TISCO

Outlook 2023 January-February | Issue 089

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นในปัจจุบันอาจยังไม่สะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และภาวะเงินเฟ้อสูงที่มากพอ ทำให้มีความเสี่ยงขาลงเพิ่มเติม และอาจให้ผลตอบแทนน้อยกว่าพันธบัตรในปี 2023

เมื่อพิจารณาเป็นรายอุตสาหกรรม ตลาดน่าจะเริ่มเปลี่ยนมาให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น

หุ้นกลุ่ม Healthcare และ Tech. ซึ่งมีอัตรากำไรที่สูง และไม่ค่อยผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ น่าจะได้รับผลกระทบที่จำกัดจากประเด็นนี้

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 04
- Special Issue 07
- ตลาดหุ้น 14
- ตลาดตราสารหนี้ 17
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 21

GLOBAL ECONOMIC INSIGHT 28
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 29
- เศรษฐกิจยุโรป 37
- เศรษฐกิจจีน 44
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 51
- เศรษฐกิจไทย 58

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

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์
ถนนสาทรเหนือ 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

ปี 2022 เป็นปีที่ธนาคารกลางทั่วโลกพยายามสกัดเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงในรอบหลายสิบปี ผ่านนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเป็นอย่างมาก อย่างไรก็ดี Valuation ของตลาดหุ้นยังเทรดอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร และภาวะเงินเฟ้อสูงอย่างในปัจจุบัน

เรามองว่าสาเหตุอาจมาจากความเข้าใจผิดเกี่ยวกับเศรษฐกิจและการลงทุนในภาวะเงินเฟ้อสูง ทำให้อาจยังยึดติดกับการลงทุนรูปแบบเดิมในภาวะเงินเฟ้อต่ำ ดอกเบี้ยต่ำ ที่คุ้นชินกัน ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา เราได้รวมรวมข้อเข้าใจผิด 4 ประการ ดังนี้

ประการแรก “Recession จะทำให้ปัญหาเงินเฟ้อจบ” ซึ่งในช่วงปี 1970s ที่เกิดเหตุการณ์ภาวะเงินเฟ้อสูงครั้งใหญ่ (Great inflation) เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ถึง 4 ครั้ง และ 3 ใน 4 ครั้งนั้น เงินเฟ้อกลับมาสูงขึ้นกว่าเดิมหลังเกิด Recession เป็นหลักฐานชี้ว่า Recession เพียงอย่างเดียวไม่สามารถแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อในระยะยาวได้ ดังนั้นมุมมองที่ถึงแม้เศรษฐกิจจะหดตัวเข้าสู่ Recession แต่ก็จะช่วยแก้ปัญหาเงินเฟ้อสูงได้ และในที่สุดแล้ว Fed ก็ต้องกลับมาลดดอกเบี้ย อาจเป็นมุมมองที่ดีเกินไป

ประการที่สอง “Fed กลับมาลดดอกเบี้ยจะทำให้ตลาดหุ้นขึ้น” ซึ่งเป็นจริงแค่ช่วงเวลาสั้นๆ ถ้าปัญหาเงินเฟ้อยังไม่จบ ตลาดหุ้นจะปรับเพิ่มขึ้นได้ไม่นาน การเข้าช้อนหุ้นจากความคาดหวังที่ Fed จะกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่ให้ผลตอบแทนดีในภาวะเงินเฟ้อต่ำ ดอกเบี้ยต่ำ ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา อาจไม่ได้ผลเหมือนที่ผ่านมา

ประการที่สาม ”เงินเฟ้อสูง, EPS growth สูง จะช่วยหนุนตลาดหุ้นได้” ซึ่งเป็นจริงแค่บางส่วน โดยในช่วงที่เงินเฟ้อสูง กำไรของบริษัทจะขยายตัวในอัตราสูง แต่ถูกกลบจากการลดลงของ Valuation ตามนโยบายการเงินที่เข้มงวด ทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้จำกัด แม้กำไรจะโตสูง

ประการสุดท้าย “หุ้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าพันธบัตรในภาวะเงินเฟ้อสูง” ซึ่งเกี่ยวเนื่องกับข้อที่แล้ว โดยในภาวะเงินเฟ้อสูง EPS โตสูง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นน่าจะสูงตามเงินเฟ้อ ต่างจากพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนคงที่ หุ้นจึงน่าจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตร แต่จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น และพันธบัตร พบว่าพันธบัตรให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้น ทั้งในช่วงที่เงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นสูง และในช่วงที่ควบคุมเงินเฟ้อสำเร็จ

ในปี 2023 เรามองว่าการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับทิศทางนโยบายการเงิน ตลาดหุ้นซึ่ง Valuation ยังอยู่ในระดับที่แพง มีความเสี่ยงขาลงสูง ต่างจากพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนแน่นอนจากอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Coupon interest) และมักจะได้ผลตอบแทนเพิ่มเติมจากราคาที่มักจะปรับเพิ่มขึ้น หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ทำให้พันธบัตรมีโอกาสให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นในปี 2023

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นในปัจจุบันอาจยังไม่สะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง และภาวะเงินเฟ้อสูงที่มากพอ ทำให้มีความเสี่ยงขาลงเพิ่มเติม และอาจให้ผลตอบแทนน้อยกว่าพันธบัตรในปี 2023

- เมื่อพิจารณาเป็นรายอุตสาหกรรม เรามองว่าตลาดน่าจะเริ่มเปลี่ยนมาให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น

- หุ้นกลุ่ม Healthcare และ Tech. ซึ่งมีอัตรากำไรที่สูง และไม่ค่อยผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ น่าจะได้รับผลกระทบที่จำกัดจากประเด็นนี้

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย					●	- เรามอง Bond yield จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ในกรอบ 3.8-4.0% ในช่วงต้นปี จาก 1) เงินเฟ้อในภาคบริการที่จะยังทรงตัวสูงตามต้นทุนค่าจ้าง 2) คาดการณ์ดอกเบี้ยของตลาดที่อยู่ต่ำกว่าที่ Fed ประเมิน 3) ภาวะการเงิน (Financial Conditions) อยู่ในระดับที่ผ่านคลายเกินไป ซึ่งเป็นความเสี่ยงให้เงินเฟ้อไม่ลดลงตามคาด และ 4) ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ขยายเพดาน Yield curve control จาก 0.25% เป็น 0.50% กดดันให้ Bond yield เพิ่มสูงขึ้นทั่วโลก - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะกลับขึ้นไปที่ระดับราว 3.8-4% ในช่วงต้นปี 2023 ก่อนที่จะทยอยลดลงมาอยู่ที่ 3.5-3.8% ณ สิ้นปี 2023 ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5% ในช่วงต้นปี - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย			●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน จากมาตรการกระตุ้นการบริโภคที่รัฐบาลเตรียมออกมาเพิ่มเติมในช่วงปลายปี - อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ที่จะชะลอลง ตามตลาดสหรัฐฯและยุโรป เช่นเดียวกับการลงทุนภาครัฐในช่วงที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังทางการผ่อนปรนแนวทางการควบคุมการระบาด (Zero-Covid policy) และมีความเป็นไปได้ที่จะเปิดอย่างเต็มรูปแบบได้ในช่วงไตรมาส 2 - ได้รับการกระตุ้นจากทั้งภาคการคลังและการเงิน โดยอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ เปิดทางให้ PBoC ยังคงใช้นโยบายผ่อนคลายได้ ในขณะที่ ภาครัฐกระตุ้นการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อประเด็นการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาคอสังหาฯ เป็นระยะ - Valuation ลดลงมาถูก Fwd P/E อยู่ระดับใกล้เคียงช่วง Trade war ในปี 2018 และช่วง Covid เริ่มระบาดในปี 2020 - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Demand ลดลง กระทบต่อการส่งออก แต่อาจถูกชดเชยจากการทยอยเปิดเศรษฐกิจจีนในปี 2023 - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย			●			- อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - รัฐออกมาตรการเพื่อลดเงินเฟ้อ โดยเฉพาะราคาอาหาร โดยจำกัดการส่งออกสินค้าเกษตร ช่วยเหลือค่าแก๊สในครัวเรือน และลดภาษีนำเข้าพลังงาน และโลหะในภาคการผลิต - รัฐบาลพยายามลดการพึ่งพาการนำเข้า และให้เงินช่วยเหลือโครงการ Production Linked Incentive (PLI) มูลค่าราว 1% ของ GDP ให้บริษัทเอกชน เพื่อให้อินเดียเป็นศูนย์กลางภาคการผลิตที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value-added) สูง - เศรษฐกิจในปี 2023 มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลบวกที่ลดลงของการเปิดประเทศ และผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น จากมารตการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ ภาคส่งออกได้รับปัจจัยบวก จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - แนวโน้มใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินต่อเนื่องได้นาน จากเงินเฟ้อที่ต่ำ - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - มีความเสี่ยงด้านนโยบายการเงิน หลังนาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ หมดวาระในเดือน เม.ย. 2023 - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป			●			- มีความเสี่ยงจากการขาดแคลนพลังงาน สงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ภาคการผลิตถูกกดดันจากภาระต้นทุนที่สูงขึ้น และลดการผลิตลง - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อ โดย ECB อาจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีกสู่ระดับ 3% เป็นอย่างน้อยในปีหน้า และอาจเริ่มทำ QT ในเดือน มี.ค. 2023 - มีความเสี่ยง Recession สูงกว่าประเทศอื่น Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					- เงินเฟ้อเริ่มมีแนวโน้มลดลงอย่างเห็นได้ชัด ธนาคารกลางน่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปี 2023 - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ทั้งจากภายในประเทศและนอกประเทศ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				●		- ได้รับปัจจัยบวกจากความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession และความไม่สงบทางการเมืองระหว่างประเทศ - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - Downside ของราคามีค่อนข้างจำกัด จากระดับต้นทุนราคาขายหน้าเหมือง (All-in-sustaining costs) ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง - แนะนำให้ทยอยเข้าซื้อสะสมทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			●			- อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังค่อนข้างตึงตัว ทั้งจากการลดโควต้า ของ OPEC+ และน้ำมันจากคลังสหรัฐฯ (SPR) ที่เหลือน้อยลง ซึ่งจะจำกัดความสามารถในการแทรกแซงราคาตลาดในภายภาคหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs			●			- ความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นและการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - Mortgage rate เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO ยังอยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs			●			- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาฯ - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,610	-0.9%	-1.5%	-0.6%	-1.5%	2.2%	-2.9%	-0.8%
Philippines PCOMP	6,521	0.7%	-1.4%	1.8%	2.8%	3.7%	-8.4%	-9.0%
Indonesia JCI	6,821	-0.2%	0.3%	-3.4%	-5.1%	-3.2%	3.6%	4.1%
Singapore STI	3,259	-0.1%	-0.6%	0.3%	-0.1%	4.5%	4.3%	5.6%
Malaysia KLCI	1,460	-0.7%	-1.6%	0.8%	0.9%	0.1%	-6.9%	-2.2%

Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	19,160	-1.3%	-2.6%	8.5%	3.9%	-11.1%	-18.1%	-16.6%
China H HSCEI	6,500	-2.0%	-3.0%	8.3%	3.7%	-13.9%	-21.1%	-20.2%
MSCI China	62	-1.9%	-3.7%	8.2%	2.9%	-14.9%	-26.0%	-24.6%
China CSI300	3,831	-1.6%	-3.1%	1.6%	-1.9%	-11.4%	-22.5%	-22.0%
Taiwan TWSE	14,234	-1.8%	-3.4%	-1.5%	-1.3%	-9.5%	-21.9%	-20.0%
Korea KOSPI	2,329	-0.8%	-2.9%	-3.7%	-0.8%	-3.3%	-21.8%	-21.7%
MSCI Korea	703	-0.9%	-2.9%	-3.7%	0.2%	-3.4%	-22.9%	-22.8%
India SENSEX	61,037	-0.2%	-2.6%	-0.2%	2.7%	16.2%	4.8%	8.4%
MSCI India	2,107	-0.1%	-1.4%	1.3%	2.0%	16.5%	3.4%	7.2%

Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,115	-1.5%	-1.9%	-0.3%	6.2%	9.1%	-4.4%	-3.3%
Japan TOPIX	1,893	-1.5%	-4.3%	-4.0%	-1.4%	2.0%	-5.0%	-3.9%
Japan Nikkei 225	26,388	-2.5%	-6.3%	-5.6%	-3.4%	0.5%	-8.3%	-7.5%
Europe STOXX600	427	-0.4%	-3.6%	-1.5%	4.8%	4.4%	-12.5%	-10.0%
Euro STOXX50	3,827	-0.2%	-3.7%	-2.1%	9.6%	9.5%	-11.0%	-8.3%
US Dow Jones	32,850	0.3%	-3.7%	-2.5%	8.8%	7.6%	-9.6%	-7.4%
US S&P500	3,822	0.1%	-4.9%	-3.2%	0.8%	1.5%	-19.8%	-17.8%
MSCI US REITs	1,140	-0.3%	-5.9%	-3.9%	-2.9%	-5.3%	-27.7%	-25.0%
J-REITs	1,874	-5.3%	-3.7%	-4.7%	-6.8%	-2.2%	-9.3%	-8.1%

Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,388	0.1%	-1.4%	0.2%	2.1%	3.3%	0.1%	1.2%
Germany DAX	13,975	-0.4%	-3.4%	-2.8%	9.5%	5.1%	-12.0%	-9.5%
France CAC 40	6,491	-0.4%	-3.6%	-2.2%	7.6%	8.8%	-9.3%	-6.8%
Switzerland SMI	10,725	-1.1%	-3.9%	-3.2%	2.8%	2.3%	-16.7%	-15.4%
Portugal PSI 20	5,724	0.6%	-1.1%	-0.7%	-1.0%	-3.8%	2.8%	5.0%
Spain IBEX 35	8,218	0.6%	-1.7%	0.4%	4.4%	-0.2%	-5.7%	-2.0%
Italy FTSE MIB	23,807	0.1%	-3.1%	-2.3%	8.0%	7.8%	-12.9%	-10.7%

Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	106,864	2.0%	3.2%	-2.6%	-4.5%	7.2%	1.9%	1.3%
Chile IPSA	5,288	1.6%	1.2%	-0.5%	-1.5%	4.0%	22.7%	27.7%
Mexico MEXBO	50,139	0.4%	-0.4%	-2.8%	6.7%	4.2%	-5.9%	-3.7%

Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	501	-1.2%	-3.6%	3.0%	3.5%	-5.3%	-20.4%	-18.5%
MSCI Latin America	2,131	2.9%	2.1%	-2.3%	-2.3%	1.3%	0.0%	2.7%
MSCI All Country World	603	0.2%	-4.0%	-1.4%	2.9%	0.9%	-20.1%	-18.1%

Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	76.27	1.2%	-1.3%	-4.3%	-8.0%	-31.1%	1.4%	7.2%
Brent Spot	80.14	0.2%	-3.1%	-8.4%	-10.8%	-30.1%	3.0%	8.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.87	-0.71	-1.55	-3.85	-3.02	-0.13	1.30	1.01
Gold Spot	1814.88	1.6%	0.4%	4.5%	9.0%	-1.2%	-0.8%	1.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2924.78	0.1%	0.2%	-0.0%	-4.7%	-10.6%	-3.9%	-4.0%
Bloomberg Agri Subindex	67.55	1.3%	0.8%	0.4%	-3.7%	-7.6%	11.1%	11.6%

Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	303.16	-0.2%	-0.2%	2.6%	3.1%	4.6%	-4.0%	-3.8%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.33	-0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	1.3%	-0.0%	0.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	307.47	-0.1%	0.1%	2.0%	2.6%	4.1%	-0.2%	-0.4%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	403.91	-0.5%	-0.9%	2.2%	3.6%	4.9%	-1.7%	-1.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	260.74	-0.2%	-0.1%	1.5%	2.1%	3.2%	-0.3%	-0.5%

Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.41	-0	-4	3	26	31	90	90
2Y	1.65	2	-4	-11	-3	-10	99	100
5Y	1.96	1	-11	-40	-42	-61	68	76
10Y	2.65	4	3	-11	-33	-35	75	79
Spread 10Y-2Y	100	2	8	-0	-29	-25	-24	-21

Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.69	10	21	-14	16	41	218	222
Japan 10Y	0.48	15	23	23	22	24	41	43
UK 10Y	3.61	9	29	42	30	95	264	273
German 10Y	2.31	10	37	32	42	54	249	262
Spain 10Y	3.40	11	42	40	37	55	283	295
Italy 10Y	4.43	9	57	49	30	74	326	343

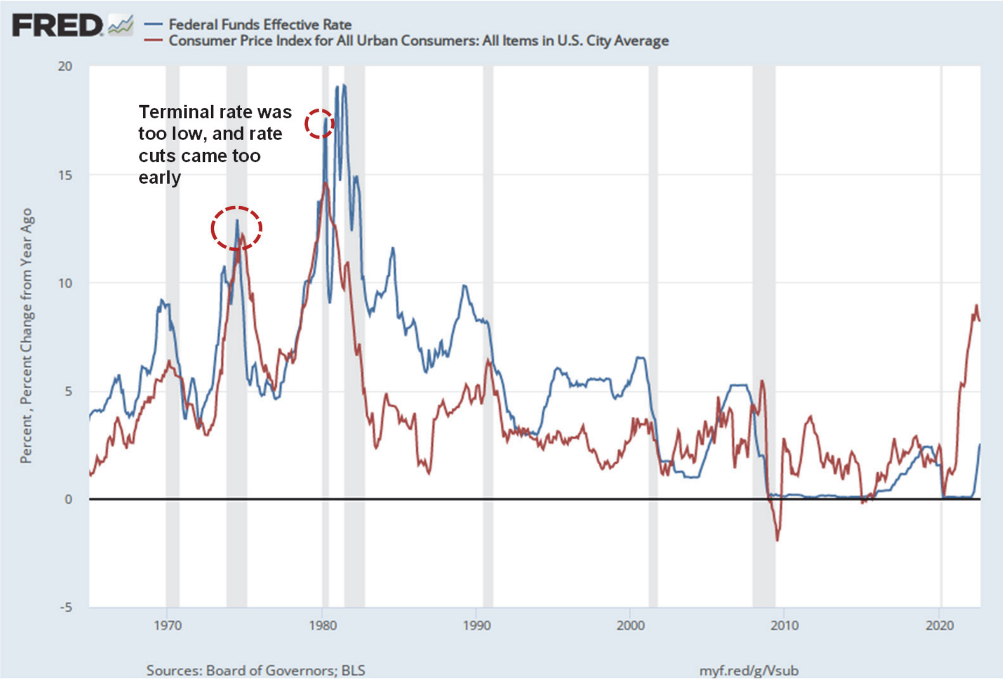
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	21.11	-0.4	-0.0	-1.3	-6.9	-9.1	3.9	0.1
Dollar index	103.91	-0.7%	0.1%	-3.6%	-6.1%	-0.5%	8.6%	7.7%
USD/THB	34.72	-0.5%	0.6%	-4.4%	-6.6%	-1.8%	4.5%	2.9%
EUR/USD	1.06	-0.1%	-0.2%	3.9%	7.7%	0.9%	-6.5%	-5.7%
GBP/USD	1.21	-0.3%	-2.2%	3.0%	7.4%	-1.0%	-10.2%	-8.3%
USD/JPY	131.65	-4.1%	-2.5%	-7.4%	-8.8%	-3.5%	14.4%	15.3%
USD/CNY	6.97	-0.3%	0.3%	-2.7%	-1.2%	4.2%	9.6%	9.4%
USD/CNH	6.97	-0.3%	0.4%	-2.9%	-1.2%	4.3%	9.7%	9.4%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 12/21/2022

SPECIAL ISSUE

4 ความเข้าใจผิดในภาวะเงินเฟ้อสูง

แผนภาพที่ 1: ในช่วงปี 1970 เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ถึง 4 ครั้ง และ 3 ใน 4 ครั้งนั้น เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นสูงกว่าเดิมหลังเกิด Recession



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

อัตราเงินเฟ้อในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา ปรับเพิ่มขึ้นเร็วสู่ระดับสูงถึง 9% นับเป็นการเพิ่มขึ้นมากสุดในรอบ 40 ปี ซึ่งส่งผลให้มีความพยายามสกัดเงินเฟ้อ ผ่านนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเป็นอย่างมาก กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมจึงเปลี่ยนไปจากภาวะเงินเฟ้อต่ำ ดอกเบี้ยต่ำ ที่เราคุ้นชิน ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา เราได้รวมรวมข้อเข้าใจผิดที่อาจทำให้เรายังยึดติดกับการลงทุนแบบเดิมอยู่ 4 ประการ ดังนี้

ประการแรก "Recession จะทำให้ปัญหาเงินเฟ้อจบ" จริงอยู่ที่ Recession หรือภาวะเศรษฐกิจถดถอย ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจลดลง ซึ่งรวมถึงความต้องการสินค้า และราคาสินค้าลดลงด้วย แต่ในช่วงปี 1970s ที่เกิดเหตุการณ์ภาวะเงินเฟ้อสูงครั้งใหญ่ (Great inflation) เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ถึง 4 ครั้ง และ 3 ใน 4 ครั้งนั้น เงินเฟ้อกลับมาสูงขึ้นกว่าเดิมหลังเกิด Recession เป็นหลักฐานชี้ว่า Recession เพียงอย่างเดียวไม่สามารถแก้ไปปัญหาเงินเฟ้อได้ในระยะยาว

แผนภาพที่ 2: Real GDP ในช่วงปี 1970s หดตัวมากถึง 2-3%

Tightening period		Fed Funds Rate Begin	End	Chg.	Pace (bps/mo.)	Nominal neutral rate**	Avg. CPI (%YoY)	Real GDP drop	Recession length (months)
30-Sep-65	**30-Nov-66**	**4.01**	**5.76**	**175**	**12**	**8.50**	**2.65**	**Soft landing**	**0**
31-Jul-67	31-Aug-69	3.79	9.19	540	21	7.12	4.20	-0.60%	11
29-Feb-72	31-Jul-74	3.29	12.92	963	33	11.85	6.00	-2.70%	16
31-Jan-77	30-Apr-80	4.61	17.61	1,300	33	16.54	8.99	-2.20%	6
31-Jul-80	31-Jan-81	9.03	19.08	1,005	164	14.13	12.68	-2.10%	16
28-Feb-83	**31-Aug-84**	**8.51**	**11.64**	**313**	**17**	**9.10**	**3.66**	**Soft landing**	**0**
31-Mar-88	30-Apr-89	6.58	9.84	326	25	7.82	4.29	-1.40%	8
31-Dec-93	**30-Apr-95**	**2.96**	**6.05**	**309**	**19**	**6.00**	**2.65**	**Soft landing**	**0**
31-Jan-99	31-Jul-00	4.63	6.54	191	10	6.00	2.60	-0.10%	8
30-Jun-04	31-Jul-06	1.03	5.24	421	17	5.85	3.41	-3.80%	18
31-Oct-15	31-Jan-19	0.12	2.40	228	6	2.57	1.88	-10.10%	2
31-Mar-22	1-Feb-23*	0.12	5.13	500	50	3.30	6.00	?	?

*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU), * according to Fed Funds futures, ** Fed estimate of real neutral rate + CPI inflation*

สาเหตุหลักที่ทำให้เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงทศวรรษที่ 1970 นั้นเกิดจากนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเกินไป โดย Fed ในสมัยของนาย Arthur Burns และนาย William Miller มีการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายไปแค่เพียงเท่ากับหรือสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อเพียงเล็กน้อยเท่านั้น และกลับมาลดดอกเบี้ยในทันทีที่เศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง ซึ่งทำให้ตลอดช่วงปี 1970-79 ดอกเบี้ย Fed funds rate นั้นอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับดอกเบี้ยปกติที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) อย่างต่อเนื่อง ซึ่งเปรียบเสมือนการที่ Fed ยังกระตุ้นเศรษฐกิจให้เติบโตร้อนแรงเกินกว่าความสามารถในการผลิตและส่งผลให้เงินเฟ้อกลับมาสูงอย่างต่อเนื่องนั่นเอง

ปัญหาเงินเฟ้อในช่วงนั้นกลับมาจบลงได้ในช่วงกลางทศวรรษที่ 1980 หลังจากที่นาย Paul Volcker ในเดือน ส.ค. 1979 และปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสูงสุดถึง 20% และคงดอกเบี้ยในระดับที่สูงกว่าระดับปกติ (Neutral rate) อย่างต่อเนื่องถึงแม้เศรษฐกิจจะเผชิญกับภาวะถดถอยถึงสองครั้งในช่วง 3 ปีแรกหลังจากที่เข้ารับตำแหน่งก็ตาม และถึงแม้นาย Volcker จะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมาก แต่เขาก็ต้องใช้เวลานานถึง 4 ปีในการดึงให้เงินเฟ้อลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 3%

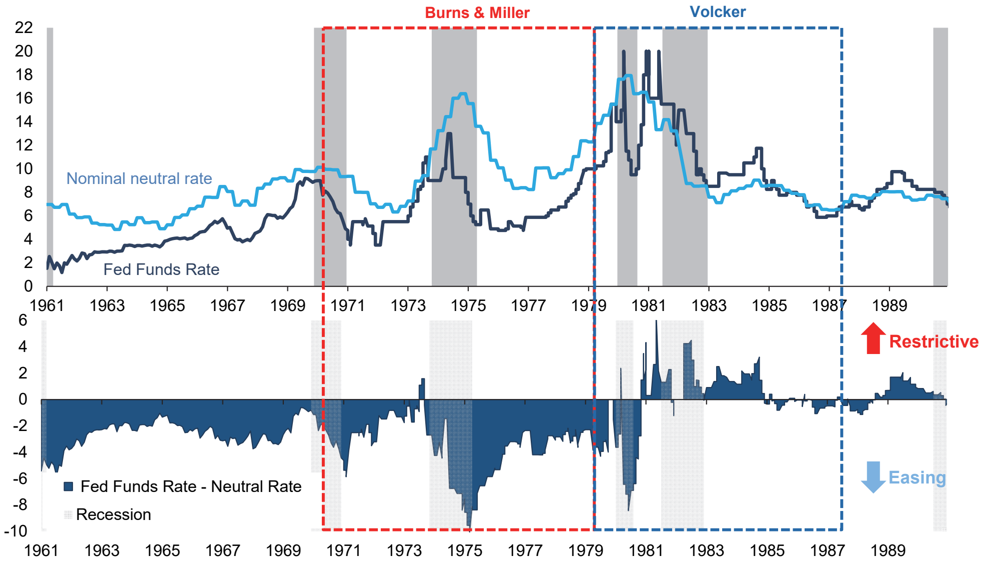
ดังนั้นโดยสรุป ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) นั้นช่วยทำให้เงินเฟ้อกลับมาลดลงได้แค่เพียงในระยะสั้น การจะแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อให้สำเร็จได้อย่างยั่งยืนนั้น Fed ต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่องควบคู่ไปด้วย ซึ่งหมายความว่าในปี 2023 แม้เราจะมีโอกาสเห็น Recession ในช่วงกลางปี แต่ Fed ก็จะยังไม่สามารถกลับมาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้นั่นเอง

แผนภาพที่ 3: การเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยของประธาน Volcker ช่วยแก้ปัญหาเงินเฟ้อ และเป็นบวกกับตลาดหุ้นในระยะยาว

	Burns & Miller play catch up	Volcker takes control
Fed chair periods	Feb 1970 - Aug 1979	Aug 1979 – Aug 1987
Monetary policy	• Burns reacted slowly to inflation; hiked rates from 3% to 13% but promptly cut to below 5% as soon as recession started • Fed Funds Rate remained below neutral throughout the period	• Volcker raised rates aggressively to 19% • Fed Funds Rate was kept above neutral even during recessions
Inflation	• Inflation initially fell as Fed raised rates and economy slowed, but came back higher every time Fed cut rate • Headline CPI rose from 5% in 1970 to 15% in 1980	• It took 6 years for headline CPI to fall under 2.5%, even under the most hawkish policy settings
Asset performance	• Higher inflation, higher rates, lower stock valuations (trailing PER fell from 18x to 8x) • S&P500 was flat for a decade, despite strong, inflation-driven EPS growth • Real assets, e.g. oil and gold, outperformed	• EPS remained essentially flat during 1980-87 as aggressive rate hikes caused double-dip recessions • PER remained depressed at 8-12x range until 1985, and started to recover only after inflation came under control • Bonds initially outperformed stocks during Volcker's aggressive tightening period (1979-84)

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

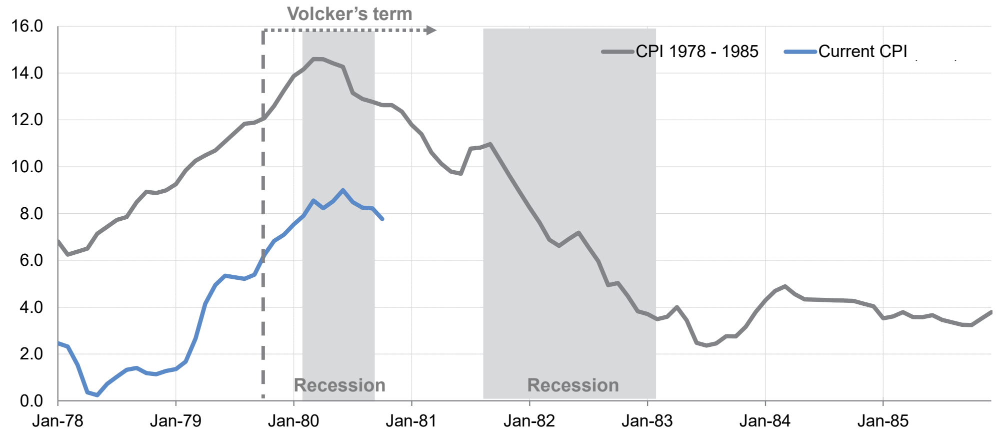
แผนภาพที่ 4: ประธาน Volcker เร่งปรับขึ้นดอกเบี้ย และคงดอกเบี้ยสูงกว่า Neutral rate แม้จะเกิด Recession



*Estimated Nominal Neutral Rate calculated by using terminal expected Fed funds rate (for data 3Q20-2Q22), using natural rate of interest (r-star) from NY Fed and Richmond Fed plus 3-year inflation expectation from Cleveland Fed (for data between 1982 and 2Q20) and r-star plus CPI (for data prior to 1982)

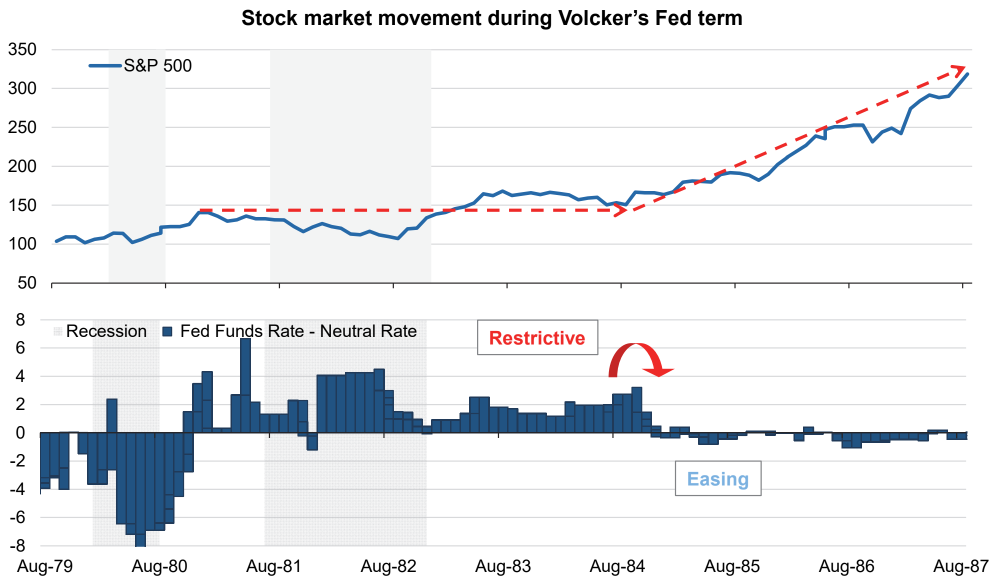
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserve, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: ถึงแม้นาย Volcker จะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด แต่ยังต้องใช้เวลานานถึง 4 ปี และเกิด Recession ถึง 2 รอบ ถึงจะกดเงินเฟ้อลงมาต่ำกว่า 3% ได้สำเร็จ



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

แผนภาพที่ 6: ตลาดหุ้นกลับมาเพิ่มขึ้นในปี 1985 หลังเงินเฟ้อลดลงต่ำกว่า 3% และ Fed ลดดอกเบี้ยกลับสู่สภาวะผ่อนคลาย (Easing)



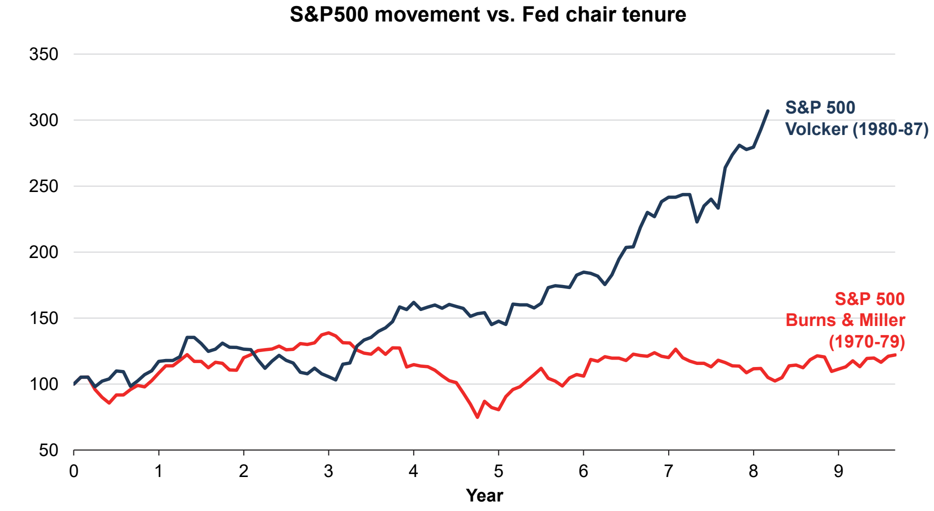
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ข้อเข้าใจผิดประการที่สอง "Fed กลับมาลดดอกเบี้ยจะทำให้ตลาดหุ้นขึ้น" ซึ่งเป็นจริงแค่ช่วงเวลาสั้นๆ ถ้าปัญหาเงินเฟ้อยังไม่จบ ตลาดหุ้นจะปรับเพิ่มขึ้นได้ไม่นาน ยกตัวอย่างช่วงปี 1970-79 สมัยนาย Burns และ Miller เป็นประธาน Fed มีการปรับลดดอกเบี้ยลงในช่วงปีที่ 2 และปีที่ 5 ทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น แต่พอเงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้น Fed ก็ต้องกลับมาขึ้นดอกเบี้ย ทำให้ตลาดหุ้นกลับมาลดลงต่อ และเคลื่อนไหวทรงตัวตลอดระยะเวลา 10 ปีนั้น โดยตลาดหุ้นเริ่มฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องได้ในปี 1983 หรือช่วงปีที่ 4 หลังนาย Volcker เป็นประธาน Fed ซึ่งเป็นช่วงที่เงินเฟ้อลดลงแรงต่ำกว่า 3% จนมั่นใจได้แล้วว่าสามารถควบคุมเงินเฟ้อได้สำเร็จ

นอกจากนี้ Valuation ของตลาดหุ้นยังถูกกดดันจากนโยบายการเงินที่เข้มงวด โดยค่า Trailing P/E ของดัชนี S&P500 มีการปรับเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาสั้นๆที่ Fed ปรับลดดอกเบี้ย แต่ยังเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบที่ต่ำ 7-14 เท่า ก่อนจะกลับมาเทรดในกรอบที่สูงขึ้นตามเดิมที่ 14-20 เท่า ในปี 1985 ที่เงินเฟ้อลดต่ำกว่า 3%

