอยครบกำหนดมากขึ้น จากปีนี้ที่ราว 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 8 แสนล้านในปี 2024 และ 1 ล้านล้านในปี 2025 และ 2026 ซึ่งคิดเป็นมูลค่าสูงถึง 2 เท่าตัว

สำหรับภาคครัวเรือน ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง คิดเป็นสัดส่วนที่สูงสุดตั้งแต่ปี 2008 เทียบกับรายได้ครัวเรือน สะท้อนภาระหนี้ของประชาชนที่เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก โดยถึงแม้สัดส่วนดังกล่าวจะอยู่ต่ำกว่าระดับช่วงก่อนปี 2008 แต่ประชากรวัยทำงาน ซึ่งจ่ายหนี้ส่วนใหญ่ในปัจจุบัน เริ่มทำงานในช่วงหลังปี 2010 เป็นต้นมา จึงรับรู้ถึงภาระหนี้ที่มากขนาดนี้เป็นครั้งแรก

ภาระหนี้ที่เพิ่มขึ้น เริ่มนำไปสู่การผิดนัดชำระหนี้ เห็นได้จากการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนจำนวนหนี้ที่ค้างชำระเกิน 30 วัน (Delinquency rate) โดยเฉพาะหนี้รถยนต์ และหนี้บัตรเครดิต ที่เพิ่มขึ้นมาสูงกว่าระดับก่อนเกิดการระบาดของ COVID และนับตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. เป็นต้นมา รัฐบาลสหรัฐฯเริ่มกลับมาเก็บหนี้เพื่อการศึกษา หลังจากที่ละเว้นมาตั้งแต่เกิดการระบาดของ COVID ใน 3 ปีก่อน ทำให้ตัวเลขการผิดนัดชำระหนี้ และการค้างชำระหนี้ มีแนวโน้มที่จะรุนแรงขึ้นในระยะข้างหน้า

เศรษฐกิจที่เปราะบาง และอ่อนแอลง ทำให้นักเศรษฐศาสตร์ (Bloomberg consensus) ประเมิน Nominal GDP และ Real GDP ปี 2024 ชะลอตัวลงเป็น 3.7% และ 1% ตามลำดับ สวนทางกับคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นถึง 12% ซึ่งต่างจากในอดีตที่การเติบโตของเศรษฐกิจและกำไรบริษัทจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน ชี้ว่าตลาดคาดการณ์กำไรในปีหน้าไว้สูงเกินไป และมีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงในระยะข้างหน้า

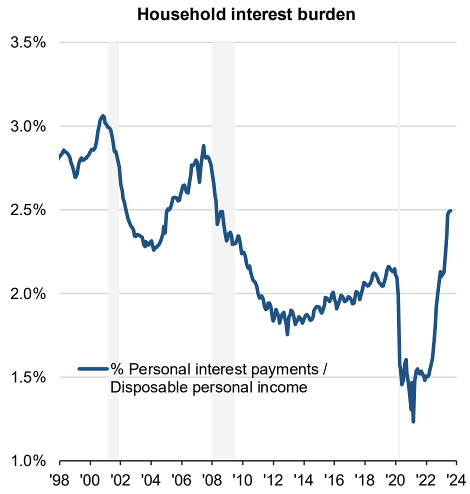
แผนภาพที่ 7: จำนวนบริษัทที่ผิดนัดชำระหนี้ เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก หลัง Fed เริ่มต้นปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



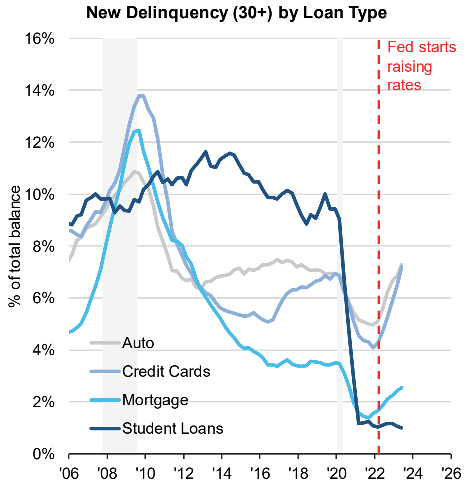
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 8: การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเริ่มส่งผลกระทบให้เห็นในตัวเลขภาระหนี้ และการค้างชำระหนี้

Borrowers are paying the highest amount of interest compared to disposable income



Missing payments on the rise; amount of loans that are past due, e.g. auto and credit cards, has reached pre-Covid level



*30 or more days delinquent

ที่มา: New York Fed Consumer Credit Panel, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

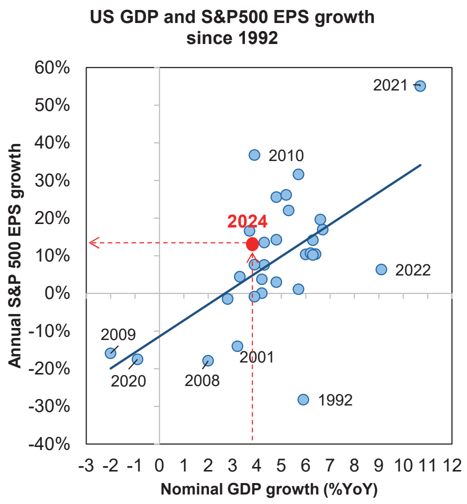
แผนภาพที่ 9: อัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นสูง อาจนำไปสู่ความไม่สงบในตลาดการเงิน หรือวิกฤติทางการเงินคล้ายกับในอดีต

*Shaded areas are US recession based on NBER

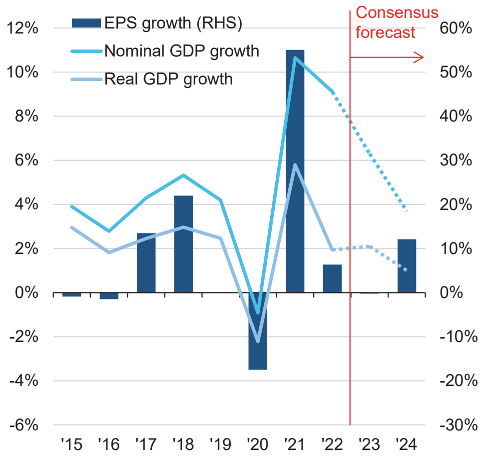
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 10: ตลาดคาดกำไรจะโตสูงถึง 12% สวนทางกับการเติบโตของเศรษฐกิจ

2024 consensus EPS growth looks too optimistic



Real and nominal GDP growth are expected to slow in 2024, in contrast to EPS growth



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

แนะนำให้ทยอยสะสมหุ้นกลุ่ม Defensive ที่ S&P500 ต่ำกว่า 4,250 จุด

เราประเมินระดับ Valuation ที่เหมาะสมของตลาดหุ้นที่ 16-17 เท่า ในช่วงสิ้นปีนี้ เทียบเคียงได้ที่ระดับ 4,250 จุด แนะนำให้ทยอยเพิ่มน้ำหนักหุ้นที่ระดับต่ำกว่า 4,250 จุด เป็นต้นไป ในกลุ่มที่ราคาไม่เคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Defensive) เช่น Healthcare

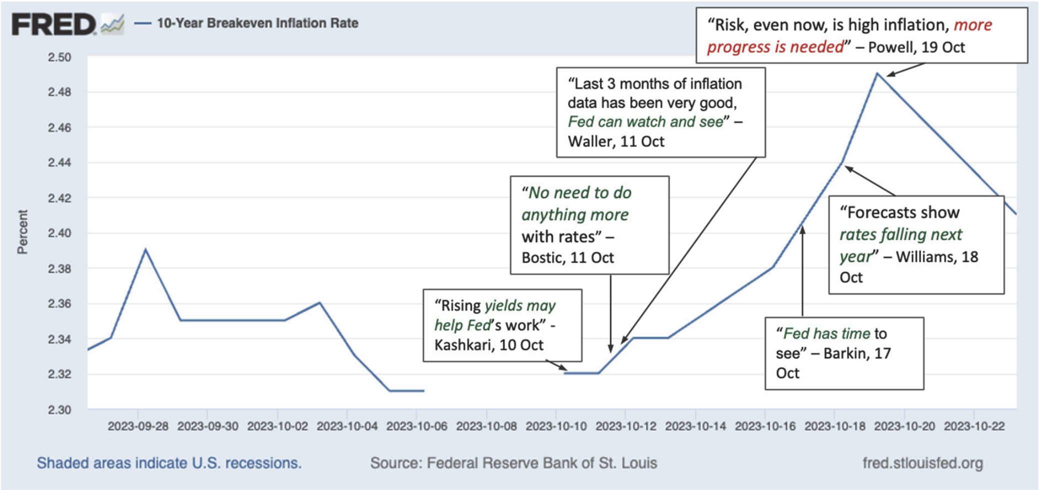
ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ปรับสูงขึ้นแตะระดับ 5.0% เป็นครั้งแรกในรอบ 16 ปี จากคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวที่ปรับตัวสูงขึ้นมาอยู่ที่กรอบด้านบนของเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed หลังกรรมการ Fed หลายคนออกมาแสดงจุดยืนที่ลดความแข็งกร้าวลง อย่างไรก็ดี Bond yield ที่ปรับสูงขึ้นก็จะเพิ่มความตึงตัวให้กับสภาวะการเงิน (Financial condition) เป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า เราจึงคงคำแนะนำทยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว ที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรมีแนวโน้มปรับลดลงตามแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจ

การกลับมาของ “Bond Vigilantes” สร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Bond yield ในระยะสั้น แต่จะช่วยควบคุมเงินเฟ้อในระยะยาว

“Bond Vigilantes” เป็นทฤษฎีที่ใช้อธิบายตลาดพันธบัตรในบางช่วงเวลาที่มีพฤติกรรมคล้ายกับ “ศาลเตี้ย” โดยทฤษฎีดังกล่าวถูกคิดขึ้นมาในปี 1983 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูง โดยนาย Ed Yardeni นักเศรษฐศาสตร์ชาวอเมริกัน ได้ตั้งข้อสังเกตว่า เมื่อรัฐบาลและ/หรือธนาคารกลาง ทำให้ตลาดสูญเสียความมั่นใจ ไม่ว่าจะเป็นเพราะนโยบายทางการคลังที่ขาดวินัยหรือนโยบายทางการเงินที่ไม่เข้มแข็งมากพอ นักลงทุนที่ถือครองพันธบัตรจะเกิดความวิตกว่าอัตราเงินเฟ้อที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคตจะเข้ามาลดทอนผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) และทำการขายพันธบัตรออกมาเป็นจำนวนมากจน Bond yield พุ่งสูงขึ้นจนในที่สุด Bond yield ที่อยู่ในระดับสูงจะก่อให้เกิดความตึงตัวของสภาวะการเงิน (Financial conditions) และเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ตลาดพันธบัตรจึงเปรียบเสมือนเครื่องมือของตลาดที่มีบทบาทคล้ายกับ “ศาลเตี้ย” ในการเข้ามาจัดการกับสภาวะเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในยามที่ผู้มีอำนาจทางกฎหมายได้แก่รัฐบาล และธนาคารกลางรักษาวินัยได้ไม่ดีพอ

แผนภาพที่ 11: ประธาน Fed ต้องกลับมาแสดงท่าทีแข็งกร้าวเพื่อเรียกความมั่นใจจากนักลงทุน หลังท่าทีที่อ่อนลงของสมาชิก Fed หลายคนทำให้ความกังวลต่อแนวโน้มเงินเฟ้อของตลาดกลับมาเพิ่มสูงขึ้น

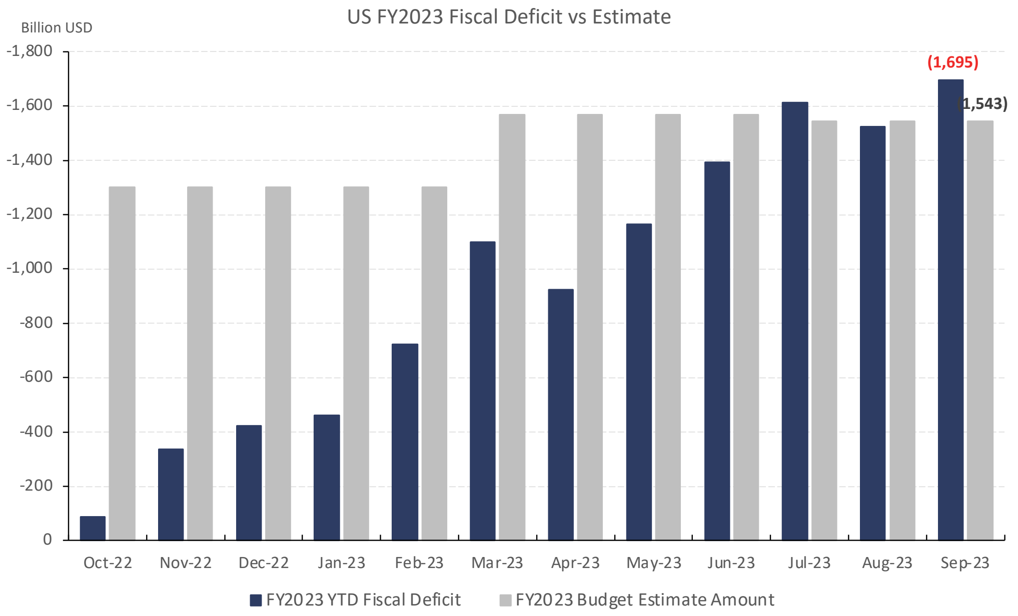


ที่มา: FRED, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้นักลงทุนเรียกร้องผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลสูงกว่าเดิม คือการใช้จ่ายของรัฐบาลสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มจะขาดดุลการคลังมากขึ้นในอนาคต โดยในปีงบประมาณ 2023 (ต.ค. 2022 ถึง ก.ย. 2023) ที่ผ่านมา รัฐบาลสหรัฐฯ ขาดดุลการคลังสูงกว่า 1.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สูงขึ้นจากปีก่อนหน้า 320 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และมากกว่าคาดการณ์ของสำนักงานงบประมาณแห่งชาติสหรัฐฯ ราว 152 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยปริมาณการขาดดุลการคลังที่ระดับปัจจุบันคิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึงประมาณ 6.3% ของ GDP สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่รัฐบาลสหรัฐฯ มักขาดดุลการคลังที่ระดับ 2.5-3.0% เป็นอย่างมาก

จำนวนหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูงจะสร้างแรงจูงใจให้รัฐบาลใช้นโยบายที่ก่อให้เกิดเงินเฟ้อ เพื่อลดทอนมูลค่าที่แท้จริงของหนี้ (Inflation tax) หรือเลือกอีกทางออกหนึ่งคือการให้ธนาคารกลาง หรือ Fed เข้ามาช่วยพิมพ์เงินเพื่อชำระหนี้ (Debt monetization) ผ่านกระบวนการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (Quantitative easing: QE) ซึ่งไม่ว่าทางใดก็เป็นปัจจัยบวกกับแนวโน้มเงินเฟ้อในอนาคต ความเสี่ยงดังกล่าวจึงทำให้ตลาดพันธบัตรเกิดความกังวลและตอบสนองตามทฤษฎี Bond Vigilantes ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

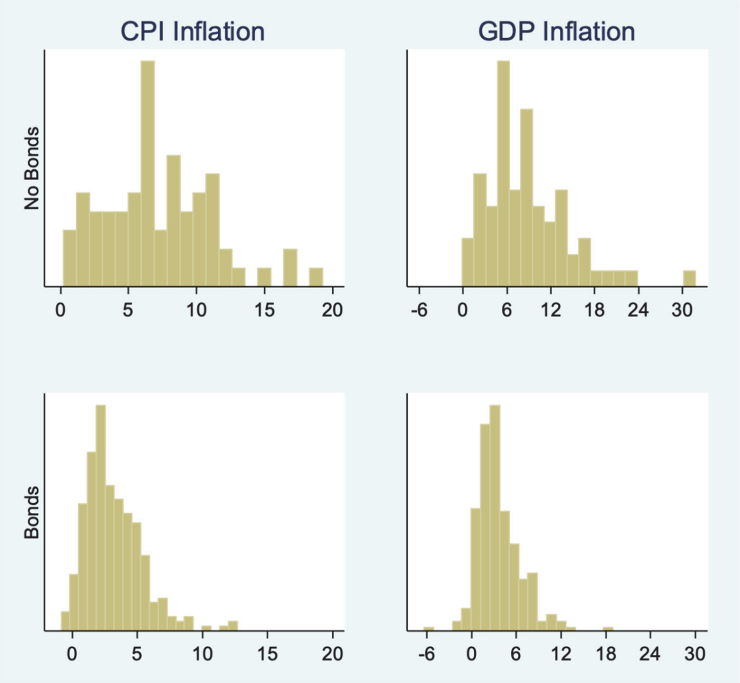
แผนภาพที่ 12: รัฐบาลสหรัฐฯ ขาดดุลการคลังสูงกว่า 1.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (แท่งสีน้ำเงิน) ในปีงบประมาณ 2023 มากกว่าคาดการณ์ของสำนักงานงบประมาณราว 152 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