การเคลื่อนไหวดังกล่าว ชี้ว่าการลดดอกเบี้ยในขณะที่ปัญหาเงินเฟ้อยังไม่จบ ไม่เพียงพอที่จะทำให้ตลาดหุ้นปรับเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่อง การเข้าช้อนหุ้นจากความคาดหวังที่ Fed จะกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่ให้ผลตอบแทนดีในภาวะเงินเฟ้อต่ำดอกเบี้ยต่ำ ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา อาจไม่ได้ผลเหมือนที่ผ่านมา

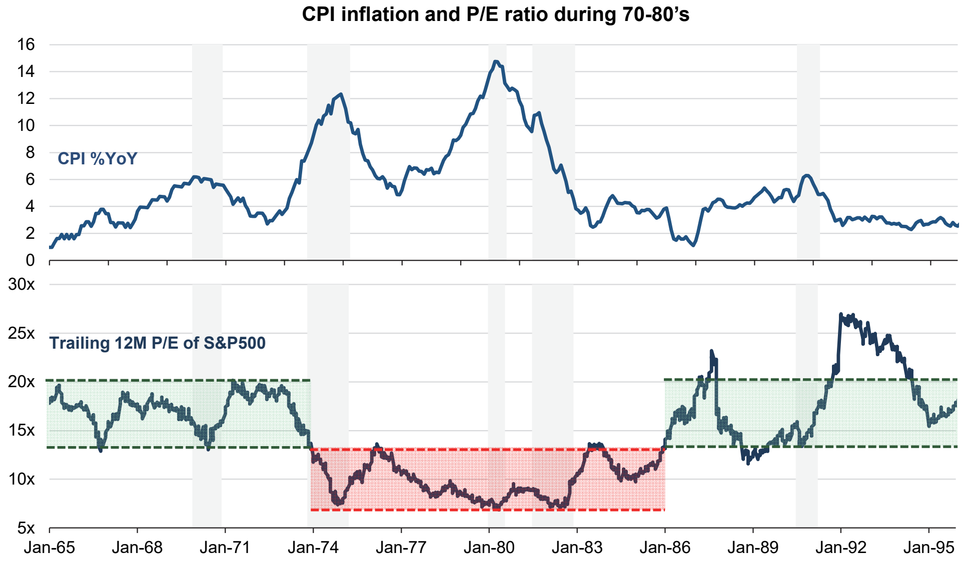
แผนภาพที่ 7: การลดดอกเบี้ยในขณะที่ปัญหาเงินเฟ้อยังไม่จบ ในช่วงปี 1970-79 ทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นเพียงระยะสั้น



Burns served as the chairman of the Fed from Feb 1970 – Jan 1978, Miller from Mar 1978 – Aug 1979 and Volcker from Aug 1979 – Aug 1987

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

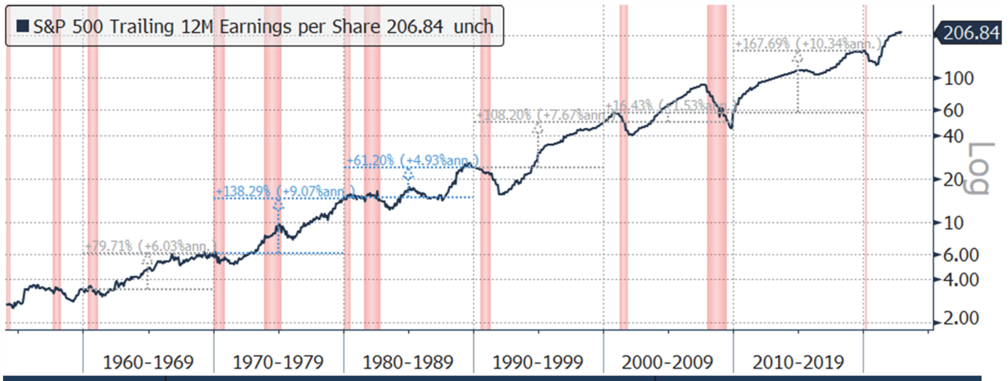
แผนภาพที่ 8: Valuation ของตลาดหุ้นทรงตัวในกรอบที่ต่ำ 7-14 เท่า ตลอดช่วงที่มีปัญหาเงินเฟ้อ ก่อนจะกลับมาเทรดในกรอบที่สูงขึ้นตามเดิมในปี 1985 ที่เงินเฟ้อลดลงมาต่ำกว่า 3%



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

ข้อเข้าใจผิดประการที่สาม "เงินเฟ้อสูง, EPS growth สูง จะช่วยหนุนตลาดหุ้นได้" ซึ่งเป็นจริงแค่บางส่วน โดยในช่วงที่เงินเฟ้อสูง ราคาสินค้ามักจะถูกปรับขึ้นเร็วกว่าต้นทุน ทำให้กำไรของบริษัทขยายตัวในอัตราสูง โดยในระหว่างปี 1970-1979 กำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 โตถึง 9% ต่อปี แต่ตลาดหุ้นกลับเคลื่อนไหวทรงตัว ปรับเพิ่มขึ้นเพียง 2% ต่อปี โดยสาเหตุมาจาก Valuation ที่ลดลงถึง -7% ต่อปี ซึ่งสะท้อนภาพปัญหาเงินเฟ้อที่ยังไม่จบ Fed ยังต้องปรับขึ้นดอกเบี้ย กดดัน Valuation ของตลาดหุ้น ทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้จำกัด ถึงแม้กำไรจะโตสูง

แผนภาพที่ 9: ตลาดหุ้นในช่วงปี 1970-1979 ฟื้นตัวขึ้นได้จำกัด ถึงแม้กำไรจะโตสูง จากการปรับขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งกดดัน Valuation ของตลาดหุ้น



	S&P500 Annual Return	P/E changes	EPS growth	Average CPI Inflation	Average Fed Funds Rate
1960-1969	4.4%	-1.6%	6.0%	2.3%	4.2%
1970-1979	**1.6%**	**-7.5%**	**9.1%**	**7.1%**	**7.1%**
1980-1989	**12.6%**	**7.7%**	**4.9%**	**5.6%**	**10.0%**
1990-1999	15.3%	7.6%	7.7%	3.0%	5.1%
2000-2009	-2.7%	-4.3%	1.5%	2.6%	3.0%
2010-2019	11.2%	0.9%	10.3%	1.8%	0.6%

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

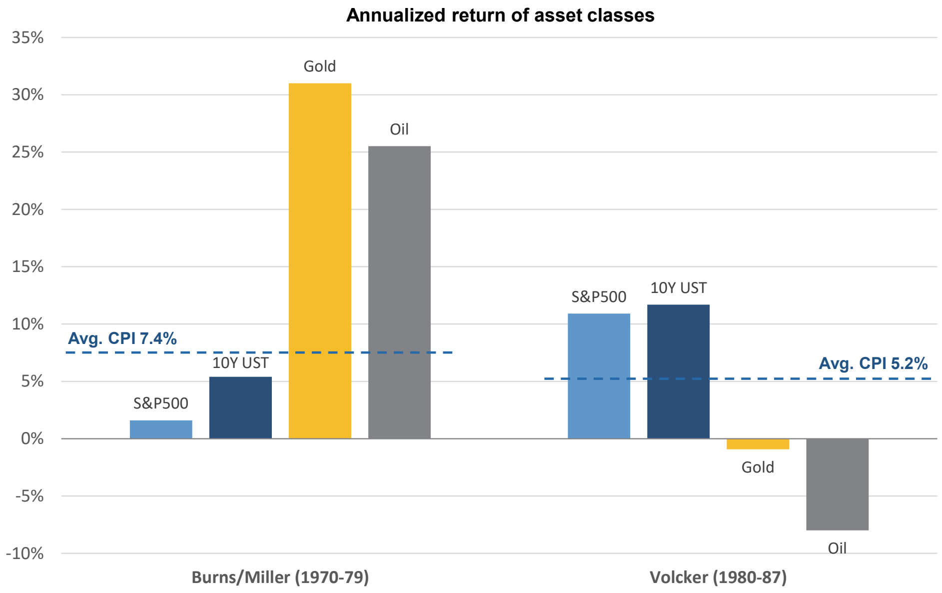
ข้อเข้าใจผิดสุดท้าย "หุ้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าพันธบัตรในภาวะเงินเฟ้อสูง" ซึ่งเกี่ยวเนื่องกับข้อที่แล้ว โดยในภาวะเงินเฟ้อสูง EPS โตสูง ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นน่าจะสูงตามเงินเฟ้อ ต่างจากพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนคงที่ ไม่ผันแปรตามเงินเฟ้อ หุ้นจึงน่าจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตร

อย่างไรก็ดี จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น และพันธบัตร พบว่าพันธบัตรให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้น ทั้งในช่วงที่เงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นสูง และในช่วงที่ควบคุมเงินเฟ้อสำเร็จ

โดยในช่วงที่เงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นสูง อย่างในสมัยประธาน Burns & Millers (1970-79) สินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุด คือ สินทรัพย์ที่จับต้องได้ (Real assets) ได้แก่ ทองคำ และน้ำมัน ที่ราคาปรับเพิ่มขึ้นถึง 30% และ 25% ตามลำดับ สามารถเอาชนะเงินเฟ้อที่เฉลี่ย 7% และให้ผลตอบแทนที่แท้จริง (Real returns) เป็นบวกได้ ในขณะที่ หุ้นและพันธบัตร ซึ่งเป็นสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial assets) ให้ Real returns ติดลบทั้งคู่ แต่พันธบัตรก็ยังให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นในช่วงนั้น

ในทางกลับกัน ในช่วงที่คุมเงินเฟ้อสำเร็จ อย่างในสมัยประธาน Volcker (1980-87) สินทรัพย์ทางการเงิน ทั้งหุ้นและพันธบัตรกลับมาให้ Real returns เป็นบวก โดยพันธบัตรยังให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นเล็กน้อย ในขณะที่ราคาทองคำค่อนข้างทรงตัว ส่วนราคาน้ำมันปรับลดลงแรง หุ้นจึงไม่ใช่สินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าสินทรัพย์อื่นในภาวะเงินเฟ้อสูง

แผนภาพที่ 10: พันธบัตรให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้น ทั้งในช่วงที่เงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นสูง และในช่วงที่ควบคุมเงินเฟ้อสำเร็จ



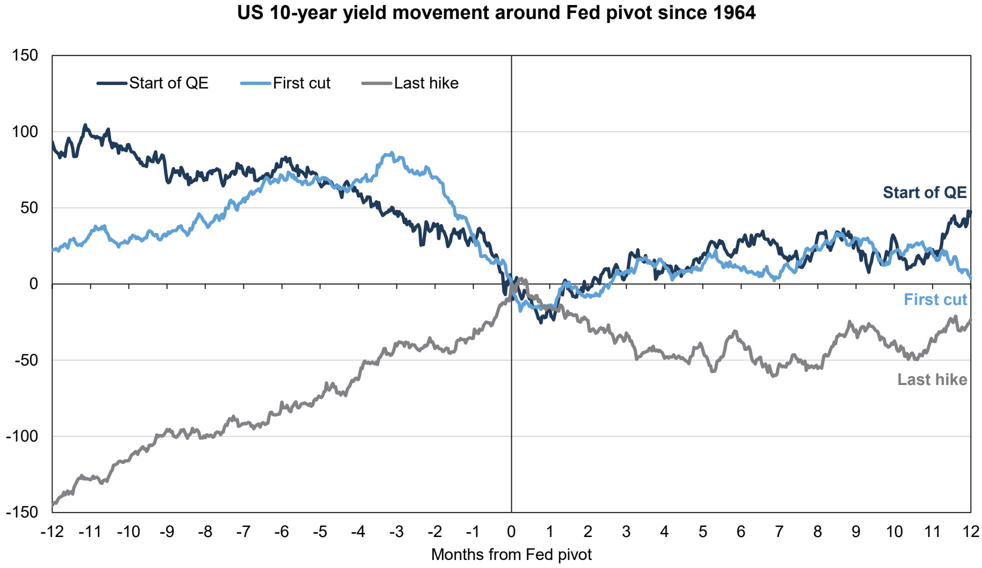
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในปี 2023 เรามองว่าการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับทิศทางนโยบายการเงิน โดยเฉพาะในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งอัตราเงินเฟ้อน่าจะลดลงสู่ระดับ 4% จากปัจจุบันที่ 7% ในขณะที่เศรษฐกิจน่าจะชะลอตัวลงอย่างชัดเจน ซึ่งจะเป็นช่วงวัดใจว่า Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยลงหรือไม่

ถ้าลดดอกเบี้ย ก็มีความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้นอีกในระยะยาว Real assets น่าจะให้ผลตอบที่เป็นบวก สูงกว่า Financial assets คล้ายในสมัย Burns & Miller แต่ถ้าไม่ลดดอกเบี้ย Real assets อาจให้ผลตอบแทนติดลบ ตรงกันข้ามกับ Financial assets ที่ยังให้ผลตอบแทนเป็นบวก คล้ายสมัย Volcker ดังนั้น การลงทุนใน Financial asset จึงน่าจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่าสำหรับปี 2023

และหากเปรียบเทียบระหว่าง หุ้นกับพันธบัตร หุ้นในปัจจุบันมี Valuation ที่แพง และดูจะยังไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจ ต่างจากพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนแน่นอนจากอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Coupon interest) และมักจะได้ผลตอบแทนเพิ่มเติมจากราคาที่มักจะปรับเพิ่มขึ้น หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ทำให้พันธบัตรมีโอกาสให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นในปี 2023

แผนภาพที่ 11: Bond yield มักจะปรับลดลง 50bps ช่วง 3 เดือน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งคิดเป็นการเพิ่มขึ้นของราคาพันธบัตร 3-4%



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

ตลาดหุ้น

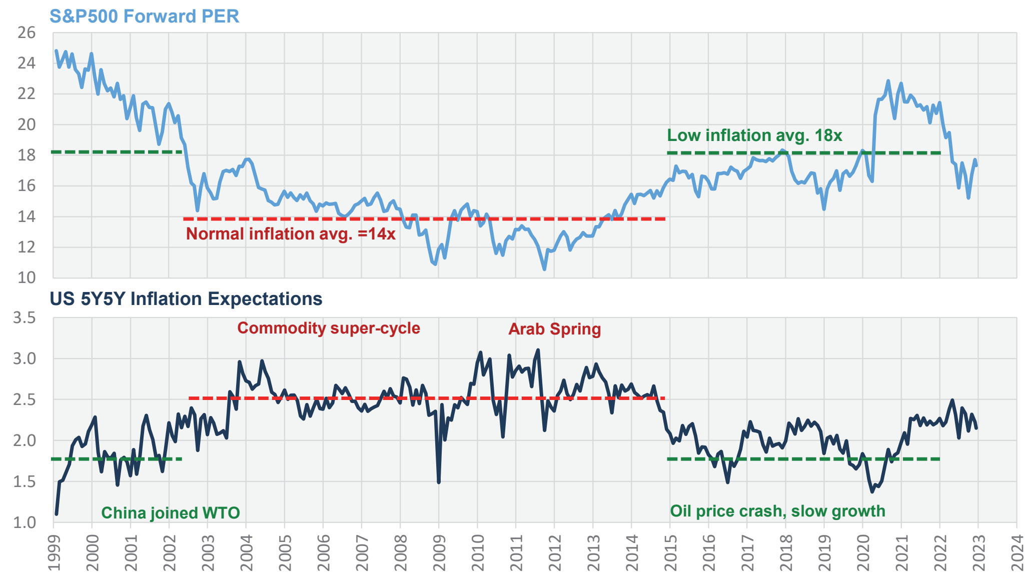
เรามองว่าตลาดหุ้นในระดับปัจจุบัน ยังไม่สะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจ และภาวะเงินเฟ้อสูงในปัจจุบันที่มากพอ ซึ่งสาเหตุอาจมาจากความเข้าใจผิดเกี่ยวกับเศรษฐกิจและการลงทุนในภาวะเงินเฟ้อสูงอยู่ ทำให้ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงขาลงเพิ่มเติม และอาจให้ผลตอบแทนน้อยกว่าพันธบัตรในปี 2023 เมื่อพิจารณาเป็นรายอุตสาหกรรม เรามองว่าตลาดน่าจะเริ่มเปลี่ยนมาให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น แทนการเติบโตของกำไรเพียงอย่างเดียว เรามองว่าหุ้นกลุ่ม Healthcare และ Tech. ซึ่งมีอัตรากำไรที่สูง และไม่ค่อยผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ น่าจะได้รับผลกระทบที่จำกัดจากประเด็นนี้ และอาจ Outperform กลุ่มอื่นได้ในปี 2023

Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับสูง ไม่สอดคล้องกับสภาวะเศรษฐกิจ

Valuation ของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมา เทรดอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อยู่ที่ระดับ 16-18 เท่า ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร และภาวะเงินเฟ้อสูงในปัจจุบัน ซึ่งน่าจะกดดันให้ลงไปเทรดที่ระดับราว 14-15 เท่า

เรามองว่าสาเหตุที่ตลาดหุ้นเทรดในระดับสูง อาจมาจากมุมมองว่า ในระยะข้างหน้าที่ถึงแม้เศรษฐกิจจะหดตัวเข้าสู่ Recession แต่ก็จะช่วยแก้ปัญหาเงินเฟ้อสูงได้ และในที่สุดแล้ว Fed ก็จะกลับมาลดดอกเบี้ย กระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้ตลาดหุ้นยังเทรดใน Valuation ที่สูงอยู่ แต่เราคิดว่าโอกาสที่จะเป็นเช่นนั้นน้อย และตลาดอาจยังมีความเข้าใจผิดเกี่ยวกับเศรษฐกิจและการลงทุนในภาวะเงินเฟ้อสูงอยู่ (รายละเอียดใน Special issue) ทำให้ระดับ Valuation ที่เทรดในปัจจุบัน น่าจะสะท้อนมุมมองของตลาดต่อแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีเกินไป และอาจปรับลดลงมาเทรดที่ระดับต่ำลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 12: P/E ของ S&P500 เทรดอยู่ในระดับสูงที่ 17 เท่า



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

Profit margin ของบริษัทอาจถูกกระทบจากเงินออมสะสมที่กำลังจะหมดลงในครึ่งหลังของปี 2023

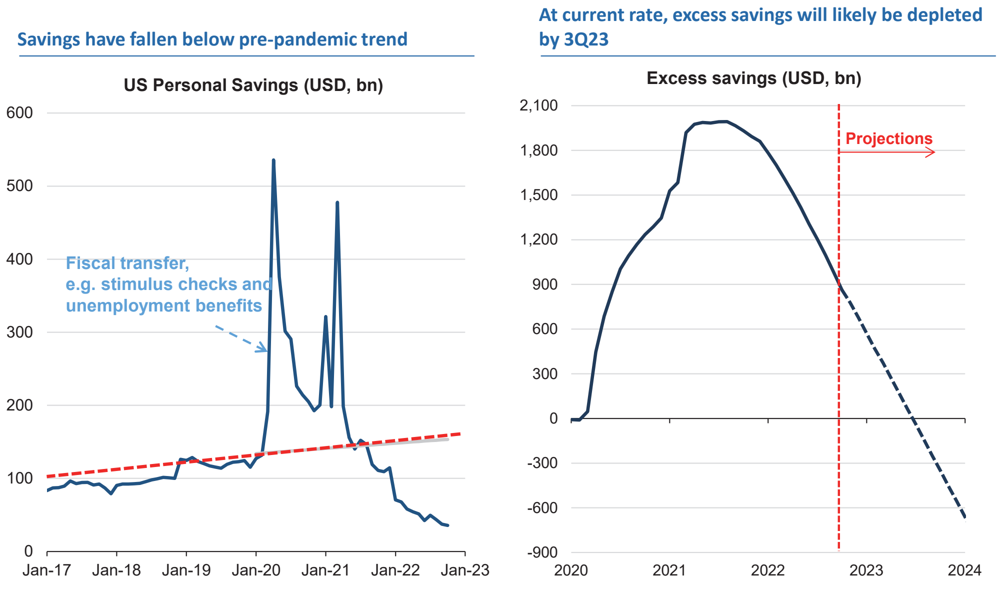
ในช่วงที่มีการระบาดของ COVID รัฐบาลสหรัฐฯ ประกาศปิดเมือง เพื่อควบคุมการระบาด พร้อมกับออกมาตรการช่วยเหลือแจกเงินให้เปล่ากับประชาชน รวมถึงจ่ายเงินชดเชยเพิ่มเติมให้แก่ผู้ว่างงานเป็นจำนวนมาก ทำให้เงินออมส่วนเกิน (Excess savings) มีมูลค่ารวมสูงถึง 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2021 ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนถึงเกือบ 10% ของ GDP

เงินออมส่วนเกินดังกล่าวได้กลายมาเป็นแหล่งเงินทุนที่สนับสนุนการใช้จ่ายของประชาชนในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ซึ่งถึงแม้จะอยู่ในภาวะเงินเฟ้อสูง ราคาสินค้าเพิ่มขึ้นเร็วกว่ารายได้ แต่เงินออมที่มากกว่าปกติ ทำให้กำลังซื้อของประชาชนไม่ถูกกระทบมากนัก ผู้ประกอบการสามารถปรับขึ้นราคาขายสินค้าเร็วกว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้นและทำให้กำไรบริษัทยังโตได้ในอัตราสูง

อย่างไรก็ดี เงินออมส่วนเกินนั้น เริ่มลดลงในช่วงต้นปี 2022 ที่ผ่านมา และมีแนวโน้มที่จะหมดลงในช่วงไตรมาส 3 ปี 2023 ทำให้เศรษฐกิจในปี 2023 อาจเริ่มถูกฉุดจากภาคการบริโภค ซึ่งมีสัดส่วนมากถึง 70% ของ GDP ผู้ประกอบการอาจส่งผ่านต้นทุนที่สูงไปยังผู้บริโภคได้ยากขึ้น บริษัทที่มีอัตรากำไร (Profit margin) ต่ำ และไม่ค่อยมีอำนาจในการกำหนดราคาสินค้า (Pricing Power) ก็อาจได้รับผลกระทบที่รุนแรง

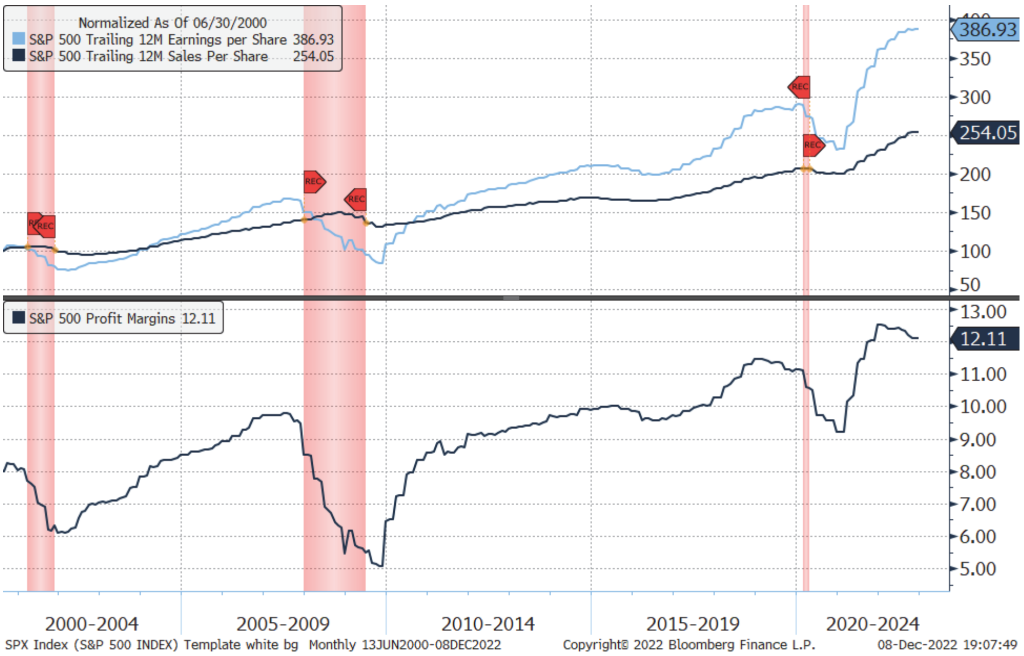
ในปี 2023 เรามองว่าตลาดน่าจะเริ่มเปลี่ยนมาให้ความสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น แทนการเติบโตของกำไรเพียงอย่างเดียว โดยเมื่อพิจารณาเป็นรายอุตสาหกรรม พบว่ามีหุ้น 2 กลุ่มที่มีอัตรากำไรที่สูง และไม่ค่อยผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ได้แก่ หุ้นกลุ่ม Healthcare ประกอบด้วยบริษัทผลิตและจัดจำหน่ายยา (Pharmaceutical) บริษัทพัฒนาเทคโนโลยีชีวภาพ (Biotechnology) และบริษัทธุรกิจชีววิทยาศาสตร์ (Life Sciences) ซึ่งมีอัตรากำไร (Gross margin) สูงถึง 70% ตามด้วยกลุ่ม Tech. ประกอบด้วยบริษัทพัฒนาซอฟต์แวร์/บริการด้านซอฟต์แวร์ (Software & Services) และบริษัทผลิตสารกึ่งตัวนำ (Semiconductors & Semiconductor Equipment) ที่อัตรากำไรสูงกว่า 50% ทำให้หุ้นกลุ่ม Healthcare และ Tech. น่าจะได้รับผลกระทบที่จำกัดจากประเด็นนี้ และน่าจะ Outperform กลุ่มอื่นได้ในปี 2023

แผนภาพที่ 13: ผลของมาตรการรัฐ ช่วยลดภาระค่าใช้จ่ายของประชาชนในภาวะเงินเฟ้อสูงในช่วงที่ผ่านมา แต่เงินสะสมนั้นกำลังจะหมดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2023



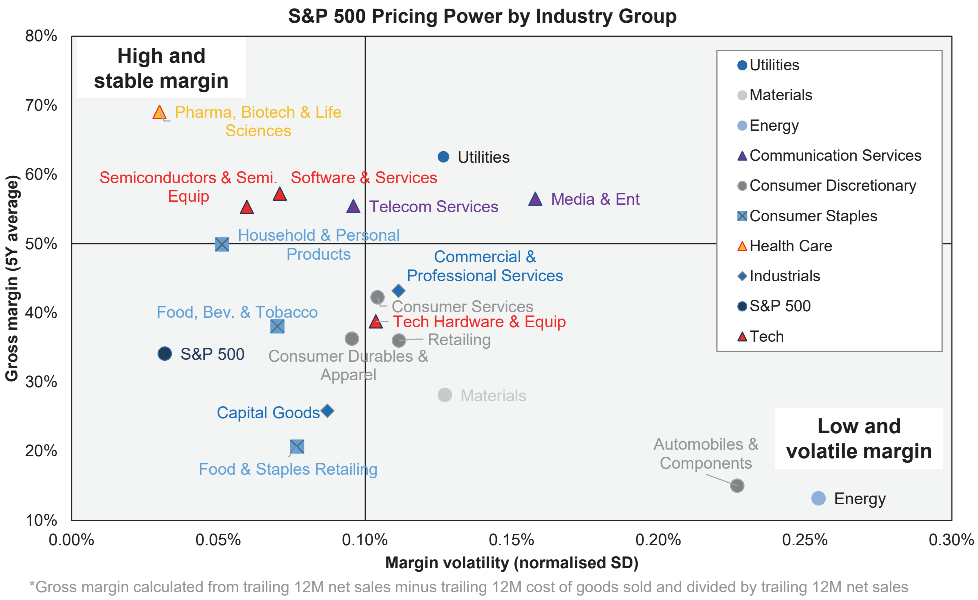
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 14: อัตรากำไรของ S&P500 ในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา เพิ่มขึ้นเป็น 12% สูงสุดในประวัติศาสตร์



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

แผนภาพที่ 15: กลุ่ม Healthcare และ Tech. มีอัตรากำไรที่สูง และไม่ค่อยผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ



*Gross margin calculated from trailing 12M net sales minus trailing 12M cost of goods sold and divided by trailing 12M net sales

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

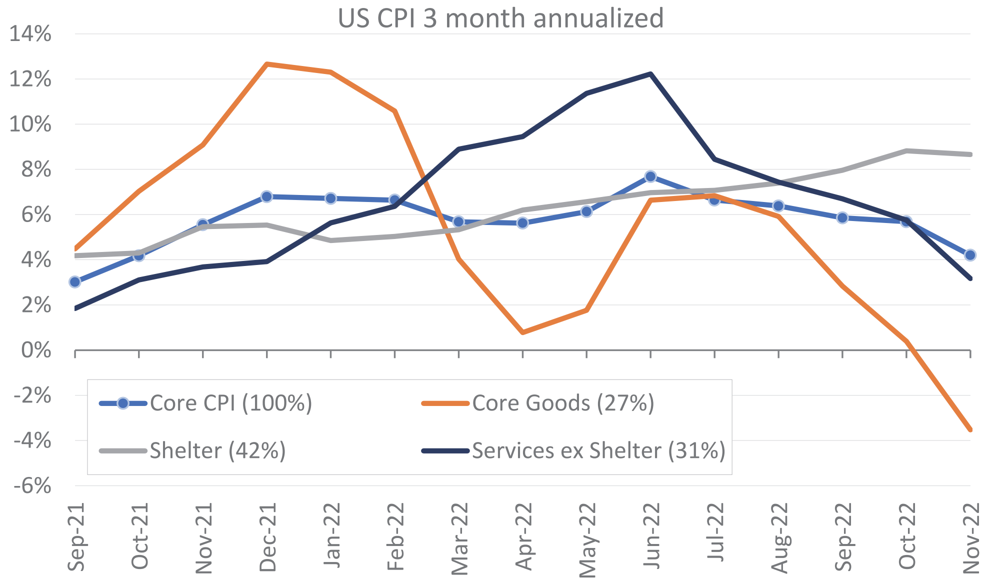
ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงหลังเงินเฟ้อสหรัฐฯ ออกมาลดลงและต่ำกว่าคาด อย่างไรก็ดีเรามอง Bond yield จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ในกรอบ 3.8-4.0% ในช่วงต้นปี เนื่องจาก 1) มองว่าเงินเฟ้อในภาคบริการจะทรงตัวสูงตามต้นทุนค่าจ้างแรงงานที่ยังขยายตัวสูงในระดับ 5% YoY 2) ตลาดคาด Fed จะลดดอกเบี้ยลงมาอยู่ที่ 4.5% ปลายปี 2023 ซึ่งขัดแย้งกับ Fed เองที่ยังส่งสัญญาณว่าจะคงดอกเบี้ยที่ระดับ 5% ไปตลอดทั้ง 3) ภาวะการเงิน (Financial Conditions) อยู่ในระดับที่ผ่านคลายเกินไป ซึ่งเป็นความเสี่ยงให้เงินเฟ้อไม่ลดลงตามคาด และ 4) ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ขยายเพดาน Yield curve control จาก 0.25% เป็น 0.50% ซึ่งเป็นแรงกดดันให้ Bond yield เพิ่มสูงขึ้นทั่วโลก

Bond yield กลับมาลดลงหลังเงินเฟ้อสหรัฐฯ ผ่านจุดสูงสุด

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดที่ราว 4.3% ในช่วงกลางเดือน ต.ค. มาอยู่ที่ราว 3.7% ในปัจจุบัน หลังตัวเลขเงินเฟ้อสหรัฐฯ ออกมาลดลงและต่ำกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง โดยเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐฯ (Core CPI, 3 month annualized) ชะลอตัวลงมาอยู่ที่ราว 4% ตามแรงฉุดจากราคาสินค้า (Core Goods) ที่พลิกกลับมาหดตัวแรง (-3.5%) หลังปัญหาขาดแคลนสินค้าและคอขวดในห่วงโซ่อุปทานเริ่มคลี่คลาย ประกอบกับเงินเฟ้อในภาคบริการ (Service excluding shelter) เริ่มชะลอตัวลง (+3.2%) ในขณะที่เงินเฟ้อในหมวดที่อยู่อาศัยยังคงทรงตัวในระดับสูง (+8.7%)

แผนภาพที่ 16: เงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐฯ (Core CPI, 3 month annualized) ชะลอตัวลงมาอยู่ที่ราว 4%



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

อัตราเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงทำให้ตลาดปรับลดคาดการณ์จุดสูงสุดของการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed (Terminal rate) จาก 5.25% (กรอบบน) ลงมาอยู่ที่ 5% และคาดว่า Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยลงมาอยู่ที่ 4.5% ณ สิ้นปี 2023

แผนภาพที่ 17: ตลาดปรับลดคาดการณ์ Terminal rate จาก 5.25% (กรอบบน) ลงมาอยู่ที่ 5% และคาดว่า Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยลงมาอยู่ที่ 4.5% ณ สิ้นปี 2023

MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.0%	27.0%	0.0%	0.0%
3/22/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.9%	54.2%	15.9%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.5%	49.0%	24.1%	3.4%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	24.1%	48.4%	23.6%	3.3%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.2%	7.9%	31.7%	40.7%	17.3%	2.3%
9/20/2023	0.0%	0.1%	3.0%	16.7%	35.0%	32.1%	11.7%	1.4%
11/1/2023	0.0%	1.5%	9.8%	25.8%	33.5%	22.0%	6.6%	0.7%
12/13/2023	1.1%	7.5%	21.4%	31.4%	25.2%	10.9%	2.4%	0.2%

ที่มา: CME FedWatch tool

เรามอง Bond yield ในปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำเกินไป เนื่องจาก

หนึ่ง เรามองว่าเงินเฟ้อจะยังทรงตัวสูงในปี 2023 โดยแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อในภาคบริการ (Service excluding shelter) จะชะลอตัวลงอย่างมากในเดือนที่ผ่านมา แต่ก็ยังอยู่ที่ระดับเกินกว่า 3% ซึ่งยังสูงกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed ในขณะที่การขยายตัวของค่าจ้าง ซึ่งเป็นต้นทุนหลักของภาคบริการ ก็ยังทรงตัวสูงในระดับ 5% ต่อปี ซึ่งทำให้เราเชื่อว่าเงินเฟ้อในภาคบริการจะยังทรงตัวสูงกว่าเป้าหมายอย่างต่อเนื่องไปถึงปี 2023

แผนภาพที่ 18: การขยายตัวของค่าจ้างซึ่งเป็นต้นทุนหลักของภาคบริการก็ยังทรงตัวสูงในระดับ 5% ต่อปี

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

สอง ตลาดคาด Fed จะลดดอกเบี้ยเร็วเกินไป โดยตลาด Fed funds futures สะท้อนว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงมาอยู่ที่ 4.5% ในช่วงปลายปี ซึ่งขัดแย้งกับ Fed เองที่ยังส่งสัญญาณชัดเจนผ่าน dot plot เดือน ธ.ค. ว่าจะคงดอกเบี้ยที่ระดับ 5% ไปตลอดทั้งปี 2023

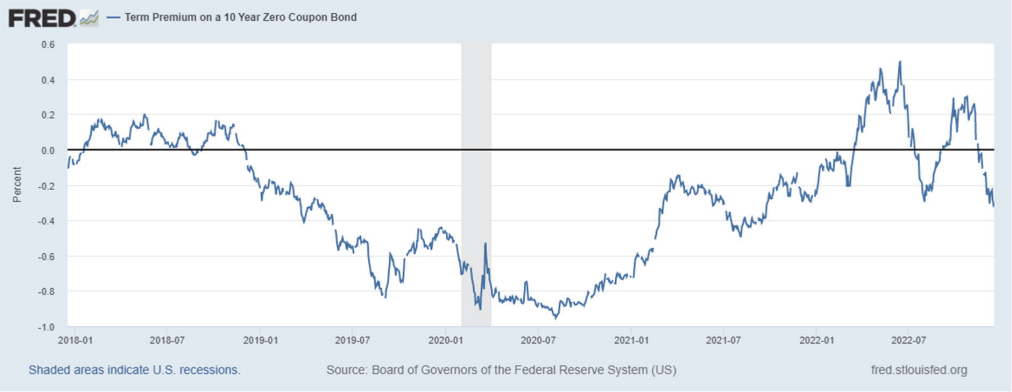
แผนภาพที่ 19: Dot plot เดือน ธ.ค. ชี้ว่า Fed จะคงดอกเบี้ยที่ระดับ 5% ไปตลอดทั้งปี 2023