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

อย่างไรก็ดี ทฤษฎี Bond Vigilantes ได้รับการศึกษาโดย Fed สาขา San Francisco ในปี 2015 (Rose, Andrew K., Mark Spiegel. 2015. “Bond Vigilantes and Inflation.”) โดยงานวิจัยดังกล่าวชี้ว่ากลุ่มประเทศที่มีตลาดพันธบัตรระยะยาวในสกุลเงินท้องถิ่น (Long-duration local currency bond market) จะมีอัตราเงินเฟ้อต่ำกว่ากลุ่มประเทศที่ไม่มีตลาดพันธบัตร เนื่องจากเมื่อความกังวลเงินเฟ้อผลักดันให้ Bond yield เพิ่มสูงขึ้น Bond yield ก็จะกลายเป็นปัจจัยกดดันให้เศรษฐกิจชะลอตัวและกดดันให้เงินเฟ้อลดลงตาม ตลาดพันธบัตรจึงเป็นเครื่องมือสำคัญอีกอย่างหนึ่งนอกเหนือจากอัตราดอกเบี้ยที่กำหนดโดยธนาคารกลางในการช่วยควบคุมเงินเฟ้อในระยะยาว

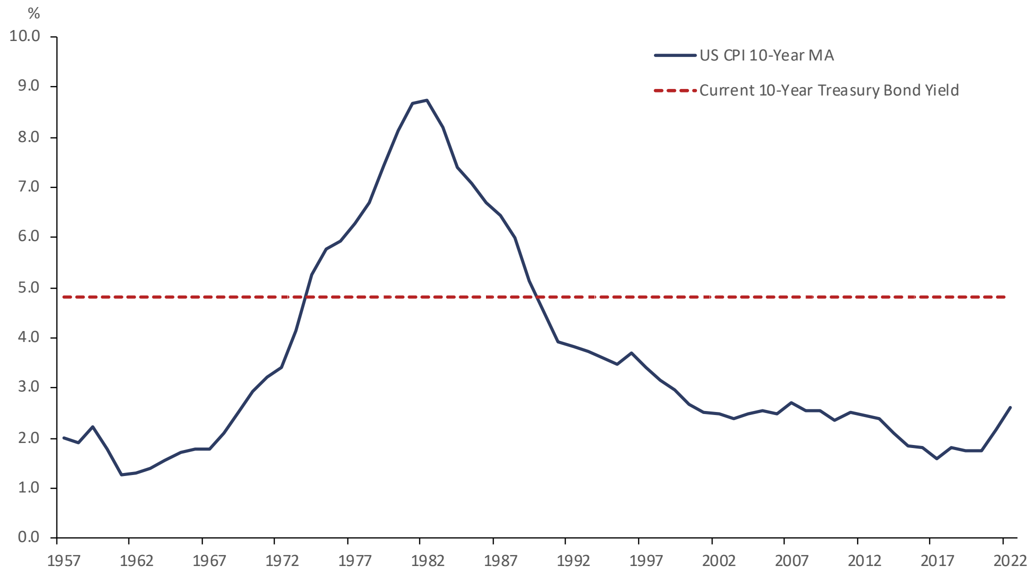
แผนภาพที่ 13: กลุ่มประเทศที่มีตลาดพันธบัตรระยะยาวในสกุลเงินท้องถิ่น (ภาพล่าง) จะมีอัตราเงินเฟ้อต่ำกว่ากลุ่มประเทศที่ไม่มีตลาดพันธบัตร (ภาพบน)



ที่มา: Rose, Andrew K., Mark Spiegel. 2015. "Bond Vigilantes and Inflation."

ในระยะข้างหน้า เรามองว่า Fed ได้รับรู้ถึงความกังวลของตลาดแล้ว และจะเริ่มกลับมาพยายามควบคุมคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (10-Year Breakeven Inflation) ไม่ให้ปรับขึ้นสูงเกินกว่า 2.50% ด้วยการส่งสัญญาณ Hawkish ต่อแนวโน้มนโยบายการเงิน ประกอบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นมามาก ก็น่าจะทำให้แนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้าชะลอตัวลงต่อเนื่อง เราจึงมองอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) มีโอกาสมากกว่าที่จะทยอยปรับลดลง และคงคำแนะนำทยอยซื้อพันธบัตรระยะยาว

แผนภาพที่ 14: ระดับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปีในปัจจุบันที่ประมาณ 4.8% (เส้นประสีแดง) อยู่สูงกว่าแนวโน้มเงินเฟ้อระยะยาวของสหรัฐฯ (เส้นสีน้ำเงิน) ค่อนข้างมาก จึงนับเป็นระดับที่น่าสนใจลงทุน



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำปรับขึ้นจากประเด็นสงครามอิสราเอล-ฮามาสในเดือนที่มา เรามองโอกาสที่ราคาจะปรับขึ้นต่อเนื่องค่อนข้างน้อย เนื่องจากปัจจัยสงครามมักจะส่งผลบวกเพียงระยะสั้น ในขณะที่ระดับราคา 1,900 - 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ ในปัจจุบันน่าจะ Price-in ประเด็นสงครามไปพอสมควรแล้ว สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80 – 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจนถึงช่วงสิ้นปี อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงด้านสูงมีน้ำหนักเพิ่มมากขึ้น หลังสถานการณ์ความรุนแรงระหว่างอิสราเอล-ฮามาสมีแนวโน้มยืดเยื้อ

ทองคำ

ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นแรง รับข่าวสงครามอิสราเอล-ฮามาส

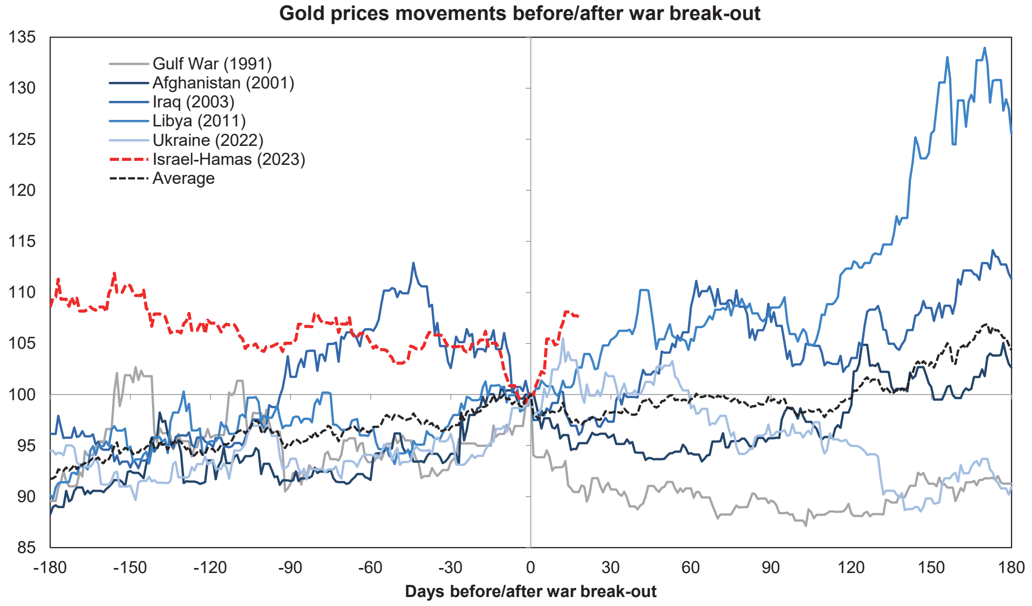
ราคาทองคำพุ่งขึ้นเกือบ 10% ในระยะเวลาเพียง 1 เดือน หลังกลุ่มฮามาสเปิดฉากโจมตีอิสราเอลในวันที่ 7 ต.ค. อย่างไรก็ดี เรามองว่าสงครามเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาทองคำเพียงระยะสั้น และการปรับขึ้นดังกล่าว สะท้อนภาวะสงครามไปพอสมควรแล้ว

โดยจากการศึกษาข้อมูลการเคลื่อนไหวของราคาทองย้อนหลัง 30 ปี ในช่วงที่สงครามปะทุขึ้น 5 ครั้ง พบว่าราคาทองคำจะปรับขึ้นราว 5-10% ในช่วงสถานการณ์ตึงเครียด 1 เดือนก่อนเกิดสงคราม ถึงแม้สงครามรอบนี้จะเกิดจากการโจมตีอย่างกระทันหัน ราคาทองคำไม่ได้ปรับขึ้นล่วงหน้า แต่ปรับขึ้นหลังการโจมตีแล้ว 9% ซึ่งใกล้เคียงกับการปรับขึ้นช่วงก่อนสงครามในอดีต

นอกจากนี้ การเคลื่อนไหวดังกล่าวชี้ว่าประเด็นสงครามเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำเพียงระยะสั้น เห็นได้จากการปรับลดลงของราคาทองคำ 3 ใน 5 ครั้ง ได้แก่ หลังสงครามอ่าวในปี 1991 สงครามอิรักในปี 2003 และสงครามยูเครน-รัสเซียในปี 2022 ในขณะที่ หลังสงครามอัฟกานิสถานในปี 2001 และสงครามลิเบียในปี 2011 ราคาทองคำปรับตัวขึ้น ตามปัจจัยหนุนจากมาตรการผ่อนคลายทางการเงิน โดยในปี 2001 เศรษฐกิจกำลังอยู่ในวิกฤต Dot-com Fed ปรับลดดอกเบี้ยลงอย่างรวดเร็วในปีนั้น ส่วนปี 2011 Fed กลับมาใช้มาตรการ QE ในช่วงต้นปี หรือที่เรียกว่า QE2

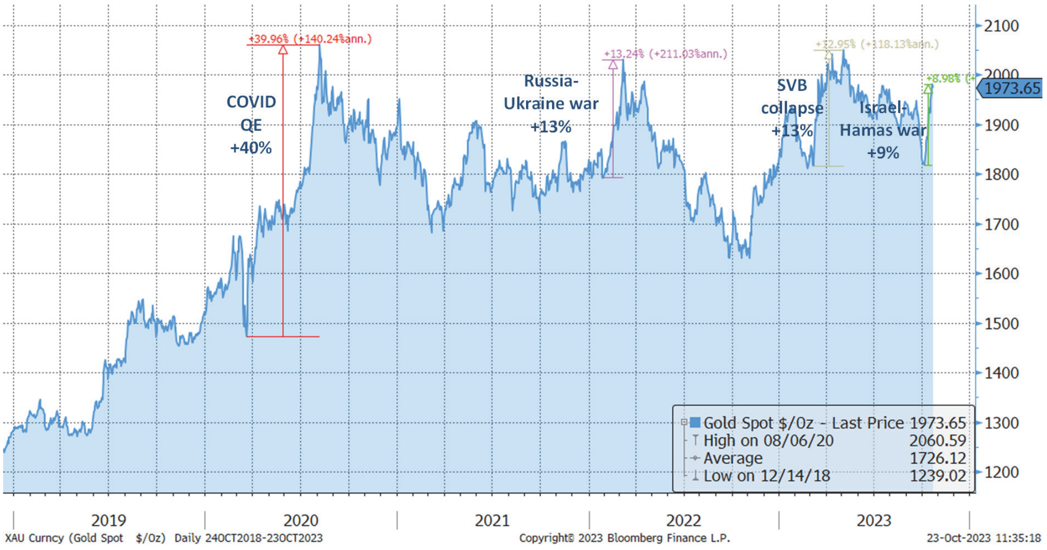
เราจึงมองว่าที่ระดับราคาทองคำในปัจจุบัน น่าจะสะท้อนภาวะสงครามไปแล้วพอสมควร ในขณะที่ Fed น่าจะยังคงทิศทางนโยบายเข้มงวด ทำให้เรามองราคาทองคำที่ระดับ 1,900 - 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

แผนภาพที่ 15: ราคาทองคำมักจะปรับตัวขึ้นในช่วงสงครามราว 5-10%



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

แผนภาพที่ 16: ราคาทองคำปรับขึ้นในเปอร์เซ็นต์ใกล้เคียงกับสถานการณ์ไม่สงบในช่วง 2 ปี ที่ผ่านมา ได้แก่ ความตึงเครียดในตลาดการเงินในช่วงเดือน มี.ค. 2023 และสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งปะทุขึ้นในปี 2022



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

น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจนถึงช่วงสิ้นปี อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงด้านสูงมีน้ำหนักเพิ่มมากขึ้น หลังสถานการณ์ความรุนแรงระหว่างอิสราเอล-ฮามาสมีแนวโน้มยืดเยื้อ อาจส่งผลให้สหรัฐฯ ซึ่งเป็นพันธมิตรกับอิสราเอล เผชิญแรงกดดันจากทั้งภายในและนานาประเทศ จนต้องกลับมายกระดับมาตรการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่าน ที่มีจุดยืนสนับสนุนกลุ่มฮามาส สร้างความเสี่ยงด้านต่ำต่ออุปทานน้ำมันตั้งแต่ช่วงสิ้นปีนี้จนถึงปีหน้า

สงครามระหว่างอิสราเอล-ฮามาสเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านสูงต่อราคาในภาพแนวโน้มระยะกลาง

ความรุนแรงระหว่างอิสราเอลและกลุ่มฮามาสในพื้นที่ฉนวนกาซาปะทุขึ้นจนยกระดับกลายเป็นภาวะสงครามตั้งแต่ช่วงต้นเดือน ต.ค. ที่ผ่านมา ทำให้ตลาดเกิดความกังวลว่าหากสถานการณ์ดังกล่าวลุกลามบานปลาย อาจส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบ เนื่องจากพื้นที่สมรภูมิที่อยู่ในภูมิภาคตะวันออกกลางเป็นแหล่งที่ตั้งของประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันรายใหญ่หลายประเทศ อาทิ ซาอุดีอาระเบีย อิรัก อิหร่าน คูเวต และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์

อย่างไรก็ดี เรามองว่าผลกระทบในระยะสั้นต่อราคาน้ำมันดิบจากสถานการณ์ดังกล่าวมีอยู่จำกัด เนื่องจากอิสราเอลไม่ได้เป็นผู้ผลิตหรือผู้บริโภคน้ำมันรายใหญ่ แต่ความตึงเครียดเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้เรามองว่ามีปัจจัยหลัก 2 ประการที่เป็นความเสี่ยงด้านสูงต่อราคาน้ำมันในระยะกลางที่ต้องจับตาดูประกอบด้วย

1. <u>ความสามารถในการผลิตและส่งออกน้ำมันของประเทศอิหร่าน</u> ที่แม้รมว.ต่างประเทศอย่างนาย Anthony Blinken และปธน. Joe Biden จะได้ออกมาแถลงการณ์ว่าสหรัฐฯ ไม่เห็นถึงหลักฐานที่บ่งชี้ว่าทางอิหร่านเป็นผู้บงการ หรืออยู่เบื้องหลังการโจมตีครั้งใหญ่ของกลุ่มฮามาสในวันที่ 7 ต.ค. แต่แรงกดดันภายในรัฐบาลก็เพิ่มมากขึ้น โดยล่าสุดมีจดหมายเปิดผนึกจากสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรที่เรียกร้องให้สหรัฐฯ บังคับใช้มาตรการคว่ำบาตรอิหร่านอย่างถึงที่สุด (Maximum enforcement of all US sanctions) ความเสี่ยงด้านต่ำต่ออุปทานน้ำมันจากอิหร่านจึงเพิ่มสูงขึ้น และ
2. <u>การพัฒนาความสัมพันธ์ระหว่างอิสราเอล-ซาอุดีอาระเบีย</u>ที่ต้องหยุดชะงักไปจนกว่าภาวะสงครามจะสิ้นสุดลง เนื่องจากจุดยืนของซาอุดีอาระเบียที่สนับสนุนชาวปาเลสไตน์ และเรียกร้องให้หยุดการใช้ความรุนแรง เมื่อการเจรจาระหว่างอิสราเอล-ซาอุดีอาระเบีย ที่มีสหรัฐฯ เป็นคนกลางหยุดชะงักลง โอกาสที่ทางซาอุดีอาระเบียจะกลับมาเพิ่มระดับการผลิตเมื่อราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้นจึงต่ำลง

แผนภาพที่ 17: สงครามระหว่างอิสราเอล-ฮามาส สร้างความเสี่ยงด้านต่ำต่อระดับการผลิตน้ำมันในอิหร่านในระยะกลาง

2 Critical Factors

*"We have **not yet seen evidence** that Iran directed or was behind this particular attack, but there is certainly a long relationship."*

8 Oct 2023

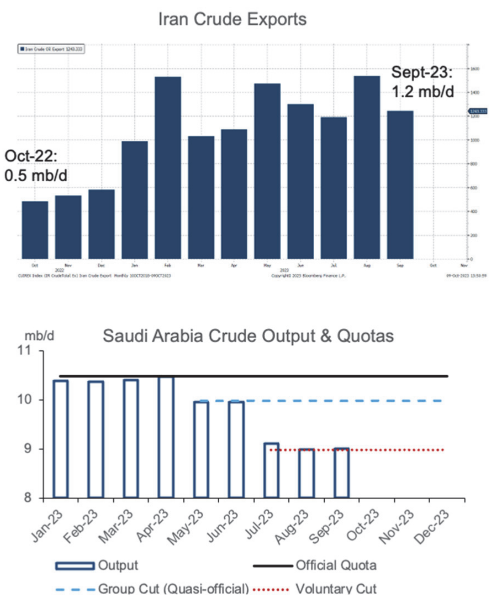
Antony Blinken, US Secretary of State

<u>1. Potential escalation to involve Iran</u>

So far, the conflict is a direct issue concerning Israel and Hamas. However, should the situation escalate to involve Iran, Palestine's close ally, the US may be forced to take a firmer stance and strengthen its enforcement of sanctions on Iran's oil exports.

<u>2. Saudi Arabia-Israel normalization progress</u>

The soon-to-be next major step of the US's dilplomatic effort in the Middle East, after the Abraham Accords in Sept 2020, is likely to be delayed substantially due to the ongoing fighting. SA's voluntary production cut could also be extended accordingly.



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

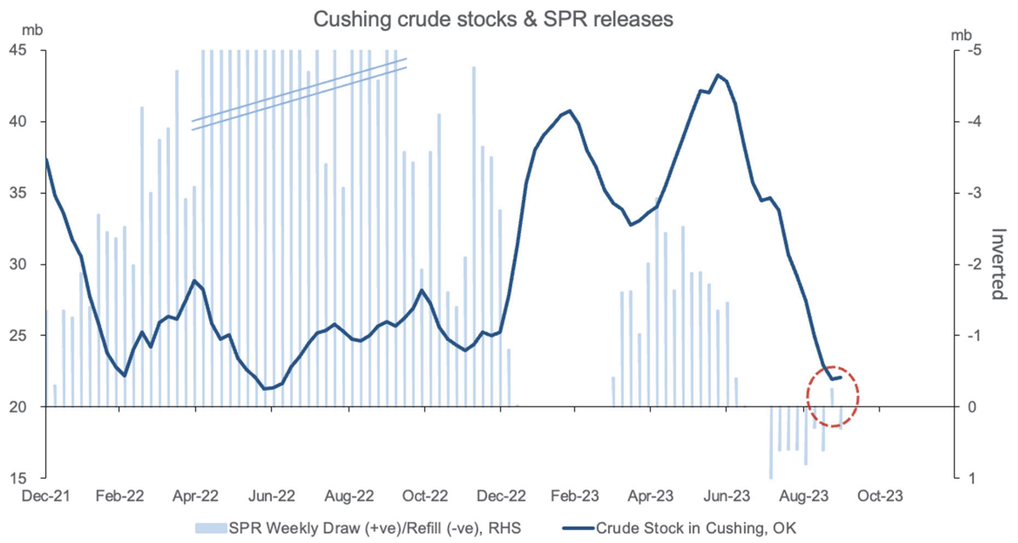
ในกรณีฐาน เรายังคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลต่อไปจนถึงช่วงสิ้นปี 2023 ทว่าความเปราะบางของปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มเข้ามา ก็ทำให้น้ำหนักของความเสี่ยงในทางด้านสูงเพิ่มมากขึ้นจากเดิมที่แนวโน้มตลาดมีความตึงตัวอยู่เป็นทุนเดิม

แรงกดดันจากปัจจัยพื้นฐานยังเป็นด้านบวก จาก Convenience yield ที่เพิ่มสูงขึ้น

ค่า Convenience yield หรือค่าอรรถประโยชน์ที่ได้จากการถือครองน้ำมันจริง (Physical oil) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีบทบาทในการกำหนดราคาปัจจุบัน (Spot price) ของน้ำมัน โดยในปีที่ผ่านมา ค่า Convenience yield จะแปรผกผันกับระดับน้ำมันดิบในเมือง Cushing ซึ่งเป็นสถานที่ส่งมอบน้ำมันดิบที่ซื้อขายผ่านสัญญา WTI โดยเมื่อระดับน้ำมันดิบในคลังเพิ่มสูงขึ้น ความต้องการที่จะครอบครองและหาซื้อน้ำมันใหม่จะปรับตัวลดลง ส่งผลให้แรงกดดันด้านบวกต่อราคาน้ำมันดิบลดลงจากความไม่เร่งรีบของผู้ซื้อ

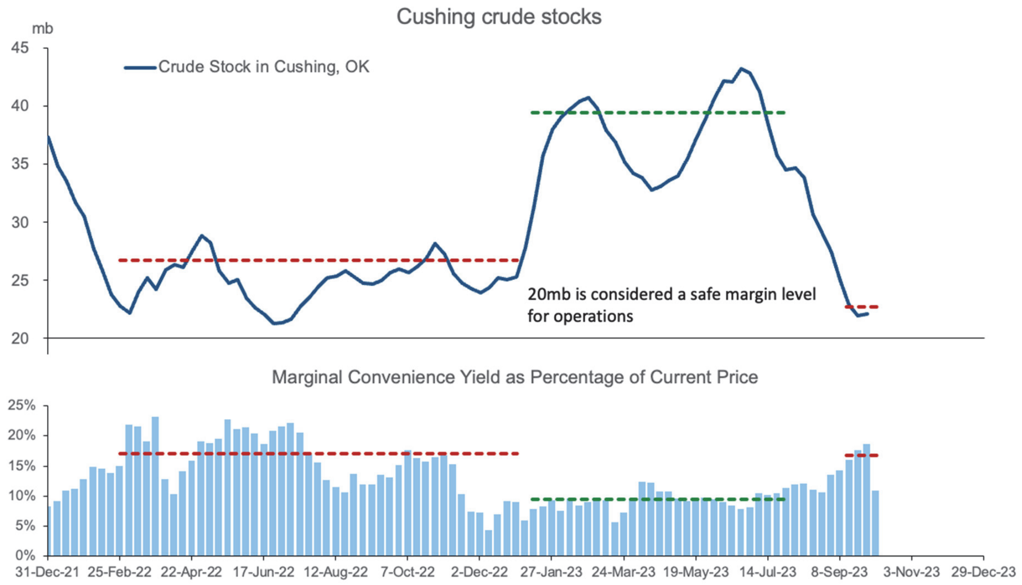
ในทางกลับกัน เมื่อระดับน้ำมันดิบลังในเมือง Cushing ลดลงเข้าใกล้ระดับขั้นต่ำที่จำเป็นในการจัดการคลังสำรอง (Inventory management) ที่ประมาณ 20 ล้านบาร์เรล ก็จะส่งผลให้ความต้องการหาซื้อน้ำมันใหม่โดยเร็วเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากหากน้ำมันลดลงต่ำกว่าระดับดังกล่าว ก็อาจทำให้เกิดปัญหาขึ้นในระบบห่วงโซ่อุปทาน ความจำเป็นในการหาซื้อน้ำมันใหม่เข้ามาเติมคลังในระยะเวลาอันสั้นจึงเพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่ใกล้ถึงระยะเวลาส่งมอบ ปรับตัวขึ้นมากกว่าราคาของสัญญาที่มีช่วงเวลาการส่งมอบไกลออกไปในอนาคต

แผนภาพที่ 18: ระดับน้ำมันดิบในคลังสำรองในเมือง Cushing (เส้นสีน้ำเงิน) ที่ลดลง ทำให้รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องกลับมาปล่อยน้ำมันออกจากคลังน้ำมันดิบ SPR (แท่งสีฟ้า) เพื่อช่วยลดแรงกดดันต่อราคาชั่วคราวระหว่างเดือน ก.ย.



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

แผนภาพที่ 19: เมื่อระดับน้ำมันดิบคงคลังในเมือง Cushing ลดต่ำลง (ภาพบน) จะทำให้ความต้องการหาซื้อน้ำมันใหม่โดยเร็วเพิ่มสูงขึ้น สร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อค่า Convenience yield (ภาพล่าง)



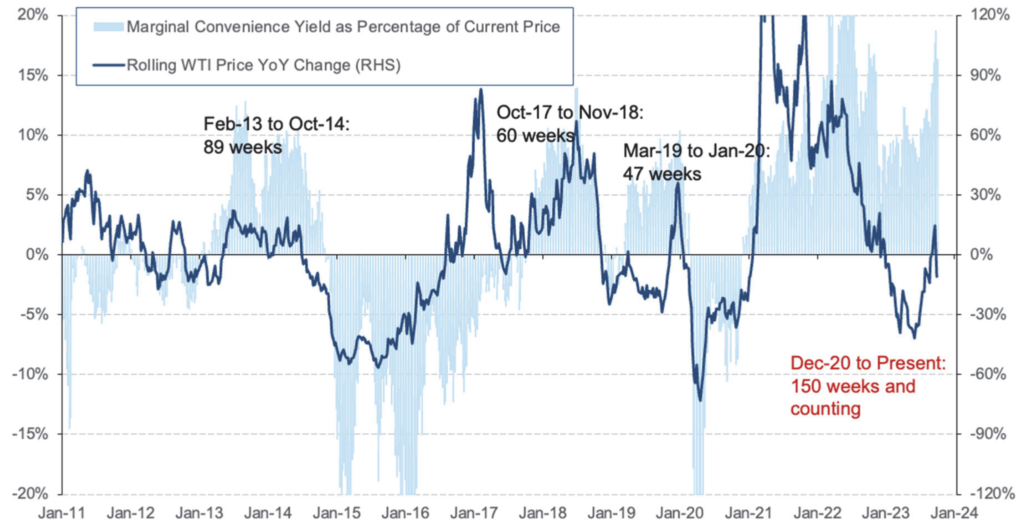
Note: We calculate marginal convenience yield using a 1st – 12th month time spread, aka, the 1-year net utility value (benefits of holding physical oil, less storage & insurance expense), adding back interest cost

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

สำหรับแนวโน้มระยะยาว ตั้งแต่เทคโนโลยีการขุดเจาะน้ำมันจากชั้นหินดินดาน หรือ Shale oil ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายตั้งแต่ช่วงปี 2011 ศักยภาพการผลิตน้ำมันของสหรัฐก็ได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดดนับแต่นั้น อุตสาหกรรมการผลิตน้ำมันที่เติบโตอย่างรวดเร็วทำให้แนวโน้มอุปทานน้ำมันในอนาคตมีความมั่นคง ตลาดจึงมองว่าไม่มีความจำเป็นมากนักที่จะต้องรีบซื้อน้ำมันไว้ในคลัง ผู้ผลิตจึงต้องแข่งขันกันด้วยการลดราคา กดดันให้ Convenience yield มักเป็นลบในช่วงระหว่างปี 2011-2020

อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่ Covid-19 เป็นต้นมา อุตสาหกรรมสำรวจและผลิตน้ำมัน (Exploration and production) ในสหรัฐฯ ให้ความสำคัญกับวินัยทางการเงินมากขึ้น และลงทุนเท่าที่จำเป็นมากกว่าจะเป็นการแข่งขันกันเพิ่มความสามารถในการผลิตเช่นในอดีต ความไม่แน่นอนของอุปทานในอนาคตส่งผลให้ตลาดกลับมาให้น้ำหนักกับ Convenience yield สูงขึ้นอีกครั้ง โดยค่า Convenience yield เริ่มปรับตัวเป็นบวกตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2020 และอยู่ในแดนบวกต่อเนื่องมาจนปัจจุบัน สะท้อนถึงปัจจัยเชิงโครงสร้างในตลาดน้ำมันที่เปลี่ยนแปลงไป เป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่สร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อราคาน้ำมันในอนาคต

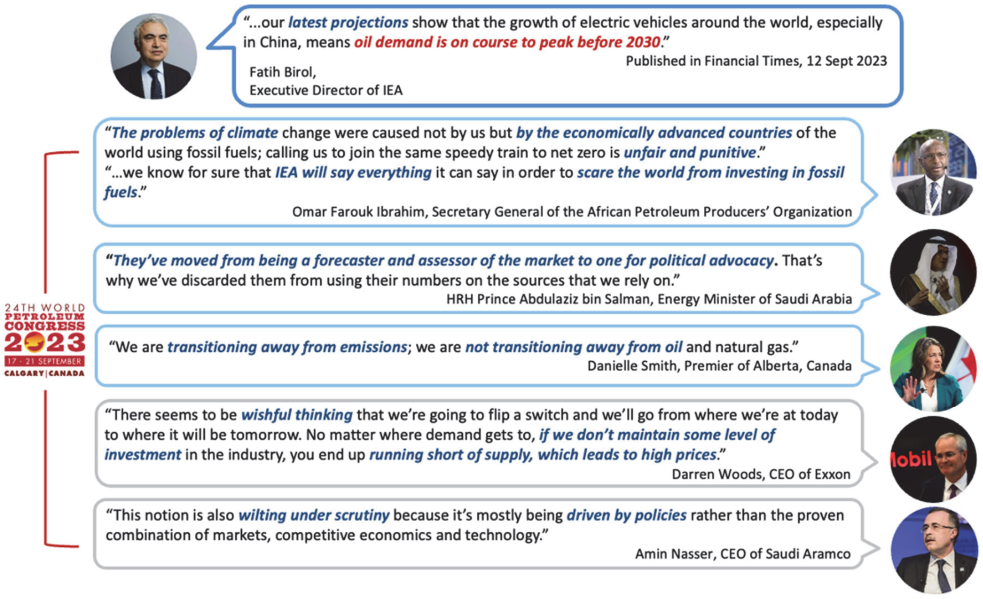
แผนภาพที่ 20: Convenience yield (แท่งสีฟ้า) เริ่มปรับตัวเป็นบวกตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2020 และอยู่ในแดนบวกต่อเนื่องมาจนปัจจุบัน สะท้อนถึงปัจจัยเชิงโครงสร้างในตลาดน้ำมันที่เปลี่ยนแปลงไป



Note: We calculate marginal convenience yield using a 1st – 12th month time spread, aka, the 1-year net utility value (benefits of holding physical oil, less storage & insurance expense), adding back interest cost

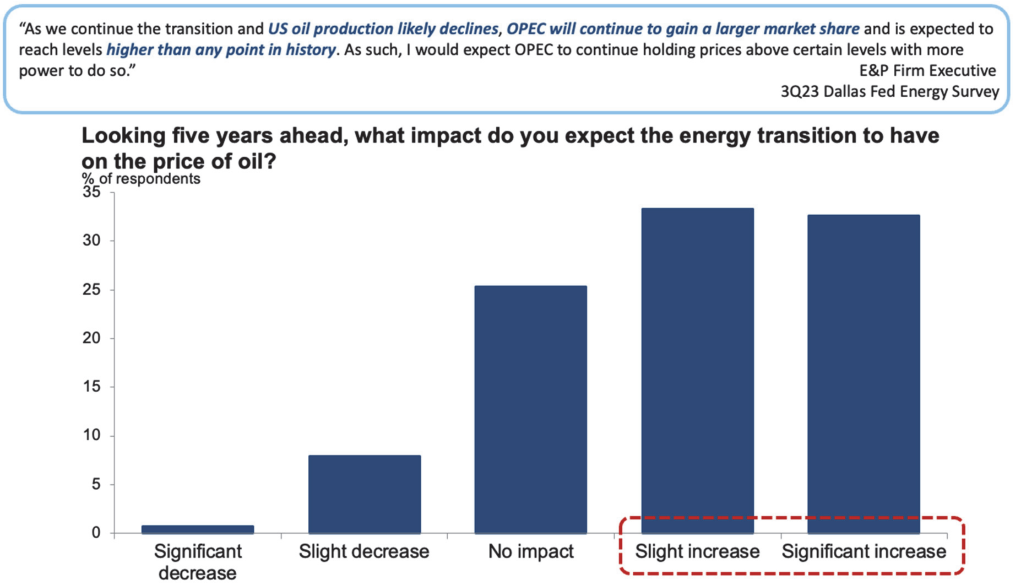
ที่มา: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 21: ความไม่เห็นพ้องกันต่อแนวโน้มน้ำมันโลกในระยะยาว เพิ่มความไม่แน่นอนให้กับการวางแผนลงทุนของผู้ผลิตพลังงาน



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

แผนภาพที่ 22: ผู้ผลิตพลังงานในสหรัฐฯ ส่วนมาก มองว่าแนวโน้มการเปลี่ยนผ่านพลังงาน (Energy transition) จะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมันในระยะ 5 ปีข้างหน้า



Note: Executives from 138 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, 13-21 Sept 2023

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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสำคัญชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ก.ย. แต่โดยรวมยังคงแข็งแกร่ง ด้าน Dot plot ล่าสุด ชี้ให้เห็นว่า ค่ากลาง (Median) ที่ Fed ประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมจะอยู่ที่ระดับ 5.6% เช่นเดิม ในปี 2023 แต่ปรับสูงขึ้นในปี 2024-25 มาอยู่ที่ระดับ 5.1% และ 3.9% ตามลำดับ ขณะที่ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมในระยะยาว (Longer run) ยังเป็นระดับเดิมที่ 2.5% โดยเรามองว่าภาพรวมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่นับว่ายังแข็งแกร่ง จะเป็นหนึ่งในปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ทำให้ Fed ต้องคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงยาวนาน รวมทั้งความเสี่ยงจากการปรับขึ้นของราคาน้ำมันดิบ (ส่วนหนึ่งจากความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล-ฮามาส ที่ได้ปะทุขึ้น) และภัยแล้ง ที่จะทำให้เงินเฟ้ออาจกลับมาเร่งตัวสูงขึ้นได้แรงอีกครั้ง ทำให้ Fed ยังไม่ส่งสัญญาณที่ชัดเจนต่อการปิดประตูขึ้นอัตราดอกเบี้ย แม้ตลาดแรงงานกำลังเข้าสู่ทิศทางของการทยอยปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติ

- เศรษฐกิจของยูโรโซนยังคงส่งสัญญาณอ่อนแอในเดือน ก.ย. สะท้อนผ่านดัชนี PMI ในเดือน ก.ย. กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง (ต่ำกว่าระดับ 50 จุด) โดยเฉพาะภาคการผลิตที่ยังหดตัวอยู่มาก อย่างไรก็ดี ยังคงมีการฟื้นตัวอยู่บ้างในภาคบริการในเดือนนี้ ด้านอุปสงค์ยังคงอ่อนแออย่างมากสะท้อนผ่านทางยอดค้าปลีกที่ยังปรับตัวลงต่อเนื่อง ส่วนยอดการปล่อยสินเชื่อยังคงชะลอตัวลงเช่นเดียวกันจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ ECB และมีแนวโน้มจะอยู่เป็นระยะเวลานาน เพื่อให้เงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมายได้สำเร็จ โดย ECB ได้ส่งสัญญาณว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้วในการทำให้เงินเฟ้อชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าหมายได้ที่ 2%

- กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัวในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังคงได้รับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว สะท้อนผ่านดัชนี PMI ด้านนโยบายการเงิน ในการประชุม วันที่ 21-22 ก.ย. ทาง BoJ มีมติคงนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไป ทั้งในส่วนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบอ้างอิงที่ +/-0.5% โดยมิใช่เป็นเป้าหมายที่เข้มงวด และคงกรอบการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่อัตราผลตอบแทน 1.0%

- เศรษฐกิจจีนขยายตัวสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดในช่วงไตรมาสที่ 3 โดย GDP ขยายตัว 4.9% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 4.5% แต่ชะลอตัวลงจาก 6.3% ในไตรมาสก่อน ด้วยผลของฐานที่ต่ำจากช่วงเดียวกันของปีก่อนเริ่มหมดลง ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. ฟื้นตัวขึ้นในบางภาคส่วน อาทิ ยอดค้าปลีก อย่างไรก็ดี การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังไม่แข็งแรง ทั้งนี้ แม้เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนโดยรวมมีสัญญาณของการฟื้นตัว แต่ยังมีความไม่แน่นอนหลังการฟื้นตัวด้วยอัตราเร่งผ่านพ้นไป ประกอบกับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวซึ่งจะกระทบกับภาคการส่งออก รวมถึงสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงเปราะบาง โดยตลาด (Bloomberg Consensus) ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจจีนปี 2023 ลงอย่างต่อเนื่อง สู่ระดับ 5.0% จาก 5.7% ในประมาณการเศรษฐกิจช่วงต้นไตรมาส 2/2023

- เครื่องชี้การใช้จ่ายภาคเอกชนในเดือน ส.ค. อ่อนแอลงเมื่อเทียบกับเดือนก่อน แม้ว่าการใช้จ่ายในหมวดบริการยังคงแข็งแกร่ง และขยายตัวในระดับเลขสองหลัก ด้านการประชุม กนง. ครั้งล่าสุด (27 ก.ย.) ได้มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.50% เพื่อให้มั่นใจว่าขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy space) มีเพียงพอภายใต้แนวโน้มที่มีความไม่แน่นอน และยังได้ระบุอย่างชัดเจนว่า “อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับเหมาะสม” ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่าอัตราดอกเบี้ยได้แตะระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) แล้ว ด้านรัฐบาลได้อนุมัติมาตรการระยะสั้นช่วยเหลือค่าครองชีพ อาทิ มาตรการช่วยเหลือค่าไฟฟ้าและน้ำมันดีเซล รวมทั้งมาตรการพักหนี้ให้แก่ลูกหนี้ ธ.ก.ส. ขณะที่มาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายอย่างมาตรการ Digital Wallet และมาตรการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในอัตราสองหลักยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน

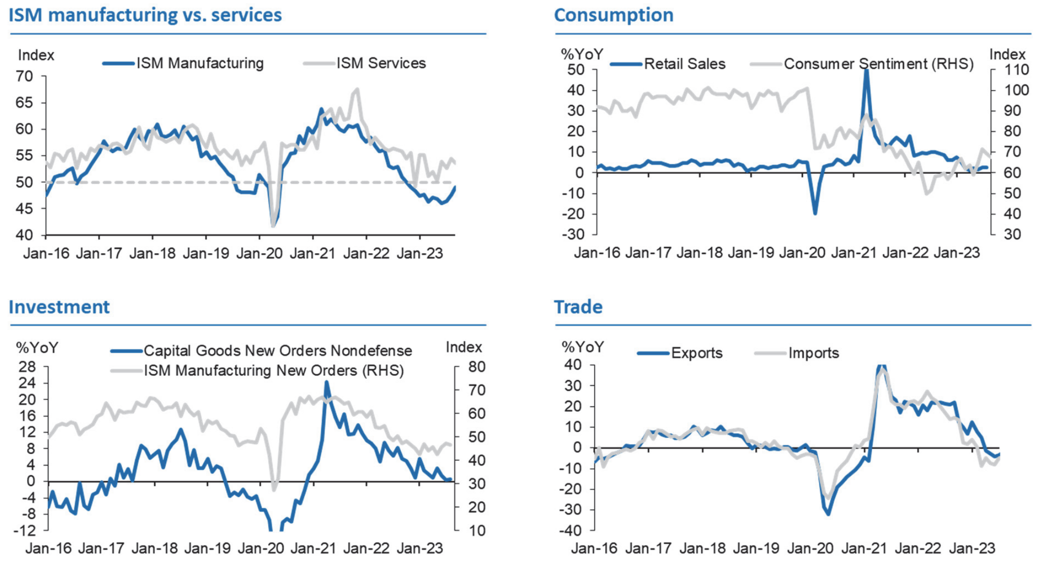
เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสำคัญชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ก.ย. แต่โดยรวมยังคงแข็งแกร่ง ด้าน Dot plot ล่าสุด ชี้ให้เห็นว่า ค่ากลาง (Median) ที่ Fed ประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมจะอยู่ที่ระดับ 5.6% เช่นเดิมในปี 2023 แต่ปรับสูงขึ้นในปี 2024-25 มาอยู่ที่ระดับ 5.1% และ 3.9% ตามลำดับ ขณะที่ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมในระยะยาว (Longer run) ยังเป็นระดับเดิมที่ 2.5% โดยเรามองว่าภาพรวมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่นับว่ายังแข็งแกร่ง จะเป็นหนึ่งในปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ทำให้ Fed ต้องคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงยาวนาน รวมทั้งความเสี่ยงจากการปรับขึ้นของราคาน้ำมันดิบ (ส่วนหนึ่งจากความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล-ฮามาส ที่ได้ปะทุขึ้น) และภัยแล้ง ที่จะทำให้เงินเฟ้ออาจกลับมาเร่งตัวสูงขึ้นได้แรงอีกครั้ง ทำให้ Fed ยังไม่ส่งสัญญาณที่ชัดเจนต่อการปิดประตูขึ้นอัตราดอกเบี้ย แม้ตลาดแรงงานกำลังเข้าสู่ทิศทางของการทยอยปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติ

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสำคัญชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ก.ย. แต่โดยรวมยังคงแข็งแกร่ง

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่สำคัญในเดือน ก.ย. ชะลอลงเล็กน้อย แต่โดยรวมยังคงแข็งแกร่ง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) จากสถาบันจัดการด้านอุปทาน (ISM) ซึ่งดัชนี PMI ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.6 จุด เป็น 53.1 จุด จากภาคการผลิตที่ปรับตัวดีขึ้น (+1.4, 49.0 จุด) สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 47.9 จุด โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (+2.5, 52.5 จุด), การจ้างงาน (+2.7, 51.2 จุด), ยอดคำสั่งซื้อใหม่ (+2.4, 49.2 จุด) และยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศ (+0.9, 47.4 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ดัชนีราคา (-4.6, 43.8 จุด) และงานคงค้าง (-1.7, 42.4 จุด) ปรับตัวลดลง ส่วน PMI ในภาคบริการปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.9 จุด เป็น 53.6 จุด จากยอดคำสั่งซื้อใหม่ (-5.7, 51.8 จุด), สินค้าคงคลัง (-3.5, 54.2 จุด) และการจ้างงาน (-1.3, 53.4 จุด) ที่ปรับตัวลดลง ขณะที่ผลผลิตในภาคบริการ (+1.5, 58.8 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 3 เดือน

แผนภาพที่ 23: เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสำคัญชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ก.ย. แต่โดยรวมยังคงแข็งแกร่ง



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

Fed มองเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง ขณะที่ตลาดแรงงานยังอยู่ในช่วงปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติ ซึ่งต้องใช้ระยะเวลา

ผลการประชุม Fed เมื่อวันที่ 19-20 ก.ย. มีประเด็นที่สำคัญในถ้อยแถลงหลังประชุม (Post-meeting satement) ดังนี้

- Fed มีมติเอกฉันท์คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 5.25-5.50% ซึ่งเป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด
- Fed มองว่าเครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวในระดับแข็งแกร่ง (“solid pace”) ในช่วงที่ผ่านมา เทียบกับการประชุมครั้งก่อนที่ประเมินว่า ขยายตัวในระดับปานกลาง (“moderate pace”) ขณะที่มุมมองต่อการจ้างงาน (ชะลอตัวลง) อัตราการว่างงาน (ยังคงอยู่ในระดับต่ำ) และเงินเฟ้อ (ยังคงขยายตัวสูง) ไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปจากการประชุมครั้งก่อน
- การดำเนินนโยบายเพื่อให้เงินเฟ้อกลับมาสู่ระดับเป้าหมายที่ 2% นั้น Fed ยังคงระบุว่าจะพิจารณาถึงการกลับมาดำเนินนโยบายที่เข้มงวดทั้งหมดที่ได้ดำเนินการมา ความล่าช้าในการส่งผ่านของนโยบายการเงินไปยังกิจกรรมเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ และพัฒนาการของเศรษฐกิจและภาคการเงิน

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) ขณะที่เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสะท้อนว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงแข็งแรงกว่าที่ประเมินไว้

ทางด้านประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อล่าสุด Fed ได้ปรับคาดการณ์ GDP ในปี 2023-24 ขึ้นเป็น 2.1% (vs. เดิม 1.0%) และ 1.5% (vs. เดิม 1.1%) ตามลำดับ ขณะที่คงคาดการณ์ GDP ในปี 2025 ไว้ที่ 1.8% ขณะที่ Fed ได้ปรับลดคาดการณ์อัตราการว่างงานลงมาอยู่ที่ 3.8%, 4.1% และ 4.1% ในปี 2023-25 ตามลำดับ ซึ่งต่ำลงจากเดิมที่เคยคาดไว้ที่ 4.1%, 4.5% และ 4.5% ตามลำดับ สำหรับเงินเฟ้อ Fed ได้ปรับลดคาดการณ์ Core PCE ในปี 2023 ลงมาที่ 3.7% (vs เดิม 3.9%) คงคาดการณ์ปี 2024 ที่ 2.6% และปรับคาดการณ์ Core PCE ในปี 2025 ขึ้นมาที่ 2.3% (vs เดิม 2.2%)

ขณะที่ Dot plot ล่าสุด ชี้ให้เห็นว่า ค่ากลาง (Median) ที่ Fed ประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมจะอยู่ที่ระดับ 5.6% เช่นเดิมในปี 2023 แต่ปรับสูงขึ้นในปี 2024-25 มาอยู่ที่ระดับ 5.1% (vs. เดิม 4.6%) และ 3.9% (vs. เดิม 3.4%) ตามลำดับ ขณะที่ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมในระยะยาว (Longer run) ยังเป็นระดับเดิมที่ 2.5%

โดยเรามองว่าภาพรวมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่นับว่ายังแข็งแกร่งจะเป็นหนึ่งในปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ทำให้ Fed ต้องคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับสูงยาวนาน รวมทั้งความเสี่ยงจากการปรับขึ้นของราคาน้ำมันดิบ (ส่วนหนึ่งจากความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล-ฮามาส ที่ได้ปะทุขึ้น) และภัยแล้ง ที่จะทำให้เงินเฟ้ออาจกลับมาเร่งตัวสูงขึ้นได้แรงอีกครั้ง ทำให้ Fed ยังไม่ส่งสัญญาณที่ชัดเจนต่อการปิดประตูขึ้นอัตราดอกเบี้ย แม้ว่าตลาดแรงงานกำลังเข้าสู่ทิศทางของการทยอยปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติ โดยในกรณีฐาน เรายังคงคาดการณ์ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ไว้ที่ 5.25-5.50% และคาดว่า Fed จะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับดังกล่าวอย่างน้อยจนกระทั่งช่วงครึ่งแรกของปี 2024F

ทั้งนี้ หาก Fed ได้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25bps สู่ระดับ 5.50-5.75% (ตามมุมมองค่ากลางใน Dot plot) เราประเมินว่าจะส่งผลกดดันต่อกิจกรรมเศรษฐกิจและเงินเฟ้อได้เพิ่มเติม แต่เพียงเล็กน้อยเท่านั้นและต้องใช้ระยะเวลาในการส่งผ่าน

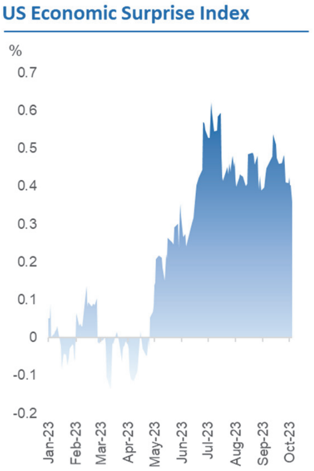
แผนภาพที่ 24: นาย Jerome Powell ประธาน Fed ได้แสดงความเห็นเกี่ยวกับตลาดแรงงานในมุมมองที่ดีขึ้นเมื่อเทียบกับถ้อยแถลงในการประชุมในเดือน มิ.ย. ว่า ภาวะตลาดแรงงานยังคงตึงตัว ("tight") จากเดิมที่เคยระบุว่า ตึงตัวมาก ("very tight") และยังคงมีอุปสงค์ส่วนเกิน ("still exceeds") ของตลาดแรงงาน จากเดิมที่เคยระบุว่า มีอุปสงค์ส่วนเกินอย่างมาก ("substantially exceeds")...

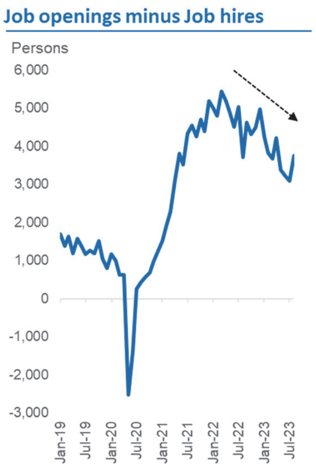
Chair Powell's press conference: 20 Sep vs 14 Jun meetings

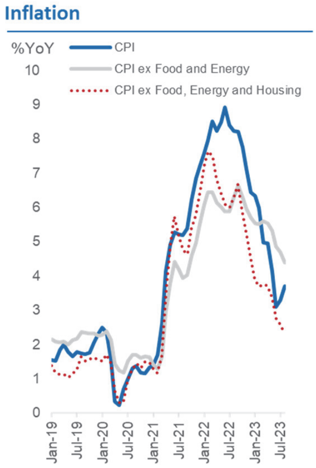
Topic	14 Jun	20 Sep
Economy	…has continued to expand at a modest pace	…has been expanding at a solid pace
Consumer spending	…has picked up this year	…have been particularly robust
Housing sector	…remains weak, largely reflecting higher mortgage rates	…has picked up somewhat, though it remains well below levels a year ago
Business fixed investment	…higher interest rates and slower output growth also appear to be weighing on business fixed investment	…higher interest rates also appear to be weighting on business fixed investment
Labor market	…remains very tight …labor still substantially exceeds the supply…	…remains tight …labor demand still exceeds the supply…
Wage	…has shown signs of easing	…has shown some signs of easing
Inflation	…has moderated somewhat since the middle of last year …longer-term inflation expectations appear to remain well anchored …process of getting inflation back down to 2% has a long way to go	…has moderated somewhat since the middle of last year …longer-term inflation expectations appear to remain well anchored …process of getting inflation sustainably down to 2% has a long way to go
Monetary policy	…we have been seeing the effects of our policy tightening on demand in the most interest rate-sensitive sectors of the economy, especially housing and investment	…we see the current stance of monetary policy as restrictive, putting downward pressure on economic activity, hiring and inflation

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

แผนภาพที่ 25: ... ขณะที่เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจสะท้อนว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงแข็งแรงกว่าที่ประเมินไว้