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4–0.5	0.4–1.0	1.3–2.0	1.6–2.0	1.7–2.0	0.2–0.5
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1–0.3	0.5–1.5	1.4–2.0	1.6–2.0	1.7–2.0	0.0–0.5
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4–4.7	4.3–4.8	4.0–4.7	3.8–4.3	3.7–3.9
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8–3.9	4.1–4.5	4.0–4.6	4.0–4.5	3.8–4.3	3.7–4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6–5.8	2.9–3.5	2.3–2.7	2.0–2.2	2.0	5.5–5.9
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3–5.7	2.6–3.5	2.1–2.6	2.0–2.2	2.0	5.0–6.2
Core PCE inflation[4]	4.8	3.5	2.5	2.1		4.7–4.8	3.2–3.7	2.3–2.7	2.0–2.2		4.6–5.0
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4–4.6	3.0–3.4	2.2–2.5	2.0–2.2		4.3–4.8
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1–5.4	3.9–4.9	2.6–3.9	2.3–2.5	4.4
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1–4.4	4.4–4.9	3.4–4.4	2.4–3.4	2.3–2.5	3.9–4.6

ที่มา: Fed

สาม ภาวะการเงิน (Financial Conditions) อยู่ในระดับที่ผ่านคลายเกินไป ซึ่งเป็นความเสี่ยงให้เงินเฟ้อไม่ลดลงตามคาด โดยภาวะการเงินได้ผ่อนคลายลงอย่างมากในช่วงเดือนที่ผ่านมา ซึ่งสะท้อนผ่าน Term premium ของพันธบัตรสหรัฐฯ ซึ่งกลับมาอยู่ในแดนลบอีกครั้ง และตลาดหุ้นซึ่งกลับมาเทรดที่ระดับ P/E สูงถึง 17-18 เท่า ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่จะทำให้กำลังซื้อกลับมาเพิ่มขึ้นผ่านทาง Wealth effect และส่งผลต่อเนื่องให้เงินเฟ้อทรงตัวสูง

แผนภาพที่ 20: Term premium ของพันธบัตรสหรัฐฯ พลิกกลับมาอยู่ในแดนลบ ซึ่งชี้ว่าสภาพคล่องยังสูงเกินความจำเป็น

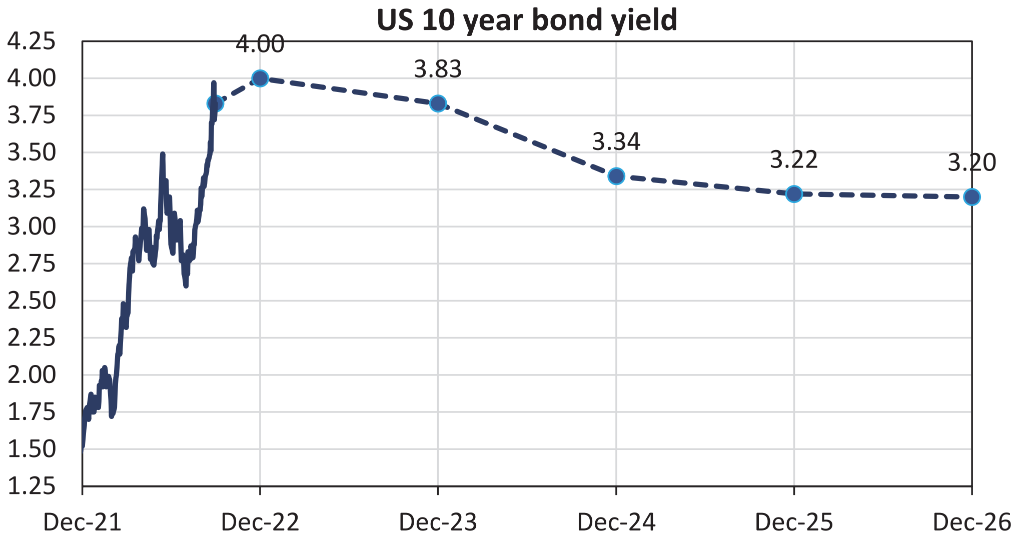


ที่มา: Saint Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สี่ ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ขยายเพดาน Yield curve control จาก 0.25% เป็น 0.50% ซึ่งเป็นแรงกดดันให้ Bond yield เพิ่มสูงขึ้นทั่วโลก โดยญี่ปุ่นนั้นเป็นแหล่งเงินทุนดอกเบี้ยต่ำ ซึ่งทำให้เกิดการ Carry Trade (กู้เงินเยนในอัตราดอกเบี้ยต่ำ เพื่อไปลงทุนในต่างประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า) ดังนั้นการขยายกรอบ Yield curve control ซึ่งทำให้ต้นทุนค่าเสียโอกาสเพิ่มสูงขึ้น และเงินเยนมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น จึงทำให้ต้นทุนการ Carry trade เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย

ด้วยปัจจัยข้างต้น ทำให้เรามองว่า Bond yield สหรัฐฯ จะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นไปอยู่ในกรอบ 3.8-4.0% ในช่วงต้นปี 2023 ก่อนที่จะทยอยลดลงมาอยู่ที่ 3.5-3.8% ณ สิ้นปี 2023

แผนภาพที่ 21: เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ในกรอบ 3.8-4.0% ในช่วงต้นปี 2023 ก่อนที่จะทยอยลดลงมาอยู่ที่ 3.5-3.8% ณ สิ้นปี 2023



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

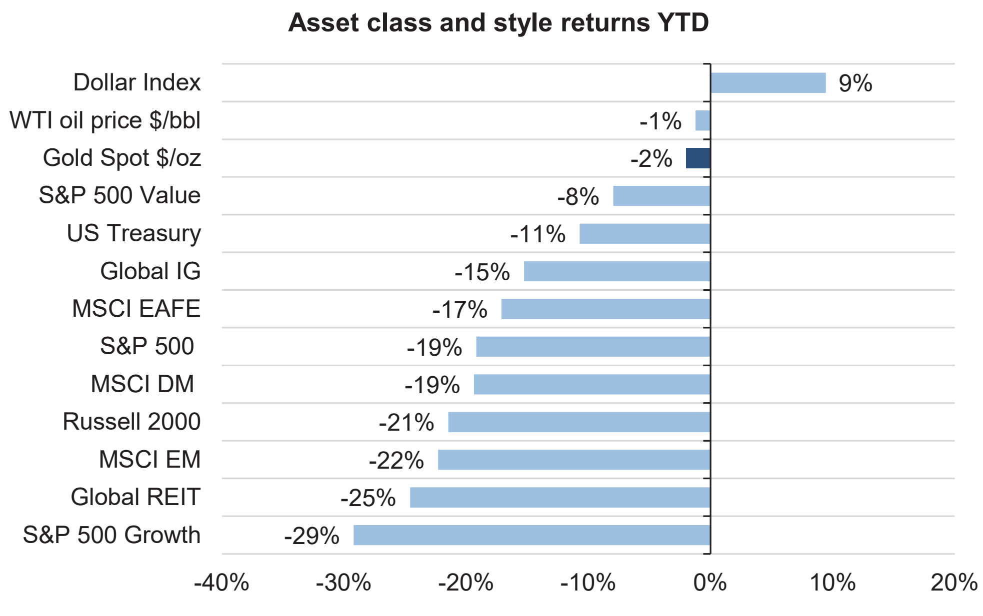
เรามองราคาทองคำน่าจะยังทรงตัวในระดับสูงที่ราว 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2023 จาก 1) ความเสี่ยงทาง Geopolitical risk ที่ดูจะยังไม่กลับเป็นปกติเร็วๆนี้ 2) ความเสี่ยงเงินเฟ้อที่อาจค้างอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดประเมิน และ 3) ความเสี่ยงจากภาวะ Recession สำหรับราคาน้ำมัน เรามองราคาน้ำมัน (WTI) มีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูงในปี 2023 จากอุปทานที่ลดลงจากฝั่งกลุ่มประเทศ OPEC ในขณะที่ระดับคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ทั้งของสหรัฐฯ และนานาชาติ (US & OECD SPRs) ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายทศวรรษ จำกัดขีดความสามารถในการแทรกแซงเพื่อกดดันราคาในภายภาคหน้า เราจึงมองราคาน้ำมันดิบเคลื่อนไหวในกรอบราคา 80 - 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงครึ่งแรกของปี 2023

ราคาทองคำ

ภาวะเงินเฟ้อสูง ทำให้ทองคำ Outperform สินทรัพย์อื่นในปีที่ผ่านมา

อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงสู่ระดับ 9% สูงสุดในรอบกว่า 40 ปี เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ราคาทองคำยังสามารถทรงตัวในระดับสูงในปีที่ผ่านมา เนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe-haven) และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ ถึงแม้สภาพคล่องจะลดลงเป็นอย่างมาก จากนโยบายการเงินที่เข้มงวดในปีที่ผ่านมา ในขณะที่สินทรัพย์อื่น ได้แก่ REIT, หุ้น (S&P500) และพันธบัตร (US Treasury) ลดลงถึง -25%, -20% และ -11% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 22: ภาวะเงินเฟ้อสูง ทำให้ทองคำ Outperform สินทรัพย์อื่นในปีที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); Data as of 16 Dec 2022

ตลาดประเมินมูลค่าทองคำสูงขึ้น

ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ให้ผลตอบแทนในระหว่างการถือครอง ซึ่งต่างจากหุ้นที่บางบริษัทอาจจ่ายเงินปันผล และพันธบัตรที่จ่ายดอกเบี้ยตามอัตราหน้าตั๋ว ทำให้ไม่สามารถประเมินมูลค่าทองคำจากรายรับในอนาคต (Discounted cash flow) เหมือนหุ้นและพันธบัตรได้

อย่างไรก็ดี ทองคำ สามารถประเมินมูลค่าโดยเปรียบเทียบระดับราคากับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ปลอดภัยอื่นๆ อย่างพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อ (Treasury Inflation Protected Securities: TIPS) ได้ โดยพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อ จะให้ผลตอบแทนที่แปรผันตามเงินเฟ้อ ยกตัวอย่างเช่น ถ้าเราลงทุนใน TIPS จำนวน 1,000 บาท จ่ายดอกเบี้ยร้อยละ 3 ต่อปี ถ้าไม่มีเงินเฟ้อในปีนั้น (อัตราเงินเฟ้อเท่ากับ 0%) จะได้รับดอกเบี้ย 30 บาท แต่หากอัตราเงินเฟ้ออยู่ที่ 1% เงินต้นของพันธบัตรก็จะถูกปรับขึ้นเป็น 1,010 บาทและดอกเบี้ยที่ได้รับจะเท่ากับ 30.3 บาท (1,010 x 3%) ทำให้ TIPS เป็นสินทรัพย์ที่มีความปลอดภัยสูง สามารถชดเชยเงินเฟ้อได้ อัตราผลตอบแทนจาก TIPS จึงเปรียบเสมือนอัตราผลตอบแทนต่ำสุดที่ควรได้รับจากการลงทุน

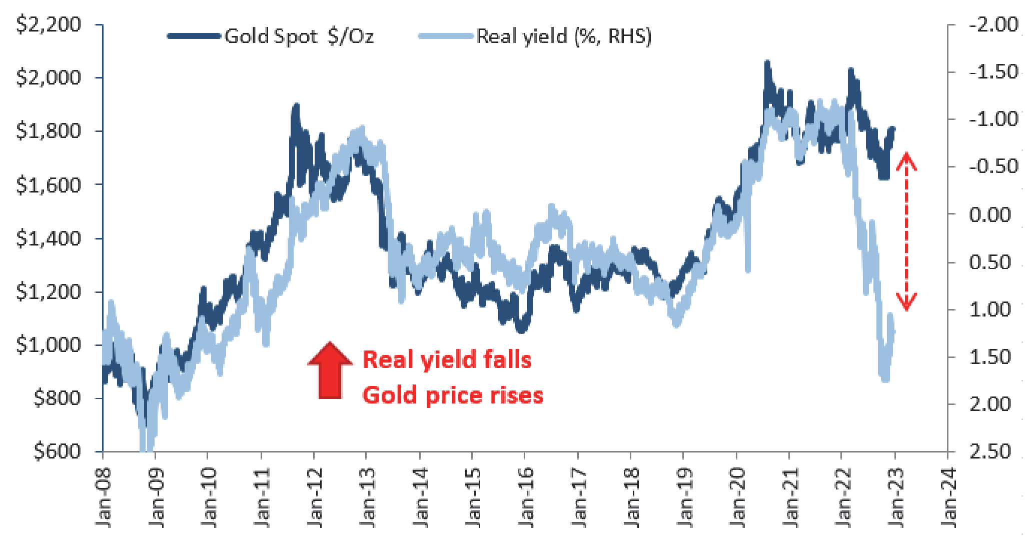
อัตราผลตอบแทนจาก TIPS หรือที่เรียกโดยทั่วไปว่าอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) จึงถูกนำมาเปรียบเทียบกับระดับราคาทองคำ โดย Real yield ที่ลดลง สะท้อนว่าดอกเบี้ยที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนในพันธบัตรหรือเงินฝากลดต่ำลงมากกว่าอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ทำให้นักลงทุนกระจายการลงทุนไปยังสินทรัพย์อื่นที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น แต่ให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย รวมถึง ทองคำ

ในทางกลับกัน Real yield ที่เพิ่มขึ้น สะท้อนว่าดอกเบี้ยที่นักลงทุนได้รับจากการลงทุนในพันธบัตรหรือเงินฝากเพิ่มขึ้นมากกว่าอัตราเงินเฟ้อในอนาคต ทำให้นักลงทุนกระจายการลงทุนไปยังสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำอย่างพันธบัตร และลดการถือทองคำ ราคาทองคำจึงมีการเคลื่อนไหวสวนทางกับ Real yield มาโดยตลอด

อย่างไรก็ดี ในปีที่ผ่านมา ราคาทองคำกลับยังทรงตัวในระดับที่สูงเหนือกว่า 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ ถึงแม้ Real yield จะเพิ่มขึ้นสูงเป็น 1% จาก -1% ในช่วงต้นปี 2022 ชี้ว่าตลาดอาจไม่ได้ประเมินมูลค่าทองคำโดยเปรียบเทียบค่าเสียโอกาสจากการลงทุนในสินทรัพย์อื่นเพียงอย่างเดียว แต่อาจประเมินปัจจัยอื่นเพิ่มเติม เช่น ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) หลังรัสเซียบุกยูเครน และความสัมพันธ์ระหว่างจีนกับสหรัฐฯที่ตึงเครียดขึ้น ทำให้ตลาดประเมินมูลค่าทองคำสูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับ Real yield

ในปี 2023 เรามองทองคำน่าจะยังอยู่ในระดับสูงได้ท่ามกลาง 1) ความเสี่ยง Geopolitical risk ที่ดูจะยังไม่กลับเป็นปกติเร็ว ๆ นี้ 2) ความเสี่ยงเงินเฟ้อที่อาจค้างอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดประเมิน และ 3) ความเสี่ยงจากภาวะ Recession

แผนภาพที่ 23: ราคาทองคำในปีที่ผ่านมา ยังทรงตัวในระดับที่สูงเหนือกว่า 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ ถึงแม้ Real yield จะเพิ่มขึ้นสูงเป็น 1% จาก -1%



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

ราคาน้ำมัน

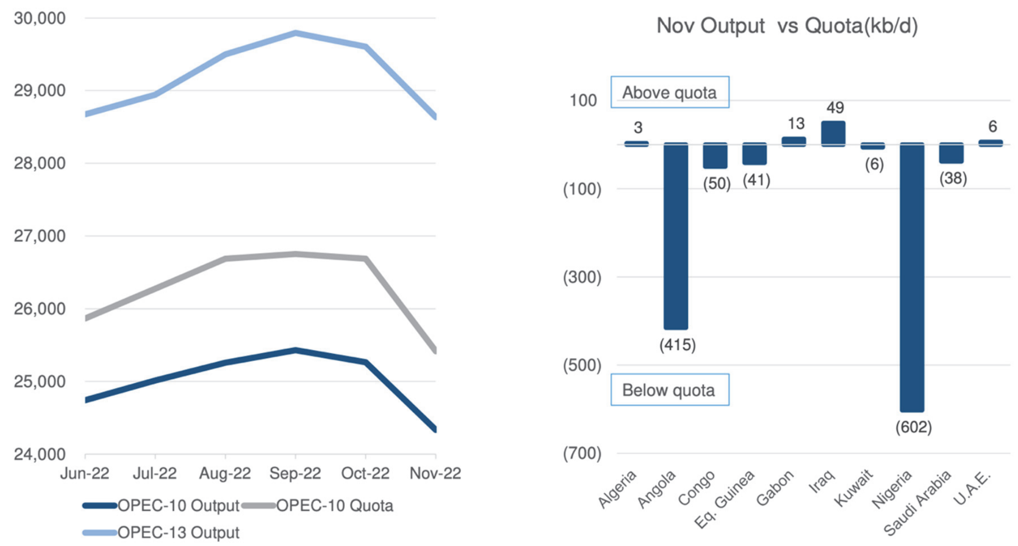
เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ทรงตัวอยู่ในระดับสูงในปี 2023 จากอุปทานที่ลดลงจากฝั่งกลุ่มประเทศ OPEC ที่ต้องการพยุงระดับราคา ในขณะที่ระดับคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ทั้งของสหรัฐฯ และนานาชาติ (US & OECD SPRs) ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายทศวรรษ จำกัดขีดความสามารถในการยื่นมือเข้ามาแทรกแซงเพื่อกดดันราคาในภายภาคหน้า ประกอบกับความไม่แน่นอนจากมาตรการคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันรัสเซียของกลุ่มประเทศยุโรปที่พึ่งเริ่มมีผลบังคับใช้ในเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา เราจึงมองราคาน้ำมันดิบเคลื่อนไหวในกรอบราคา 80 - 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงครึ่งแรกของปี 2023

อัตราการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC ลดลงประมาณ 1 ล้านบาร์เรลต่อวันตั้งแต่เดือน พ.ย. ที่ผ่านมา

อัตราผลิตน้ำมันดิบของกลุ่มสมาชิก OPEC ในเดือน พ.ย. ลดลงจากเดือน ต.ค. ในระดับใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ โดยเป็นการลดลงประมาณ -0.9 ล้านบาร์เรลต่อวันในกลุ่ม OPEC-10 (ประเทศสมาชิกที่ไม่รวมถึงอิหร่าน ลิเบีย และเวเนซูเอล่า) ซึ่งเป็นกลุ่มสมาชิกที่ต้องปรับอัตราการผลิตตามข้อตกลงโควต้าการผลิตของกลุ่ม โดยอุปทานที่ลดลงส่วนใหญ่เกิดจากการปรับอัตราการผลิตลงของประเทศซาอุดีอาระเบีย (ลดลง -0.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ประเทศคูเวต (ลดลง -0.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน) และประเทศอิรัก (ลดลง -0.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ในขณะที่อัตราการผลิตของกลุ่มประเทศสมาชิกทั้งหมดหรือ OPEC-13 ลดลงมารวมกันราว -1 ล้านบาร์เรลต่อวัน

ในปัจจุบัน ไม่มีประเทศสมาชิก OPEC ผลิตน้ำมันดิบเกินกว่าโควต้าที่ได้รับอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่การประชุมของกลุ่มครั้งล่าสุดเมื่อต้นเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา ได้เผยแนวทางนโยบายที่ทาง OPEC จะคงระดับการผลิตในปัจจุบันไว้จนถึงช่วงประมาณกลางปีหน้า แนวโน้มการเติบโตของอุปทานน้ำมันดิบโลกในปี 2023 ที่ต้องหวังพึ่งประเทศผู้ผลิตขนาดใหญ่นอกกลุ่ม OPEC อย่างสหรัฐฯ และแคนาดา จึงมีอยู่อย่างจำกัด และมีความเสี่ยงไปทางด้านต่ำมากกว่า ประกอบกับอัตราการผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียยังมีโอกาสที่จะลดลงเพิ่มเติมจากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรจากกลุ่มประเทศตะวันตก เราจึงมองสถานการณ์ตลาดน้ำมันจะยังคงตึงตัวต่อไปในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 24: อัตราการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่มประเทศ OPEC ลดลงโดยรวมประมาณ -1 ล้านบาร์เรลในเดือน พ.ย. (ภาพซ้าย) เมื่อเทียบกับเดือนก่อน ส่งผลให้ปัจจุบันไม่มีประเทศสมาชิก OPEC ผลิตน้ำมันดิบเกินกว่าโควต้าที่ได้รับอย่างมีนัยสำคัญ (ภาพขวา)



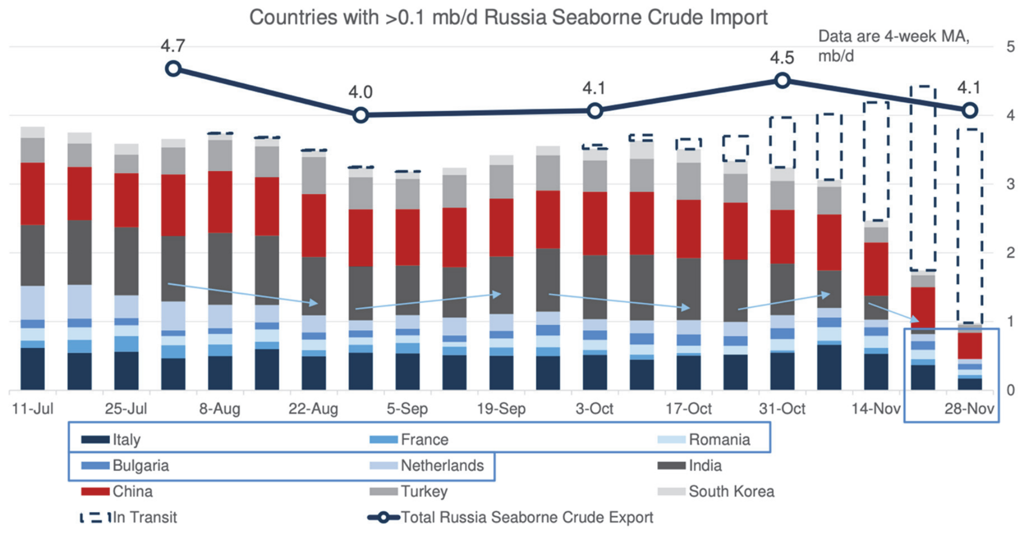
ที่มา: Bloomberg, Rystad Energy, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

มาตรการคว่ำบาตรน้ำมันดิบรัสเซียของกลุ่มประเทศยุโรปเริ่มส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันดิบโลก

กลุ่มประเทศสหภาพยุโรป หรือ European Union (EU) มีความตั้งใจจะยกเลิกการนำเข้าน้ำมันดิบรัสเซียผ่านทางการขนส่งทางเรือเดินทะเลโดยสมบูรณ์ตั้งแต่เมื่อวันที่ 5 ธ.ค. ที่ผ่านมา โดยก่อนหน้านี้ แม้หลายประเทศในยุโรปจะเริ่มดำเนินการลดการนำเข้าน้ำมันดิบรัสเซียไปบ้างแล้ว แต่ยังมีประเทศสมาชิก EU ได้แก่ อิตาลี ฝรั่งเศส โรมาเนีย บัลแกเรีย และเนเธอร์แลนด์ ที่แต่ละประเทศยังนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียผ่านทางเรือเดินทะเลมากกว่า 0.1 ล้านบาร์เรลต่อวันอยู่จนถึงประมาณช่วงเดือน ก.ย. – ต.ค. ที่ผ่านมา ปริมาณการผลิตและส่งออกน้ำมันดิบของรัสเซียจึงไม่ได้ลดลงมากโดยทันทีอย่างที่นักวิเคราะห์เคยคาดการณ์ไว้

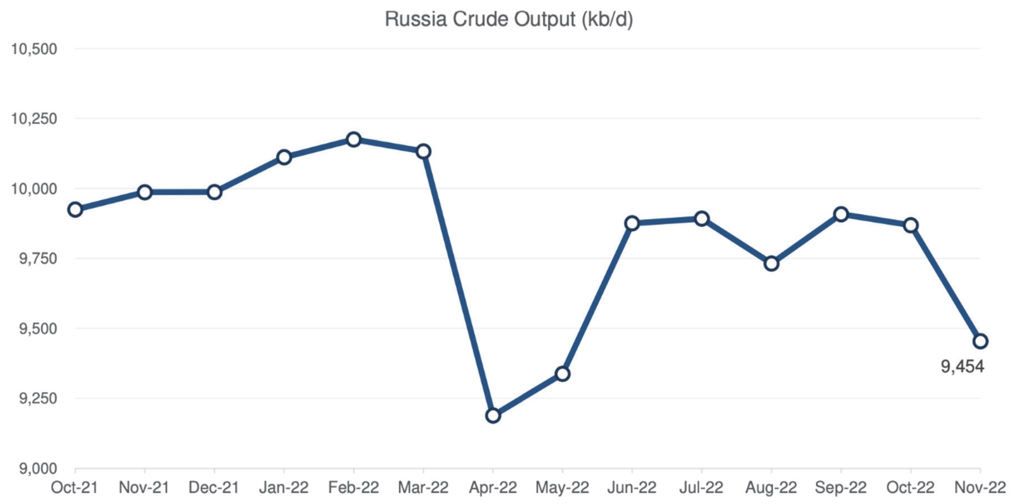
อย่างไรก็ดี มาตรการคว่ำบาตรน้ำมันดิบที่เริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ต้นเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา เริ่มส่งผลให้ประเทศสมาชิกดังกล่าวต้องลดสัดส่วนการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ฝั่งรัสเซียดูเหมือนจะยังไม่สามารถหาประเทศผู้ซื้อรายใหม่ (Reroute) มาทดแทนได้โดยสมบูรณ์ ด้วยปริมาณคลังสำรองน้ำมันดิบรัสเซียไม่ได้มีความจุสำรองเหลืออยู่มากอย่างสหรัฐฯ การส่งออกที่ลดลงจึงเริ่มส่งผลกระทบไปที่อัตราการผลิตของรัสเซียที่ต้องปรับลดลงตาม จากข้อมูลประมาณการล่าสุดอัตราการผลิตน้ำมันดิบในเดือน พ.ย. ของรัสเซียที่ประมาณ 9.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน คิดเป็นการลดลงมาประมาณ -0.4 ล้านบาร์เรลต่อวันเมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า ซึ่งเป็นการลดลงในระดับใกล้เคียงกับปริมาณการส่งออกทางเรือเดินทะเลทั้งหมดในช่วงเวลาเดียวกัน และเมื่อเปรียบเทียบกับระดับการผลิตในช่วงก่อนเกิดสงครามที่ประมาณ 10 – 10.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน จะคิดเป็นอุปทานน้ำมันที่หายไปจากตลาดโลกแล้วประมาณ -0.6 – 0.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 25: กลุ่มประเทศสมาชิก EU ได้แก่ อิตาลี ฝรั่งเศส โรมาเนีย บัลแกเรีย และเนเธอร์แลนด์ ลดปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียลงมาจากประมาณ 1.1 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ต.ค. มาอยู่ที่ 0.5 ล้านบาร์เรลในเดือน พ.ย. ...



ที่มา: Vessels tracking by Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: ...ส่งผลกระทบต่ออัตราการผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียให้ลดลงมาราว -0.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน พ.ย.

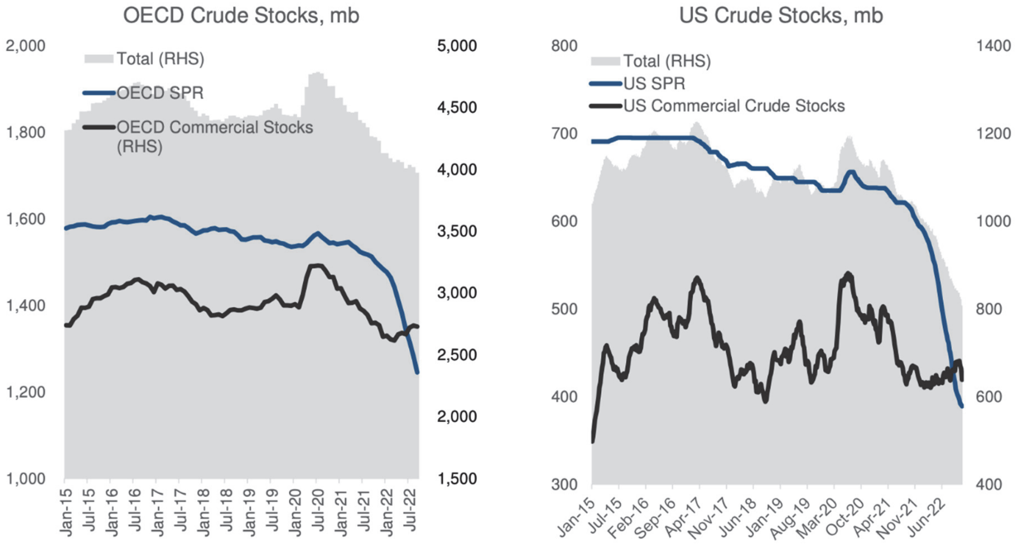


ที่มา: Bloomberg, Rystad Energy, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คลังน้ำมันดิบของกลุ่มประเทศ OECD ลดลงต่ำสุดในรอบเกือบ 2 ทศวรรษ

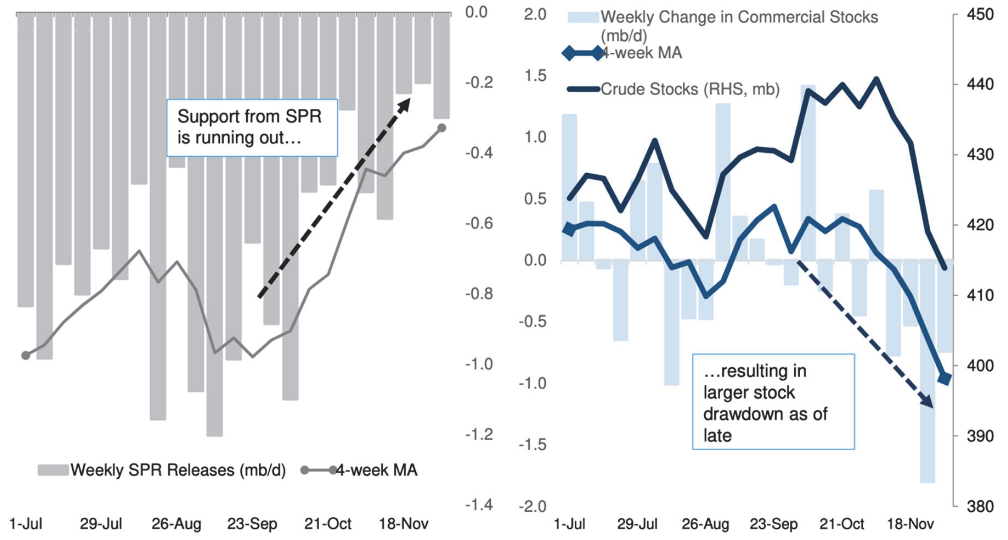
อุปทานน้ำมันดิบโลกที่ฟื้นตัวช้ากว่าฝั่งความต้องการบริโภคอย่างมีนัยสำคัญ นับตั้งแต่การระบาดของ Covid-19 ในต้นปี 2020 เป็นต้นมา ส่งผลให้สหรัฐฯ และนานาประเทศต้องนำน้ำมันดิบที่เก็บสะสมไว้ในคลังสำรองออกมาใช้งานอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2020 – 2021 ระดับคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงพาณิชย์ (Commercial crude stocks) ที่ผู้ประกอบการฝั่งเอกชนเป็นผู้ถือครอง ได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง จนส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบค่อย ๆ ปรับตัวขึ้นมาจนอยู่ในระดับสูงกว่าก่อนการระบาด ตั้งแต่ปลายปี 2021 เป็นต้นมาจนถึงปัจจุบัน รัฐบาลสหรัฐฯ และนานาประเทศจึงต้องยื่นมือเข้ามาแทรกแซงราคาด้วยการระบายน้ำมันดิบออกจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves) ที่ภาครัฐเป็นผู้ถือครองออกมาอย่างต่อเนื่องทั้งปีในปริมาณมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ จนเกิดเป็นภาพปริมาณน้ำมันดิบเชิงพาณิชย์ที่ค่อนข้างทรงตัวในปี 2022 แต่กลับกัน ปริมาณคลังสำรอง SPR ของทั้งสหรัฐฯ และกลุ่มประเทศ OECD โดยรวม ได้ลดลงอย่างรวดเร็วแทน และหากดูระดับน้ำมันดิบโดยรวม (Total stocks) ของกลุ่มประเทศ OECD จากข้อมูลล่าสุดเดือน ก.ย. ที่ 3,973 ล้านบาร์เรล จะนับเป็นระดับน้ำมันดิบโดยรวมคงคลังที่ต่ำกว่า 4,000 ล้านบาร์เรลครั้งแรกตั้งแต่ปี 2004 ในขณะที่ระดับน้ำมันดิบโดยรวมของฝั่งสหรัฐฯ ในเดือน ธ.ค. ที่ 808 ล้านบาร์เรล นับเป็นระดับต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 1986 หรือกว่า 36 ปี

แผนภาพที่ 27: ระดับน้ำมันดิบโดยรวม (Total stocks) ของกลุ่มประเทศ OECD ที่ 3,973 ล้านบาร์เรล นับเป็นระดับน้ำมันดิบโดยรวมคงคลังที่ต่ำกว่า 4,000 ล้านบาร์เรลครั้งแรกตั้งแต่ปี 2004 (ภาพซ้าย) ในขณะที่ระดับน้ำมันดิบโดยรวมของฝั่งสหรัฐฯ ที่ 808 ล้านบาร์เรล เป็นระดับต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 1986 (ภาพขวา)



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

แผนภาพที่ 28: ปริมาณความช่วยเหลือจาก SPR ของภาครัฐที่ลดลงในเดือนพ.ย. (ภาพซ้าย) ส่งผลให้ระดับน้ำมันในคลังสำรองเชิงพาณิชย์ของสหรัฐฯปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วงเวลาเดียวกัน (ภาพขวา)



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

แนวโน้มอัตราการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ในอนาคตจะเติบโตช้าลงกว่าที่เคยเป็นในอดีต

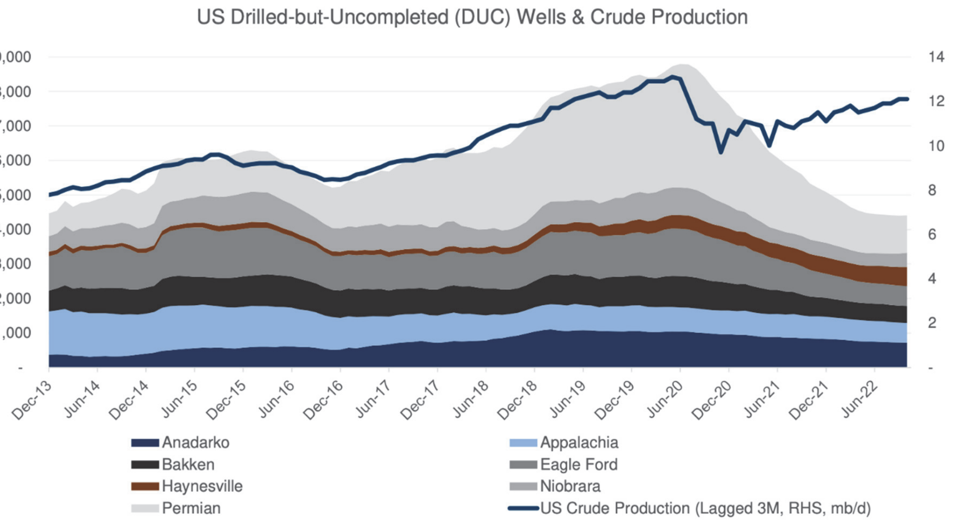
ยุครุ่งเรืองของอุตสาหกรรมสำรวจและขุดเจาะน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน หรือ Shale Oil Boom ในสหรัฐฯ ที่เกิดขึ้นในช่วงปี 2011 – 2014 ซึ่งบริษัทพลังงานได้มีการลงทุนเพื่อพัฒนาเพิ่มความสามารถในการผลิต (Capital expenditures) อย่างต่อเนื่อง จึงส่งผลให้ขีดความสามารถทางการผลิต (Production capacity) ของสหรัฐฯ ในช่วงต่อมาอยู่ในระดับสูง และสะท้อนไปที่การเติบโตของอัตราการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จากที่เคยผลิตน้ำมันดิบได้ประมาณ 8 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดจนไปแตะระดับสูงสุดที่ 13 ล้านบาร์เรลต่อวันได้ในเดือน มี.ค. 2020 และสามารถปรับลด หรือเพิ่มอัตราการผลิตได้อย่างรวดเร็ว โดยจะเห็นได้ชัดในช่วงปี 2017 – 2018 ที่สหรัฐฯ สามารถปรับเพิ่มอัตราการผลิตน้ำมันดิบได้สูงขึ้นถึง 2 ล้านบาร์เรลต่อวันในระยะเวลา 1 ปี จนได้ชื่อว่าเป็นผู้ผลิตที่มีความยืดหยุ่นสูง (Swing producer) และแย่งชิงอำนาจต่อรองราคามาจากกลุ่มผู้ผลิตดั้งเดิมอย่าง OPEC