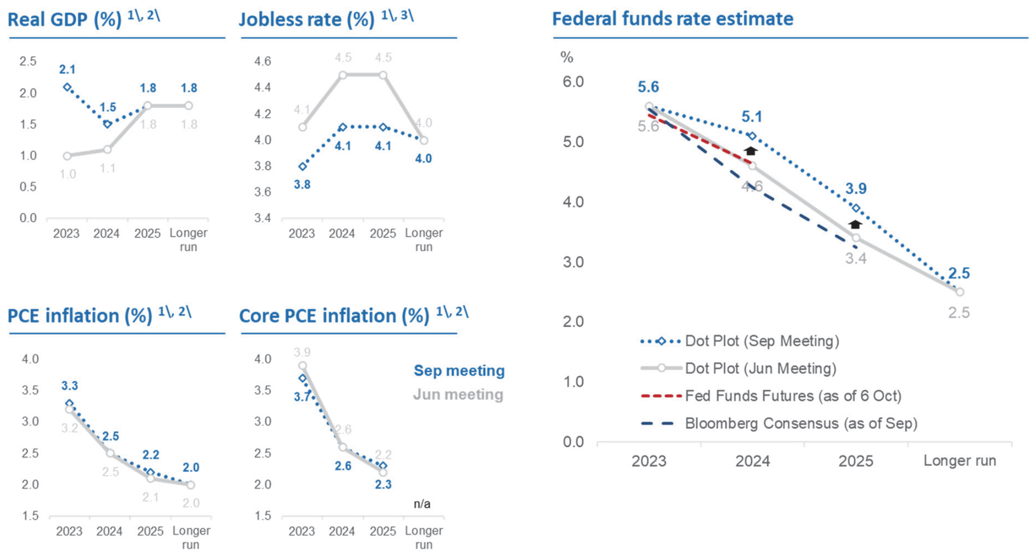






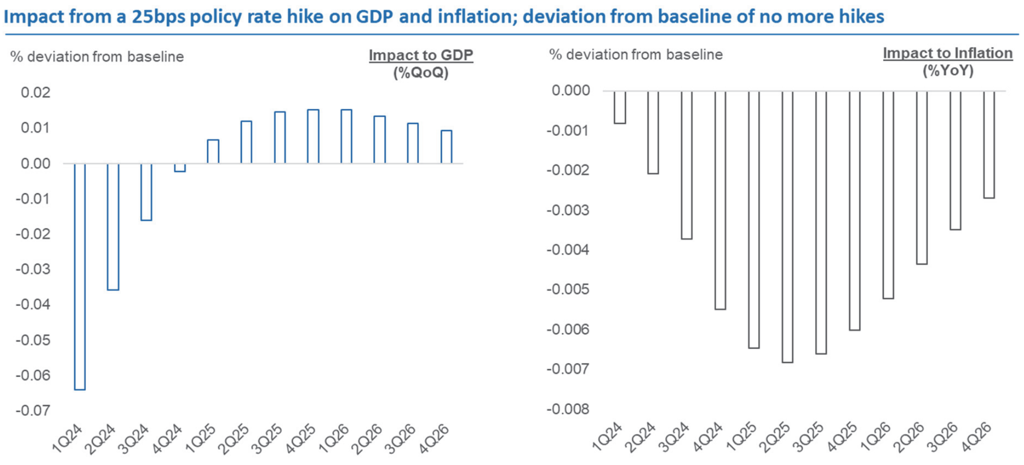
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: ล่าสุด Fed ได้ปรับคาดการณ์ GDP ในปี 2023-24 ขึ้นเป็น 2.1% และ 1.5% ตามลำดับ ขณะที่คงคาดการณ์ GDP ในปี 2025 สำหรับเงินเฟ้อ Fed ได้ปรับลดคาดการณ์ Core PCE ในปี 2023 ลงมาที่ 3.7%, คงคาดการณ์ปี 2024 ที่ 2.6% และปรับคาดการณ์ Core PCE ในปี 2025 ขึ้นมาที่ 2.3%



Note: 1\ Fed estimates. 2\ Percent change from the Q4 of the previous year to the Q4 of the year indicated. 3\ The average rate in the Q4 of the year indicated.
ที่มา: Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 27: หาก Fed ได้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25bps สู่ระดับ 5.50-5.75% (ตามมุมมองค่ากลางใน Dot plot) เราประเมินว่าจะส่งผลกดดันต่อกิจกรรมเศรษฐกิจและเงินเฟ้อได้เพิ่มเติม แต่เพียงเล็กน้อยเท่านั้นและต้องใช้ระยะเวลาในการส่งผ่าน



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

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจของยูโรโซนยังคงส่งสัญญาณอ่อนแอในเดือน ก.ย. สะท้อนผ่านดัชนี PMI ในเดือน ก.ย. กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง (ต่ำกว่าระดับ 50 จุด) โดยเฉพาะภาคการผลิตที่ยังหดตัวอยู่มาก อย่างไรก็ดี ยังคงมีการฟื้นตัวอยู่บ้างในภาคบริการในเดือนนี้ ด้านอุปสงค์ยังคงอ่อนแออย่างมากสะท้อนผ่านทางยอดค้าปลีกที่ยังปรับตัวลงต่อเนื่อง ส่วนยอดการปล่อยสินเชื่อยังคงชะลอตัวลงเช่นเดียวกันจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ ECB และมีแนวโน้มจะอยู่เป็นระยะเวลานาน เพื่อให้เงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมายได้สำเร็จ โดย ECB ได้ส่งสัญญาณว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้วในการทำให้เงินเฟ้อชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าหมายได้ที่ 2%

กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอต่อเนื่อง สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคการบริการฟื้นตัวเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว และความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังส่งสัญญาณแผ่วลงต่อเนื่อง

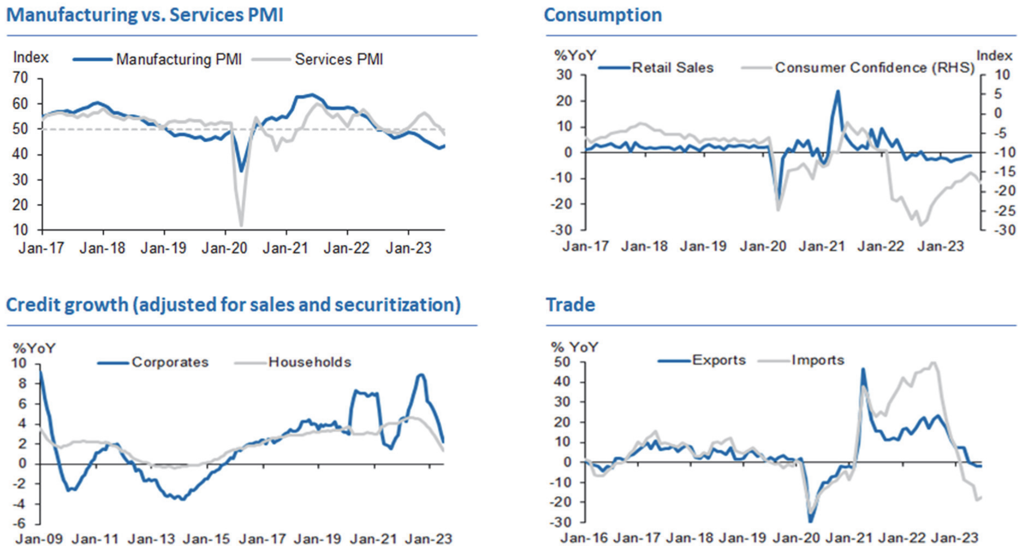
กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอ สะท้อนผ่านดัชนีภาคการผลิตและภาคบริการที่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว โดยดัชนีภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.8 จุด เป็น 48.7 จุด ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 2 เดือน จากการจ้างงานและต้นทุนการผลิตที่ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและต่างประเทศปรับตัวลดลง ส่วนราคาผลผลิตปรับตัวลดลงต่ำสุดตั้งแต่เดือน ส.ค. 2021 และด้านภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 43.4 จุด จาก ผลผลิต, ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและต่างประเทศ, การจ้างงานและงานคงค้าง (Backlogs) ปรับตัวลดลง ขณะที่ต้นทุนการผลิตและราคาผลผลิตปรับตัวลดลง

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนจากยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. หดตัว -1.2% MoM (vs. -0.1% เดือนก่อน) ขณะเดียวกันเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกหดตัว -2.1% YoY (vs. -1.0% เดือนก่อน) สะท้อนถึงอุปสงค์ของผู้บริโภคโดยรวมที่ยังคงอ่อนแออยู่มาก ส่วนความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (Consumer Confidence) ยังคงหดตัวลงต่อเนื่องโดยลดลง -1.8 จุด อยู่ที่ -17.8 จุด ในเดือน ก.ย.

ด้านกิจกรรมระหว่างประเทศยังอ่อนแอต่อเนื่อง การส่งออก (Exports) ไปนอกกลุ่มยูโรโซนเดือน ก.ค. หดตัว -3.9% YoY (vs. -2.9% เดือนก่อน) ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ยังคงหดตัวสูง -24.6% YoY (vs. -18.3% เดือนก่อน) ส่วนหนึ่งจากผลของฐานที่สูงในปีก่อนจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่หนุนให้ราคาพลังงานและอาหารพุ่งสูงขึ้นอย่างมาก และอุปสงค์โลกที่อ่อนแอลง (Weak global demand) เป็นปัจจัยกดดัน

ยอดปล่อยสินเชื่อยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่องผลจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ ECB โดยการใช้จ่ายในภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจที่จะยังคงอ่อนแอ สะท้อนผ่านยอดปล่อยกู้สู่ครัวเรือน (Households) ที่ขยายตัวต่ำลงเป็น 1.0 % YoY (1.3 % เดือนก่อน) สอดคล้องกับยอดปล่อยกู้ภาคธุรกิจ (Corporates) ที่ขยายตัวลดลงมาอยู่ที่ 0.6% (vs. 2.2% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 28: กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอต่อเนื่อง สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคการบริการและภาคการผลิตฟื้นตัวเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว และความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังส่งสัญญาณแผ่วลงต่อเนื่อง

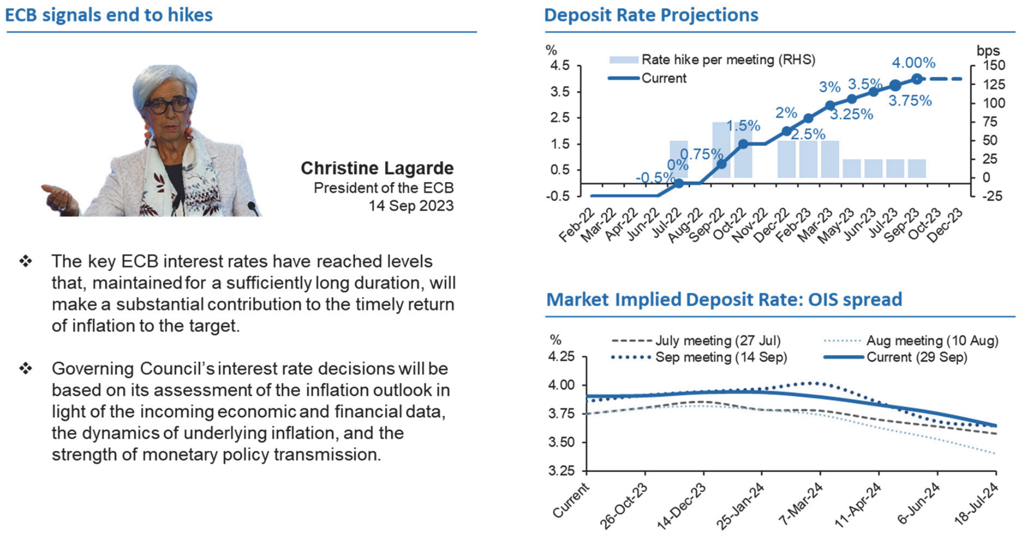


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การประชุมของ ECB ในรอบที่ผ่านมามีมติในการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายหลักทั้งสามตัว +25bps และแสดงท่าทีต่อการดำเนินโยบายการเงินที่ค่อนข่างชัดเจนในการสิ้นสุดการขึ้นดอกเบี้ย โดยระบุว่าอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันเป็นระดับที่จะทำให้เงินเฟ้อกับมาสู่เป้าหมายได้

การประชุมของ ECB ที่ผ่านมาในวันที่ 14 ก.ย. คณะกรรมการมีมติให้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งสามตัว +25bps โดยปรับ Deposit Facility Rate มาที่ 4.00%, Main Refinancing Operations Rate ที่ 4.50% และ Marginal Lending ที่ 4.75% และแสดงจุดยืนค่อนข้างชัดเจนต่อการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า โดยนาง Christine Lagarde กล่าวไว้ในถ้อยแถลงว่าอัตราดอกเบี้ยได้ถึงระดับที่จะทำให้เงินเฟ้อสามารถกลับสู่เป้าหมายได้ โดยคาดว่าจะคงอัตราดอกเบี้ย (Deposit Facility Rate) ที่ระดับ 4% ในปัจจุบันเป็นระยะเวลานาน ขณะที่ตลาดมองว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันเป็นระดับสูงสุด (Terminal rate) แล้ว สะท้อนผ่านทาง OIS spread

แผนภาพที่ 29: ECB มีท่าทีที่ผ่อนคลาย แม้ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (Dovish Hike) อีกทั้งยังแสดงความเห็นว่าอัตราดอกเบี้ย (Deposit Facility Rate) ที่ระดับ 4% ในปัจจุบันนั้นเพียงพอที่จะสามารถทำให้เงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมายของ ECB ได้

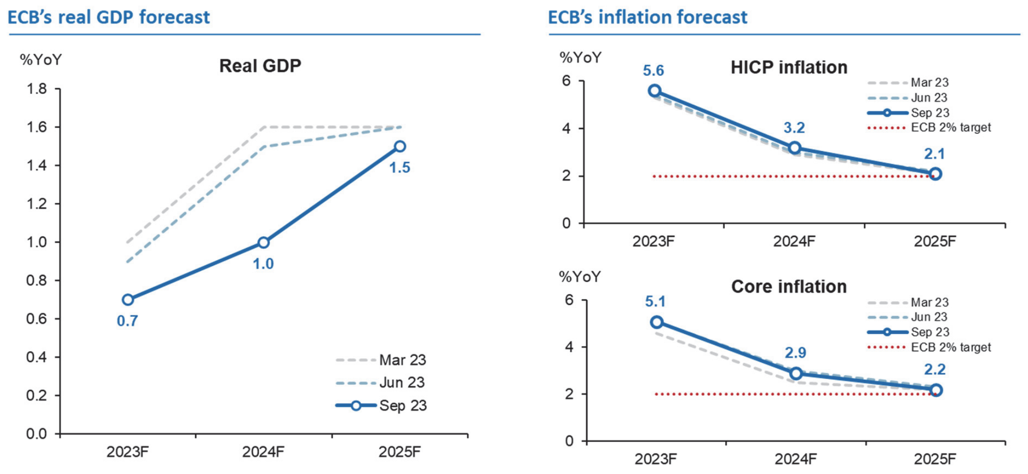


ที่มา: Bloomberg, ECB, REUTERS/Kai Pfaffenbach, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

มุมมองของ ECB แสดงถึงความกังวลในเรื่องของเศรษฐกิจมากขึ้นจากการปรับลดประมาณการ GDP ลง โดยปรับลดในปี 2023F, 2024F และ 2025F จากการประชุมครั้งก่อนลงมาอยู่ที่ 0.7%, 1.0% และ 1.5% ตามลำดับ

การประชุมของ ECB ในรอบวันที่ 14 ก.ย. ที่ผ่านมามีการปรับประมาณการการขยายตัวทางเศรษฐกิจลงจากการประชุมครั้งก่อนที่คาด 0.9%, 1.5% และ 1.6% โดยปรับลดลงเหลือ 0.7%, 1.0% และ 1.5% ในปี 2023F, 2024F และปี 2025F ตามลำดับ ในขณะที่มีการปรับประมาณการของเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) และเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) ลงเพียงเล็กน้อย สะท้อนถึงมุมมองที่ยังกังวลต่อสถานการณ์ของเงินเฟ้อที่ยังคงหนืดเช่นเดียวกับการประชุมของ ECB ในรอบก่อนๆ สะท้อนถึงความกังวลต่อภาพเศรษฐกิจที่มากขึ้น อย่างไรก็ดี มุมมองของ ECB ที่มีต่อภาพเศรษฐกิจเป็นการสนับสนุนการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไป โดยคาดว่าจะคงดอกเบี้ยไว้เป็นระยะเวลานานเพื่อให้เงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมายของ ECB และลดผลกระทบต่อตัวเศรษฐกิจลง

แผนภาพที่ 30: ECB มีความกังวลต่อภาพเศรษฐกิจมากขึ้น จากการที่มีปรับลดประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจลง ผลจากการที่ดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวด ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนการจบของวัฏจักรการขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้



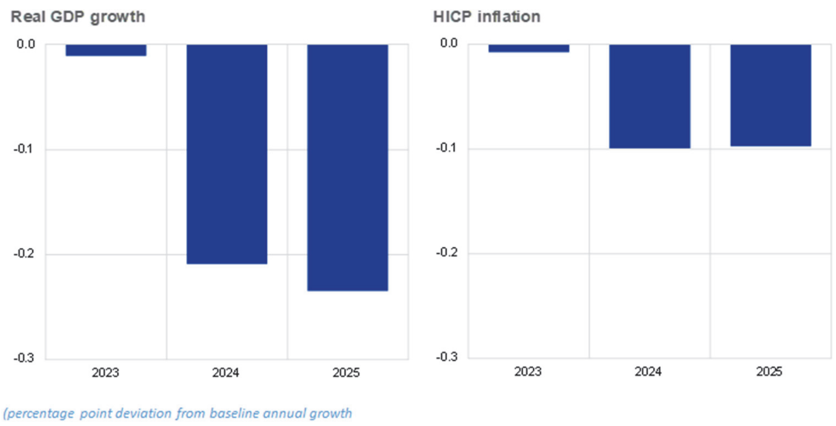
ที่มา: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB ประเมินผลกระทบจากเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลงจากเดิมที่คาดว่าจะโตได้ 5% ในปี 2024 ลดลงเหลือ 3% จะกระทบต่อการเติบโตของเศรฐกิจยูโรโซนประมาณ -0.2% และเงินเฟ้อประมาณ -0.1% ในทั้งปี 2024F และ 2025F

ทาง ECB ได้มีการประเมินผลกระทบจากเศรษฐกิจจีน ที่หากมีการชะลอตัวลงจากปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เกิดขึ้นโดยจากเดิมที่คาดว่าจะสามารถเติบโตได้ 5% ในปี 2024 ลดลงเหลือ 3% ซึ่งคาดว่าจะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของยูโรโซนเพียงเล็กน้อย โดยจะกระทบต่อ GDP ในปี 2024F และ 2025F ประมาณ -0.2% และมีผลกระทบต่อตัวเงินเฟ้อเพียงเล็กน้อยในปี 2024F และ 2025F ประมาณ 0.1% ในทั้งสองปี

แผนภาพที่ 31: ผลกระทบต่อยูโรโซนในแง่ของการเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อมีเพียงเล็กน้อย หากเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงกว่าในกรณีฐาน

Impact of Chinese economic slowdown on euro area real GDP growth and HICP inflation



Note: The scenario assumes China's real GDP falling by 1.4% compared with the 2024 baseline.
ที่มา: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนขยายตัวสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดในช่วงไตรมาสที่ 3 โดย GDP ขยายตัว 4.9% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 4.5% แต่ชะลอตัวลงจาก 6.3% ในไตรมาสก่อน ด้วยผลของฐานที่ต่ำจากช่วงเดียวกันของปีก่อนเริ่มหมดลง ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. ฟื้นตัวขึ้นในบางภาคส่วน อาทิ ยอดค้าปลีก อย่างไรก็ดี การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังไม่แข็งแรง ทั้งนี้ แม้เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนโดยรวมมีสัญญาณของการฟื้นตัว แต่ยังมีความไม่แน่นอนหลังการฟื้นตัวด้วยอัตราเร่งผ่านพ้นไป ประกอบกับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวซึ่งจะกระทบกับภาคการส่งออก รวมถึงสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงเปราะบาง โดยตลาด (Bloomberg Consensus) ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจจีนปี 2023 ลงอย่างต่อเนื่อง สู่ระดับ 5.0% จาก 5.7% ในประมาณการเศรษฐกิจช่วงต้นไตรมาส 2/2023

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. ส่งสัญญาณเชิงบวกและฟื้นตัวขึ้นในบางภาคส่วนของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังไม่แข็งแรง โดยเฉพาะการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์

GDP ไตรมาส 3/2023 ขยายตัว 4.9% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.5% แต่ชะลอตัวลงจาก 6.3% ในไตรมาสก่อน ด้วยผลของฐานที่ต่ำจากช่วงเดียวกันของปีก่อนเริ่มหมดลง ขณะที่เมื่อเทียบ QoQ (SA) GDP ขยายตัว 1.3% เร่งตัวขึ้นจาก 0.5% ไตรมาสก่อน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ย. ส่งสัญญาณเชิงบวกและฟื้นตัวขึ้นในบางภาคส่วน สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของทางการจีน โดยดัชนีภาคการผลิต (Official Manufacturing PMI) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.5 จุด เป็น 50.2 จุด สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 50.1 จุด และพลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน ส่วนดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 51.7 จุด สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 51.6 จุด จากดัชนีภาคบริการ +0.4 จุด เป็น 50.9 จุด และดัชนีภาคก่อสร้าง +2.4 จุด เป็น 56.2 จุด ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

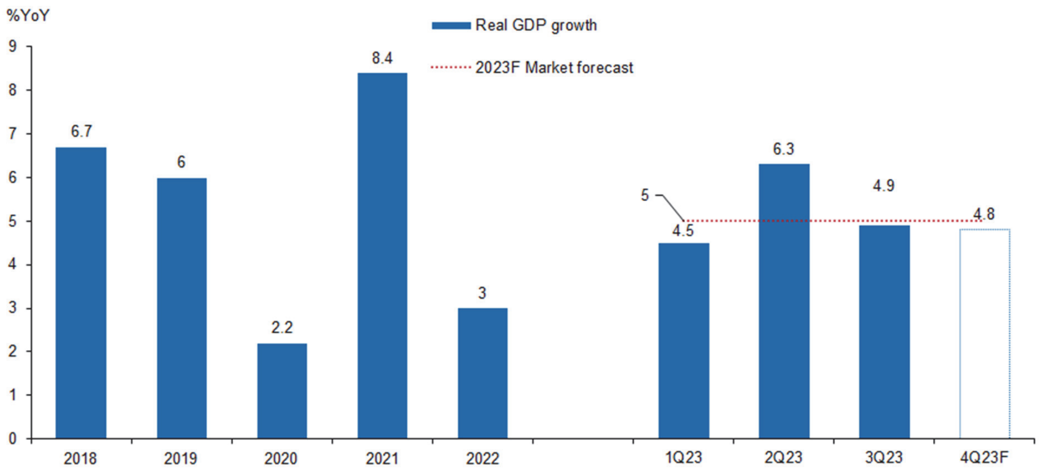
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เร่งตัวขึ้นเป็น 5.5% YoY จาก 4.6% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.9% นำโดยหมวดร้านอาหาร (13.8% vs. 12.4% เดือนก่อน) และรถยนต์ (2.8% vs. 1.1% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ขณะที่เครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน (-2.3% vs. -2.9% เดือนก่อน) หดตัวน้อยลง ด้านการใช้จ่ายในหมวดเครื่องสำอาง (1.6% vs. 9.7% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ทรงตัวจากเดือนก่อนที่ 4.5% YoY และสูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 4.4% นำโดยหมวดโทรศัพท์ (11.8% vs. 7.0% เดือนก่อน) และไฟฟ้า (7.7% vs. 1.1% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้น ส่วนแผงวงจรรวม (13.9% vs. 21.1% เดือนก่อน), ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (5.5% vs. 11.4% เดือนก่อน) และรถยนต์ (3.4% vs. 4.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น 3.1% YoY YTD จาก 3.2% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดเล็ก 3.2% โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน นำโดยการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-9.1% vs. -8.8% เดือนก่อน) ที่หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (6.2% vs. 6.4% เดือนก่อน) ขยายตัวใกล้เคียงเดิม ทั้งนี้ การลงทุนของภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 (-0.6% vs. -0.7% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนของรัฐวิสาหกิจ (SOEs) (7.2% vs. 7.4% เดือนก่อน) ขยายตัวใกล้เคียงเดิม

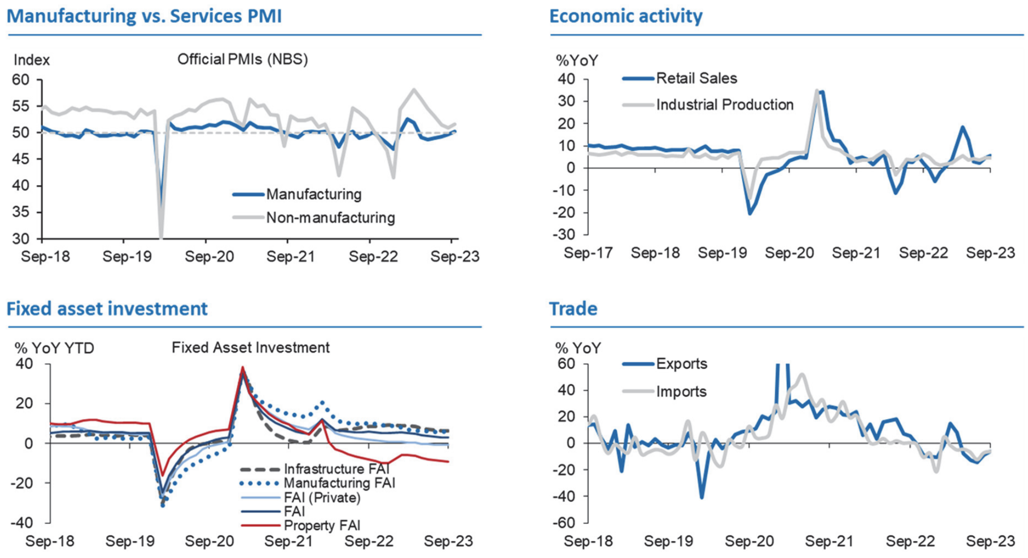
ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ย. หดตัวน้อยลงที่ -6.2% YoY จาก -8.8% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ -8.0% อย่างไรก็ดี การส่งออกสินค้ายังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัวน้อยลงที่ -6.2% YoY จาก -7.3% เดือนก่อน ใกล้เคียงตลาดคาดที่ -6.3% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เกินดุลที่ 77.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 68.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน สำหรับ 9 เดือนแรกของปี 2023 มูลค่าการส่งออกสินค้าหดตัว -5.7% YoY YTD ขณะที่มูลค่าการนำเข้าสินค้าหดตัว -7.5% YoY YTD

แผนภาพที่ 32: GDP ไตรมาส 3/2023 ขยายตัว 4.9% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 4.5% แต่ชะลอตัวลงจาก 6.3% ในไตรมาสก่อน ขณะที่เมื่อเทียบ QoQ (SA) GDP ขยายตัว 1.3% เร่งตัวขึ้นจาก 0.5% ไตรมาสก่อน



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

แผนภาพที่ 33: ด้านเครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ย. ฟื้นตัวในบางภาคส่วน อาทิ ยอดค้าปลีก ขณะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมทรงตัว ทั้งนี้ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังไม่แข็งแรง ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังเปราะบาง



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

PBoC มองเศรษฐกิจจีนขยายตัวต่อเนื่อง แต่เผชิญกับภาวะอุปสงค์ภายในประเทศที่ไม่เพียงพอ โดย PBoC ยังคงให้ความสำคัญผ่านการเสริมสร้างความเข้มแข็งของนโยบายมหภาคและการดำเนินนโยบายการเงินอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อผลักดันเศรษฐกิจต่อไป

ในการประชุมของธนาคารกลางจีน (PBoC) ประจำไตรมาสที่จัดขึ้นช่วงปลายเดือน ก.ย. ได้มีการกล่าวผ่านคำแถลง ถึงการที่เศรษฐกิจจีนยังเผชิญกับความไม่แน่นอน ทั้งจากสภาพแวดล้อมภายนอกประเทศที่มีความซับซ้อน, รุนแรงขึ้น และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของหลายประเทศหลักที่ยังคงอยู่ในระดับสูง รวมถึงอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังไม่เพียงพอ อย่างไรก็ดี ทาง PBoC มองภาพรวมของเศรษฐกิจภายในประเทศเป็นไปในทิศทางของการฟื้นตัวและมีโมเมนตัมที่ดีขึ้น โดยในแถลงการระบุถึง การให้ความสำคัญผ่านการเสริมสร้างความเข้มแข็งของนโยบายมหภาคและการดำเนินนโยบายการเงินอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อผลักดันเศรษฐกิจต่อไป อีกทั้งในการประชุมในครั้งนี้ PBoC ยังให้ความสำคัญในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อสนับสนุนอุปสงค์ภายในประเทศ, เพิ่มความเชื่อมั่นของผู้บริโภค, เพิ่มแรงหนุนให้กับภาคเศรษฐกิจจริง และส่งเสริมให้ดัชนีราคาผู้บริโภคขยายตัวจากระดับปัจจุบัน นอกจากนี้ การประชุมยังให้ความสำคัญกับการดำเนินนโยบายเฉพาะด้านสำหรับภาคอสังหาริมทรัพย์อย่างเหมาะสม เพื่อความสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมของรัฐบาลท้องถิ่นนั้นๆ อาทิ ลดดอกเบี้ยบ้าน หรือลดเงินดาวน์กู้ซื้อบ้าน เป็นต้น ซึ่งค่อนข้างสอดคล้องไปกับนโยบายที่ PBoC ประกาศไปก่อนหน้านี้ในช่วงไตรมาสที่ 3

โดยเราได้คำนวณผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ (GDP) และอัตราเงินเฟ้อ (CPI) สืบเนื่องจากการผ่อนคลายการดำเนินนโยบายการเงิน (1-year MLF & Required Reserve Ratio) และนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์ (Mortgage Easing) ตามที่ได้กล่าวมาข้างต้น โดยใช้แบบจำลองของ Bloomberg Economics ซึ่งพบว่า ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจจีนต้องใช้ระยะเวลากว่าจะเห็นผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ ตลาด (Bloomberg Consensus) คาดเศรษฐกิจจีนปี 2023F จะขยายตัว 5.0% ซึ่งเป็นระดับเดียวกันกับเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจที่รัฐบาลจีนตั้งเอาไว้ที่ประมาณ 5.0% โดยเรามองว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มีการประกาศในช่วงก่อนอาจช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจจีน อย่างไรก็ดี แม้ทางผู้ดำเนินนโยบายของจีนจะมีการผ่อนคลายนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้นตลอดช่วงไตรมาส 3 ที่ผ่านมา แต่ยังคงต้องติดตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะออกมาในระยะข้างหน้าว่าจะช่วยรักษาโมเมนตัมการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจได้หรือไม่ โดยเฉพาะมาตรการสำหรับภาคอสังหาริมทรัพย์และมาตรการจัดการหนี้สำหรับรัฐบาลท้องถิ่น

แผนภาพที่ 34: ในการประชุมของ PBoC ประจำไตรมาสมีการระบุผ่านคำแถลง ถึงความท้าทายจากอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังไม่เพียงพอ โดย PBoC ยังคงให้ความสำคัญผ่านการเสริมสร้างความเข้มแข็งของนโยบายมหภาคและการดำเนินนโยบายการเงินอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อผลักดันเศรษฐกิจต่อไป

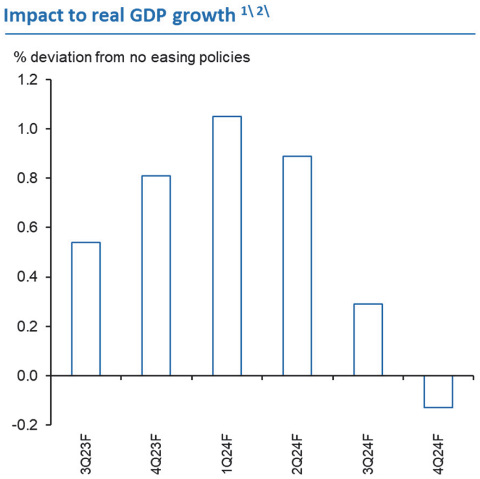
Quarterly meeting of the PBoC Monetary Policy Committee 1

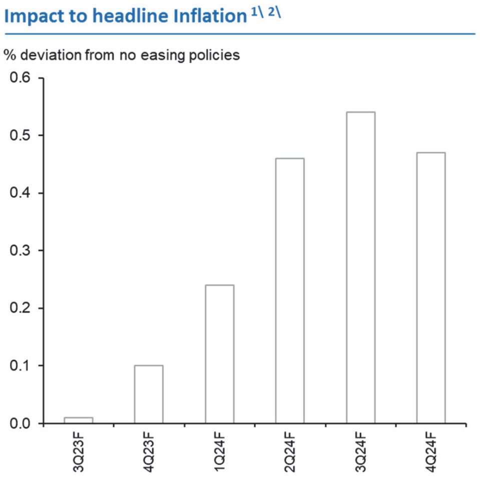
	Q2 2023	Q3 2023
International economic situation	The current external environment has become more complex and severe, with a slowdown in international economic trade and investment, inflation remaining high, and **the continued tightening effect of central bank policies in developed countries**.	The current external environment has become more complex and severe, with a slowdown in international economic trade and investment, inflation remaining high, and **interest rates in developed countries will remain high**.
Domestic economic situation	**The domestic economy is overall recovering and improving**..., and demand is still insufficient.	**The domestic economy continues to recover, pick up and gain momentum**, but it still faces challenges such as insufficient demand.
Monetary policy	To **overcome difficulties** and seize opportunities, we need to increase the intensity of macro-policy regulation, implement a prudent monetary policy with precision and strength, **carry out cross-cycle adjustment**, better play the dual role of total and structural monetary policy tools, do our best to stabilize growth, employment and prices, **effectively support the expansion of domestic demand, improve the consumption environment, promote a virtuous economic cycle**, and provide stronger support for the real economy. **Further unblock the transmission mechanism of monetary policy**, maintain reasonable and sufficient liquidity,.. and social financing scale basically matched with nominal economic growth. **Pay attention to marginal changes in price trends and keep price levels basically stable**.	To **keep pushing economy** and seize opportunities, we need to increase the intensity of macro-policy regulation, implement a prudent monetary policy with precision and strength, **carry out counter-cyclical and cross-cycle adjustment**, better play the dual role of total and structural monetary policy tools, **expand domestic demand, boost confidence, accelerate the virtuous cycle of the economy**, and provide stronger support for the real economy. **Step up the implementation of already introduced monetary policies**, maintain reasonably sufficient liquidity, keep credit growth at an appropriate and steady pace, and keep the growth of money supply and aggregate financing basically in line with nominal economic growth. **Encourage prices to rise from a low level and keep prices at an appropriate level**.
Real estate financial policy	**Implement policies** according to local conditions to support rigid and improved housing demand, **do a solid job in ensuring housing transactions, people's livelihoods, and stability, and promote the stable and healthy development of the real estate market**. Accelerate the improvement of the housing rental financial policy system and promote the establishment of a new model for the development of the real estate industry.	**Implement differentiated policies** according to local conditions to support rigid and improved housing demand, **implement a dynamic adjustment mechanism for interest rate policies on newly issued first-home mortgages, lower the payment ratio and the limit on interest rates on second-home mortgages, and promote the reduction of interest rates on existing first-home mortgages to be effective**.

Note: 1\\ The statement was released on 27 Sep 2023.