อย่างไรก็ดี ยุครุ่งเรืองของอุตสาหกรรมผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ในช่วงเวลานั้น เกิดขึ้นได้จากสภาวะแวดล้อมที่เอื้ออำนวยหลายประการ อันประกอบไปด้วยความต้องการใช้พลังงานที่เติบโตขึ้นต่อเนื่องทั่วโลกตามภาวะเศรษฐกิจที่กำลังฟื้นตัว ประกอบกับสภาวะทางการเงิน (Financial conditions) ที่อ่อนตัวลงจากการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ระดับดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ใกล้ 0% ทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทเอกชนอยู่ในระดับต่ำ แตกต่างจากในปัจจุบัน ที่การดำเนินนโยบายเชิงรัดกุมจากธนาคารกลางหลักหลายประเทศรวมถึงสหรัฐฯ ทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทเอกชนพุ่งสูงขึ้น ประกอบกับทรัพยากรที่จำเป็นในการใช้สำรวจและขุดเจาะน้ำมันที่ขาดแคลนจากผลกระทบของวิกฤติโควิด-19 จนก่อให้เกิดภาวะลงทุนต่ำต่อเนื่อง (Underinvestment) ที่กระทบมายังความสามารถในการเพิ่มอัตราการผลิต

ในช่วงตั้งแต่กลางปี 2020 เป็นต้นมา หลุมน้ำมันที่ได้ขุดเจาะรอไว้ล่วงหน้า (Drilled-but-Uncompleted Wells: DUC) ซึ่งก็คือหลุมที่ทางผู้ผลิตได้ดำเนินการขุดเจาะไว้แล้ว แต่ยังไม่เสร็จสมบูรณ์พร้อมที่จะผลิตน้ำมันดิบออกมา หรือมีหน้าที่เปรียบเสมือน “คลังสำรอง” ของหลุมน้ำมัน ได้ลดจำนวนลงอย่างรวดเร็ว จากระดับประมาณ 9,000 หลุม ลงมาเหลืออยู่แค่ประมาณ 4,500 หลุมในปัจจุบัน สะท้อนถึงกิจกรรมการสำรวจและดำเนินการขุดหลุมใหม่ของผู้ผลิตในสหรัฐฯ เกิดขึ้นช้ากว่าความต้องการผลิตน้ำมันดิบออกมาใช้งานอย่างมากในช่วงเวลาที่ผ่านมา

จำนวนหลุม DUC ที่เหลืออยู่ค่อนข้างต่ำจะเป็นข้อจำกัดในการเร่งเพิ่มอัตราการผลิตน้ำมันดิบในระยะข้างหน้า เราจึงมองว่าโอกาสที่สหรัฐฯ จะสามารถเร่งเพิ่มอัตราการผลิตน้ำมันดิบขึ้น 1 – 2 ล้านบาร์เรลต่อวันได้ในระยะเวลาสั้น ๆ เหมือนในอดีตจึงเป็นไปได้ค่อนข้างยาก กลุ่มผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันดิบรายใหญ่ดั้งเดิมอย่าง OPEC ซึ่งปัจจุบันได้ขยายความร่วมมือไปยังรัสเซียและพันธมิตรอื่น ๆ จนเกิดเป็นกลุ่ม OPEC+ จึงน่าจะกลับมามีอำนาจต่อรองในการกำหนดราคา ซึ่งจะส่งผลให้ราคาน้ำมันยังคงอยู่ในระดับสูงต่อไปในอนาคต

แผนภาพที่ 29: จำนวนหลุมน้ำมันที่ได้ขุดเจาะรอไว้ล่วงหน้า (Drilled-but-Uncompleted Wells) ที่เปรียบเสมือนคลังสำรองของหลุมน้ำมัน ลดจำนวนลงอย่างรวดเร็วในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา จะเป็นปัจจัยกดดันให้ผู้ผลิตในสหรัฐฯ ไม่สามารถเร่งเพิ่มอัตราการผลิตน้ำมันดิบได้อย่างรวดเร็วเช่นในอดีต



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

GLOBAL
ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงมากในปี 2023F ท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลกดดันอย่างมีนัยยะต่ออุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่ภาคการผลิตส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องสะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคการผลิตที่หดตัวต่อเนื่อง ด้านตลาดแรงงานยังคงตึงตัวอย่างมาก ซึ่งผลักดันให้ค่าจ้างยังเพิ่มขึ้นสูง นับเป็นความเสี่ยงสำคัญทำให้เงินเฟ้ออาจชะลอลงได้ช้ากว่าคาดและ Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่ประเมินใน Dot plot ที่ 5.0-5.25% ทั้งนี้ เรามองแนวโน้มเศรษฐกิจในปี 2023F ยังมีความก้ำกึ่งระหว่างการชะลอลงของเศรษฐกิจที่ไม่รุนแรง (Soft landing) และรุนแรง (Hard landing หรือ Recession) เนื่องจากคาดว่า Fed จะพยายามอย่างที่สุดเพื่อกดอัตราเงินเฟ้อ โดยไม่ส่งผลกระทบต่อการปรับขึ้นของอัตราการว่างงานอย่างมีนัยยะ
- เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มเข้าสู่ Recession ในปี 2023F โดยคาด GDP จะหดตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4/2022 และไตรมาส 1/2023 ท่ามกลางวิกฤตพลังงาน, เงินเฟ้อที่สูง, ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ, เศรษฐกิจโลกชะลอ และการดำเนินนโยบายการเงินที่มีความเข้มงวดมากขึ้น อย่างไรก็ดี Recession รอบนี้คาดจะไม่รุนแรงมากอย่างที่เคยกังวล ส่วนหนึ่งเนื่องจากการบริหารจัดการพลังงานที่ทำได้ดีและฤดูหนาวที่ถือว่าไม่รุนแรงนัก ทั้งนี้ ประเด็นพลังงานยังมีแนวโน้มที่จะกลับมาอีกครั้งในฤดูหนาวปี 2023F (เริ่มเดือน ต.ค.) จากความเสี่ยงที่ยูโรโซนอาจหาอุปทานก๊าซมาได้ไม่เพียงพอ ท่ามกลางอุปสงค์จีนที่คาดจะฟื้นตัวและรัสเซียที่อาจยุติการส่งก๊าซมาให้ ซึ่งนับเป็นหนึ่งในปัจจัยหนุนให้เงินเฟ้อชะลอลงได้ช้าและ ECB มีความจำเป็นต้องดำเนินนโยบายอย่างเข้มงวดต่อทั้ง QT ที่จะเริ่มขึ้นในเดือน มี.ค. และดอกเบี้ยที่คาดจะปรับขึ้นแตะ 3% เป็นอย่างน้อย ขณะที่โมเมนตัมเศรษฐกิจอ่อนแอลงต่อเนื่อง
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในปี 2023F จากการผ่อนคลายนโยบายควบคุม COVID ท่ามกลางอัตราการฉีดวัคซีนที่เพิ่มขึ้น การพัฒนาวัคซีนเพื่อใช้ในประเทศ และอัตราการเสียชีวิตที่ลดลงจากการแพร่ระบาดของสายพันธุ์ Omicron โดยคาดว่าจีนจะเริ่มเปิดพรมแดนหลังการประชุม NPC ในเดือน มี.ค. ผ่านพ้นไป อย่างไรก็ดี ปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงอยู่เนื่องจากการขาดความเชื่อมั่นของผู้ซื้อบ้าน ซึ่งนำไปสู่การชะลอการลงทุนของผู้ประกอบการ แม้ว่าทางการจีนได้มีการประกาศ 16 มาตรการเพื่อช่วยพยุงภาคอสังหาริมทรัพย์ เช่น หนุนการทำดีล M&A เพื่อให้ผู้ประกอบการหาสภาพคล่องเพิ่มเติมในการดำเนินงานได้ ด้านนโยบายการเงิน คาดว่า PBoC จะยังคงใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อเนื่องท่ามกลางเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัว อย่างไรก็ดี การผ่อนคลายนโยบายโดยเฉพาะการปรับลดอัตราดอกเบี้ย น่าจะเป็นไปอย่างจำกัด เนื่องจากอาจกังวลต่อประเด็นเงินทุนไหลออก ท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของประเทศหลักอื่นๆ
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในปี 2023F โดยมีแรงขับเคลื่อนหลักจากมาตรการภาครัฐที่หนุนภาคการท่องเที่ยวในประเทศและการบริโภคฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้ เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังจะได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลที่ส่วนใหญ่จะเป็นมาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพและการส่งเสริมการลงทุนในภาคการส่งออกและโครงสร้างพื้นฐาน โดยภาครัฐคาดว่าจะช่วยหนุน GDP ได้ 4.6% และลด CPI ได้ 1.2% อย่างไรก็ตาม ภาคการผลิตและการส่งออกยังคงจะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวน่าจะใช้เวลา 2-3 ปีในการฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนโควิด ด้านนโยบายการเงิน คาด BoJ มีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ -0.1% และจะใช้มาตรการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ราว 0% (yield curve control) ท่ามกลางการเติบโตของค่าจ้างที่ต่ำประกอบกับเงินเฟ้อในระยะกลางที่คาดว่าจะยังไม่บรรลุเป้าหมายที่ 2% อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามการเลือกผู้ว่า BoJ คนใหม่ที่จะมาแทนนาย Kuroda ในช่วงเดือน เม.ย.2023 โดยปัจจุบันมีผู้ชิงตำแหน่งหลักๆ 2 คน คือ นาย Masayoshi Amamiya รองผู้ว่า BoJ ที่มีจุดยืนทางนโยบายใกล้เคียงกับนาย Kuroda และ นาย Hiroshi Nakaso อดีตรองผู้ว่า BoJ ที่มีจุดยืนต่อต้านการผ่อนคลายที่มากเกินไปในปัจจุบันของ BoJ ซึ่งการเลือกผู้ว่าฯ ครั้งนี้อาจเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญทางนโยบายของ BoJ
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในปี 2023F จากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน โดยการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวจะช่วยหนุนให้การจ้างงานในภาคบริการที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้า ซึ่งจะช่วยหนุนให้การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มหดตัวตามเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลง โดยเฉพาะการส่งออกไปยังเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าหลักอย่างสหรัฐฯและยุโรปที่มีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพิ่มขึ้น ด้านการใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มแผ่วลงหลังจากที่เม็ดเงินพิเศษ (พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 1 ล้านล้านบาทและ 5 แสนล้านบาท) ที่ใช้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมีการเบิกจ่ายไปกว่า 90% แล้ว อีกทั้งการลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงในช่วงหลังการเลือกตั้งที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่า กนง. น่าจะทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เข้าสู่ภาวะปกติ (Policy Normalization) อย่างต่อเนื่องในปี 2023F โดยคาดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 75bps สู่ระดับ 2.0%

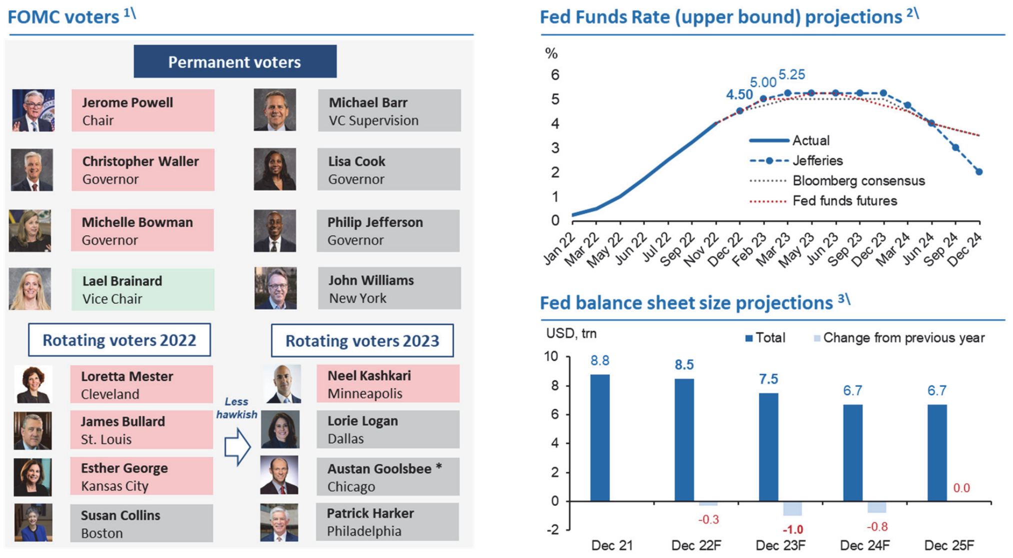
เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงมากในปี 2023F ท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลกดดันอย่างมีนัยยะต่ออุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่ภาคการผลิตส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องสะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคการผลิตที่หดตัวต่อเนื่อง ด้านตลาดแรงงานยังคงตึงตัวอย่างมาก ซึ่งผลักดันให้ค่าจ้างยังเพิ่มขึ้นสูง นับเป็นความเสี่ยงสำคัญทำให้เงินเฟ้ออาจชะลอลงได้ช้ากว่าคาด และ Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่ประเมินใน Dot plot ที่ 5.0-5.25% ทั้งนี้ เรามองแนวโน้มเศรษฐกิจในปี 2023F ยังมีความก้ำกึ่งระหว่างการชะลอลงของเศรษฐกิจที่ไม่รุนแรง (Soft landing) และรุนแรง (Hard landing หรือ Recession) เนื่องจากคาดว่า Fed จะพยายามอย่างที่สุดเพื่อกดอัตราเงินเฟ้อ โดยไม่ส่งผลกระทบต่อการปรับขึ้นของอัตราการว่างงานอย่างมีนัยยะ

Fed จะยังดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดต่อในปี 2023F โดยคาดดอกเบี้ยจะแตะระดับ 5.25% เป็นอย่างน้อย

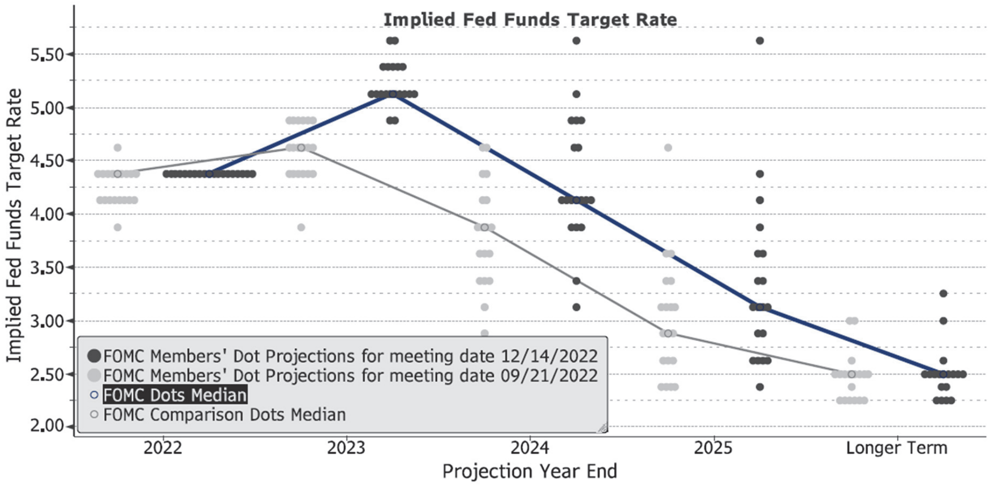
สำหรับในปี 2023F คาดว่า Fed จะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อยังสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% อยู่มาก แต่การปรับขึ้นดอกเบี้ยจะเป็นไปในอัตราเร่งที่ลดลง เนื่องจาก 1) อัตราเงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วตั้งแต่ช่วงไตรมาสสอง และ 2) คณะกรรมการ Fed ที่มีสิทธิ์ออกเสียงในปีหน้า จะมีท่าทีลดความเข้มงวด (Hawkish) ลงบ้าง ดังนั้น คาดว่า Fed จะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา 50bps ในการประชุมเดือน ม.ค. และอีก 25bps ในเดือน มี.ค. ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นไปแตะระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ 5.00-5.25% ด้านการปรับลดขนาดงบดุล คาดว่า Fed จะยังคงดำเนินการไปต่อเนื่องด้วยเช่นกัน ซึ่งคาดว่าจะปรับลดลงอีกราว 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สู่ระดับ 7.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2023F

แผนภาพที่ 30: คาด Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่อง ไปแตะระดับสูงสุดที่ 5.00-5.25% ในเดือน มี.ค. 2023



*Note: 1\ Rank based on Bloomberg Fed Spectrometer as of Oct 2022: Red = Hawk, Green = Dove, Grey = Neutral. 2\ As of 28 Nov. 3\ Bloomberg survey during 21-26 Oct. Fed currently reduce Treasury & MBS at a pace of USD95bn/ month. * Effective 9 Jan 2023, taking the place of the retiring Charles Evans.*
ที่มา: Bloomberg, WSJ, CNBC, Wikipedia, Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: Dot plot ชี้อัตราดอกเบี้ยจะแตะระดับ 5.00-5.25% ณ สิ้นปี 2023F สูงขึ้นจากเดิม 50bps นอกจากนี้ ยังมีคณะกรรมการ 7 จาก 19 ท่านที่มองดอกเบี้ยจะไปสูงกว่านั้น สะท้อนความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยจะปรับสูงขึ้นไปอีก

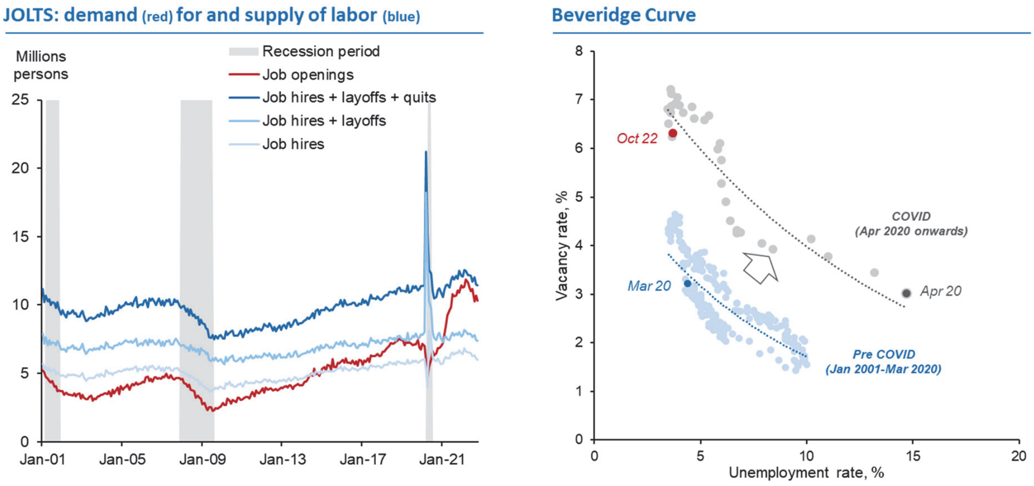


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในแต่ละรอบส่งผลให้อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.5ppt หมายความว่าอัตราการว่างงานอาจพุ่งขึ้นแตะ ~6% ในรอบนี้ สอดคล้องกับการเกิด Recession

ตลาดแรงงานยังคงมีความตึงตัวอย่างมากแม้ Fed จะดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างมากนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2022 นับเป็นหนึ่งในปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะส่งผลให้เงินเฟ้อชะลอลงกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ช้ากว่าที่ประเมินกันไว้และ Fed อาจต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าระดับที่ชี้ใน Dot plot ล่าสุดที่ 5-5.25% และคงไว้ที่ระดับดังกล่าวเป็นระยะเวลานาน

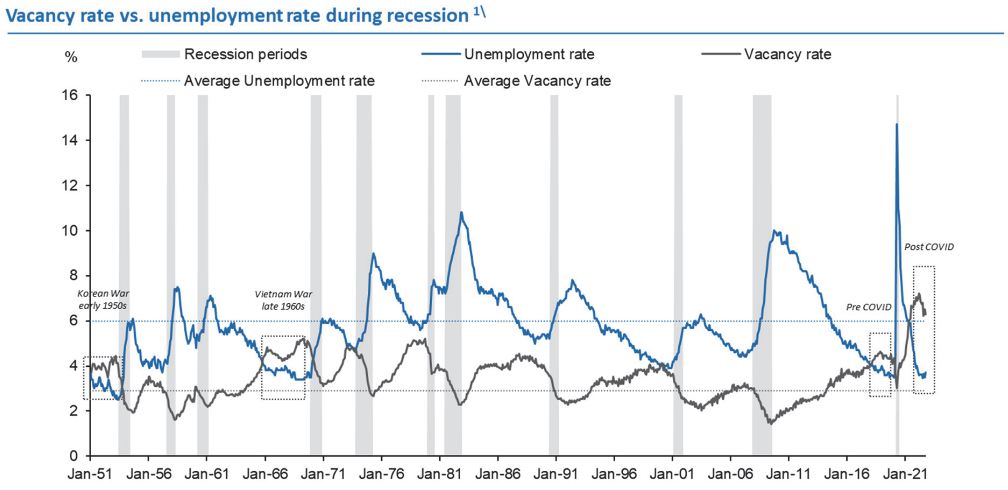
แผนภาพที่ 32: ตลาดแรงงานมีความไม่สมดุลอย่างมากระหว่างอุปสงค์ (เส้นสีแดง) และอุปทาน (เส้นสีฟ้า) ขณะที่วิกฤต COVID-19 ส่งผลให้ Beveridge Curve (สะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราตำแหน่งเปิดใหม่และอัตราการว่างงาน) ขยับไปทางด้านขวา



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

โดยความตึงตัวของตลาดแรงงานอาจสะท้อนได้ผ่านอัตราตำแหน่งงานที่เปิดรับ (Vacancy rate, v) ที่พุ่งสูงขึ้นกว่าในอดีตอย่างมากหลังจากเกิดวิกฤต COVID-19 ซึ่งได้ทำให้การหาแรงงานเป็นเรื่องที่ยากโดยเฉพาะในภาคบริการ ส่งผลให้ธุรกิจต้องปรับขึ้นอัตราค่าจ้างเพื่อดึงดูดแรงงาน ขณะที่อัตราการว่างงาน (Unemployment rate, u) อยู่ใกล้เคียงระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ซึ่งโดยปกติอัตราตำแหน่งงานที่เปิดรับและอัตราการว่างงานจะเคลื่อนไหวในทิศทางตรงข้ามกันในแต่ละช่วงวัฏจักรของเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 33: อัตราตำแหน่งงานที่เปิดรับ (เส้นสีเทา) พุ่งสูงขึ้นกว่าในอดีตอย่างมาก ขณะที่อัตราการว่างงาน (เส้นสีน้ำเงิน) ใกล้เคียงระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์



Note: 1\ Vacancy data before 2001 use PIIE's calculations (Bad News for the Fed from the Beveridge Space: July 2022) which is based on vacancy estimates constructed from Barnichon (2001) using the Help-Wanted Index published by the Conference Board. For vacancy data from 2001 use the estimates from JOLTS. Data are seasonally adjusted and are divided by the size of labor force.

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

หากศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราตำหน่งงานที่เปิดรับ (v) กับอัตราการว่างงาน (u) ในแต่ละรอบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed จะพบว่า อัตราการว่างงานจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.5ppt จากจุดต่ำสุดของแต่ละรอบ ซึ่งหมายความว่าอัตราการว่างงานในรอบการขึ้นดอกเบี้ยในปัจจุบันที่ทำจุดต่ำสุดที่ 3.6% ก็มีโอกาสที่จะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 6.2%

โดยหากแบ่งเป็นกรณี Soft landing หรือเศรษฐกิจชะลอตัวไม่รุนแรง อัตราการว่างงานจะเพิ่มขึ้นเพียง 0.3ppt เท่านั้น หรือเพิ่มขึ้นเป็น 3.9% ในรอบนี้ แต่ในกรณีที่เป็น Hard landing เศรษฐกิจหดตัวรุนแรงหรือก็คือเกิด Recession อัตราการว่างงานจะเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยถึง 3.5ppt ซึ่งเท่ากับว่าอัตราการว่างงานอาจพุ่งขึ้นแตะระดับ 7.1% ได้เลยในรอบการปรับขึ้นดอกเบี้ยนี้

แผนภาพที่ 34: การเปลี่ยนแปลงของอัตราตำแหน่งงานที่เปิดรับ (v) กับอัตราการว่างงาน (u) ในแต่ละรอบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งพบว่าอัตราการว่างงานจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.5ppt โดยอาจปรับขึ้นแค่ 0.3ppt ในกรณี Soft landing และอาจปรับขึ้นถึง 3.5ppt หากเป็น Hard landing

Vacancy rate vs. unemployment rate during Fed's tightening cycle 1

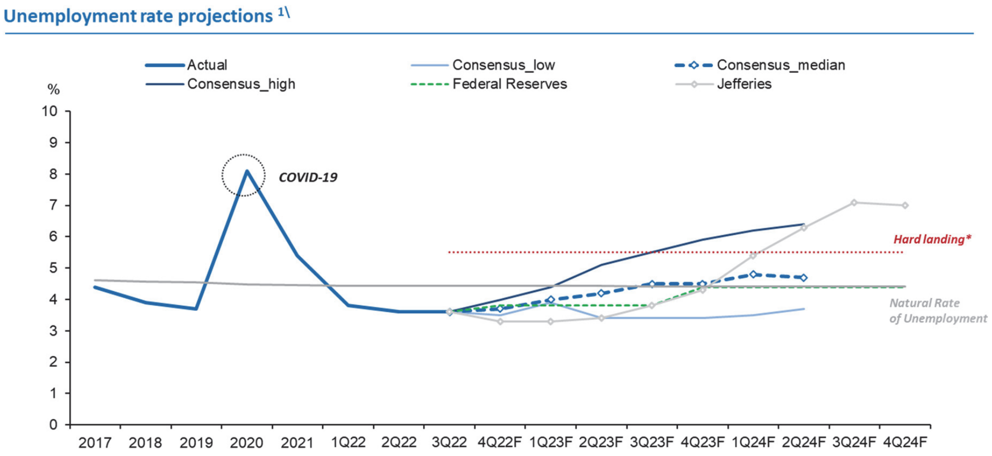
Rate hike cycle 2\		Months	Total hike (bps)	Pace (bps/mo.)	Vacancy rate, %				Unemployment rate, %			
					Peak	Trough	Change	Months	Peak	Trough	Change	Months
Mar 1972	Jun 1974	28	950	34	4.8 (Jul 1973)	2.7 (May 1975)	-2.2	24	4.6 (Oct 1973)	9.0 (May 1975)	+4.4	20
Dec 1976	Mar 1980	40	1,525	38	5.2 (Oct 1979)	3.7 (May 1980)	-1.6	8	5.6 (May 1979)	7.8 (Jul 1980)	+2.2	15
Aug 1980	Dec 1980	5	850	170	4.1 (Nov 1980)	2.3 (Sep 1982)	-1.8	23	7.2 (Jul 1981)	10.8 (Nov 1982)	+3.6	17
May 1983	Sep 1984	17	325	19	4.1 (Nov 1985)	3.9 (Mar 1986)	-0.2	5	7.2 (Jun 1984)	7.5 (Jul 1984)	+0.3	1
Mar 1988	May 1989	15	325	22	4.4 (Dec 1988)	2.3 (Jan 1992)	-2.1	38	5 (Mar 1989)	7.8 (Jun 1992)	+2.8	40
Feb 1994	Jun 1995	17	300	18	3.5 (Dec 1994)	3.1 (May 1995)	-0.4	6	5.4 (Mar 1995)	5.8 (Apr 1995)	+0.4	1
Jun 1999	Dec 2000	19	175	9	4.1 (Jan 2000)	2.0 (Jul 2003)	-2.0	43	3.8 (Apr 2000)	6.3 (Jun 2003)	+2.5	39
Jun 2004	Aug 2008	39	425	11	3.2 (Mar 2007)	1.4 (Jul 2009)	-1.8	29	4.4 (May 2007)	10 (Oct 2009)	+5.6	30
Dec 2015	Dec 2018	43	225	5	4.6 (Nov 2018)	3.0 (Apr 2020)	-1.6	18	3.7 (Sep 2018)	4 (Jan 2019)	+0.3	5
Mar 2022	Mar 2023*	13	500	38	7.2 (Mar 2022)	?	?	?	3.6 (Mar 2022)	?	?	?
Average					*4.2*	*2.7*	*-1.5*	*22*	*5.2*	*7.7*	*+2.5*	*19*
Soft landing average					*4.1*	*3.3*	*-0.7*	*10*	*5.4*	*5.8*	*+0.3*	*2*
Hard landing average					*4.3*	*2.4*	*-1.9*	*28*	*5.1*	*8.6*	*+3.5*	*27*

*Note: 1\ Vacancy data before 2001 use PIIE's calculations (Bad News for the Fed from the Beveridge Space: July 2022) which are based vacancy estimates constructed from Barnichon (2001) using the Help-Wanted Index published by the Conference Board. For vacancy data from 2001 use the estimates from JOLTS. Data are seasonally adjusted and are divided by the size of labor force. 2\ Begin = last trough rate, end = first peak rate. *Assume Jefferies view of Fed's terminal rate reaching in Mar 2023.*
ที่มา: PIIE, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านมุมมองของตลาด (สะท้อนผ่าน Bloomberg consensus) คาดอัตราการว่างงานจะเพิ่มขึ้นแตะระดับ 4.5% ปลายปี 2023F และอยู่ที่ 4.8% ไตรมาส 1/2024F (vs. ตัวเลขล่าสุดเดือน พ.ย. ที่ 3.7%) ซึ่งสะท้อนได้ว่าตลาดเองก็มองไปในทิศทาง Hard landing หรือเกิด Recession (งานศึกษาของ Fed ประเมิน threshold อยู่ที่ราว 5.5%) แต่ยังคงมองว่าจะเป็นแบบไม่รุนแรง หรือแบบ Mild recession เท่านั้น

ทั้งนี้ ปัจจุบันภาพของ Recession ยังคงไม่ถูกสะท้อนผ่านประมาณการ GDP และคาดการณ์การเติบโตผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (EPS) มากนัก ทำให้มีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 35: ตลาด (เส้นประสีน้ำเงิน) คาดอัตราการว่างงานจะเพิ่มขึ้นแตะระดับ 4.5% ปลายปี 2023F และอยู่ที่ 4.8% ไตรมาส 1/2024F (vs. ตัวเลขล่าสุดเดือน พ.ย. ที่ 3.7%)

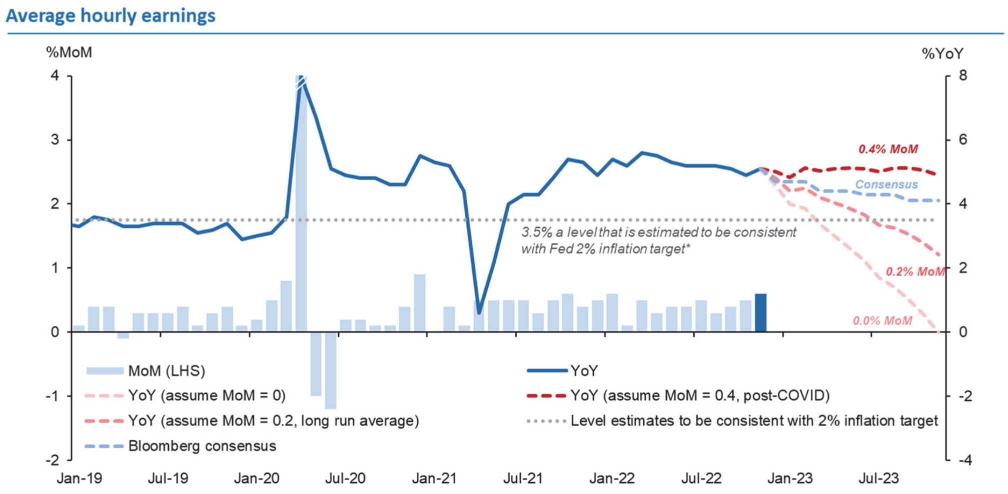


*Note: 1\ Bloomberg consensus as of 29 Nov, Fed's Sep projections and Jefferies projections as of 11 Nov. Unemployment was 3.7% as of Nov. * Regarding the Fed notes (29 Nov 2022): What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing? It states that the unemployment rate increases to a level of at least 5.5% would not be consistent with a so-called soft land, or it is a hard landing.*
ที่มา: Bloomberg, Jefferies, Fed St. Louis, Federal Reserves, CBO, Deutsche Bank, Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดอกเบี้ยของ Fed ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงจากเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงได้ช้า ท่ามกลางตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวอย่างมาก

เรามองการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed สู่ระดับ Terminal rate ที่ 5.0-5.25% ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงจากอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงได้ช้ากว่าที่ตลาดคาดหวังไว้ที่จะเห็น 3.1% ในปลายปี 2023F จาก 1) ดัชนีราคาผู้บริโภคในหมวดที่อยู่อาศัย (Shelter) ที่มีน้ำหนักกว่า 1 ใน 3 ของตะกร้าเงินเฟ้อ ปรับตัวลงได้ช้า (Sticky) ซึ่งส่วนหนึ่งจาก Lag time ของวิธีการคำนวณดัชนีที่แม้ราคาบ้าน (อาจสะท้อนผ่านดัชนี S&P/ Case Shiller Home Price Index) จะได้ทำจุดสูงสุดไปแล้วตั้งแต่เดือน มิ.ย. แต่กว่าจะส่งผ่านมาถึงดัชนี Shelter CPI จะใช้เวลาราว 18 เดือน ซึ่งตัวเลขล่าสุดเดือน พ.ย. ยังมีการเร่งตัวขึ้น YoY และ 2) ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวอย่างมาก (ซึ่งเราได้กล่าวถึงไปในหัวข้อก่อนหน้า) ซึ่งจะหนุนให้ค่าจ้างยังคงขยายตัวในระดับสูงและไม่สอดคล้องกับเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed ที่ 2% โดยการเติบโตของค่าจ้างนับเป็นแรงหนุนสำคัญให้ราคาในหมวดบริการเร่งตัวขึ้น

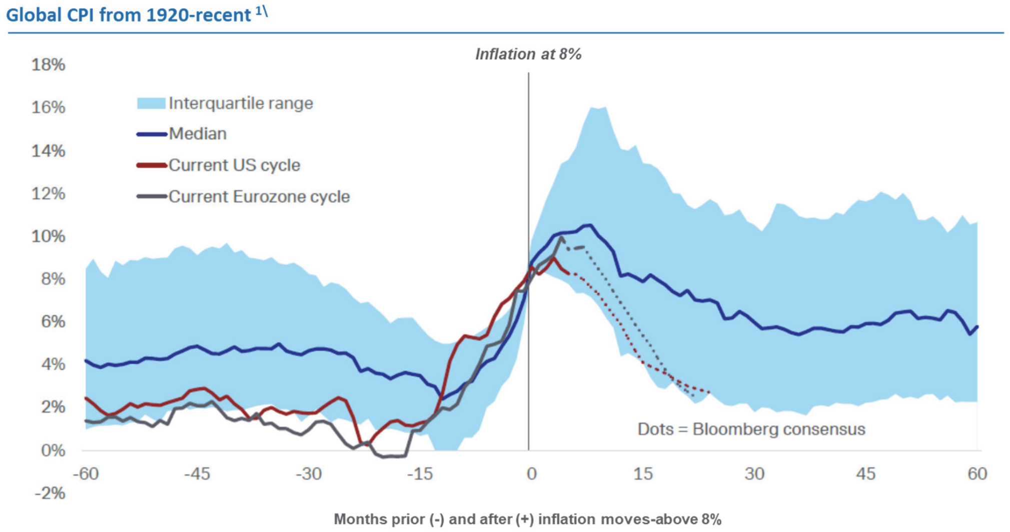
แผนภาพที่ 36: อัตราค่าจ้างขยายตัวสูง และไม่สอดคล้องกับเป้าเงินเฟ้อ 2% ของ Fed



*Note: Bloomberg consensus as of 9 Dec. *According to several Fed officials as well as market participants.*
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ งานศึกษาของ Deutsche Bank (DB) ที่เราได้นำเสนอใน TIPS ฉบับก่อน (เดือน ธ.ค.) พบว่า อัตราเงินเฟ้อจะชะลอลงได้ช้าเมื่อได้ขยายตัวเกินระดับ 8% หรือมีความหนืดสูง โดยจะใช้เวลา 1-2 ปี ในการชะลอลงแตะระดับ 6% ซึ่งหากเปรียบเทียบกับ Bloomberg Consensus ที่คาดจะได้เห็นอัตราเงินเฟ้อแตะระดับ 3-4% ในปลายปี 2023F (vs. ล่าสุดเดือน พ.ย. ที่ 7.1%) สะท้อนได้ว่าตลาดมีความคาดหวังเชิงบวก (Optimistic) อยู่มาก เพราะประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อจะกลับลงมาอยู่ในกรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อในอดีต ฉะนั้น Fed อาจต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงกว่าที่ได้ประเมินไว้

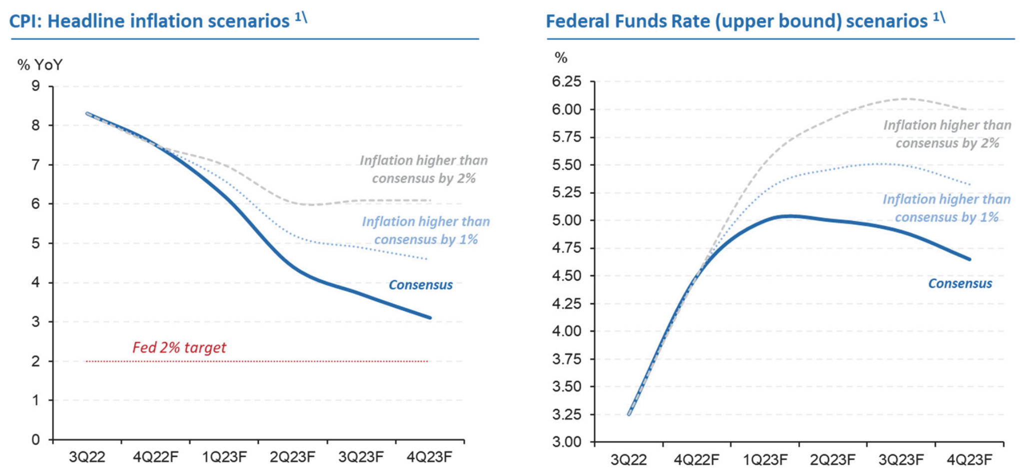
แผนภาพที่ 37: ข้อมูลในอดีตชี้อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอลงได้ช้าเมื่อขยายตัวสูง 8% (ค่ากลาง: เส้นสีน้ำเงิน) สะท้อนมุมมองของตลาดที่มองว่าเงินเฟ้อจะแตะระดับ 3-4% ได้ในปลายปี 2023F (เส้นประสีแดง) อาจเป็นการมองในแง่ดีเกินไป โดยมุมมองดังกล่าวอยู่ตรงกรอบล่างของการเคลื่อนไหวของเงินเฟ้อในอดีต



Note: 1\ Based on Deutsche Bank study on inflation with data set covering 50 DM and EM economies.
ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

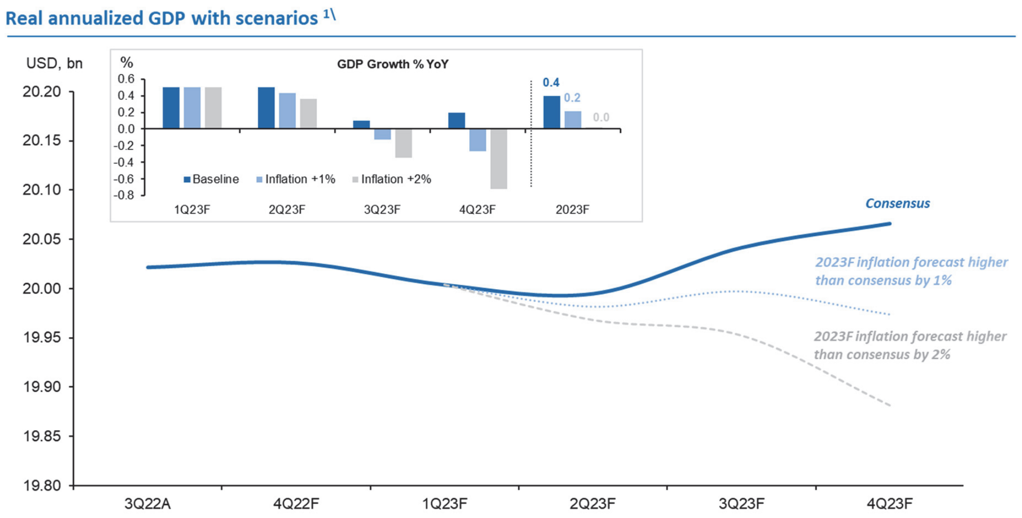
โดยเราประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อที่สูงกว่าคาด 1-2% จะส่งผลให้ Fed ต้องปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นจากกรณีฐานราว 30-90bps หรือดอกเบี้ยอาจแตะระดับ 6.0% ได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างชัดเจนนับตั้งแต่ปลายปี 2023F และเศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession ได้

แผนภาพที่ 38: Fed ต้องปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นไปอีก 30-90bps หากเงินเฟ้อขยายตัวสูงกว่าคาดการณ์ 1-2%



Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model; baseline forecast using Bloomberg consensus as of 8 Dec.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 39: การปรับดอกเบี้ยที่สูงขึ้นไปอีก จะส่งผลกดดันเศรษฐกิจชัดเจนมากขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2023F

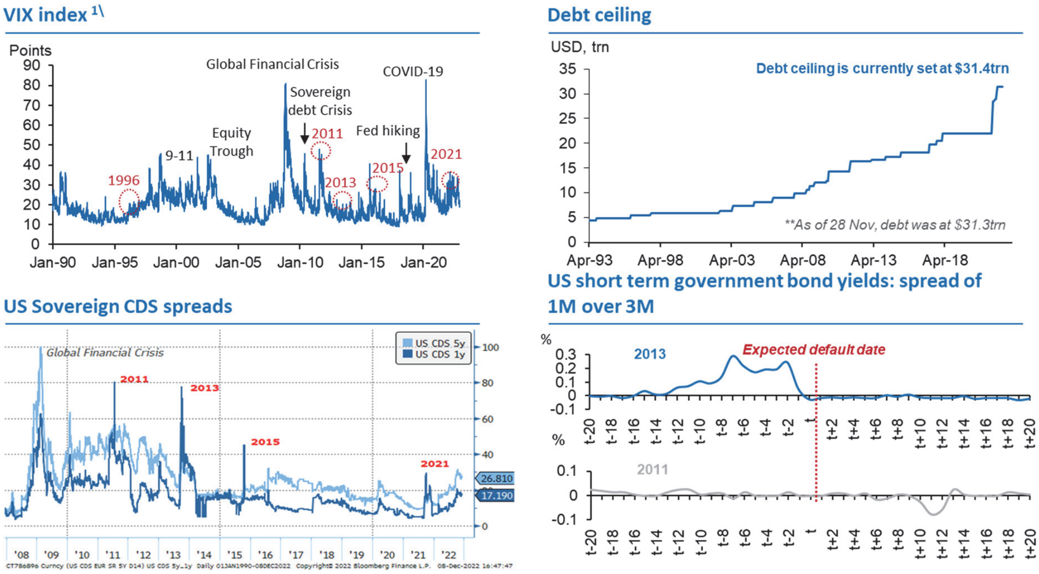


Note: 1\ Applying Bloomberg Economics model; baseline forecast using Bloomberg consensus as of 7 Nov.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เพดานหนี้จะกลับมาสร้างความผันผวนอีกครั้งในช่วงกลางปีที่ประเมินว่าหนี้จะชนเพดาน ซึ่งการเจรจามีแนวโน้มไม่ราบรื่นเนื่องจากการเป็นรัฐสภาเสียงแตก

ในปี 2023F คาดว่าประเด็นเรื่องเพดานหนี้สาธารณะจะกลับมาอีกครั้งเช่นกันในช่วงราวกลางปี เนื่องจากระดับหนี้สาธารณะอาจจะแตะระดับเพดานที่กำหนดไว้ที่ 31.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. ปัจจุบันที่ 31.27 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ทั้งนี้ ในช่วงเวลาที่ตลาดมีความกังวลในประเด็นดังกล่าวในอดีตจะเห็นตลาดการเงินมีความผันผวนมากขึ้น สะท้อนผ่านการปรับขึ้นของดัชนี VIX รวมทั้งความกังวลของตลาดที่กังวลว่าอาจเกิดการผิดนัดชำระหนี้ขึ้นมาได้ ดังจะเห็นได้จากการปรับขึ้นของ CDS spread และการดีดตัวขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น

แผนภาพที่ 40: สภาต้องพิจารณาปรับเพิ่มเพดานหนี้ที่ประเมินจะชนเพดานในช่วงกลางปี 2023F ซึ่งคาดจะสร้างความผันผวนให้กับตลาดเช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นในอดีต โดยเฉพาะในปีที่เป็นรัฐสภาเสียงแตก



Note: 1\ Red circles indicate debt limit cases.

ที่มา: Bloomberg, Goldman Sachs, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

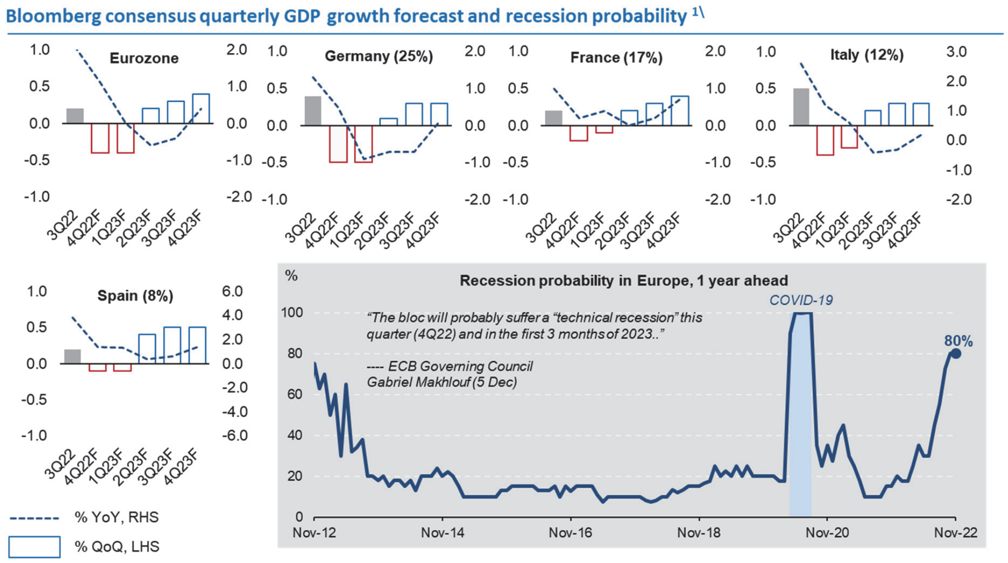
เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มเข้าสู่ Recession ในปี 2023F โดยคาด GDP จะหดตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4/2022 และไตรมาส 1/2023 ท่ามกลางวิกฤตพลังงาน, เงินเฟ้อที่สูง, ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ, เศรษฐกิจโลกชะลอ และการดำเนินนโยบายการเงินที่มีความเข้มงวดมากขึ้น อย่างไรก็ดี Recession รอบนี้คาดจะไม่รุนแรงมากอย่างที่เคยกังวล ส่วนหนึ่งเนื่องจากการบริหารจัดการพลังงานที่ทำได้ดีและฤดูหนาวที่ถือว่าไม่รุนแรงนัก ทั้งนี้ ประเด็นพลังงานยังมีแนวโน้มที่จะกลับมาอีกครั้งในฤดูหนาวปี 2023F (เริ่มเดือน ต.ค.) จากความเสี่ยงที่ยูโรโซนอาจหาอุปทานก๊าซมาได้ไม่เพียงพอ ท่ามกลางอุปสงค์จีนที่คาดจะฟื้นตัวและรัสเซียที่อาจยุติการส่งก๊าซมาให้ ซึ่งนับเป็นหนึ่งในปัจจัยหนุนให้เงินเฟ้อชะลอลงได้ช้าและ ECB มีความจำเป็นต้องดำเนินนโยบายอย่างเข้มงวดต่อทั้ง QT ที่จะเริ่มขึ้นในเดือน มี.ค. และดอกเบี้ยที่คาดจะปรับขึ้นแตะ 3% เป็นอย่างน้อย ขณะที่โมเมนตัมเศรษฐกิจอ่อนแอลงต่อเนื่อง

เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มเข้า Recession ในปี 2023F แต่จะสั้นและไม่รุนแรงมากอย่างที่เคยกังวล จากการบริหารจัดการพลังงานที่ทำได้ดี

เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะ Recession ในปี 2023F โดย Bloomberg Consensus มองความน่าจะเป็นสูงถึง 80% (vs. ประเมินโอกาสสหรัฐฯ ที่ 60%) โดยคาด GDP ของยูโรโซนจะหดตัว QoQ ตั้งแต่ไตรมาส 4/2022F และไตรมาส 1/2023F ท่ามกลางวิกฤตพลังงาน, เงินเฟ้อที่สูงกดดันความกำลังซื้อของผู้บริโภค, ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่สูง, กิจกรรมเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ และการดำเนินนโยบายการเงินที่มีความเข้มงวดมากขึ้น อย่างไรก็ดี Recession รอบนี้คาดว่าจะค่อนข้างสั้นและไม่รุนแรงมากอย่างที่เคยกังวลเนื่องจาก

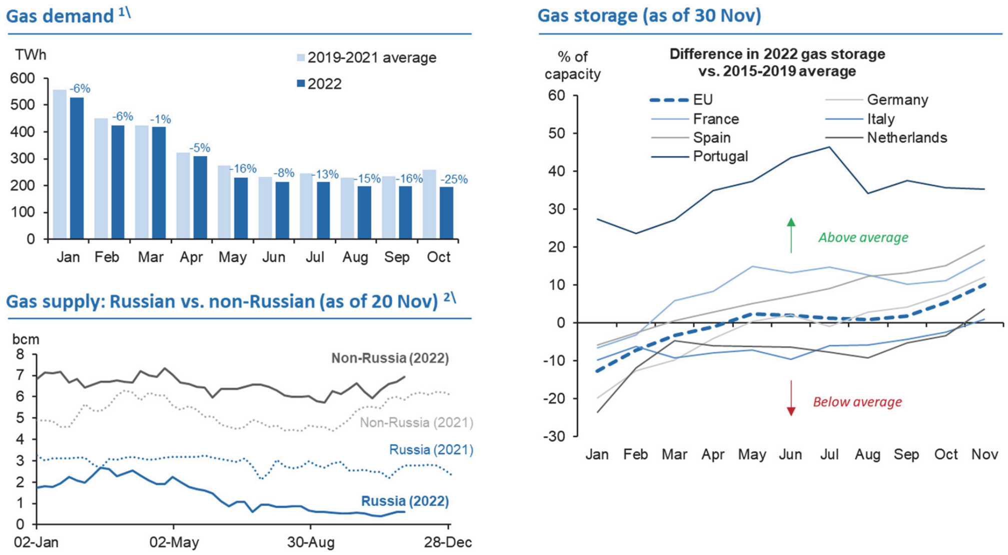
1. การบริหารจัดการเรื่องพลังงานที่ทำได้ดีกว่าที่คาดการณ์ โดยเฉพาะการเติมก๊าซในคลังสำรองที่เร็วและดีกว่าที่ตั้งเป้าหมาย โดยสามารถเติมได้เต็มเกือบ 100% ก่อนเข้าฤดูหนาวในเดือน ต.ค.
2. การควบคุมอุปสงค์ของก๊าซ โดยนับตั้งแต่ต้นปี 2022 ยูโรโซนบริโภคก๊าซลดลง 10% เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 3 ปีก่อนหน้า (2019-2021) โดยประเทศหลักอย่างเยอรมนีที่พึ่งพาก๊าซอย่างมากสามารถลดการบริโภคก๊าซลงได้ 15%
3. การหาอุปทานก๊าซจากแหล่งอื่นเพื่อทดแทนบางส่วนที่ขาดไปจากการลดการส่งออกก๊าซของรัสเซีย โดยเฉพาะก๊าซในโตรเจนเหลวหรือ LNG
4. สภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติหรือเป็นฤดูหนาวที่ไม่รุนแรงนัก (mild weather)

แผนภาพที่ 41: คาด GDP ของยูโรโซนจะหดตัว QoQ ตั้งแต่ไตรมาส 4/2022F และไตรมาส 1/2023F และประเมินโอกาสเกิด Recession ที่ 80%



Note: 1\ Bloomberg consensus as of 12 Dec. (%) represents countries' share of EU GDP in 2020.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: ยูโรโซนบริหารจัดการเรื่องพลังงานได้ค่อนข้างดีทั้งการเติมก๊าซเข้าคลัง, การลดการบริโภคก๊าซ และการหาอุปทานก๊าซจากแหล่งอื่น

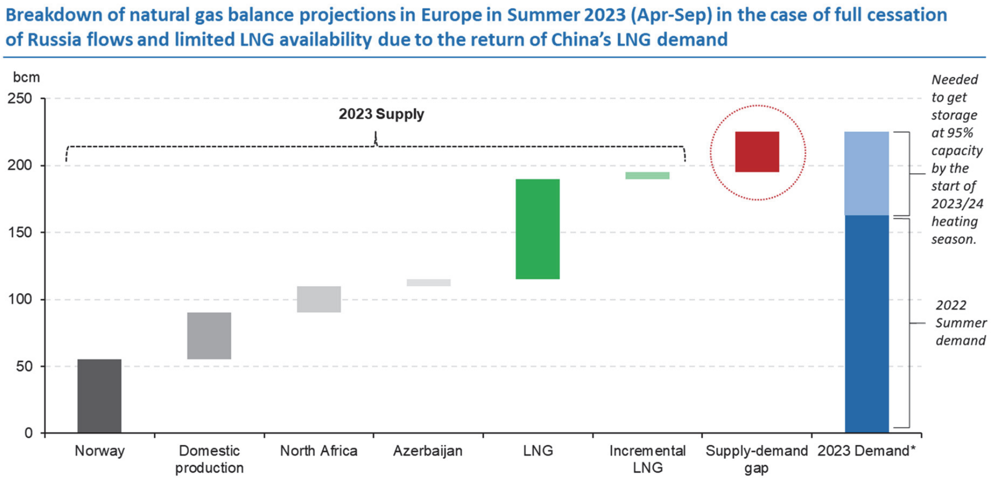


Note: 1\ Year to date, gas demand in EU is -10% as compared to the 2019-2021 average. 2\ non-Russian ที่มาs are Norway, LNG, Algeria and other minor ที่มาs.
ที่มา: Bloomberg, Bruegel, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี แม้ฤดูหนาวปี 2022 (เดือน ต.ค. 2022 -มี.ค. 2023) ดูจะผ่านพ้นไปได้ด้วยดีและราคาก๊าซได้ปรับตัวลดลงกว่า 50% จากที่ปรับขึ้นสูงสุดในเดือน ส.ค. แต่ประเด็นพลังงานมีแนวโน้มที่จะกลับมาอีกครั้งในฤดูหนาวปี 2023F จากความเสี่ยงที่ยูโรโซนอาจหาอุปทานก๊าซมาชดเชยส่วนที่ขาดหายไปจากรัสเซียได้ไม่เพียงพอ โดยเฉพาะอุปสงค์ก๊าซของจีนที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ รวมถึงความเสี่ยงที่รัสเซียอาจยุติการส่งก๊าซมาให้อย่างเด็ดขาด

ดังนั้น ราคาก๊าซยังมีความเสี่ยงที่จะปรับเพิ่มสูงขึ้นอีกในช่วงครึ่งหลังของปี 2023F และเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่จะทำให้เงินเฟ้อยังคงขยายตัวในระดับสูงกว่าเป้าหมายของ ECB ที่ 2%

แผนภาพที่ 43: ยูโรโซนเสี่ยงหาอุปทานก๊าซได้ไม่เพียงพอรองรับช่วงฤดูหนาวปี 2023F โดยเฉพาะจากอุปสงค์ของจีนที่มีแนวโน้มกลับมาเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

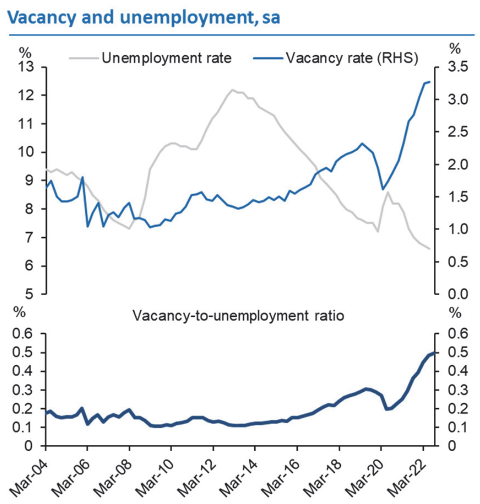


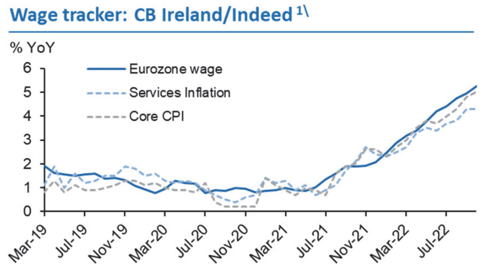
*Note: * Assume natural gas demand in Europe will decline by 11% during Nov 2022-Mar 2023 compared to the 5-year average and gas storage sites will be around 30% full at the end of the 2022/23 winter or in Mar 2023.*
ที่มา: IEA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อปี 2023F ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง

อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนในปี 2023F มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงและชะลอลงช้า โดยนอกเหนือจากประเด็นพลังงานที่ได้กล่าวถึงในหัวข้อก่อนหน้าที่อาจหนุนให้ราคาก๊าซกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ยังมีเรื่องของตลาดแรงงานที่ตึงตัวอย่างมากเช่นเดียวกับของสหรัฐฯ โดยอัตราตำแหน่งงานที่เปิดรับ (Vacancy rate, u) ได้อยู่ในระดับสูงเป็นประวัติการณ์ ขณะที่อัตราการว่างงาน (Unemployment rate, u) อยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์เช่นเดียวกัน ทำให้ค่าจ้างแรงงานในยูโรโซนปรับเพิ่มขึ้นในระดับสูง (เหนือระดับก่อนเกิด COVID ราว 7%) และอัตราเงินเฟ้อในหมวดบริการเร่งตัวขึ้นแรง

แผนภาพที่ 44: ตลาดแรงงานยูโรโซนตึงตัวอย่างมาก หนุนค่าจ้างเพิ่มขึ้นสูงและเงินเฟ้อในหมวดบริการเร่งตัวขึ้นแรง

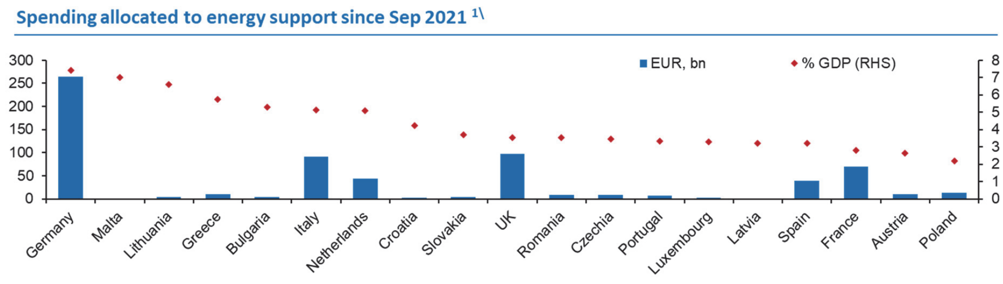




Note: 1\ Draws on data from millions of job postings on Indeed to present a new monthly wage tracker, examining trends in posted wages across France, Germany, Ireland, Italy, the Netherlands and Spain.
ที่มา: Bloomberg, centralbank.ie, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ ยังมีเรื่องของมาตรการทางคลังของประเทศสมาชิกเพื่อลดทอนผลกระทบจากราคาพลังงานที่สูง โดยนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2021 จนถึงสิ้นเดือน พ.ย. 2022 ประเทศในยูโรโซนได้ออกมาตรการดังกล่าวคิดเป็นเม็ดเงินรวมกันถึง 6 แสนล้านยูโร ใกล้เคียงกองทุน EU Recovery Fund เพื่อหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจาก COVID-19 ที่ 7.5 แสนล้านยูโร โดย ECB ได้แสดงความกังวลมากขึ้นว่ามาตรการลดทอนผลกระทบพลังงานที่ออกมา อาทิ การให้เงินช่วยเหลือ, การลดภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) กับพลังงาน และการลดราคาพลังงาน จะหนุนให้เกิดอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) ขึ้นในระบบเศรษฐกิจและทำให้เงินเฟ้อยังคงขยายตัวในระดับสูง

แผนภาพที่ 45: มาตรการทางคลังของประเทศสมาชิกเพื่อลดทอนผลกระทบจากราคาพลังงานที่สูงคิดเป็นเม็ดเงินรวมกันราว 6 แสนล้านยูโร



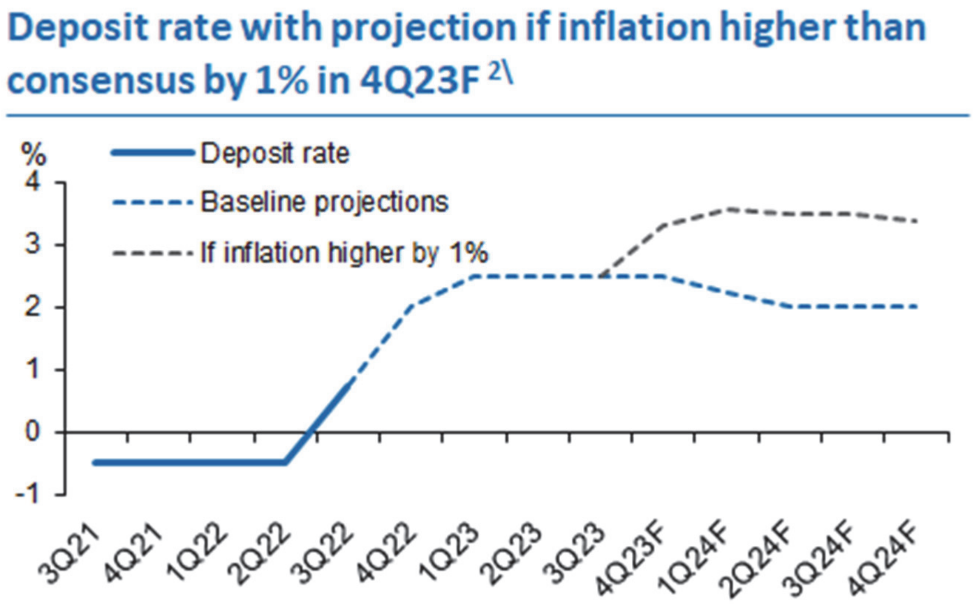
Measures have been proposed (grey) or enacted (black) since Sep 2021 in the Big 4 countries 2\

Country (Budget)	Reduced energy tax / VAT	Retail price regulation	Wholesale price regulation	Transfers to vulnerable groups	Mandate to State-owned firms	Windfall profits tax / regulation	Business support	Other
Germany (264.2bn)	√	√		√		√	√	√
France (69.2bn)	√	√	√	√	√		√	√
Italy (90.7bn)	√			√		√	√	
Spain (38.5bn)	√	√	√	√		√	√	

Note: 1\ As of 29 Nov, total EU country energy support amounted to ~EUR600bn. 2\ Germany announced EUR200bn package in late-Sep 2022.
ที่มา: Bloomberg, Bruegel, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อที่ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ทำให้นโยบายการเงินของ ECB จะยังคงอยู่แนวโน้มเข้มงวดมากขึ้นและอัตราดอกเบี้ย Deposit rate อาจต้องปรับขึ้นสูงกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์ในผลสำรวจของ Bloomberg ประเมินที่ 2.5% โดยเราพบว่าในกรณีที่เงินเฟ้อในช่วงปลายปี 2023F สูงกว่าที่ตลาดประเมินที่ 1% ECB จะต้องปรับดอกเบี้ยสูงขึ้น 100bps หรือ Deposit rate จะแตะระดับ 3.5%

แผนภาพที่ 46: อัตราดอกเบี้ย Deposit rate อาจต้องปรับสูงกว่าที่ตลาดประเมิน 100bps หรือแตะระดับ 3.5% หากเงินเฟ้อปลายปี 2023F สูงกว่าที่ตลาดมอง 1%



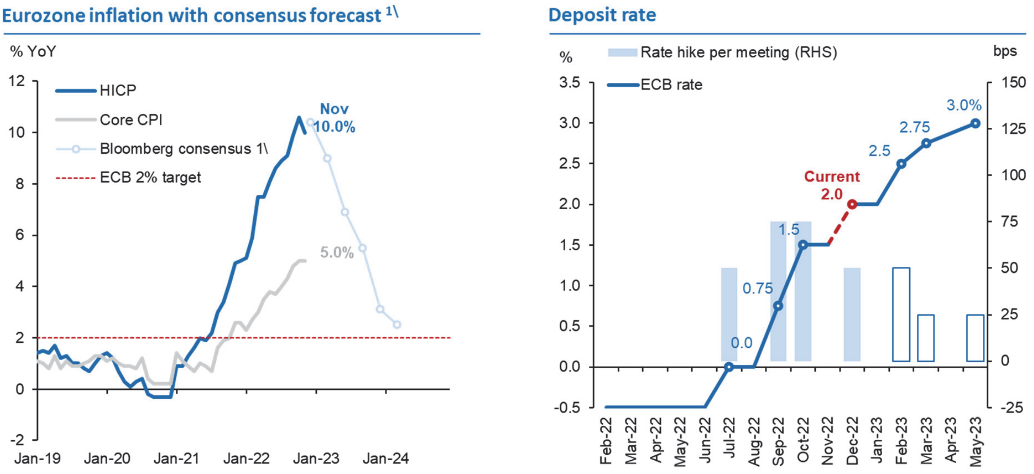
Note: 2\ Applying Bloomberg Economics model; deposit rate defines by the difference from the Main Refinancing rate which is currently at 2.0%.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB ดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดต่อเนื่องในปี 2023F ทั้ง QT ที่จะเริ่มในเดือน มี.ค. และดอกเบี้ยที่คาดจะถูกปรับขึ้นแตะ 3.0% เป็นอย่างน้อย ท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มลดลงได้ช้ากว่าที่ประมาณการไว้เดิมอย่างมีนัยยะ

นโยบายการเงินมีทิศทางเข้มงวดต่อเนื่องในปี 2023F ท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงเข้าสู่เป้าหมาย 2% ได้ช้า โดยธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายอย่างเข้มงวดต่อเนื่องที่ชัดเจนในการประชุมวันที่ 15 ธ.ค. ซึ่งมีประเด็นสำคัญดังนี้

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย: ปรับขึ้น +50bps ตามคาดการณ์ของตลาด ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย Deposit facility rate ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 2.0% พร้อมทั้งส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่าจะยังคงปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างมีนัยยะสำคัญ “interest rates will still have to rise significantly” เพื่อให้มั่นใจได้ว่านโยบายการเงินมีความเข้มงวดเพียงพอที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ในระยะปานกลาง โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในระยะข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับตัวเลขเศรษฐกิจเป็นสำคัญและจะตัดสินใจในแต่ละรอบการประชุม (meeting-by-meeting approach) โดยนาง Christine Lagarde ประธาน ECB กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า ควรที่จะคาดว่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา 50bps ต่อเนื่องอีกสักระยะ ขณะที่ระบุว่าคาดการณ์ดอกเบี้ยของตลาดการเงิน (ที่ระดับราว 2.9%) นั้นต่ำเกินไป

แผนภาพที่ 47: อัตราเงินเฟ้อ (ล่าสุด +10% YoY ในเดือน พ.ย.) ที่ยังขยายตัวสูงเกินเป้าหมายของ ECB ที่ 2% อยู่มาก และมีแนวโน้มปรับลดลงได้ช้า ประกอบกับการส่งสัญญาณของ ECB ที่มีความ Hawkish อย่างชัดเจน คาดว่าอัตราดอกเบี้ย Deposit rate จะถูกปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง สู่ระดับ 3.0% "เป็นอย่างน้อย"

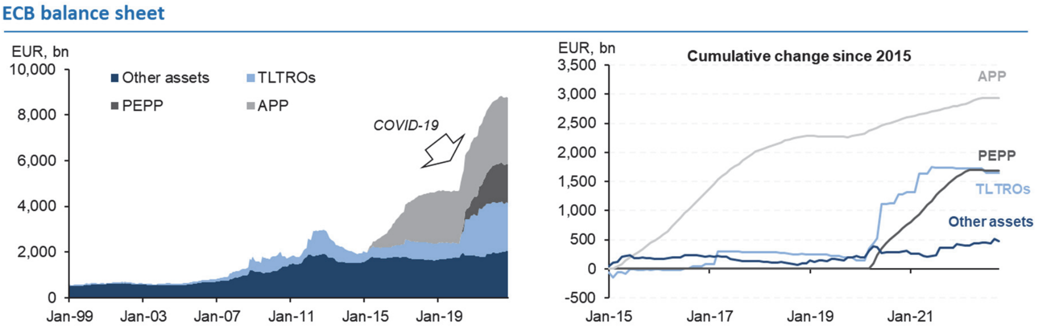


Note: 1\ As of 12 Dec.