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

แผนภาพที่ 35: ในช่วงไตรมาส 3 ที่ผ่านมา ทางการจีนได้ประกาศนโยบายต่างๆ โดยมุ่งเน้นไปทางการส่งเสริมและรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจ โดยภาพรวม เรามองว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มีการประกาศในช่วงก่อน อาจช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจจีนในปีนี้





Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model (China Shock model). 2\ The estimated impact based on the reduction of existing mortgage rate (equivalent to 10-15bps cut in the 1-year MLF rate), RRR (-25bps) and 1-year MLF (-15bps).
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัวในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังคงได้รับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว สะท้อนผ่านดัชนี PMI ด้านนโยบายการเงิน ในการประชุม วันที่ 21-22 ก.ย. ทาง BoJ มีมติคงนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไป ทั้งในส่วนของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบอ้างอิงที่ +/-0.5% โดยมิใช่เป็นเป้าหมายที่เข้มงวด และคงกรอบการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่อัตราผลตอบแทน 1.0%

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัวในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังคงได้รับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว

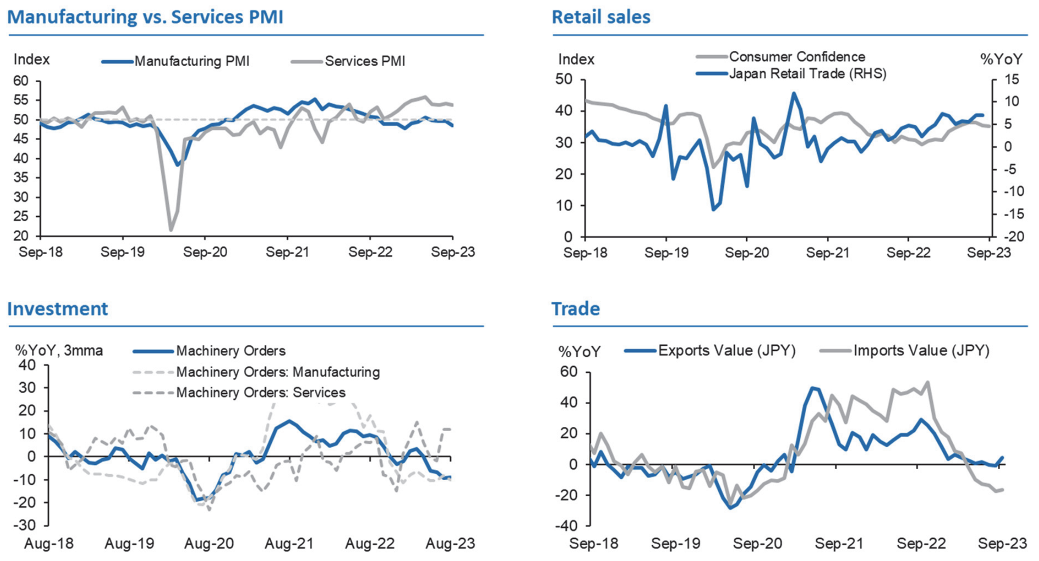
กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัว สะท้อนผ่านดัชนี Composite PMI ที่ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 52.1 จุด โดยภาคบริการปรับตัวลดลง (-0.5, 53.8 จุด) จากผลผลิตที่ปรับตัวลดลง และการจ้างงานในภาคบริการที่ปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2022 ส่วนดัชนีราคาต้นทุนการผลิตและราคาผลผลิตปรับตัวลดลง ด้านภาคการผลิตปรับตัวลดลง (-1.1, 48.5 จุด) ต่ำกว่าตัวเลขเบื้องต้นเล็กน้อยที่ 48.6 จุด และอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 3 และ 7 เดือน ตามลำดับ ด้านงานคงค้าง (Backlogs) ปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2023 อย่างไรก็ดี การจ้างงานในภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. ขยายตัว 0.1% MoM, SA ชะลอตัวลงจาก 2.2% เดือนก่อนและต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 7.0% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 6.6% และอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่อง 18 เดือน

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ส.ค. ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนที่ 0.0% MoM, SA จาก -1.8% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ -0.8% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกับของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัวลงเป็น -3.8% YoY จาก -2.3% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ -4.6%

ด้านภาคต่างประเทศ มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน ก.ย. ขยายตัว 4.3% YoY จาก -0.8% เดือนก่อน สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.0% และพลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 เดือน ขณะที่มูลค่าการนำเข้า (Imports) หดตัว -16.3% YoY จาก -17.7% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -12.7% ส่งผลให้ดุลการค้าพลิกกลับมาเกินดุลเล็กน้อยที่ระดับ 62 พันล้านเยน จาก -938 พันล้านเยน ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 36: กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศ เดือน ก.ย.ส่งสัญญาณชะลอตัวทั้งในภาคบริการและภาคการผลิต



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

BoJ คงนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมสอดคล้องกับที่ตลาดคาดการณ์ โดยต้องติดตามการประชุมครั้งต่อไปที่จะมีการเปิดเผยประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อชุดใหม่

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติคงนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไปในการประชุมวันที่ 21-22 ก.ย. โดยมีมติเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบอ้างอิงที่ +/-0.5% โดยมิใช่เป็นเป้าหมายที่เข้มงวด และคงกรอบการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ที่อัตราผลตอบแทน 1.0% โดย BoJ มีมติเอกฉันท์ในการคงเป้าหมายการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ดังนี้

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

โดยถ้อยแถลง (Statement) ได้ระบุถึงการที่อัตราเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) มีการชะลอตัวลงจากช่วงก่อนหน้า เนื่องจากแรงหนุนของมาตรการช่วยเหลือของภาครัฐในด้านพลังงาน และมองว่าอัตราเงินเฟ้อ Core CPI จะชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าจากผลของการส่งผ่านต้นทุนของผู้ผลิตไปยังผู้บริโภคที่ลดลง ก่อนที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากนั้น จากแรงหนุนของค่าจ้าง, การคาดการณ์เงินเฟ้อ และเศรษฐกิจที่ดีขึ้น

ภายหลังการประชุมนาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาแสดงความเห็น (Press Conference) ว่า “เรายังไม่เห็นอัตราเงินเฟ้อบรรลุเป้าหมายของเราได้อย่างมั่นคงและยั่งยืน” (“We have yet to foresee inflation stably and sustainably achieve our price target.”) ทำให้เรายังต้องดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไป อย่างไรก็ดี ผู้ว่าฯ BoJ ยังกล่าวอีกว่า “เงินเฟ้อชะลอตัวลงช้ากว่าที่ BoJ ได้มีการประเมินไว้” (“Since we published the July outlook report, inflation isn’t overshooting sharply. But it’s not slowing as much as we expected.”)

โดยการประชุมครั้งต่อไปในวันที่ 30-31 ต.ค. BoJ จะออกประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อชุดใหม่ (ประมาณการตามปีงบประมาณ) โดยประมาณการครั้งก่อนในเดือน ก.ค. BoJ คาด GDP จะขยายตัว 1.3% ในปี 2023F และ 1.2% ในปี 2024F ส่วนประมาณการเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) คาดจะขยายตัว 2.5% ในปี 2023F และ 1.9% ในปี 2024F

แผนภาพที่ 37: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 0.8% (เส้นสีฟ้า) ก่อนการประชุมของ BoJ ครั้งต่อไปที่จะจัดขึ้นในวันที่ 30-31 ต.ค.

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

สำหรับทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ตลาดมองว่า BoJ จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไปในปี 2023F

นับตั้งแต่ช่วงต้นปีที่นาย Kazuo Ueda เข้าดำรงตำแหน่งในฐานะผู้ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ซึ่งตรงกับช่วงเวลาที่ญี่ปุ่นต้องเผชิญกับแรงกดดันจากเงินเฟ้อที่ขยายตัวในระดับสูง (ปัจจุบันสูงกว่าเป้าหมายของ BoJ ติดต่อกัน 17 เดือน) ทั้งนี้ BoJ เองยังเลือกที่จะดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อไป แม้ว่าเงินเฟ้อในญี่ปุ่นจะขยายตัวในระดับสูง สวนทางธนาคารกลางในหลายประเทศหลักของโลกที่เลือกจะดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวเพื่อจัดการกับเงินเฟ้อ

โดยเมื่อไปดูการให้สัมภาษณ์ของนาย Ueda ผู้ว่าฯ BoJ นับตั้งแต่เริ่มดำรงตำแหน่งจนถึงปัจจุบัน พบว่า การแสดงความเห็นนั้นดูมีความผ่อนคลายที่ลดลงไปบ้าง อาทิ ในการประชุมครั้งล่าสุดในเดือน ก.ย. 2023 นาย Ueda ได้แสดงความเห็นว่า "เรายังไม่เห็นอัตราเงินเฟ้อบรรลุเป้าหมายของเราได้อย่างยั่งยืนและมั่นคง ทำให้เรายังต้องดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อไป ถึงอย่างนั้น ถ้าเกิดเราเห็นว่าเงินเฟ้อสามารถบรรลุเป้าหมายของเราได้นั้น จะมีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน" ("We have yet to foresee inflation stably and sustainably achieve our price target. That's why we must patiently maintain ultra-loose monetary policy. Having said that, we will of course shift policy if achievement of our target is foreseen.") ซึ่งการแสดงความเห็นข้างต้นค่อนข้างแตกต่างจากการให้สัมภาษณ์ในช่วงที่นาย Ueda ได้เข้าร่วมประชุมในรอบเดือน เม.ย. 2023 ในฐานะผู้ว่า BoJ ครั้งแรกว่า "ความเสี่ยงที่ปรับนโยบายการเงินที่เร็วเกินไปนั้นสูงกว่าความเสี่ยงในการดำเนินนโยบายตึงตัวช้าเกินไป" ("..the risk of missing our price target with premature monetary tightening is bigger than the risk of experiencing inflation exceeding 2% due to a delayed tightening.")

อย่างไรก็ดี ตลาดส่วนใหญ่ (อ้างอิงจากแบบสอบถามไปยังนักเศรษฐศาสตร์ จัดทำโดย Bloomberg รอบเดือน ก.ย.) มองว่า BoJ จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไปในปี 2023F ขณะที่ตลาดบางส่วนมองว่า BoJ จะมีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินให้ผ่อนคลายน้อยลง ในการประชุมที่จะจัดขึ้นในช่วงสิ้นเดือนนี้ (30-31 ต.ค.) โดยเหตุผลที่ตลาดส่วนใหญ่ให้น้ำหนักว่า BoJ จะคงการดำเนินนโยบายการเงินตามเดิมต่อไปในปีนี้ อาทิ

- อุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลงอาจกระทบกับอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่น ทำให้เป็นเรื่องยากสำหรับ BoJ ที่จะลดการผ่อนคลายนโยบายการเงิน หากเศรษฐกิจยังเผชิญกับความไม่แน่นอนอยู่
- ตลาดคาด Fed จะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับ 5.25-5.50% ซึ่งเป็น Terminal rate แล้ว ทำให้แรงกดดันต่อค่าเงินเยนอาจมีลดลง และเปิดช่องให้ BoJ ยังดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไป
- BoJ ยังต้องใช้ระยะเวลาในการประเมินว่าเงินเฟ้อจะสามารถบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ได้หรือไม่ หลังจากผลของการส่งผ่านต้นทุนที่ลดลง ตามราคาสินค้านำเข้าที่ลดลง
- เมื่อพิจารณาจากไทม์ไลน์ของการเจรจาค่าจ้าง (Shunto wage negotiation) มองว่า BoJ จะได้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับโมเมนตัมการเติบโตของค่าจ้างในช่วงไตรมาส 1 ปีหน้า ทำให้ BoJ ยังต้องรอข้อมูลสำคัญต่อไปก่อน

แผนภาพที่ 38: การสื่อสารจากผู้ว่าฯ BoJ ในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา ส่งสัญญาณถึงความเป็นไปได้ที่อาจจะลดความผ่อนคลายนโยบายการเงินลงบ้าง เมื่อเทียบกับช่วงที่เพิ่งเข้ารับตำแหน่งในเดือน เม.ย. 2023...

Ueda's speech development

(Apr 28) "..The risk of missing our price target with premature monetary tightening is bigger than the risk of experiencing inflation exceeding 2% due to a delayed tightening." (the first meeting as Governor)

(May 19) "It is appropriate to take time to decide on adjustments to monetary easing toward a future exit."

(Jun 28) "We're seeing signs that inflation expectations are rising but not to an extent we are fully at 2%,"

(Jul 28) "..We had been under-estimating upward pressure on prices. We haven't changed the 2024 and 2025 forecasts much, but board members appear to see risks skewed to the upside.."

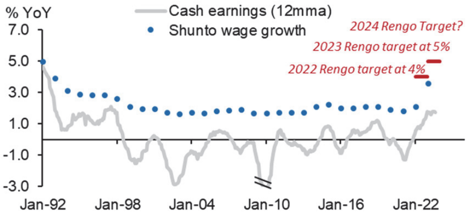
(Sep 9) "It is not impossible that we will have enough information and data by the end of this year," including the outlook for wage increases next spring.

(Sep 22) "We have yet to foresee inflation stably and sustainably achieving our price target. That's why we must patiently maintain ultra-loose monetary policy. **Having said that, we will of course shift policy if achievement of our target is foreseen."**

2024 Shunto wage negotiation timeline

Period	Details
4Q23	• RENGO will release basic strategy blueprint for 2024 Shunto wage negotiation • RENGO will decide on the 2024 Shunto strategy
1Q24	• Leader of Keidanren (Japan business federation) will meet with the labor unions • Begin to see news reports on replies by individual company management • **2024 Shunto announcement of wage agreement by large companies (Mar)** • **RENGO : Announces 1st data collection for Shunto wage agreement (Mar)**
Jul 2024	• RENGO : Announces the final data collection for the 2024 Shunto wage agreement

Cash earnings & Shunto wage result



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

แผนภาพที่ 39: ...อย่างไรก็ดี ตลาดส่วนใหญ่มองว่า BoJ จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไปในปี 2023F

Scenario: "maintain" current monetary framework

Many market participants expect the BoJ to tighten policy settings after 2023 1

Rationale

- Global demand is slowing, and the economy's growth depends on exports. Given the high uncertainty in economic developments, it has become harder for the BoJ to pivot from its monetary policy.
- Downward pressure on the JPY should be minimized as the Fed reaches its terminal rate. In turn, this gives the BoJ more room to conduct monetary policy.
- The BoJ needs time to examine whether inflation can reach its target stably and sustainably, particularly after the cost-push factors led by import prices have subsided.
- Given the typical timeline of Shunto wage negotiations, the BoJ should be able to gain insightful information around 1Q24 on whether the momentum of wage growth will continue into 2024.

Risks to scenario

- If there is excessive downward movement in the currency, especially if elevated US policy rates prompt the yen to depreciate against the dollar, the BoJ might be compelled to accelerate policy normalization.

Scenario: "adjust" current monetary framework

Some market participants expect the BoJ to tighten policy settings within 2023 1

Rationale

- Recent inflation data have shown to be more stable and sticky than expected. There are signs reflecting demand pressure, with service prices notably rising in past months.
- To adjust the strength of monetary policy, consider a scenario where nominal rates remain unchanged and inflation expectations rise. This results in lower real interest rates and strengthens the degree of monetary easing.
- Inflation is elevated and, in turn, could lead to an upward revision in the BoJ's inflation projections. Likewise, the continuing depreciation of the yen and high crude oil prices could lead to higher CPI through import prices.

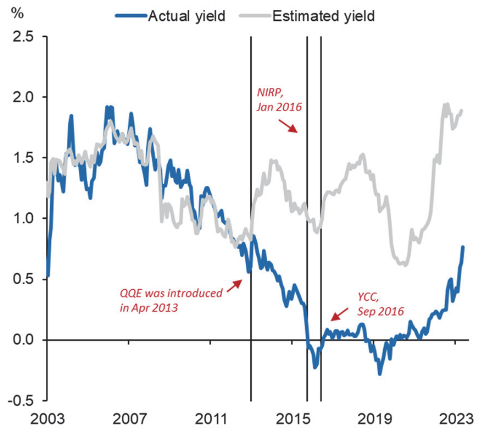
Risks to scenario

- Overseas economic slowdowns such as continued slowdown in China's economic activity and severe recession in the United States.
- There is a non-zero probability that the Japanese Prime Minister will dissolve the House of Representatives and call a general snap election, which could make it harder for the BoJ to conduct early normalization.