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

การลดขนาดงบดุล: ประกาศจะเริ่มดำเนินการปรับลดขนาดงบดุลผ่านการลดการถือครองสินทรัพย์ภายใต้มาตรการ APP (Asset Purchase Program) ในเดือน มี.ค. 2023 เป็นต้นไป โดยจะเริ่มต้นปรับลดการถือครองสินทรัพย์เฉลี่ยเดือนละ 1.5 หมื่นล้านยูโร ในเดือน มี.ค. - มิ.ย. ขณะที่การลดปริมาณการถือครองสินทรัพย์หลังจากเดือน มิ.ย. จะมีการพิจารณาอีกที อย่างไรก็ดี การถือครองสินทรัพย์ที่ซื้อผ่านมาตรการ PEPP (Pandemic Purchase Program) จะยังไม่มีการเปลี่ยนแปลงใดๆ จนสิ้นปี 2024 เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 48: งบดุลของ ECB อยู่ในระดับสูงมากกราว 9 ล้านล้านยูโร โดย ECB ระบุจะดำเนินการทยอยลดการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุที่เข้าซื้อผ่านมาตรการปกติหรือ APP (พื้นที่สีเทาอ่อน) ที่ได้เข้าซื้อตั้งแต่ปี 2015 ซึ่งปัจจุบันถือครองอยู่ราว 3 ล้านล้านยูโร

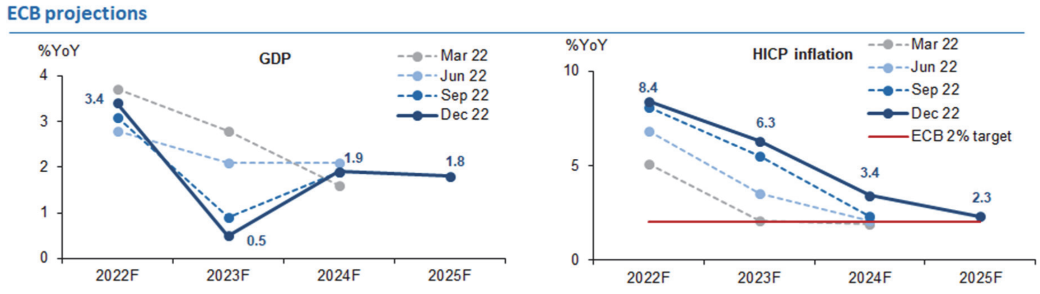


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประมาณการเงินเฟ้อ: ECB ปรับเพิ่มประมาณการเงินเฟ้อขึ้นอย่างมีนัยยะตลอดช่วงของการทำประมาณการ โดยคาดอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP) จะขยายตัวเฉลี่ย 8.4% ในปี 2022F (vs. 8.1% คาดการณ์เดิมในเดือน ก.ย.), 6.3% ในปี 2023F (vs. 5.5% เดิม) และ 3.4% ในปี 2024F (vs. 2.3% เดิม) นอกจากนี้ ยังได้มีการเปิดเผยคาดการณ์ปี 2025F เป็นครั้งแรก ซึ่งคาดอัตราเงินเฟ้อจะขยายตัวเฉลี่ย 2.3% นับว่าอัตราเงินเฟ้อจะยังคงสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% ตลอดช่วงของการประมาณการ

ประมาณการเศรษฐกิจ: ECB ประเมินเศรษฐกิจอาจจะหดตัวในไตรมาส 4/2022F และไตรมาส 1/2023F เนื่องจากวิกฤตพลังงาน, ความไม่แน่นอนที่สูง, กิจกรรมเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอและภาวะการเงินที่ตึงตัว อย่างไรก็ดี ECB ประเมินว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ที่เกิดขึ้นน่าจะกินระยะเวลาสั้นและไม่ส่งผลกระทบรุนแรง ("short-live and shallow") โดยล่าสุด ECB คาดเศรษฐกิจจะขยายตัว 0.5% ในปี 2023F (vs. 0.9% คาดการณ์เดิม) จากปี 2022F ที่คาดว่าจะขยายตัว 3.4% (vs. 3.1% เดิม)

แผนภาพที่ 49: ECB ปรับประมาณการเงินเฟ้อปี 2023F ขึ้น +0.8ppt เป็น 6.3% และมองเงินเฟ้อจะยังขยายตัวเหนือเป้า 2% ตลอดจนปี 2025F ขณะที่ปรับลดประมาณการ GDP ปี 2023F ลง -0.4ppt เป็น 0.5% ท่ามกลางเศรษฐกิจที่คาดว่าอาจจะหดตัวในไตรมาสนี้และไตรมาสแรกของปีหน้า



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

อัตราเงินเฟ้อที่ยังขยายตัวสูงเกินเป้าหมายของ ECB ที่ 2% อยู่มาก (ล่าสุด +10% YoY ในเดือน พ.ย.) และมีแนวโน้มปรับลดลงได้ช้าอย่างที่ได้กล่าวไปในหัวข้อก่อนหน้า ประกอบกับการส่งสัญญาณของ ECB ที่มีความ Hawkish อย่างชัดเจน (ทั้งในส่วนของถ้อยแถลงผลการประชุมและประมาณการอัตราเงินเฟ้อที่เกินกว่าเป้าหมายของ ECB ที่ 2% ตลอดช่วงประมาณการ) คาดว่าจะทำให้อัตราดอกเบี้ย Deposit rate ถูกปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ เราปรับเพิ่มคาดการณ์ดอกเบี้ย Deposit rate ขึ้นเป็น 3.0% จากเดิมที่คาด 2.5% และมองว่ายังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง โดยคาด ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา 50bps ต่อเนื่องในการประชุมครั้งถัดในเดือน ก.พ. 2023 และปรับขึ้นในอัตราปกติในอัตรา 25bps ในการประชุมเดือน มี.ค. และ พ.ค.

ด้านการลดขนาดงบดุล ECB ประกาศจะเริ่มดำเนินการเร็วกว่าที่ตลาดคาดไว้เล็กน้อย (เริ่มเดือน มี.ค. 2023 vs. ตลาดคาดในช่วงไตรมาส 2) ขณะที่หากอิงจากการเริ่มปรับลดขนาดงบดุล (ในส่วนของ APP) ที่เฉลี่ยต่อเดือนราว 1.5 หมื่นล้านยูโร เริ่มตั้งแต่เดือน มี.ค. เป็นต้นไป จะทำให้งบดุลลดลงราวอย่างน้อย 1.5 แสนล้านยูโร ในปี 2023F ซึ่งก่อนหน้านี้ตลาดมีการประเมินว่าการลดขนาดงบดุลลงราว 1.55-1.7 แสนล้านยูโร จะส่งผลให้ Bond yield อายุ 10 ปีขยับขึ้นราว 4-11bps

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีน IMF คาดว่าจะขยายตัว 4.4% ในปี 2023F จากระดับ 3.2% ในปี 2022F เนื่องจากคาดว่าทางการจีนจะผ่อนคลายนโยบายควบคุม COVID ให้เข้มงวดลดลง ท่ามกลางอัตราการฉีดวัคซีนที่เพิ่มขึ้น การพัฒนาวัคซีนเพื่อใช้ในประเทศ และอัตราการเสียชีวิตที่ลดลงจากการแพร่ระบาดของสายพันธุ์ Omicron โดยคาดว่าจีนจะเริ่มเปิดพรมแดนหลังการประชุม NPC ในเดือน มี.ค. ผ่านพ้นไป อย่างไรก็ดี ปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงอยู่เนื่องจากการขาดความเชื่อมั่นของผู้ซื้อบ้าน ซึ่งนำไปสู่การชะลอการลงทุนลงของผู้ประกอบการ แม้ว่าทางการจีนได้มีการประกาศ 16 มาตรการเพื่อช่วยพยุงภาคอสังหาริมทรัพย์ เช่น หนุนการทำดีล M&A เพื่อให้ผู้ประกอบการหาสภาพคล่องเพิ่มเติมในการดำเนินงานได้

ด้านนโยบายการเงิน คาดว่า PBoC จะยังคงใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อเนื่องท่ามกลางเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัว อย่างไรก็ดี การผ่อนคลายนโยบายโดยเฉพาะการปรับลดอัตราดอกเบี้ย น่าจะเป็นไปอย่างจำกัด เนื่องจากอาจกังวลต่อประเด็นเงินทุนไหลออก ท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของประเทศหลักอื่นๆ

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน พ.ย. ของจีนชะลอตัวลงแรงจากแรงกดดันของนโยบาย Zero-COVID ที่ยังคงเข้มงวด

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน พ.ย. พลิกหดตัวและออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาด โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน พ.ย. ปรับตัวลดลง -1.2 จุด เป็น 48.0 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 49.0 จุด ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -2.0 จุด เป็น 46.7 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 48.0 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -1.9 จุด เป็น 45.1 จุด จากผลกระทบของมาตรจำกัดการเดินทางในหลายพื้นที่ ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -2.8 จุด เป็น 55.4 จุด

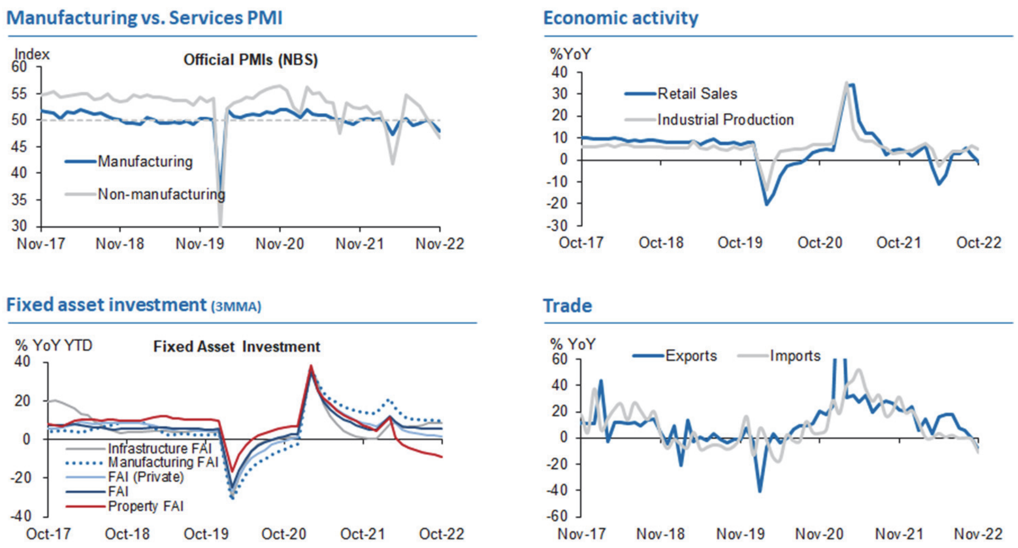
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ย. หดตัวที่ -5.9% YoY จาก -0.5% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าที่ตลาดคาดที่ -4.0% การชะลอตัวนำโดยเครื่องใช้ในครัวเรือน (-17.3% vs. -14.1% เดือนก่อน), ร้านอาหาร (-17.6% vs. -8.1% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสาร (-17.6% vs. -8.9% เดือนก่อน) และยอดขายรถยนต์ (-4.2% vs. 3.9% เดือนก่อน)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน พ.ย. ชะลอตัวลงเป็น 2.2% YoY จาก 5.0% ในเดือนก่อนและต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.5% การชะลอตัวนำโดยโทรศัพท์มือถือ (-13.0% vs. 6.5% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสารและคอมพิวเตอร์ (-1.1% vs. 9.4% เดือนก่อน), ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (7.1% vs. 11.3% เดือนก่อน) และรถยนต์ (4.9% vs. 18.7% เดือนก่อน)

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน พ.ย. ขยายตัว 5.3% YoY YTD ชะลอลงจาก 5.8% ในเดือนก่อนและต่ำกว่าตลาดคาดที่ 5.6% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในภาคการผลิต (9.3% vs. 9.7% เดือนก่อน) และหดตัวต่อเนื่องในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-9.8% vs. -8.8% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (8.9% vs. 8.7% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้นเล็กน้อย

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน พ.ย. หดตัว -8.7% YoY ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 มากขึ้นจาก -0.3% ในเดือนก่อน และแย่กว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่-3.9% ด้านยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -10.6% YoY หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 หดตัวมากขึ้นจาก -0.7% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าตลาดคาดที่ -7.1% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน พ.ย. เกินดุล USD69.84bn ลดลงจาก USD85.15bn ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 50: จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ที่เร่งตัวขึ้นมากในช่วงที่ผ่านมา นับเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะสั้น

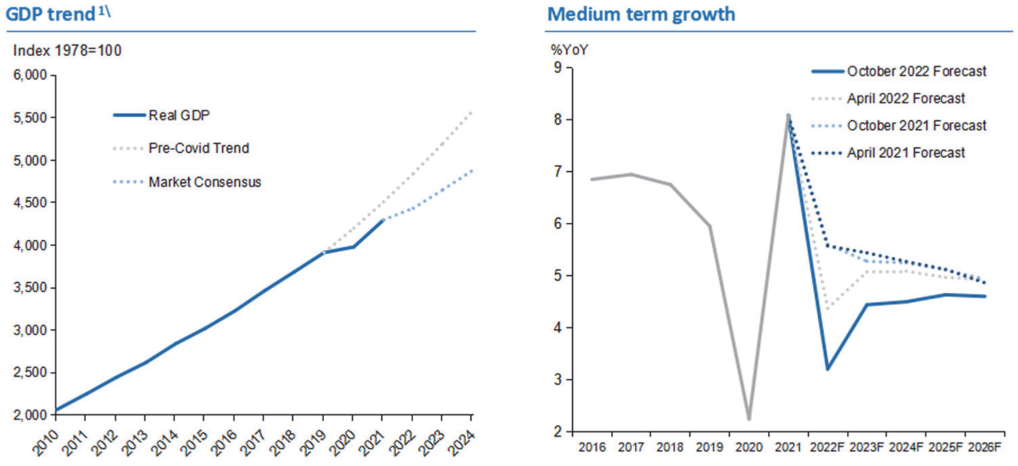


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีนในปี 2023 มีแนวโน้มจะฟื้นตัว แต่คาดว่าจะไม่กลับไปขยายตัวระดับ 6-7% % เหมือนในช่วงก่อนเกิด COVID

เศรษฐกิจจีนในปี 2023 มีแนวโน้มที่จะขยายตัวดีขึ้นจากการผ่อนคลายการควบคุม COVID โดย IMF คาดว่าเศรษฐกิจจีนคาดว่าจะขยายตัว 4.4% ในปี 2023F จากระดับ 3.2% ในปี 2022F โดยเรามองว่าการตั้งเป้าหมายเศรษฐกิจในปี 2023 จะไม่เน้นตัวเลขการเติบโตสูงๆ แต่จะมุ่งเน้นการเติบโตอย่างมีคุณภาพแทน ท่ามกลางปัญหาทางด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังคงไม่แน่นอนที่จะทำให้การค้าและการเคลื่อนย้ายของเทคโนโลยีมีความยากลำบากมากขึ้น วิกฤติในภาคอสังหาฯที่ยังคงลากยาวมาถึงปัจจุบันและการลดกำลังการผลิตบางส่วนเพื่อให้บรรลุเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม

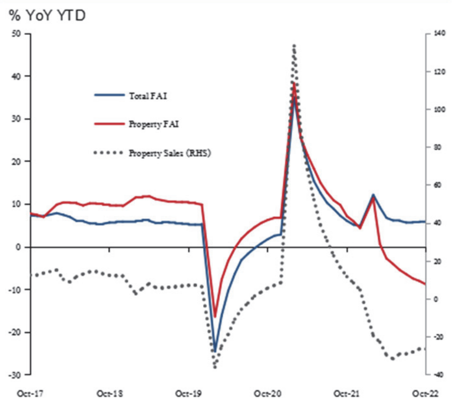
แผนภาพที่ 51: IMF มองว่าเศรษฐกิจจีนจะเร่งตัวขึ้นในปี 2023 แต่จะไม่ได้เร่งตัวขึ้นกลับไปสู่ระดับก่อน COVID



Note: 1\ GDP forecast based on Bloomberg consensus as of 8 Dec.
ที่มา: IMF, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

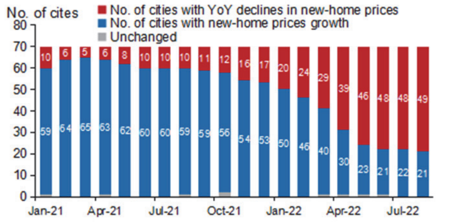
แผนภาพที่ 52: วิกฤติในภาคอสังหาฯยังคงเป็นแรงกดดันสำคัญต่อการลงทุนของจีน

Property investment



Home-buying plans

New home price change



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

แผนภาพที่ 53: ทางการจีนได้มีการประกาศ 16 มาตรการเพื่อช่วยพยุงภาคอสังหาริมทรัพย์ เช่น หนุนการทำดีล M&A เพื่อให้ผู้ประกอบการหาสภาพคล่องเพิ่มเติมในการดำเนินงานได้

16 property measures

Key dimension	Details
Support for developer liquidity	• Property development loans for developers - Lenders should specifically support developers that have focused on real estate businesses and have sound corporate governance. • Extension of developer borrowings/bonds - Developers' outstanding bank loans and trust borrowings due within the next six months can be extended for a year. Repayment of developers' bonds can also be extended or swapped through negotiations. • Trust financing - Trust companies are encouraged to provide developers funding support over mergers and acquisitions, rental properties, and retirement homes. • Construction companies - Ensure "continuous and stable" fundraising by construction companies. • Easing of major restrictions on banks' property lending - Restrictions on bank lending to developers can be "temporarily" eased.
Support for project completion	• Special loans for project completion - Policy banks China Development Bank and the National Bank for Agriculture and Rural Development should offer special loans "in an efficient and orderly manner" to ensure property projects are delivered. • Additional support to ensure residential project completion - Major lenders of residential projects that are facing construction delays should offer additional financial support.
Stimulus demand for home buyers	• Home-buying requirements for individuals - Support local governments to "reasonably" set down-payment thresholds and mortgage rate floors in a city-specific approach to accommodate basic and improving housing demand. Optimize purchasing rules on first homes by new city dwellers. • Homebuyers' mortgages - Encourage banks to negotiate with homebuyers on extending mortgage repayments if they are in trouble • Protect buyers' credit scores - Credit scores have been the center issue of a widespread mortgage boycott since July, as impaired creditworthiness makes it harder for people to buy real estate in the future.
Support for M&A and restructuring	• Property project acquisition - Banks and asset management companies are encouraged to support acquisitions of property projects by stronger developers from weaker rivals. • Market-based approaches, including bankruptcy and restructuring - Asset management companies are encouraged to deal with residential projects as bankruptcy administrators and investors on restructuring. • Fundraising for acquisitions - Financing rules related to property project acquisitions will be temporarily optimized.
Support for rental properties	• Lending for rental properties - Financial institutions should ramp up support for companies that own rental property businesses, and actively accommodate their long-term funding. • Diversify fundraising for rental properties - Banks can issue bonds dedicated to building rental properties. A trial on real estate investment trusts, or REITs, should be pushed forward.

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

NHC ประกาศ 10 มาตรการซึ่งรวมถึงยกเลิกการกักกันแบบรวมศูนย์และลดขนาดพื้นที่เสี่ยงเพื่อให้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจอยู่ในวงจำกัด

ในวันที่ 7 ธ.ค. National Health Commission (NHC) ได้มีการแถลงเกี่ยวกับการปรับปรุงมาตรการรับมือกับ COVID 10 ข้อ โดยมีรายละเอียดสำคัญ ดังนี้

1. ลดขนาดพื้นที่เสี่ยง (Risk area) ให้มีขนาดแคบลง จากเดิมที่จะประกาศพื้นที่เสี่ยงเป็นระดับชุมชน/พื้นที่ ให้ลดขนาดเป็นอาคาร/บ้าน/ชั้น แทน
2. ไม่จำเป็นต้องใช้ Health Code ในการเข้าพื้นที่สาธารณะ ยกเว้นการเข้าสถานพยาบาลและโรงเรียน
3. ผู้ติดเชื้อที่ไม่แสดงอาการ/อาการเบา สามารถกักตัวที่บ้านได้
4. ใช้ระบบ “Quickly Lockdown, Quickly Release” ในการควบคุมพื้นที่เสี่ยงสูง โดยหากไม่มีผู้ติดเชื้อใหม่เกิน 5 วันจะยกเลิกการ Lockdown ในอาคาร/บ้าน/ชั้น นั้นๆ
5. ร้านขายยาทุกแห่งควรเปิดทำการและไม่ควรถูกบังคับให้ปิด
6. เร่งการฉีดวัคซีนให้แก่ผู้สูงอายุผ่านการอำนวยความสะดวกและการให้ Incentive
7. ยกสถานะของแพทย์ประจำครอบครัวและคลินิกในชุมชนในฐานะ «ผู้เฝ้าประตูแห่งสุขภาพ» (Gatekeepers of health)
8. การดำเนินกิจกรรมเศรษฐกิจต้องเป็นไปตามปกติ โดยห้ามไม่ให้มีการปิด/หยุดการผลิต หรือจำกัดการเดินทางในพื้นที่ที่มีความเสี่ยงต่ำ
9. ให้การรับรองว่าประชาชนจะปลอดภัย โดยเฉพาะในกรณีที่จำเป็นต้องไปโรงพยาบาล โดยห้ามไม่ให้มีการปิดถนนหรือขัดขวาง
10. ปรับปรุงมาตรการป้องกันและควบคุมในสถานศึกษา กล่าวคือ โรงเรียนที่ไม่ได้รับผลกระทบจากไวรัสควรดำเนินการสอนแบบออฟไลน์ต่อไปตามปกติ ส่วนร้านค้าในสถานศึกษา โรงอาหาร สนามกีฬา และห้องสมุดควรเปิดดำเนินการตามปกติ

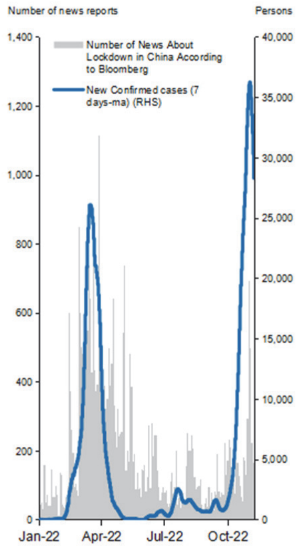
การทยอยผ่อนกฎเกณฑ์ต่างๆ ให้ผ่อนคลายลงคาดว่าจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อเตรียมเปิดประเทศอย่างชัดเจนในไตรมาส 2 ปี 2023 (หลังการประชุม NPC ในเดือน มี.ค. ผ่านพ้นไป) โดยเรามองว่าอาจจะมีการเริ่มเปิดพรมแดนกับฮ่องกงเป็นอันดับแรก แต่เป็นไปอย่างระมัดระวัง โดยจีนอาจจะประเมินจากสถานการณ์ของฮ่องกงและไต้หวันหลังทั้งสองประเทศได้ดำเนินการเปิดประเทศไปแล้วเมื่อเดือน ก.ย. และเดือน ต.ค. ตามลำดับ การพัฒนาวัคซีน mRNA และการจัดเตรียมให้เพียงพอ รวมทั้งการเพิ่มอัตราการได้รับวัคซีนของผู้สูงอายุ ในการตัดสินใจผ่อนคลายความเข้มงวดลงเพิ่มเติม

แผนภาพที่ 54: ทางการจีนเร่งผ่อนคลายนโยบายการควบคุม COVID แม้จำนวนผู้เชื้อใหม่จะยังอยู่ในระดับสูง

Key developments in China’s COVID control measures

Key Dimensions	Before Nov 2022	20 measures (Nov 2022)	10 measures (Dec 2022)
Quarantine requirement for Covid cases	Centralized quarantine and treatment	Centralized quarantine and treatment	Asymptomatic/mild cases can choose home quarantine for recovery if they meet certain conditions
Quarantine time for close-contact of Covid cases or inbound travelers	Centralized quarantine for 7 days + home quarantine for 3 days	Centralized quarantine for 5 days + home quarantine for 3 days	Close contacts of Covid cases can choose home quarantine, and the restrictions will be lifted upon negative PCR test results on the fifth day of quarantine
Cross-regional travel	Must have negative PCR results within 48 hours and requiring two PCR tests in 3 days	Require two PCR tests in three days	No requirement for negative PCR results or health code
Criteria for risk-level downgrading	No new local cases over 7 days to downgrade from high to mid-risk areas, and no new local cases over 3 days to downgrade from mid to low-risk areas	No local cases over 5 days to downgrade from high to low-risk areas	No local cases over 5 days to downgrade from high to low-risk areas (lockdowns should be lifted once the criteria is met)
Guidelines for international flights	International flight “circuit breaker” mechanism in place	Removal of the “circuit breaker” mechanism for international flights	
Treatment for close contacts of close contacts	Home quarantine for 7 days	Close contacts of close contacts will no longer be identified and traced	
Classification of risk districts	Application of high/mid/low-risk area classification	Application of high/mid/low-risk area classification	

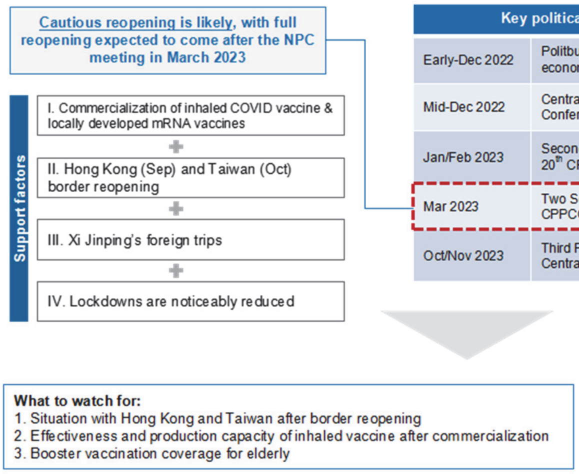
New confirmed cases



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

แผนภาพที่ 55: ทำให้คาดว่าจีนจะเริ่มเปิดประเทศหลังการประชุม NPC เดือน มี.ค.

China's Reopening



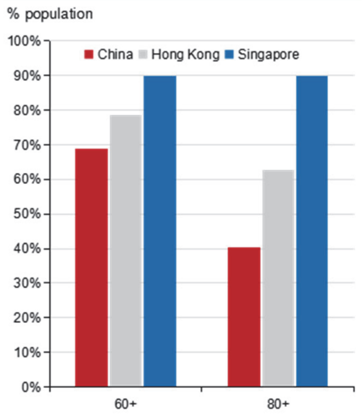
	Key political events	Context
Early-Dec 2022	Politburo meeting on 2023 economic policy outlook	Analyzes and sets economic policies for the next year
Mid-Dec 2022	Central Economic Work Conference (CEWC)	Reviews 2022's economy, set goals and tasks for next year
Jan/Feb 2023	Second Plenum of the 20th CPC Central Committee	Drafts decisions and lists of nominees for top state positions
Mar 2023	Two Sessions – NPC and CPPCC	Appointment of top state positions and setting of economic policies and targets
Oct/Nov 2023	Third Plenum of the 20th CPC Central Committee	Annual meeting of CPC Central Committee

New COVID cases after open borders

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

แผนภาพที่ 56: การเร่งฉีดวัคซีนให้กับผู้สูงอายุเป็นปัจจัยสำคัญที่จีนให้ความสำคัญ เนื่องจากอัตราการได้รับวัคซีนของผู้สูงอายุยังคงต่ำเมื่อเทียบกับประเทศที่ใกล้เคียง

Elderly who have received a booster dose



China's mRNA progress

Company	R&D progress					
	Pre-clinic	IND	Phase 1	Phase 2	Phase 3	EUA approved in China
Sinopharm		IND filed				
Cansino				Initiated in July 2022		
Recbio						
Walvax /Abogenbio					IND approved in Sep 2021	
Everest /Providence			Positive data readout in Oct 2022			
AM					Initiated in 2Q22	
BioNtech /Fosun				Completed in Jan 2022		
Stemirna						
CSPC					Pivotal study initiated in Aug 2022	Already sent EUA

ที่มา: moh.gov.sg, covidvaccine.gov.hk, Goldman Sachs, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์เป็นปัจจัยสำคัญที่จะกระทบต่อเศรษฐกิจและการค้าของจีนในทะเลจีนใต้

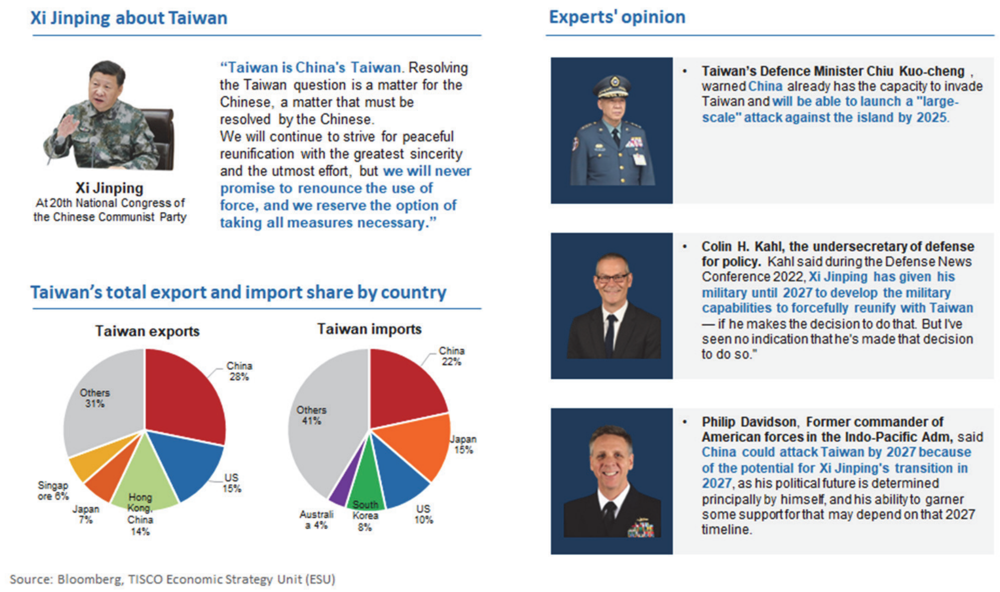
ในการประชุม National party congress ที่ผ่านมา ปธน. Xi Jinping เน้นย้ำชัดว่า Taiwan เป็นของจีนและจะพยายามรวมชาติให้ได้แม้แต่จะต้องใช้กำลังทหาร ซึ่งผู้เชี่ยวชาญจากฝั่งสหรัฐฯ ได้แก่ นาย Colin H. Kahl, the undersecretary of defense for policy ให้ความเห็นว่า ปธน. Xi ได้ให้เวลากองทัพจีนจนถึงปี 2027 เพื่อพัฒนาขีดความสามารถทางทหารเพื่อให้มีความสามารถในการควบรวมไต้หวัน ส่วนนาย Philip Davidson, อดีตผู้บัญชาการทหารสหรัฐฯใน Indo-Pacific Adm ให้ความเห็นว่าปธน. Xi น่าโจมตีไต้หวันก่อนปี 2027 ก่อนที่จะมีการถ่ายโอนอำนาจอีกครั้งในปี 2027 ส่วน Chiu Kuo-cheng รมว.กลาโหมไต้หวัน ระบุว่าจีนจะมีกองกำลังที่พร้อมในการโจมตีไต้หวันในปี 2025

โดยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาจีนได้มีการสะสมทองคำเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ และมีการลดการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ซึ่งเป็นไปแนวทางเดียวกับที่รัสเซียทำก่อนที่จะมีบุกโจมตียูเครนเมื่อต้นปี 2022 ซึ่งนี่ก็น่าจะเป็นตัวชี้วัดอย่างหนึ่งที่จะช่วยระบุช่วงเวลาในการโจมตีได้

ทั้งนี้ หากมีการโจมตีเกิดขึ้นจริงประเทศที่น่าจะได้รับผลกระทบสูงสุดคือประเทศที่มีการค้าในทะเลจีนใต้ในสัดส่วนที่สูง โดยจีนเป็นประเทศที่มีมูลค่าการค้าสูงสุดที่ 1.47 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ส่วนเวียดนาม อินโดนีเซีย และไทยเป็นประเทศที่มีสัดส่วนพึ่งพาการค้าในทะเลจีนใต้ต่อการค้าทั้งหมดคิดเป็นสัดส่วน 86%, 85% และ 74% ตามลำดับ ในขณะที่ประเทศฝั่งตะวันตกอย่างสหรัฐฯ มีมูลค่าการค้าที่ 2 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ และพึ่งพาการค้าในทะเลจีนใต้ต่อการค้าทั้งหมดคิดเป็นสัดส่วนเพียง 6% เท่านั้น ซึ่งแปลว่าสหรัฐฯ จะได้รับผลกระทบต่อการค้าค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประเทศในเอเชีย

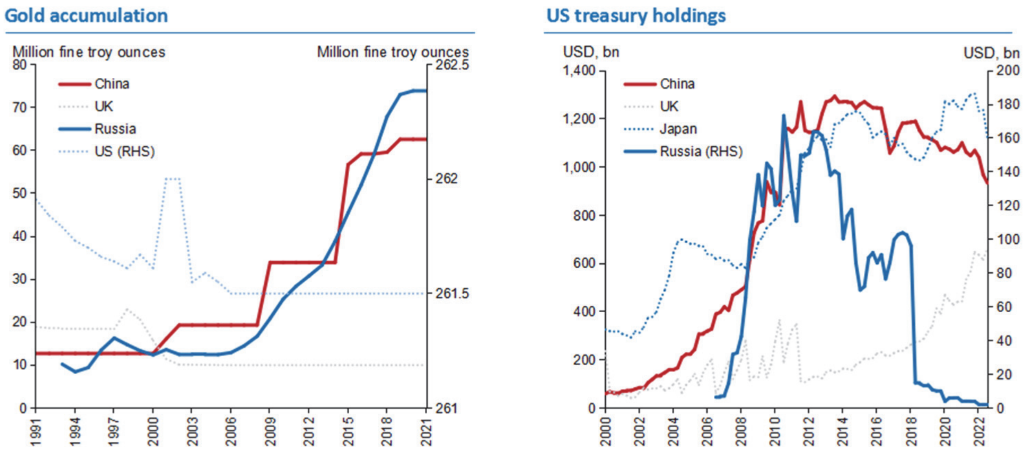
แนวโน้มสถานการณ์ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) จะมีความท้าทายและผันผวนมากขึ้น และนับเป็นหนึ่งในประเด็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดในระยะข้างหน้า เนื่องจากเศรษฐกิจจีนมีขนาดใหญ่กว่ารัสเซียมาก หากเกิดความขัดแย้งดังกล่าวที่เป็นรูปธรรม จะส่งผลกระทบในวงกว้างต่อภาวะเศรษฐกิจและห่วงโซ่อุปทานโลกอย่างมาก

แผนภาพที่ 57: ปธน. Xi Jinping เน้นย้ำความสำคัญในการรวมชาติกับไต้หวัน



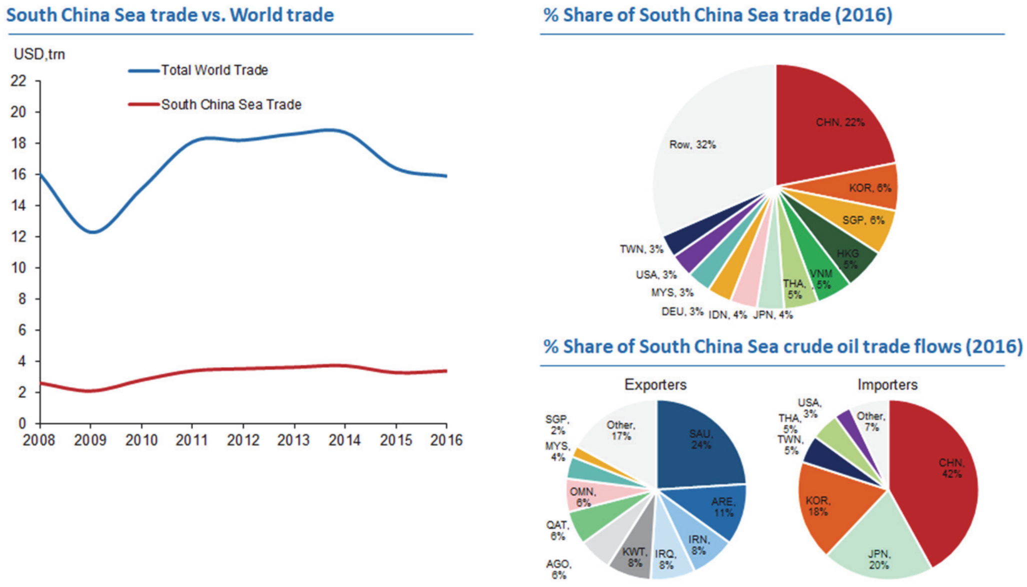
ที่มา: Trademap, Reuters, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 58: จีนได้ทำการสะสมทองคำและลดสัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ



ที่มา: IMF, treasury.gov, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 59: จีนเป็นประเทศที่มีมูลค่าการค้าสูงสุดในทะเลจีนใต้



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

แผนภาพที่ 60: หากมีการโจมตีเกิดขึ้นประเทศในแถบเอเชียจะได้รับผลกระทบทางการค้าโดยตรงสูงสุด ในขณะที่สหรัฐฯ จะไม่ได้รับผลกระทบโดยตรงมากนัก

Top South China Sea trade economies (2016)

Country	SCS Trade as % of all trade in goods	Trade value through SCS (USD, bn)	% Share of World GDP (2016, nominal)
ASIA			
Vietnam	86%	319	0.3%
Indonesia	85%	239	1.2%
Thailand	74%	304	0.5%
Myanmar	74%	20	0.1%
Philippines	72%	106	0.4%
Singapore	66%	401	0.4%
Malaysia	58%	212	0.4%
China	40%	1,470	14.8%
India	31%	189	3.0%
Japan	19%	240	6.5%
REST OF WORLD			
Brazil	23%	77	2.4%
United Kingdom	12%	124	3.5%
Germany	9%	215	4.6%
Italy	8%	71	2.5%
France	8%	84	3.3%
US	6%	208	24.5%
Canada	3%	22	2.0%

ที่มา: ChinaPower, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2023F IMF คาดว่าจะขยายตัว 1.6% ใกล้เคียงกับที่คาดว่าจะเติบโต 1.7% ในปี 2022F โดยมีแรงขับเคลื่อนหลักจากมาตรการภาครัฐที่หนุนภาคการท่องเที่ยวในประเทศและความกังวลต่อโควิดที่ลดลงทำให้การบริโภคฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังจะได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลที่ส่วนใหญ่จะเป็นมาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพและการส่งเสริมการลงทุนในภาคการส่งออกและโครงสร้างพื้นฐาน โดยภาครัฐคาดว่าจะช่วยหนุน GDP ได้ 4.6% และลด CPI ได้ 1.2% อย่างไรก็ตาม ภาคการผลิตและการส่งออกยังคงจะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวน่าจะใช้เวลา 2-3 ปีในการฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนโควิด

ด้านนโยบายการเงิน คาด BoJ มีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่ -0.1% และจะใช้มาตรการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ราว 0% (yield curve control) ท่ามกลางการเติบโตของค่าจ้างที่ต่ำประกอบกับเงินเฟ้อในระยะกลางที่คาดว่าจะยังไม่บรรลุเป้าหมายที่ 2% อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามการเลือกผู้ว่า BoJ คนใหม่ที่จะมาแทนนาย Kuroda ในช่วงเดือน เม.ย.2023 โดยปัจจุบันมีผู้ชิงตำแหน่งหลักๆ 2 คน คือ นาย Masayoshi Amamiya รองผู้ว่า BoJ ที่มีจุดยืนทางนโยบายใกล้เคียงกับนาย Kuroda และ นาย Hiroshi Nakaso อดีตรองผู้ว่า BoJ ที่มีจุดยืนต่อต้านการผ่อนคลายที่มากเกินไปในปัจจุบันของ BoJ ซึ่งการเลือกผู้ว่าฯ ครั้งนี้อาจเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญทางนโยบายของ BoJ

เศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน พ.ย. ชะลอตัวหลังผลจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศที่ลดลงเมื่อเทียบกับในเดือน ต.ค.

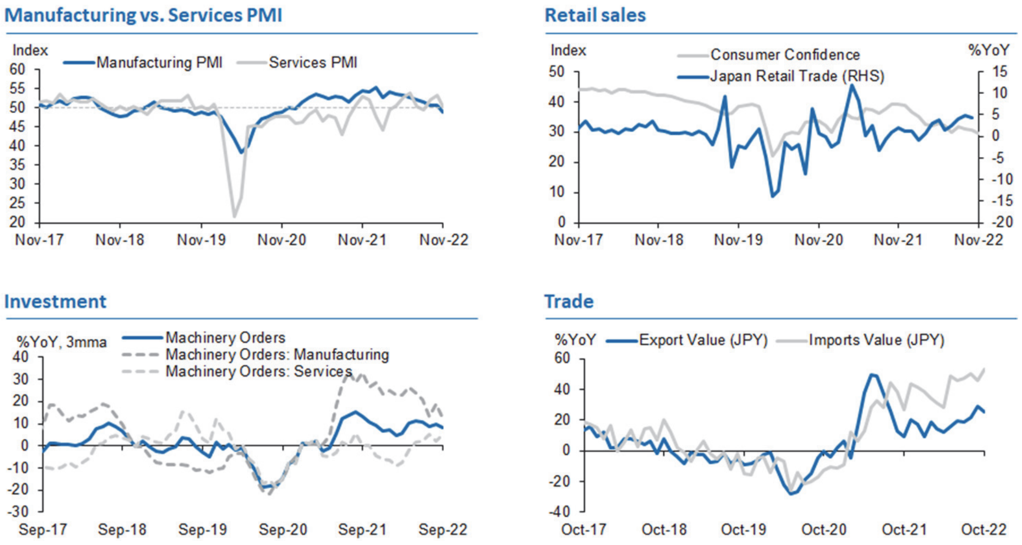
กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน พ.ย. ชะลอตัว โดยดัชนี Composite PMI ปรับตัวลดลง -2.9 จุด เป็น 48.9 จุด เท่ากับตัวเลขเบื้องต้น จากแรงหนุนมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศที่ลดลงเมื่อเทียบกับในเดือน ต.ค. ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการชะลอตัวลง (-2.9, 50.3) ขณะที่ภาคการผลิตหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2021 (-1.7, 49.0) โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่ ส.ค. 2020 ส่วนยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศหดตัวต่อเนื่องจากสถานการณ์ COVID ในหลายประเทศ โดยเฉพาะในจีน

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. ชะลอตัวลง 0.2% MoM, SA จาก 1.5% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 1.0% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 4.3% YoY (vs. 4.8% เดือนก่อน)

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ต.ค. หดตัว -3.2% MoM, SA จากที่ขยายตัว -1.6% ในเดือนก่อน โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัว 3.0% YoY (vs. 9.8% เดือนก่อน)

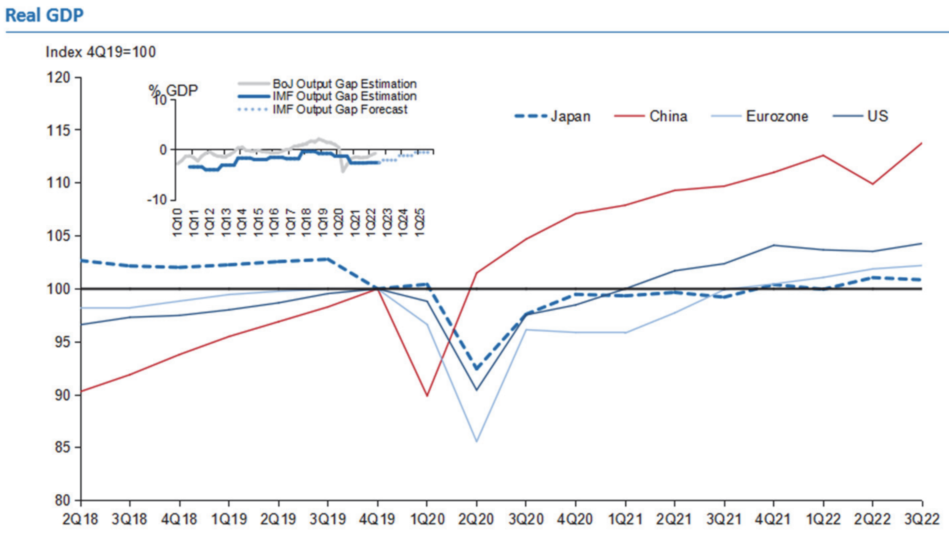
มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน พ.ย. ชะลอตัวลงเป็น 20.0% YoY จาก 25.3% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 19.7% ด้านมูลค่านำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 30.3% YoY จาก 53.5% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 26.9% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน พ.ย. ขาดดุล -JPY1,732.3bn ลดลงจากที่ขาดดุล -JPY2,207.6bn ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 16

แผนภาพที่ 61: คาดกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง แต่ภาคการส่งออกจะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงทั่วโลก



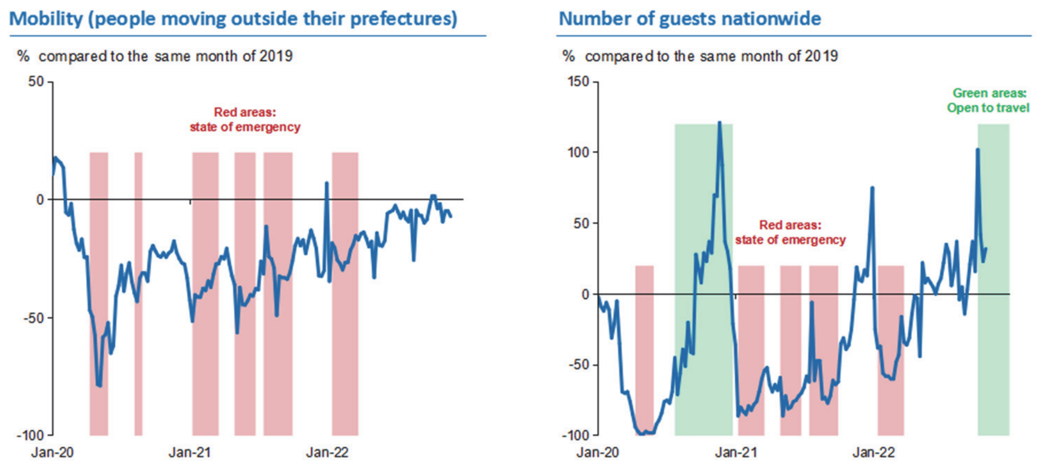
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 62: เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงฟื้นตัวได้ช้ากว่า เศรษฐกิจหลักอื่นๆในโลก



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

แผนภาพที่ 63: อย่างไรก็ตาม กิจกรรมการเดินทางและภาคบริการในประเทศฟื้นตัวเข้าสู่ภาวะปกติแล้ว



ที่มา: Agoop Co., Ltd. «Floating population data» (Population conversion value converted based on GPS data), Tourism Forecast Platform Promotion Council, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลคาดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่จะกระตุ้น GDP ได้ 4.6% สูงกว่าที่ภาคเอกชนมองว่าจะกระตุ้น GDP ได้เพียง 1% เท่านั้น

รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่มูลค่า JPY72trn ซึ่งแบ่งเป็น 4 ด้านหลักๆ ได้แก่

- มาตรการลดผลกระทบและควบคุมเงินเฟ้อและเพิ่มค่าจ้าง เช่น การสนับสนุนค่าไฟฟ้าและน้ำมัน
- มาตรการฟื้นฟูและเพิ่มรายได้ให้แก่ชนบท โดยใช้ค่าเงินเยนที่อ่อนค่าให้เป็นประโยชน์ เช่น การสนับสนุนการท่องเที่ยวในประเทศ และการสนับสนุนการลงทุนทั้งจากต่างชาติและจากบริษัทญี่ปุ่นเองให้เข้ามาในประเทศ
- มาตรการเร่งการปฏิรูปตามแนวทาง New Capitalism เช่น การสนับสนุนการลงทุนในนวัตกรรมรวมถึง Startups และการทำ Digital transformation, การลดความเหลื่อมล้ำ เช่น การแก้ปัญหาอัตราการว่างงานที่สูงของแรงงานอายุน้อย
- มาตรการส่งเสริมสุขภาพและความปลอดภัยของประชาชน เช่น การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเพื่อลดผลกระทบจากภัยธรรมชาติ

ซึ่งรัฐบาลประเมินว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนนี้จะกระตุ้นเศรษฐกิจได้ราว 4.6% ของ GDP ซึ่งสูงกว่าที่ภาคเอกชนมองว่าจะสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้ราว 1% ของ GDP เท่านั้น ขณะที่ด้านอัตราเงินเฟ้อในปี 2023 รัฐบาลคาดว่ามาตรการดังกล่าวจะลดลงได้ราว 1.2% สอดคล้องกับการประเมินของภาคเอกชน

แผนภาพที่ 64: รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่มูลค่า JPY72trn โดยคาดว่าผลหลักๆ จะเป็นการลดแรงกดดันเงินเฟ้อให้กับประชาชน

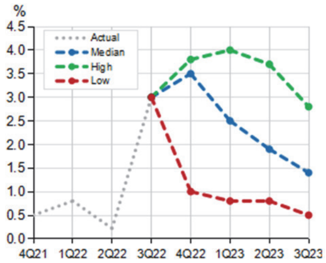
Stimulus package

Measure	Fiscal Spending (JPY, tm)	Details
Measure to control inflation and raise wages	12.2	• Help people and businesses cope with the rising costs of energy, food, and other items. • Make economy more resilient to crises with food and energy. • Promote continued wage hikes and support for SMEs
Restore and enhance Japan's regional earning ability by taking advantage of the weak yen	4.8	• Recovery of demand post-COVID, regional revitalization (e.g., tourism) • Help the economy take advantage of the weak yen, such as by encouraging exports, getting people to invest back in their own countries, and encouraging foreign companies to invest in the country.
Acceleration of New Capitalism	6.7	• Encouraging companies to invest in areas such as science, technology, and innovation, as well as startups and digital transformation • Creating policies to help create an inclusive society and address issues like low birth rates, youth unemployment, and women's rights. • Help people become more skilled and find jobs in areas that are growing.
Measures to protect citizen health and safety	10.6	• Measures to fight illnesses and infections, prevent and reduce the impact of disasters, help rebuild after natural disasters, make sure citizens are safe and healthy, and respond to changes in the diplomatic and national security climate.
Reserves	4.7	• Reserve funds to help with the economic impacts of the coronavirus, higher oil prices, rising inflation and funds for emergency economic response to the impact of the war in Ukraine.

Estimated impact on GDP and CPI

	GDP	CPI
Government	+4.6%	-1.2%
DB	-	-1.0%
GS	+1%	Around -1.2%
Mizuho	+1%	-1.3%

CPI forecast (Bloomberg consensus)



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

BoJ มีมติขยับกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี ให้สูงขึ้นมาอยู่ที่ +/-0.5% จากเดิมในช่วง +/-0.25%

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ในการประชุม Monetary Policy Meeting (MPM) วันที่ 19-20 ธ.ค. มีมติเอกฉันท์ในการคงเป้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาว และคงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่ประกาศก่อนหน้านี้ ได้แก่

คงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" แต่มีการปรับกรอบการเคลื่อนไหวเป็น +/-0.50% จากเดิม +/-0.25%

คงวงเงินการเข้าซื้อ ETFs และ REITs สูงสุดต่อปีที่ JPY12trn และ JPY180bn ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด

คงการซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) ที่อัตรา JPY2trn และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) ที่อัตรา JPY3trn ต่อปี

เพิ่มปริมาณการเข้าซื้อ JGB จากเดิม 7.3 ล้านล้านเยนต่อเดือนเป็นประมาณ 9 ล้านล้านเยนต่อเดือน

ซึ่งการขยายกรอบการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เซอร์ไพร์สตลาดเป็นอย่างมากโดยเรามองว่าสาเหตุที่ BoJ ขยายกรอบการเคลื่อไหวมีดังนี้

1. เพิ่มความยืดหยุ่นของการดำเนินนโยบายโดยให้กลไกตลาดได้ทำงานมากขึ้น โดยผลสำรวจของ BoJ ระบุว่า JGB Market Functioning DI มันเป็นระดับต่ำสุดตั้งแต่การดำเนินการใช้ Yield Curve Control เป็นต้นมา
2. เตรียมตัวสำหรับการเปลี่ยนแปลงผู้ว่า BoJ ในเดือน เม.ย. เพื่อนำร่องในการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดมากขึ้น
3. ความกังวลเรื่องเงินเฟ้อ โดยใน statement การประชุมรอบนี้มีการปรับการประเมินเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) จากที่อยู่ราว 3% กลายเป็นอยู่ที่ราว 3.5%

การแต่งตั้งผู้ว่า BoJ คนใหม่อาจเป็นหนึ่งในจุดเปลี่ยนสำคัญในการดำเนินนโยบายทางการเงิน

การแต่งตั้งผู้ว่า BoJ คนใหม่อาจเป็นหนึ่งในจุดเปลี่ยนสำคัญในการดำเนินนโยบายทางการเงิน โดยในปัจจุบันมีผู้ที่คาดว่าจะได้รับการเสนอชื่อ ได้แก่

1. Masayoshi Amamiya รองผู้ว่า BoJ - สนับสนุนการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายเพื่อให้แน่ใจว่าญี่ปุ่นจะออกจากภาวะเงินฝืดอย่างยั่งยืนของ Kuroda มาโดยตลอด
2. Masatsugu Asakawa ประธาน ADB - สนับสนุนแนวทางของ Kuroda เช่นกัน
1. Hiroshi Nakaso อดีตรองผู้ว่า BoJ - มีท่าทีต่อต้านการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายในปัจจุบันของ BoJ

โดยสรุปหากนาย Masayoshi Amamiya หรือนาย Masatsugu Asakawa ได้รับตำแหน่ง การดำเนินนโยบายของ BoJ น่าจะเป็นไปในลักษณะเดิม แต่หากนาย Hiroshi Nakaso ได้รับตำแหน่ง การดำเนินนโยบายของ BoJ น่าจะมีแนวทางที่เข้มงวดมากขึ้น โดยเรายังมองว่ามีโอกาสสูงที่รัฐบาลของนาย Fumio Kishida จะเลือกนาย Masayoshi Amamiya ขึ้นมาเป็นผู้ว่า BoJ เพื่อความต่อเนื่องการดำเนินนโยบาย

แผนภาพที่ 65: การปรับเปลี่ยน/ยกเลิก YCC ของ BoJ มีความเป็นไปได้ต่ำเพราะจะทำให้ต้นทุนการเงินสูงขึ้นเป็นอย่างมาก ซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอ

BoJ's YCC exit plans 1

	Scenarios	View
I.	**BoJ will maintain the existing YCC policy framework over the rest of this year.**	• Substantial policy adjustment will require signs of virtuous economic recovery and will only happen after the BoJ governor change in Apr-2023. • Before that happens, the government needs to expand fiscal measures to mitigate the impact of the weak yen while benefiting from yen weakness by accelerating reopening.
II.	**BoJ must raise 10Y yield target due to excessive yen weakness.**	• Sharp and/or prolonged depreciation of yen may take CPI broadly above 2% YoY; as inflation overshoots its target, the BoJ may allow interest rates to rise. • Probability of this scenario is rising but is still overall unlikely because a broader reopening is likely to lend some support to Japan's current account.
III.	**BoJ must reform existing policy framework due to massive foreign selling of JGBs which may put upward pressure on bond yields.**	• The probability of this scenario is quite low since foreign investors currently hold only 8% of total outstanding JGBs. 50% are in the BoJ's hands and the remaining 40% are with Japanese banks, insurance firms, pension funds, and other institutional investors. • Domestic institutions are unlikely to follow foreign investors in massively selling JGBs given the need for them to hold liquid assets to meet regulatory requirements.

New BoJ governor candidates

	Name: Masayoshi Amamiya **Current position:** BoJ Deputy Governor **Monetary policy stance:** Consistently stated the need to keep monetary policy ultra-loose to ensure Japan makes a sustained exit from deflation.
	Name: Hiroshi Nakaso **Current position:** Chairman of Daiwa Institute of Research (former BoJ Deputy Governor) **Monetary policy stance :** Nakaso is seen as more in favor of dialing back Kuroda's radical stimulus. In his book published earlier this year, he laid out in detail how the BoJ could end ultra-loose policy.
	Name: Masatsugu Asakawa **Current position:** President of the Asian Development Bank (ADB) **Monetary policy stance :** Asakawa praised Kuroda's stimulus program as the right move to beat deflation.

Note: 1\ Regarding DBS's study.
ที่มา: Reuters, ADB, DIR, DBS, RBA, Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเจรจาขึ้นค่าจ้างในช่วงเดือน มี.ค. 2023 เป็นปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจทางนโยบายของ BoJ

นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ออกมาระบุว่า การที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับ 2% อย่างยั่งยืนนั้นจำเป็นต้องทำให้อัตราการเติบโตของค่าจ้างสูงถึงระดับ 3% ส่งผลให้การเจรจาเงินเดือนในช่วงเดือน มี.ค. 2023 เป็นปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจทางนโยบายของ BoJ โดยในปี 2023 Japanese Trade Union Confederation (RENGO) ได้ตั้งเป้าการขึ้นค่าจ้างให้ได้ 5% ในปี 2023 อย่างไรก็ตาม ในปี 2022 ได้มีการตั้งเป้าการขึ้นค่าจ้างให้ได้ 4% แต่ขึ้นจริงได้เพียง 2.2% เท่านั้น

ทั้งนี้ การขึ้นค่าจ้างนั้นขึ้นอยู่กับมุมมองต่อแนวโน้มเศรษฐกิจของบริษัทเอกชนเป็นสำคัญ ซึ่งในช่วง 15 ปีที่ผ่านมาภาคเอกชนมีมุมมองต่อการเติบโตของเศรษฐกิจต่ำกว่า 2% มาโดยตลอด อีกทั้งในปี 2023 เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ทำให้โอกาสที่จะมีการปรับค่าจ้างสูงกว่า 3% ในปี 2023 เป็นไปได้ยาก

แผนภาพที่ 66: ผู้ว่าฯ Kuroda ระบุว่าการที่เงินเฟ้อจะอยู่ในระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืนจำเป็นต้องให้ค่าจ้างเติบโตที่ระดับ 3% อย่างยั่งยืนเช่นกัน

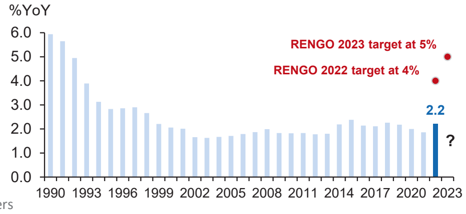
Kuroda speech

- Bank of Japan Governor Haruhiko Kuroda said on 18 Nov that **wages must rise by around 3% for inflation to be sustained at the bank's 2% target**, stressing the need to avoid raising interest rates until the economy strengthens enough to further drive-up pay.
- **"It's difficult to sustainably achieve our 2% inflation target unless nominal wages rise steadily," Kuroda said.**
- "We'll continue with our monetary easing to support the economy and achieve our 2% inflation target in a sustained, stable fashion backed by wage growth," he said.

2023 Shunto (Spring wage negotiation) timeline

Date	Details
20 Oct 2022	RENGO: Releases basic strategy blueprint for 2023 Shunto (5% wage hike; base pay rises 3% with scheduled wage increase of 2%)
Early Dec	RENGO: Decided on the 2023 Shunto Strategy
Mid Jan 2023	Begin to see news reports on wage growth requests by individual labor unions
Mid Feb	Begin to see news reports on replies by individual company management
Early Mar	RENGO: Announces collected data on labor union wage requests
Mid Mar	2023 Shunto announcement of wage agreement by large companies RENGO : Announces 1st data collection for Shunto wage agreement
Early Jul	RENGO : Announces the final data collection for the 2023 Shunto wage agreement

Historical Shunto wage increase

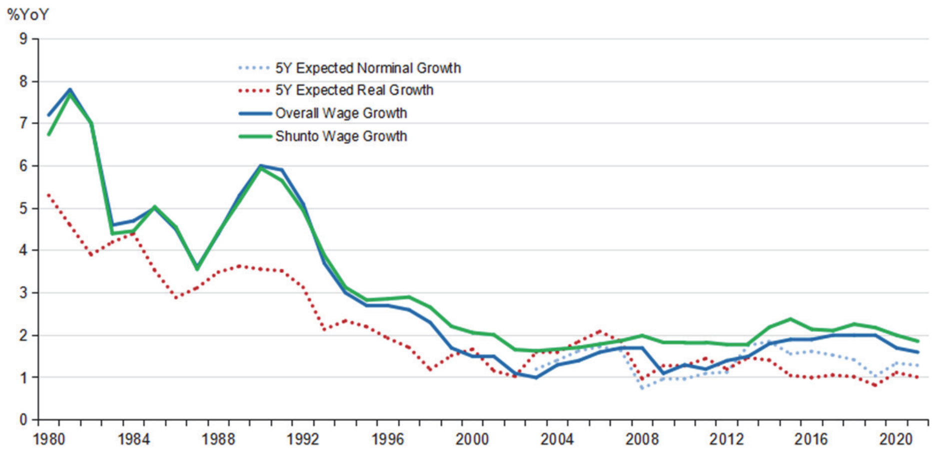


Note: RENGO is the largest national trade union center in Japan, with over 7 million members
Source: Bloomberg, Kyodo, Reuters, RENGO, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Note: RENGO is the largest national trade union center in Japan, with over 7 million members
ที่มา: Bloomberg, Kyodo, Reuters, RENGO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

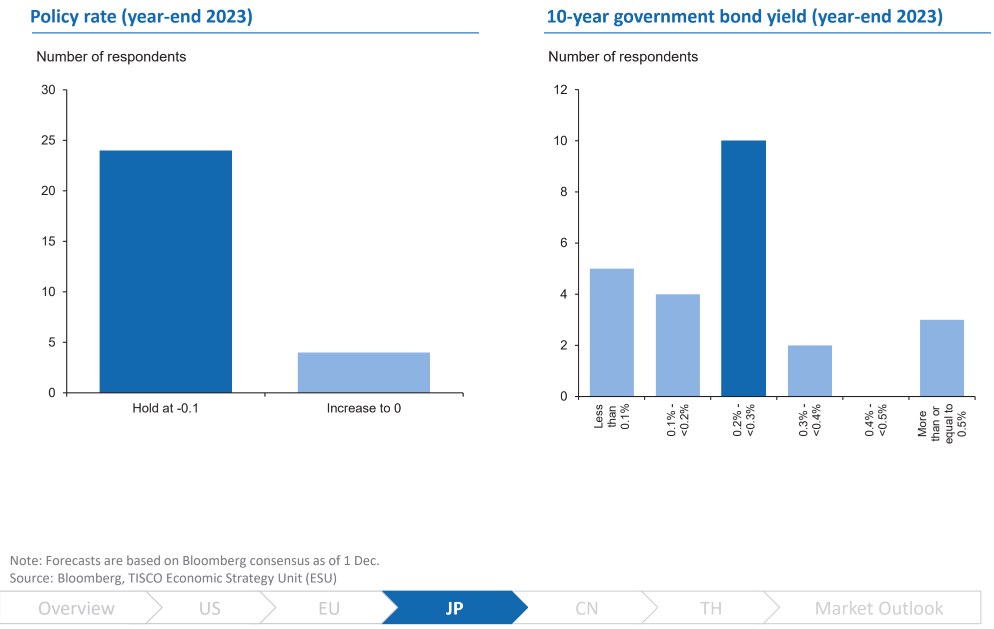
แผนภาพที่ 67: ค่าจ้างโตในระดับราว 2% มาโดยตลอด ตามมุมมองต่อเศรษฐกิจที่ไม่ดีของภาคเอกชน

Wage growth vs. 5-year expected growth rate



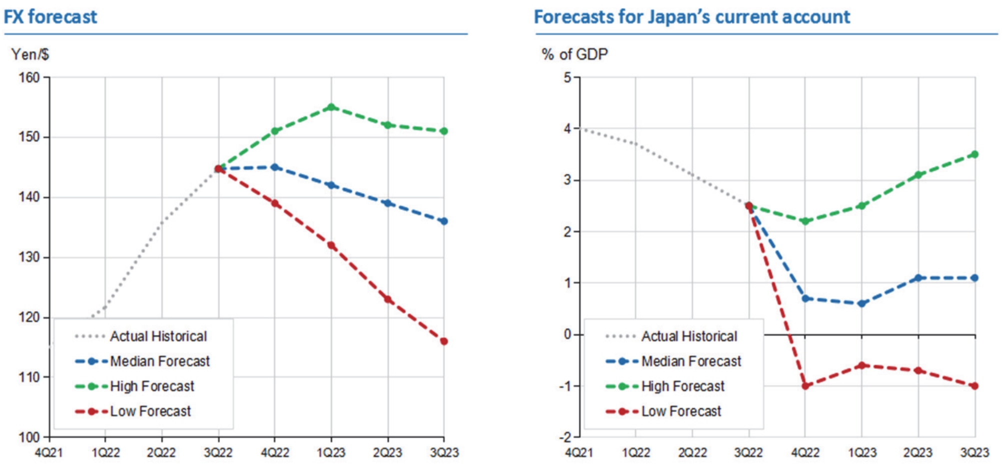
ที่มา: Cabinet office, Minister of Health, Labour and Welfare, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 68: นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ยังคงมองว่า BoJ จะยังคงดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวในปี 2023



Note: Forecasts are based on Bloomberg consensus as of 1 Dec.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 69: ตลาดมองว่าค่าเงินเยนมีแนวโน้มจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว



Note: Forecasts are based on Bloomberg consensus as of 1 Dec.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

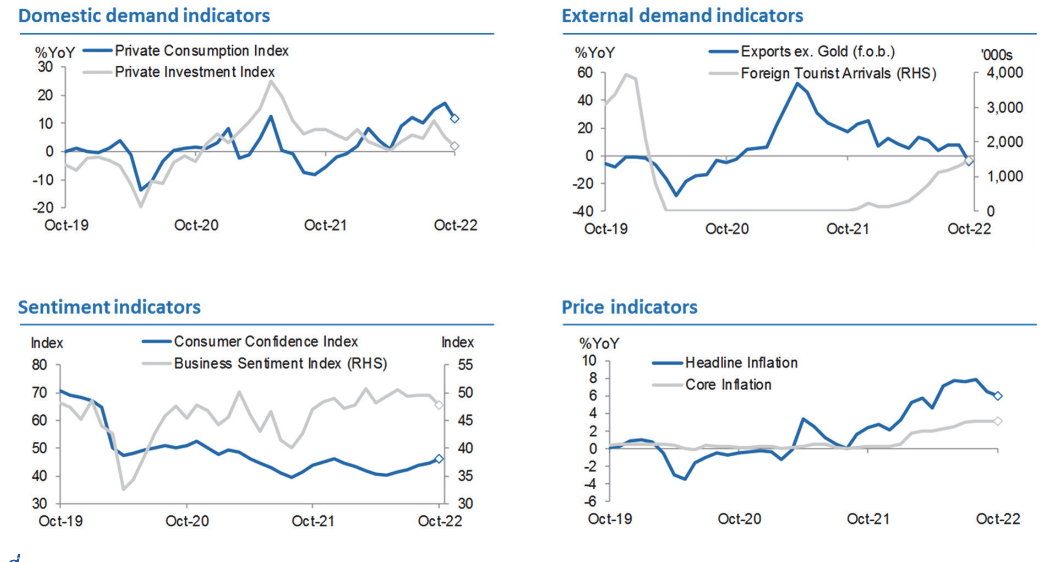
เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน โดยการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวจะช่วยหนุนให้การจ้างงานในภาคบริการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ซึ่งจะช่วยหนุนให้การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มหดตัวตามเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลง โดยเฉพาะการส่งออกไปยังเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าหลักอย่างสหรัฐฯและยุโรปที่มีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพิ่มขึ้น ด้านการใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มแผ่วลงหลังจากที่เม็ดเงินพิเศษ (พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 1 ล้านล้านบาทและ 5 แสนล้านบาท) ที่ใช้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมีการเบิกจ่ายไปกว่า 90% แล้ว อีกทั้งการลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงในช่วงหลังการเลือกตั้งที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่า กนง. น่าจะทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เข้าสู่ภาวะปกติ (Policy Normalization) อย่างต่อเนื่องในปี 2023F โดยคาดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 75bps สู่ระดับ 2.0%

กิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ต.ค. มีแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน ขณะที่การส่งออกได้รับแรงกดดันจากการชะลอตัวของอุปสงค์ประเทศคู่ค้า

เศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีแรงสนับสนุนหลักจากภาคการท่องเที่ยว (นักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ต.ค. อยู่ที่ 1.48 ล้านคน vs. 1.31 ล้านคนเดือนก่อน) อุปสงค์ในประเทศที่ยังขยายตัวดีต่อเนื่อง โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชนชะลอลงเป็น 6.6% YoY (vs. 11.7% เดือนก่อน) จากการใช้จ่ายในสินค้ากึ่งคงทนที่หดตัว (-0.8% vs. 1.9% เดือนก่อน) และสินค้าคงทนที่ชะลอลง (2.6% vs. 10.4% เดือนก่อน) ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดบริการยังขยายตัวในระดับสองหลัก (25.0% vs. 29.0% เดือนก่อน) ด้านดัชนีการลงทุนภาคเอกชนชะลอลงเป็น 7.7% YoY (vs. 12.0% เดือนก่อน) จากการนำเข้าสินค้าทุนที่หดตัวต่อเนื่อง (-4.9% vs. -0.7% เดือนก่อน) และยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่สำหรับการลงทุนที่พลิกกลับมาหดตัว (-4.0% vs. 23.8% เดือนก่อน)

อย่างไรก็ดี การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกกดดันให้มูลค่าส่งออก (ไม่รวมทองคำ) หดตัว -4.5% YoY โดยเฉพาะ 1) การส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ที่ลดลงตามการส่งออกฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ที่ลดลง หลังจากเร่งตัวขึ้นมากในเดือนก่อน 2) การส่งออกเคมีภัณฑ์ไปประเทศจีนที่ลดลงต่อเนื่อง หลังจากที่จีนมีนโยบายผลิตเพื่อทดแทนการนำเข้า และ 3) การส่งออกสินค้าที่เกี่ยวเนื่องกับน้ำมันที่ลดลงตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก

แผนภาพที่ 70: เครื่องชี้เศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ยังอยู่ในทิศทางฟื้นตัว แม้ว่าจะชะลอลง



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

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องที่ 3.3% YoY ในปี 2023F โดยมีแรงหนุนหลักจากภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวและการบริโภคภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้น

คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวที่ 3.3% YoY ในปี 2023F (vs. 3.1% ในปี 2022F) โดยมีแรงขับเคลื่อนหลักจากภาคการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง (คาดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ 24 ล้านคน) และการบริโภคภาคเอกชนที่มีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่องจากการจ้างงานในภาคบริการที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นตามภาคการท่องเที่ยว การดำเนินโครงการประกันรายได้เกษตรกรและการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ ซึ่งน่าจะช่วยบรรเทาผลกระทบของค่าครองชีพที่อยู่ในระดับสูงได้บางส่วน

อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มหดตัวตามการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลก โดยปัจจุบันตลาด (Bloomberg consensus) มองเศรษฐกิจโลกจะชะลอลงเป็น 2.1% ในปี 2023F ประกอบกับความเสี่ยงที่เศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญอย่างสหรัฐฯและยุโรปจะเข้าสู่ภาวะ Recession เพิ่มขึ้น ขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงจากเม็ดเงินพิเศษ (พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 1 ล้านล้านบาทและ 5 แสนล้านบาท) ที่ใช้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมีการเบิกจ่ายไปแล้วกว่า 90% และการลงทุนภาครัฐที่มีแนวโน้มชะลอลง 2-3 ไตรมาสหลังจากช่วงเลือกตั้งที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาล เพื่อรอความชัดเจนในเรื่องนโยบาย

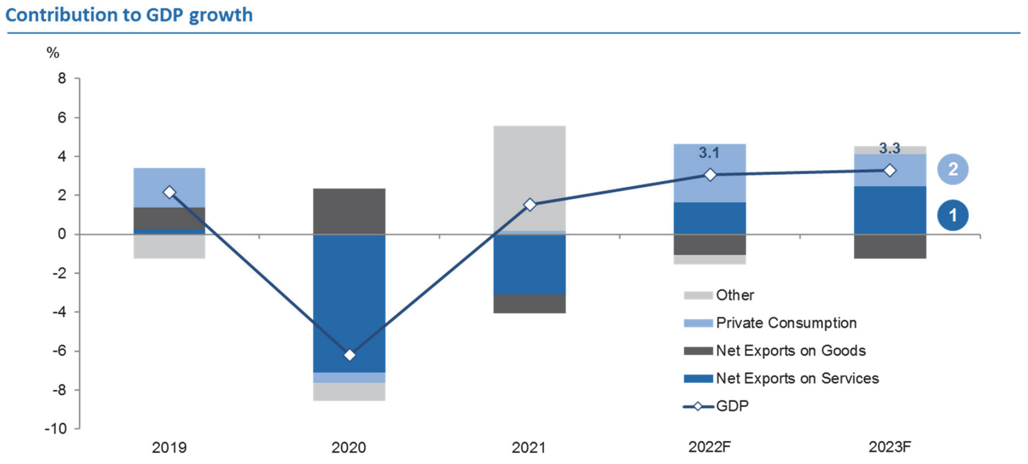
แผนภาพที่ 71: เศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 3.3% YoY ในปี 2023F โดยมีแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งและการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวต่อเนื่อง