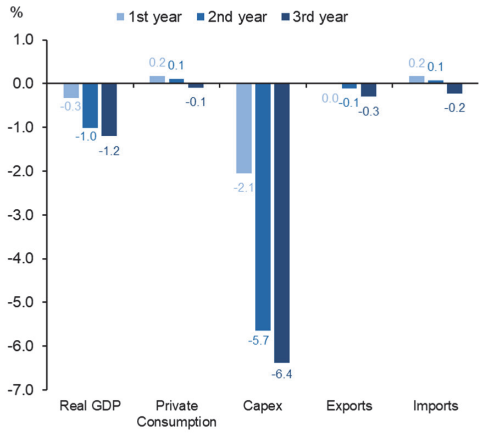
Note: 1\ Refers to a Bloomberg's survey conducted on Sep 2023; only 4 out of 46 economists stated that the BoJ would conduct policy tightening in 2023.
ที่มา: Bloomberg, Deutsche Securities, Goldman Sachs, ING, Mitsubishi UFJ Morgan Stanley, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: หาก BoJ ยกเลิกมาตรการ QQE ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี อาจปรับตัวขึ้นสู่ระดับราว 2%

Japan bond yield assuming that QQE was not implemented [1\]



Estimated cumulative impact of 1% hike in short-term interest rates [2\]



Note: 1\ Based on BoJ's estimation methodology: Estimated yield = 0.22 + 0.26 x Effective job openings-to-applicants ratio + 0.10 x Core CPI (%YoY) + 0.25 x US 10-year treasury yield (%).
2\ Mizuho Securities' calculation based on the Cabinet Office's short-term macro model for the Japanese economy (2022 version).
ที่มา: Bank of Japan, Mizuho Securities, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

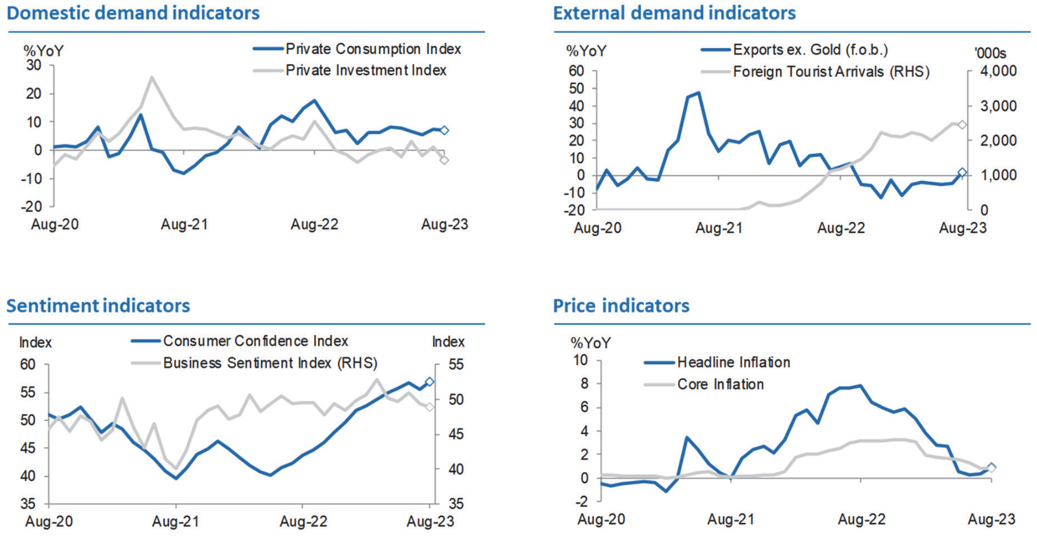
เครื่องชี้การใช้จ่ายภาคเอกชนในเดือน ส.ค. อ่อนแอลงเมื่อเทียบกับเดือนก่อน แม้ว่าการใช้จ่ายในหมวดบริการยังคงแข็งแกร่ง และขยายตัวในระดับเลขสองหลัก ด้านการประชุม กนง. ครั้งล่าสุด (27 ก.ย.) ได้มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.50% เพื่อให้มั่นใจว่าขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy space) มีเพียงพอภายใต้แนวโน้มที่มีความไม่แน่นอน และยังได้ระบุอย่างชัดเจนว่า "อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับเหมาะสม" ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่าอัตราดอกเบี้ยได้แตะระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) แล้ว ด้านรัฐบาลได้อนุมัติมาตรการระยะสั้นช่วยเหลือค่าครองชีพ อาทิ มาตรการช่วยเหลือค่าไฟฟ้าและน้ำมันดีเซล รวมทั้งมาตรการพักหนี้ให้แก่ลูกหนี้ ธ.ก.ส. ขณะที่มาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายอย่างมาตรการ Digital Wallet และมาตรการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในอัตราสองหลักยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน

เครื่องชี้การใช้จ่ายภาคเอกชนในเดือน ส.ค. อ่อนแอลงเมื่อเทียบกับเดือนก่อน แม้ว่าการใช้จ่ายในหมวดบริการยังคงแข็งแกร่ง และขยายตัวในระดับเลขสองหลัก

เครื่องชี้เศรษฐกิจภาพรวมในเดือน ส.ค. แผ่วลงจากเดือนก่อนหน้า โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ส.ค. อยู่ที่ 2.47 ล้านคน ลดลงเล็กน้อยจาก 2.49 ล้านคนในเดือนก่อน ซึ่งจำนวนนักท่องเที่ยวจีนลดลงมาอยู่ที่ 3.55 แสนคน จากระดับ 4.10 แสนคนในเดือนก่อน ด้านการส่งออกสินค้า (f.o.b.) ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 (-1.8% YoY vs. -5.5% เดือนก่อน) ขณะที่การนำเข้าสินค้ายังหดตัวในระดับสูง (-11.9% vs. -12.0% เดือนก่อน)

สำหรับเครื่องชี้การใช้จ่ายภาคเอกชนอ่อนแอลงเมื่อเทียบกับเดือนก่อน โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (PCI) (6.9% YoY vs. 7.3% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง แม้ว่าการใช้จ่ายในหมวดบริการยังคงแข็งแกร่งและขยายตัวในระดับสูง ขณะที่ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) กลับมาหดตัวที่ (-3.5% YoY vs. 1.3% เดือนก่อน) โดยเฉพาะยอดจดทะเบียนรถยนต์เชิงพาณิชย์ (-27.5%) ที่หดตัวในระดับสูง สำหรับการใช้จ่ายภาครัฐในหมวดงบลงทุนไม่รวมเงินโอน พลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว (-3.8% YoY vs. 21.7% เดือนก่อน) จากการลดลงของค่าใช้จ่ายลงทุนด้านคมนาคมที่ได้เบิกจ่ายไปในช่วงก่อน

แผนภาพที่ 41: เครื่องชี้การใช้จ่ายภาคเอกชนในเดือน ส.ค. อ่อนแอลงเมื่อเทียบกับเดือนก่อน แม้ว่าการใช้จ่ายในหมวดบริการยังคงแข็งแกร่ง และขยายตัวในระดับเลขสองหลัก



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

กนง. ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย +25bps สู่ระดับ 2.50% พร้อมระบุว่าอัตราดอกเบี้ยได้อยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว

ในการประชุมครั้งล่าสุด (27 ก.ย.) คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.50% เพื่อให้มั่นใจว่าขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy space) มีเพียงพอภายใต้แนวโน้มที่มีความไม่แน่นอน แม้ว่า กนง. ได้มีการหั่นคาดการณ์ส่งออก GDP และเงินเฟ้อในปีนี้ลง โดยมติปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวแตกต่างไปจากที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ (รวมทั้ง TISCO ESU) ที่คาดว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ที่สำคัญไปกว่านั้น กนง. ได้ระบุอย่างชัดเจนว่า "อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับเหมาะสม" ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่าอัตราดอกเบี้ยได้แตะระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) แล้ว ภายใต้การประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของ กนง. ในปัจจุบัน

ประเด็นสำคัญจากการประชุมมีรายละเอียด ดังนี้

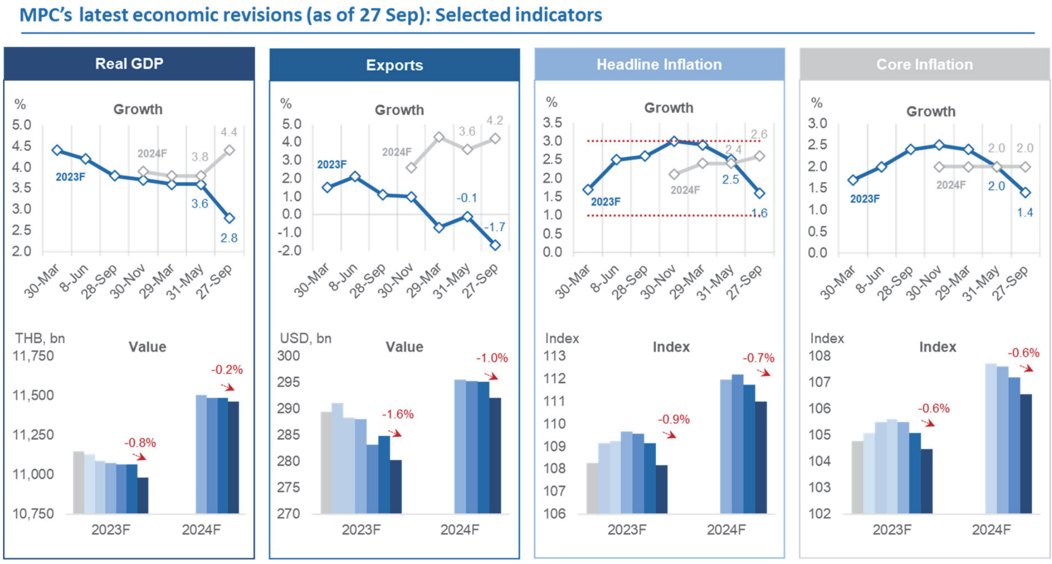
<u>ด้านเศรษฐกิจ</u>: ล่าสุด กนง. คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวที่ 2.8% ในปี 2023F (-0.8ppt จากคาดการณ์เดิมที่ 3.6%) และที่ 4.4% สำหรับปี 2024F (+0.6+ppt จากคาดการณ์เดิมที่ 3.8%) โดยคาดการณ์การใช้จ่ายภาครัฐ การลงทุนภาคเอกชน และส่งออกที่แย่ลง ส่งผลให้มีการปรับประมาณการ GDP ลงในปีนี้ ขณะที่การปรับประมาณการ GDP ในปีหน้าขึ้น ได้รวมผลกระทบจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลเข้าไปแล้ว

<u>ด้านเงินเฟ้อ</u>: ประมาณการเงินเฟ้อทั้งในส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานได้ถูกปรับลงมาที่ 1.6% (vs. 2.5% เดิม) และที่ 1.4% (vs. 2.0% เดิม) ตามลำดับ สำหรับในปี 2024F ประมาณการเงินเฟ้อยังใกล้เคียงเดิม (เงินเฟ้อทั่วไป +2.6% vs. +2.4% เดิม และเงินเฟ้อพื้นฐานคงเดิมที่ +2.0%) ทั้งนี้ กนง. ยังคงแสดงความกังวลต่อแนวโน้มด้านสูง (Upside risk) ของเงินเฟ้อเช่นเดิม โดยระบุถึงปัจจัยหนุนจากนโยบายภาครัฐและปัญหาภัยแล้ง

<u>ด้านเสถียรภาพระบบการเงิน</u>: กนง. ประเมินว่าระบบการเงินโดยรวมยังมีเสถียรภาพ ขณะที่ภาวะตลาดการเงินได้ตึงตัวบ้าง ซึ่งสอดคล้องกับการประเมินในการประชุมครั้งก่อนๆ

ทั้งนี้ การประชุม กนง. ได้ส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่าระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันได้อยู่ที่ระดับสูงสุดแล้ว (ที่ 2.50%) และเราคาดในกรณีฐานว่าอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ที่ระดับดังกล่าวไปจนถึงปี 2024F เนื่องจากยังมีความเสี่ยงด้านสูง (Upside) ของเงินเฟ้อมากกว่าด้านต่ำ (Downside) ซึ่งขึ้นอยู่กับพัฒนาการของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ (รวมทั้งราคาน้ำมันดิบและราคาสินค้าเกษตร ซึ่งอย่างแรกได้รับแรงหนุนเพิ่มเติมจากความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล-ฮามาส ขณะที่อย่างหลังเกิดจากประเด็นปัญหาภัยแล้งที่อาจรุนแรงกว่าที่คาด) และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ

แผนภาพที่ 42: กนง. มีมติเอกฉันท์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps สู่ระดับ 2.50% เพื่อให้มั่นใจว่าขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy space) มีเพียงพอภายใต้แนวโน้มที่มีความไม่แน่นอน แม้ว่า กนง. ได้มีการหั่นคาดการณ์ส่งออก GDP และเงินเฟ้อในปีนี้ลง



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

มาตรการ Digital Wallet อาจทำให้เศรษฐกิจไทยในปีหน้าขยายตัวได้สูงกว่ากรณีฐานราว 0.9% สู่ระดับ 4.4% (vs. กรณีฐานที่ 3.5%)

รัฐบาลได้อนุมัติมาตรการระยะสั้นช่วยเหลือค่าครองชีพ อาทิ มาตรการช่วยเหลือค่าไฟฟ้าและน้ำมันดีเซล รวมทั้งมาตรการพักหนี้ให้แก่ลูกหนี้ ธ.ก.ส. ขณะที่มาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายอย่างมาตรการ Digital Wallet และมาตรการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในอัตราสองหลักยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน ซึ่งนับว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในปีหน้า ทั้งนี้ ภายใต้การประเมินของเรา พบว่ามาตรการ Digital Wallet อาจทำให้เศรษฐกิจไทยในปีหน้าขยายตัวได้สูงกว่ากรณีฐานราว 0.9% สู่ระดับ 4.4% (vs. กรณีฐานที่ 3.5%) โดยเฉพาะในช่วงไตรมาส 2 และไตรมาส 3 ที่คาดว่าจะเป็นช่วงที่มีเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจมากที่สุด ก่อนที่การขยายตัวของเศรษฐกิจจะชะลอลงมาเติบโตใกล้เคียงกับกรณีฐานในช่วงไตรมาส 4 ขณะที่การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำที่ 5% อาจช่วยกระตุ้นให้การบริโภคขยายตัวได้สูงขึ้นราว 0.4% หากเทียบกับกรณีฐาน อย่างไรก็ดี ต้องรอความชัดเจนของมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายอีกครั้ง ซึ่งยังมีความไม่แน่นอนอยู่มาก รวมทั้งความคืบหน้าในการอนุมัติงบประมาณประจำปี FY2024 ซึ่งยังมีความล่าช้าอยู่มากและกว่าจะมีผลบังคับใช้อาจลากยาวไปจนถึงช่วงไตรมาส 2 ปีหน้า

แผนภาพที่ 43: รัฐบาลได้อนุมัติมาตรการระยะสั้นช่วยเหลือค่าครองชีพ อาทิ มาตรการช่วยเหลือค่าไฟฟ้าและน้ำมันดีเซล รวมทั้งมาตรการพักหนี้ให้แก่ลูกหนี้ ธ.ก.ส. ขณะที่มาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายอย่างมาตรการ Digital Wallet และมาตรการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในอัตราสองหลักยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน

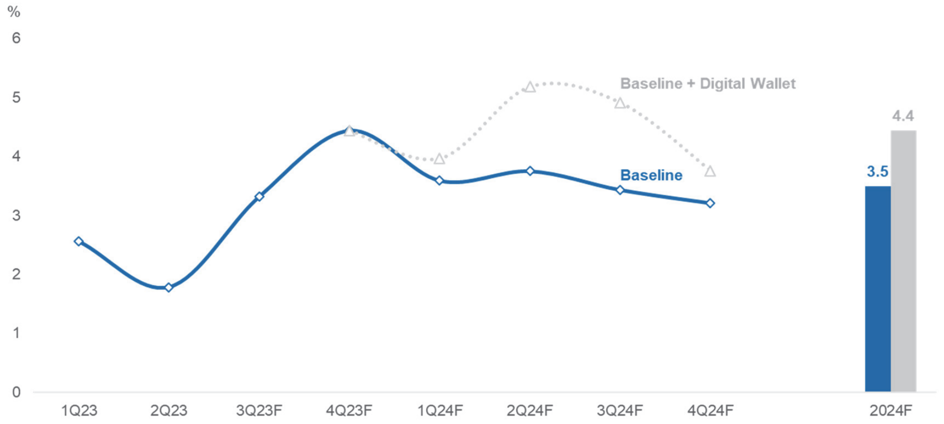
Govt's fiscal stimulus policy

Policy	Budget (THB, bn)	Period	Note
Electricity bill subsidy	>15bn	Sep – Dec 2023	• Approved on 13 Sep and 18 Sep • Reduced bills to 3.99 baht/unit (initially to 4.10 baht/unit) from 4.35 baht/unit • We expect to reduce inflation by 0.1-0.2%
Diesel excise tax subsidy	~15bn	20 Sep – 31 Dec 2023	• Approved on 13 Sep • Reduced diesel excise tax by 2.50 baht/litre • We expect to reduce inflation by 0.1-0.2%
VISA-free policy for Chinese and Kazakhstan tourists	n/a	25 Sep 2023 – 29 Feb 2024	• Approved on 13 Sep • MoTS expects rise in Chinese tourists to 500k-700k persons/month (vs. 355k in Aug)
Debt moratorium for BAAC's retail debtors	~11	Oct 2023 – Sep 2024	• Approved on 26 Sep • The scheme (phase 1) covers 2.698 million farmers with principal outstanding ≤ 300,000 baht
Digital Wallet	~560	During 1Q24 - 3Q24	• Under consideration • To increase consumer purchasing power by 10,000 baht/person for 6 months
Double-digit minimum wage increase	n/a	n/a	• Under consideration • To increase minimum wage to 600 baht/day within 2027 from 337 baht/day currently • A 5% minimum wage hike may lead to a 0.4% increase in private consumption and a 0.2% increase in consumer inflation, based on our estimate

ที่มา: Press, Royal Thai Government, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 44: มาตรการ Digital Wallet อาจทำให้เศรษฐกิจไทยในปีหน้าขยายตัวได้สูงกว่ากรณีฐานราว 0.9% สู่ระดับ 4.4% (vs. กรณีฐานที่ 3.5%) โดยเฉพาะในช่วงไตรมาส 2 และไตรมาส 3 ที่คาดว่าจะเป็นช่วงที่มีเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจมากที่สุด ก่อนที่การขยายตัวของเศรษฐกิจจะชะลอลงมาเติบโตใกล้เคียงกับกรณีฐานในช่วงไตรมาส 4

Macro scenario 1\



Note: 1\ We assume fiscal multiplier at 0.4x based on the Bank of Thailand's study and assume only the half of the THB560bn being the new budget (not included in the FY2024 fiscal budget proposal).
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team

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 2	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						