Key economic forecasts for Thailand

Indicators		2021	2022F					2023F			
			FPO	NESDC	BoT	ESU		NESDC	BoT	ESU	
			(Jul)	(Nov)	(Nov)	(Aug)	(Dec)	(Nov)	(Nov)	(Aug)	(Dec)
GDP	%	1.5	3.5	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0-4.0	3.7	4.1	3.3
Private Consumption	%	0.3	4.8	5.4	6.1	4.5	5.5	3.0	3.4	3.5	3.0
Public Consumption	%	3.2	-0.9	-0.2	-0.2	-0.5	-0.5	-0.1	-1.4	-0.5	-0.5
Private Investment	%	3.3	5.7	3.9	5.1	3.5	4.4	2.6	3.4	3.0	2.8
Public Investment	%	3.8	1.6	-0.7	-1.5	2.0	-1.6	2.4	1.8	2.7	2.0
Exports (f.o.b.)	%	19.2	7.7	7.5	7.4	7.0	6.0	1.0	1.0	2.4	-3.5
Imports (f.o.b.)	%	23.9	17.5	17.8	18.1	14.9	15.7	1.6	0.4	3.2	-4.6
Foreign Tourist Arrivals	Million	0.4	8.0	10.2	10.5	9.5	10.1	23.5	22.0	24.0	24.0
Current Account Balance	US$, bn	-11	-8.1	-18.2	-16.5	-11.8	-22.0	5.6	3.8	6.9	4.9
Headline Inflation	%	1.2	6.5	6.3	6.3	6.6	6.1	2.5-3.5	3.0	2.8	2.8
Dubai Oil Price (avg)	US$/bbl	69	102	98.5	98	105	97	85-95	95	100	90
Policy rate (end)	%	0.50	--	--	--	1.25	1.25	--	--	2.00	2.00
USD/THB (avg)	Bt/US$	32.0	34.8	35.2	--	35.4	35.0	35.5-36.5	--	36.8	36.3

Note: () = As of projections.
ที่มา: NESDC, BoT, FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 72: การท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชนจะเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในปี 2023F

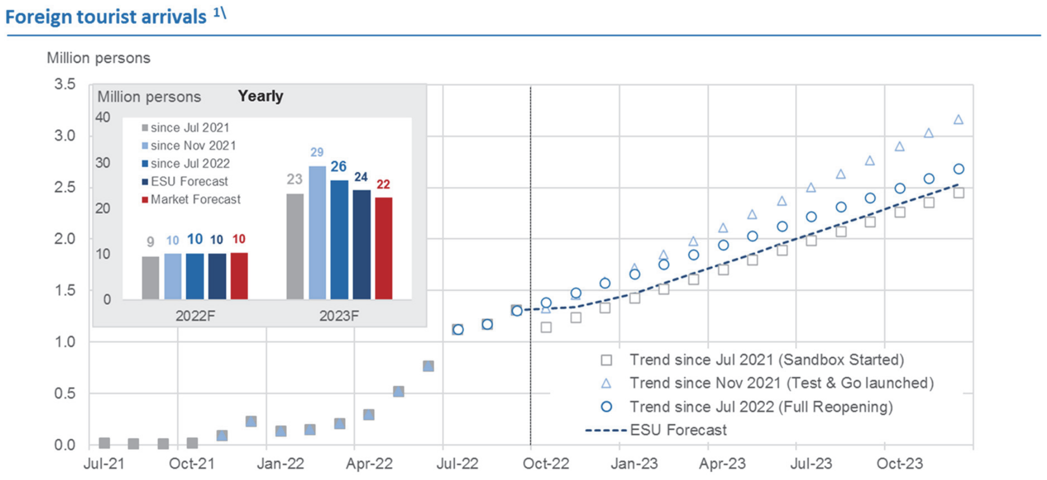


ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง จะเป็นเครื่องยนต์สำคัญที่สุดในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในปี 2023F

หากพิจารณาแนวโน้มการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวผ่านรูปแบบการเปิดประเทศต่างๆ ได้แก่ 1) นับแต่เดือน ก.ค. 2021 ที่มีการเปิดรับนักท่องเที่ยวเฉพาะพื้นที่ เช่น Phuket Sandbox, 2) นับแต่เดือน พ.ย. 2021 ที่เปิดรับนักท่องเที่ยวแบบ Test & Go ที่สามารถเดินทางท่องเที่ยวได้ในจังหวัดต่างๆ แบบมีเงื่อนไข และ 3) นับแต่เดือน ก.ค. 2022 ที่เปิดประเทศเต็มรูปแบบ และยกเลิกระบบลงทะเบียนผ่าน Thailand Pass พบว่าแนวโน้มทั้ง 3 แบบดังกล่าว บ่งชี้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอาจแตะระดับ 23-29 ล้านคนในปี 2023F

แผนภาพที่ 73: แนวโน้มการฟื้นตัวหลังเปิดประเทศ บ่งชี้การกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ชัดเจนในปี 2023F

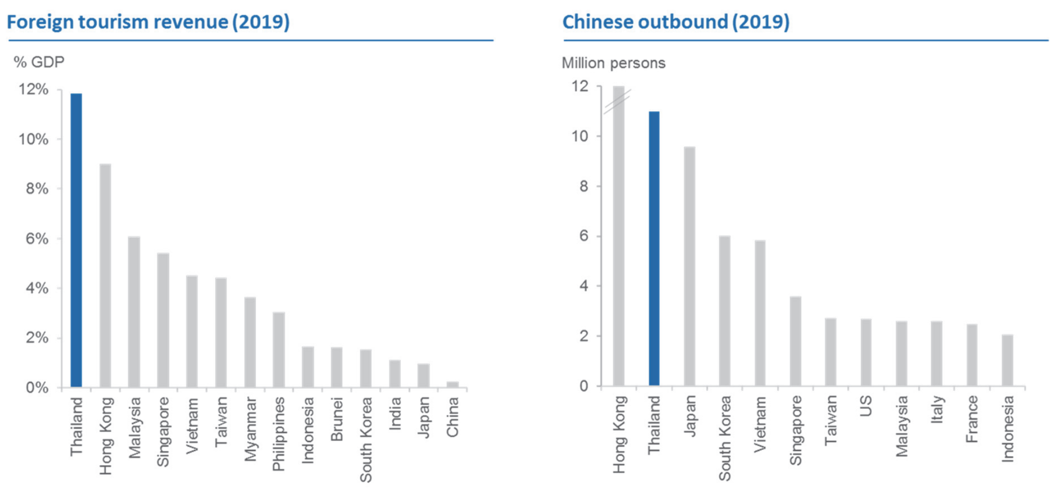


Note: 1\ Market Forecast includes BoT, NESDC, and FPO.
ที่มา: MoTS, BoT, FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยในกรณีฐานเรายังคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเพิ่มขึ้นกว่า 150% ไปแตะระดับ 24 ล้านคน (จากปี 2022F ที่ราว 10 ล้านคน) ซึ่งตัวเลขดังกล่าวยังอยู่ภายในกรอบแนวโน้มการฟื้นตัวตามรูปแบบการเปิดประเทศข้างต้น อีกทั้งเรายังคาดหวังว่าจะได้เห็นการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนราว 3-4 ล้านคน (คาดจีนเริ่มเปิดประเทศตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป) ซึ่งมีโอกาสเป็นไปได้มากขึ้นหลังจีนได้เริ่มปูทางอย่างเป็นทางการในการเตรียมการเปิดประเทศแล้ว เช่น ประกาศลดวันกักตัวลง, ผ่อนคลายข้อกำหนดการตรวจ PCR 48 ชั่วโมงก่อนขึ้นเครื่องจากเดิมที่ต้องตรวจ 2 ครั้งให้เหลือแค่ 1 ครั้ง และยกเลิกมาตรการลงโทษสำหรับสายการบินที่มีผู้ติดเชื้อในเที่ยวบินขาเข้าเกินกว่า 4% หรือ มากกว่า 5 คน (Cirtcuit breaker) เป็นต้น ทั้งนี้ ยังต้องรอความชัดเจนของนโยบายการเปิดประเทศของจีนในการประชุมใหญ่ NPC ที่กำหนดเป้าหมายตัวเลขทางเศรษฐกิจในเดือน มี.ค. 2023

หากจีนเลือกใช้นโยบายเปิดประเทศให้ชาวจีนสามารถเดินทางออกไปท่องเที่ยวนอกประเทศได้อย่างเสรี เศรษฐกิจไทยก็มีแนวโน้มที่จะได้อานิสงส์ของนโยบายดังกล่าวอย่างมาก เนื่องจากไทยพึ่งพิงรายได้จากการท่องเที่ยวสูงถึงราว 12% ของ GDP อีกทั้งไทยเป็นประเทศเป้าหมายที่นักท่องเที่ยวชาวจีนนิยมมาท่องเที่ยวมากเป็นอันดับต้นในเอเชีย

แผนภาพที่ 74: ไทยมีรายได้จากการท่องเที่ยวสูงถึงราว 12% ของ GDP และยังเป็นประเทศเป้าหมายที่นักท่องเที่ยวชาวจีนนิยมมาท่องเที่ยวมากเป็นอันดับต้นในเอเชีย

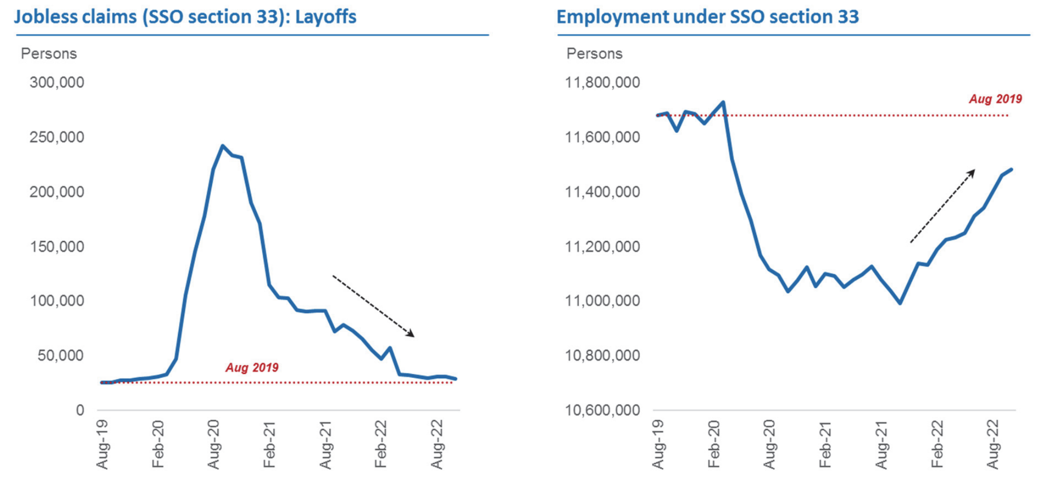


ที่มา: Bloomberg, World Bank, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การบริโภคภาคเอกชนน่าจะได้รับแรงหนุนจากการจ้างงานที่เพิ่มขึ้นและโครงการประกันรายได้เกษตรกร

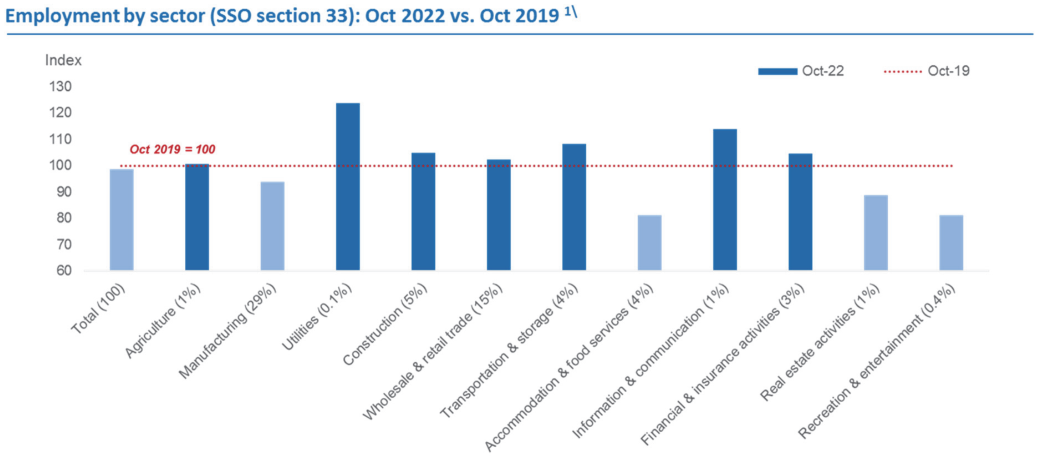
การจ้างงานเริ่มมีสัญญาณดีขึ้นสะท้อนจากจำนวนผู้ขอรับสวัสดิการในกรณีว่างงาน มาตรา 33 ที่มีแนวโน้มลดลงใกล้เคียงภาวะปกติ ขณะที่การจ้างงานเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง แม้ว่าจะยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าช่วงที่มีการแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยเฉพาะการจ้างงานในภาคบริการที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการท่องเที่ยว อาทิ โรมแรมและร้านอาหาร ที่ยังคงอยู่ต่ำกว่าช่วงก่อนการแพร่ระบาดค่อนข้างมาก อย่างไรก็ดี เราคาดว่าการจ้างงานดังกล่าวจะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวในระยะข้างหน้า ประกอบกับการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเฉลี่ยราว 5% ที่เริ่มบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ต.ค. 2022 เป็นต้นมา จะช่วยหนุนกำลังซื้อของภาคครัวเรือนและลดทอนผลกระทบของค่าครองชีพที่ยังอยู่ในระดับสูง

แผนภาพที่ 75: จำนวนผู้ขอรับสวัสดิการในกรณีว่างงาน มาตรา 33 มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง สอดคล้องกับจำนวนการจ้างงานที่เพิ่มขึ้น



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

แผนภาพที่ 76: การจ้างงานรวมยังอยู่ระดับต่ำกว่าช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยเฉพาะกิจกรรมที่เกี่ยวกับภาคการท่องเที่ยว



Note: Figures in parenthesis are % share of total employment under SSO section 33.

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

นอกจากนี้ โครงการประกันรายได้เกษตรกรจะเป็นอีกปัจจัยช่วยลดความผันผวนของราคาสินค้าเกษตรและหนุนกำลังซื้อของเกษตรกรในปี 2023F โดยล่าสุดคณะรัฐมนตรี (ครม.) ได้อนุมัติโครงการประกันรายได้เกษตรกรผู้ปลูกข้าวปี 2022/2023 วงเงิน18,700ล้านบาท ซึ่งเป็นการจ่ายส่วนต่างระหว่างราคาเกณฑ์กลางอ้างอิง (ราคาตลาด) และราคาประกันรายได้ (10,000-15,000บาทต่อตัน ตามชนิดข้าว) อาทิ ข้าวเปลือกหอมมะลิราคาประกันรายได้ 15,000 บาทต่อตัน ครัวเรือนละไม่เกิน 14 ตัน ข้าวเปลือกเจ้าราคาประกันรายได้ 10,000บาทต่อตัน ครัวเรือนละไม่เกิน30 ตัน และข้าวเปลือกเหนียวราคาประกันรายได้ 12,000 บาทต่อตัน ครัวเรือนละไม่เกิน 16 ตัน ทั้งนี้ คาดว่าจะช่วยเหลือเกษตรกรผู้ปลูกข้าวราว 4.7 ล้านครัวเรือน สำหรับโครงการประกันราคาสินค้าเกษตรชนิดอื่นๆ ได้แก่ ปาล์มน้ำมัน มันสำปะหลังและข้าวโพดผ่านการอนุมัติของคณะกรรมการพืชแต่ละชนิดแล้ว และเตรียมเสนอให้ ครม. เห็นชอบต่อไป มีเพียงโครงการประกันราคายางพาราที่ยังไม่ได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการนโยบายยางธรรมชาติ

แผนภาพที่ 77: ครม. อนุมัติโครงการประกันรายได้ชาวนาผู้ปลูกข้าวปีเพาะปลูก 2022/2023 ขณะที่ปาล์มน้ำมัน มันสำปะหลัง และข้าวโพดผ่านการอนุมัติของคณะกรรมการพืชแต่ละชนิดแล้ว

Income guarantees for major crops for the 2022/2023 crop year

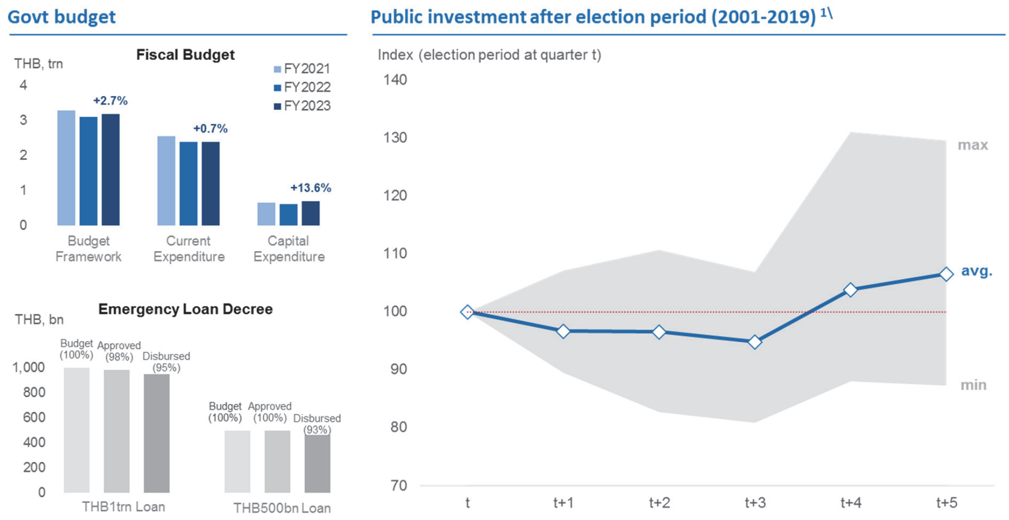
	Budget (THB, bn)	Period	Households to Benefit (mil. households)	Project Status
RICE	18.7 [89.4]	Oct 2022 – May 2023	4.7	Approved by Cabinet on 15 Nov 2022.
PALM OIL	6.1 [7.7]	Sep 2022 – Aug 2023	0.4	The National Oil Palm Policy Committee approved the guarantee on 19 Oct 2022 and will propose it to the Cabinet soon.
CASSAVA	4.7 [6.8]	Dec 2022 – Nov 2023	0.8	The Cassava Policy and Management Committee approved the guarantee on 12 Sep 2022 and will propose it to the Cabinet soon.
MAIZE	1.7 [1.8]	Nov 2022 – Apr 2024	0.5	The Maize Policy and Management Committee approved the guarantee on 22 Aug 2022 and will propose it to the Cabinet soon.
RUBBER 2\	16.0 [10.1]	Oct 2022 – Mar 2023	1.9 1\	The Natural Rubber Policy Committee has indefinitely postponed consideration.

Note: [] and 1\ refers to the 2021/2022 crop year. 2\ Data is subject to revision after consideration by the Natural Rubber Policy Committee.
ที่มา: Press, Royal Thai Government, Flaticon, OAE, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงจากการเบิกจ่ายงบลงทุนที่มีแนวโน้มชะลอลงในช่วงหลังการเลือกตั้ง

การใช้จ่ายเม็ดเงินของภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลง โดยเฉพาะการเบิกจ่ายงบลงทุนภาครัฐที่มักจะชะลอลงหลังจากช่วงที่มีการเลือกตั้ง โดยข้อมูลในอดีตชี้ว่า หลังจากไตรมาสที่มีการเลือกตั้ง (ณ ช่วงเวลา t) การลงทุนภาครัฐมักจะชะลอตัวออกไปอีก 2-3 ไตรมาส เนื่องจากหลังจากที่มีการเปลี่ยนผ่านรัฐบาลจะต้องใช้เวลาในการจัดตั้งรัฐบาล รวมถึงการกำหนดทิศทางนโยบายการลงทุนต่างๆ ซึ่งอาจทำให้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการลงทุนต่างไปจากรัฐบาลชุดเดิม ดังนั้น การลงทุนในโครงการลงทุนขนาดใหญ่อาจชะลอออกไปเพื่อรอดูความชัดเจนของนโยบาย นอกจากนี้ เม็ดเงินจาก พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 1 ล้านล้านบาท และ 5 แสนล้านถูกเบิกจ่ายไปกว่า 90% แล้ว ทำให้คาดว่าแรงเสริมจากเม็ดเงินพิเศษของภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจจะแผ่วลงอย่างชัดเจน

แผนภาพที่ 78: การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงหลังจากการเลือกตั้งเพื่อรอดูความชัดเจนของนโยบาย ขณะที่เม็ดเงินพิเศษจาก พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 1 ล้านล้านบาทและ 5 แสนล้านบาท มีการเบิกจ่ายไปกว่า 90% ทำให้คาดว่าแรงเสริมจากเม็ดเงินพิเศษของภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจจะแผ่วลงอย่างชัดเจน



Note: 1\ bands represent max and min of public investment after election periods.
ที่มา: Royal Thai Government, PDMO, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในส่วนความคืบหน้าของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของ EEC นั้น พบว่า แม้ว่าจะเซ็นสัญญากับผู้ชนะการประมูลไปหมดแล้ว แต่การเข้าสู่ระยะก่อสร้างส่วนใหญ่ยังล่าช้าจากผลกระทบของการแพร่ระบาดของ COVID-19 และการเวนคืนพื้นที่ ดังนี้

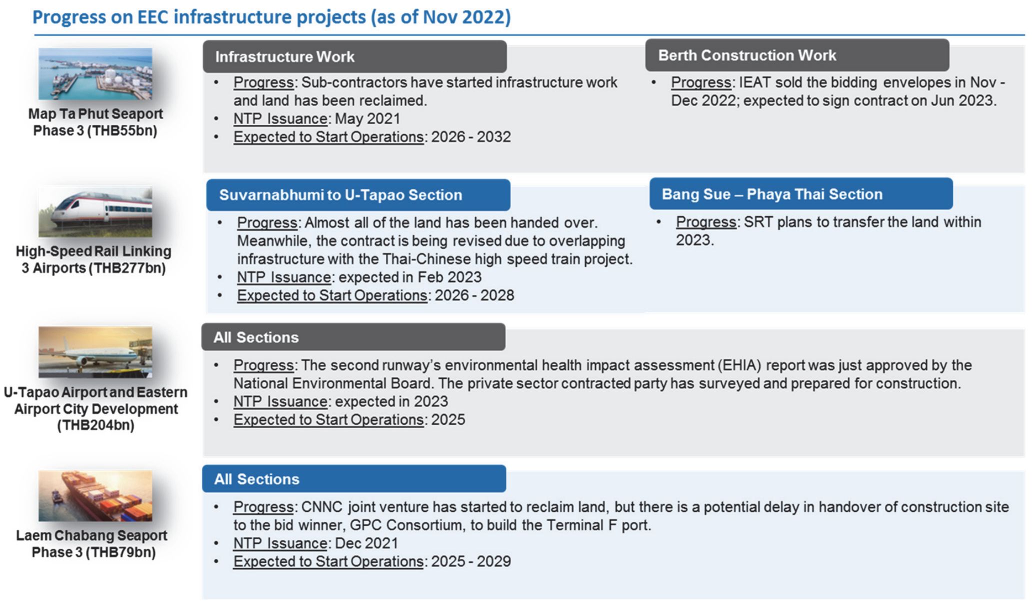
1. โครงการท่าเรือมาบตาพุด เฟส 3 ที่เริ่มมีการวางทุ่นไฟทะเลเพื่อแสดงเขตก่อสร้าง และมีการขายซองประมูลในส่วนของการสร้างท่าเรือและคลังสินค้าเหลว มูลค่าราว 7 พันล้านบาท ในเดือน พ.ย. 2022 ที่ผ่านมาและมีกำหนดการให้เอกชนยื่นซองในช่วงเดือน มิ.ย. 2023

2. โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ช่วงสุวรรณภูมิ-อู่ตะเภา ที่มีการส่งมอบพื้นที่เกือบทั้งหมดไปแล้ว ซึ่งล่าช้าจากกำหนดการเดิมที่จะส่งมอบพื้นที่ทั้งหมดในช่วงต้นปี 2022 ทั้งนี้ คณะกรรมการนโยบายเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออกเปิดเผยว่าจะเตรียมออก Notice to Proceed (NTP) เพื่อเข้าสู่ระยะก่อสร้างในเดือน ก.พ. 2023 หลังจากที่มีการแก้ไขสัญญาเรื่องงานก่อสร้างในบางพื้นที่ที่ทับซ้อนกับโครงการรถไฟความเร็วสูงไทย-จีน

3. โครงการสนามบินอู่ตะเภาได้ผ่านการประเมินผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EHIA) ไปแล้ว และคณะกรรมการฯ คาดว่าจะออก NTP เพื่อเข้าสู่ระยะก่อสร้างได้ในปี 2023

4. โครงการท่าเรือแหลมฉบัง เฟส 3 ที่มีการออก NTP ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2021 แต่การท่าเรือออกมาเผยว่าการถมที่ดินล่าช้ามากจากผลกระทบของการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้คาดว่าอาจมีความเสี่ยงที่จะส่งมอบพื้นที่ให้แก่ผู้รับเหมาก่อสร้างล่าช้าออกไปด้วย

แผนภาพที่ 79: การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน EEC ล่าช้าในช่วงที่มีการแพร่ระบาดของ COVID-19

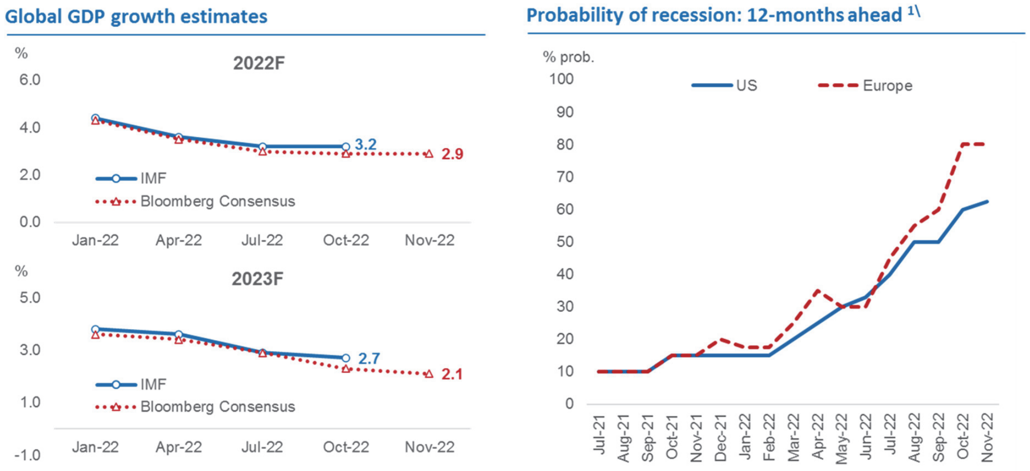


ที่มา: EEC, Maptaphut3, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกมีแนวโน้มหดตัวตามเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอลง โดยเฉพาะเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าสำคัญอย่างสหรัฐฯ และยุโรปที่มีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะ Recession มากขึ้น

มูลค่าการส่งออกมีแนวโน้มหดตัว -3.5% YoY ในปี 2023F (vs. 6.0% YoY ในปี 2022F) ตามเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว โดยล่าสุด Bloomberg Consensus คาดว่า เศรษฐกิจโลกจะเติบโตชะลอลงเป็น 2.1% ขณะที่ IMF ก็มีแนวโน้มที่จะปรับลดประมาณการเศรษฐกิจโลกลงจากปัจจุบันที่คาดว่าจะเติบโต 2.7% (คาดการณ์ ณ เดือน ต.ค.) ประกอบกับตลาดประเมินว่าเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญอย่างสหรัฐฯ และยุโรปมีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะ Recession ในอีก 12 เดือนข้างหน้าสูงกว่า 50% ทั้งนี้ ประมาณการส่งออกของเรายังมีความเสี่ยงด้านต่ำอยู่ค่อนข้างมาก โดยหากเกิดภาวะเศรษฐกิจโลกที่ถดถอยอย่างรุนแรง (Hard Recession) ก็อาจส่งผลให้การส่งออกของไทยหดตัวมากกว่าที่ประเมินไว้ และจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในวงกว้างมากขึ้น

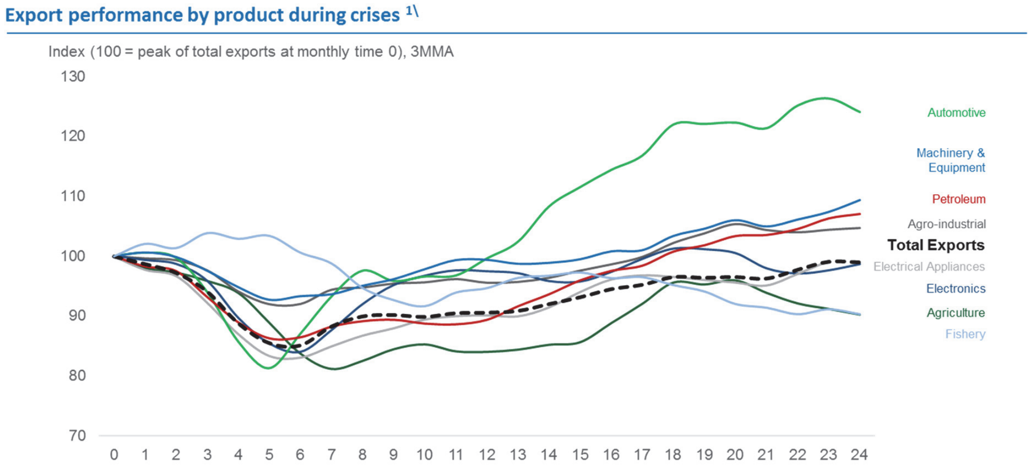
แผนภาพที่ 80: การส่งออกมีแนวโน้มหดตัวในปี 2023F ตามการชะลอลงของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะประเทศคู่ค้าสำคัญอย่างสหรัฐฯ และยุโรปที่มีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะ Recession มากขึ้น



Note: 1\ Bloomberg consensus estimates.
ที่มา: IMF, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยเราได้ศึกษาพฤติกรรมของการส่งออกในช่วงวิกฤตที่เกิดขึ้นตั้งแต่ปี 1993 เป็นต้นมา พบว่า มูลค่าการส่งออกรวมจะใช้ระยะเวลาเฉลี่ยราว 2 ปี ในการกลับเข้าสู่ช่วงก่อนวิกฤต โดยในช่วงที่การส่งออกรวมลดลง การส่งออกสินค้าสำคัญมักจะปรับตัวลดลงในทิศทางเดียวกัน โดยสินค้าส่งออกที่ลดลงเร็วและแรง ได้แก่ ยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า ขณะที่การส่งออกสินค้าที่ลดลงเบาและช้ากว่าโดยเปรียบเทียบ ได้แก่ อุตสาหกรรมเกษตร ประมง และเครื่องจักรกล

แผนภาพที่ 81: การส่งออกมักจะใช้ระยะเวลาเฉลี่ยราว 2 ปีในการกลับสู่ช่วงก่อนวิกฤต โดยสินค้าส่งออกที่มักจะลดลงเร็วและแรง ได้แก่ ยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า



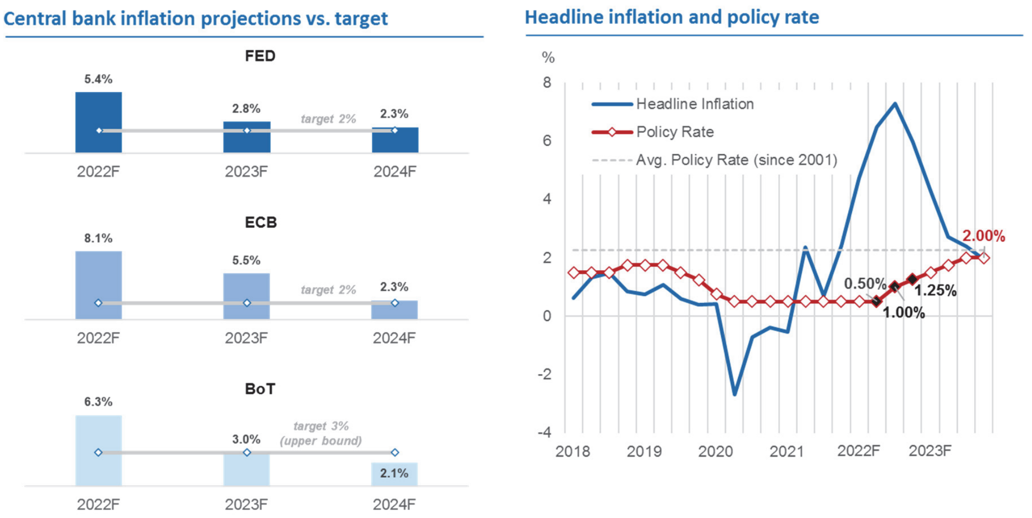
Note: 1\ Export cycle from 1993 to present. Period 0 refers to the peak of total exports by a monthly basis in each cycle.
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาด ธปท. จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 75bps ในปี 2023F

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) น่าจะทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เข้าสู่ภาวะปกติ (Policy Normalization) อย่างต่อเนื่องในปี 2023F โดยคาดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 75bps สู่ระดับ 2.0% (vs. 1.25% ในปัจจุบัน) สอดคล้องกับที่ล่าสุด กนง. ได้ปรับประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2023F ขึ้นเป็น 3.0% (vs. 2.6% ครั้งก่อน) ซึ่งเรามองว่ามีนัยยะที่สำคัญสองประการ ประการแรก การปรับเพิ่มประมาณการอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น และมาแตะระดับที่กรอบบนเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 3% (ในช่วงกรอบเป้าหมายที่ 1-3%) สะท้อนว่าแรงกดดันจากเงินเฟ้อยังคงมีอยู่ ดังนั้น น่าจะเป็นการส่งสัญญาณว่า กนง. จะยังปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องในปี 2023F

และประการที่สอง ประมาณการอัตราเงินเฟ้อในปี 2023F ที่ขยับขึ้นมาแตะที่กรอบบนของเงินเฟ้อเป้าหมายเท่านั้น ประกอบกับประมาณการอัตราเงินเฟ้อในปี 2024F จะชะลอลงเป็น 2.1% กลับเข้าอยู่ในกรอบเงินเฟ้อเป้าหมายของ กนง. แล้ว ซึ่งแตกต่างจากประมาณการอัตราเงินเฟ้อของประเทศเศรษฐกิจหลักอย่างสหรัฐฯ และยุโรป ที่จะยังอยู่สูงกว่ากรอบเงินเฟ้อเป้าหมายอย่างต่อเนื่องในปี 2023-24F สะท้อนว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ กนง. จะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป (ปรับขึ้นครั้งละ 0.25%) ซึ่งแตกต่างจากสหรัฐฯ และยุโรปที่จำเป็นต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูงกว่าปกติ (0.50-0.75%) ในแต่ละรอบการประชุม

แผนภาพที่ 82: กนง. น่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 75bps ในปี 2023F สู่ระดับที่ 2% ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงสู่กรอบเงินเฟ้อเป้าหมาย



Note: Fed (as of Sep), ECB (as of Sep), BoT (as of Nov)
ที่มา: Bloomberg, BoT, MoC Fed, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team

TISCO Economic Strategy Unit

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

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

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

วิลันดา ดิสรเตติวัฒน์
Economist
(66) 2633 6470
wilanda@tisco.co.th

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

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

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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	: 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	: 02 745 6360
	เมกา บางนา 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	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636
	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	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 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	รัตนาธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166
	วรจักร	: 02 621 0141	เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220
	บางลำพู	: 02 629 3009	ทองหล่อ	: 02 712 5099	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 145 000	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 135 000	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 909 000	จันทบุรี	: 039 606 000	ชลบุรี	: 033 079 000	พัทยา	: 038 416 525
ระยอง	: 033 065 000	ศรีราชา	: 033 008 000	เชียงใหม่	: 053 211 112	นครสวรรค์	: 056 052 000
พิษณุโลก	: 055 055 000	ขอนแก่น	: 043 055 000	นครราชสีมา	: 044 271 711	โลตัส โคราช	: 044 012 000
สุรินทร์	: 044 068 000	อุดรธานี	: 042 155 000	อุบลราชธานี	: 045 995 000	กระบี่	: 075 816 000
ตรัง	: 075 825 000	ภูเก็ต	: 076 635 000	ถนนรัษฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 815 000
ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่			: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		