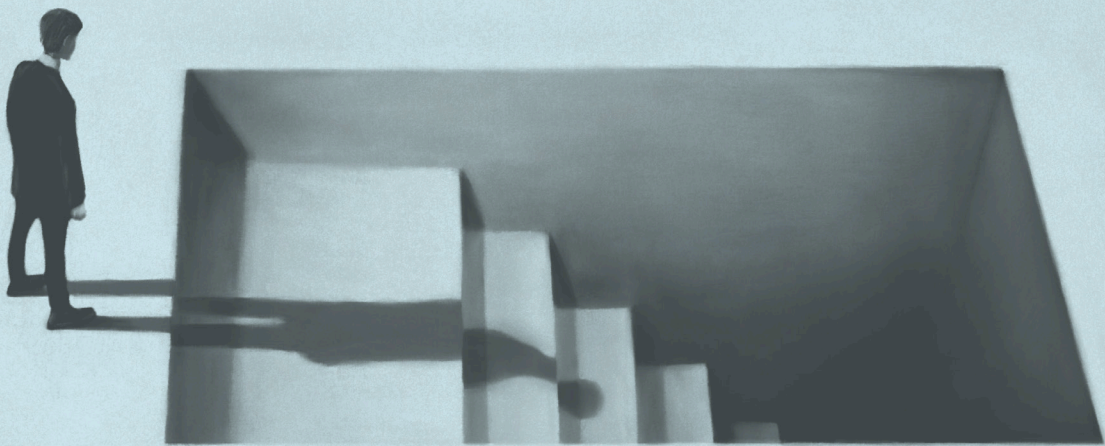


TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

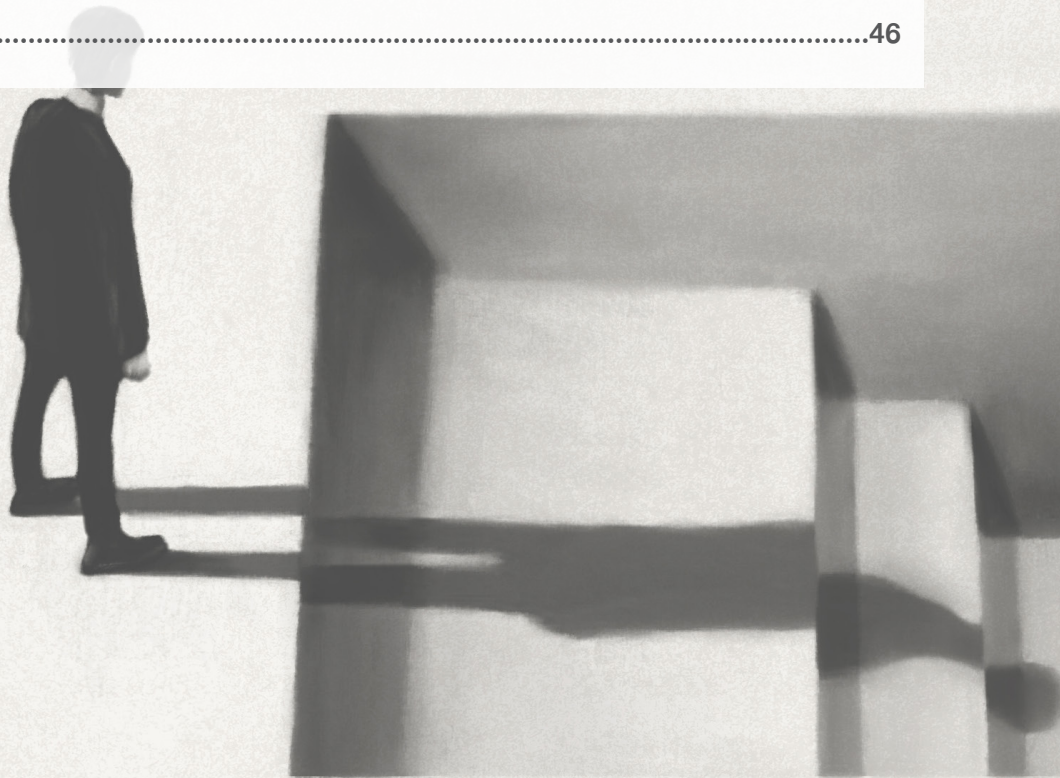
ตลาดน่าจะประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยใน
กรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแรงแ
มากที่สุดไปแล้ว (Most hawkish
projections)

Bond yield น่าจะผ่านพ้นจุดสูงสุดของ
ปีแล้ว และน่าจะปรับลดลงในช่วงครึ่ง
หลังของปี

แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Emerging
markets ไม่รวมจีน ตามการฟื้นตัวของ
เศรษฐกิจโลก และ Valuation ที่ถูก

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	7
• ตลาดตราสารหนี้	15
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	21
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	28
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	29
• เศรษฐกิจยุโรป	35
• เศรษฐกิจจีน	40
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	43
• เศรษฐกิจไทย	46



ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

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

เศรษฐกิจโลกในช่วงครึ่งแรกของปียังคงฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตลาดปรับคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยของ Fed ขึ้น จากเดิมในช่วงต้นปีประเมินว่า Fed จะปรับลดดอกเบี้ยในปีนี้อีกถึง 6 ครั้ง เหลือเพียง 1-2 ครั้ง ส่งผลให้ Bond yield ปรับเพิ่มขึ้นสูง เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงในช่วงเดือน เม.ย. สวนทางกับแนวโน้มกำไรที่ถูกรับขึ้นต่อเนื่อง

อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดน่าจะประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยในกรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแกร่งมากที่สุดไปแล้ว (Most hawkish projections) ซึ่งหากอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) ไม่ได้เร่งตัวขึ้นแรง Fed น่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้อีก และทำให้ Bond yield ททยอยปรับลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี ลงสู่ระดับราว 4% ณ สิ้นปี

สำหรับตลาดหุ้น กำไรของบริษัทน่าจะยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง และเป็นไปอย่างทั่วถึงในหลายภูมิภาค ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งถูกสนับสนุนโดยนโยบายการเงินที่เริ่มปรับเปลี่ยนมาผ่อนคลายลง ในขณะที่ Valuation จะถูกกดดันน้อยลง จาก Bond yield ที่น่าจะผ่านพ้นจุดสูงสุดของปีแล้ว

ดังนั้น เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักในตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน เนื่องจาก 1) เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องหนุนโดยทิศทางนโยบายการเงินที่เริ่มปรับเปลี่ยนมาผ่อนคลายลง 2) ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets มักจะมีการปรับเพิ่มขึ้นนำตลาดหุ้นกลุ่มอื่นๆ ในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มอ่อนค่าลง 3) คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่นับรวมจีนยังไม่ได้ถูกปรับขึ้นในสัดส่วนที่สอดคล้องกับกำไรในไตรมาส 1 ที่ขยายตัวแรง และสูงกว่าคาดเป็นอย่างมาก 4) Valuation ของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets อยู่ในระดับถูก เมื่อเทียบกับ Valuation ของหุ้นกลุ่ม Developed markets สะท้อน Upside ที่มากถึง 5-10% เป็นอย่างน้อย

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดน่าจะประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยในกรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแกร่งมากที่สุดไปแล้ว (Most hawkish projections)
- Bond yield น่าจะผ่านพ้นจุดสูงสุดของปีแล้ว และน่าจะปรับลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี
- แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และ Valuation ที่ถูก

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้					- Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี น่าจะทยอยปรับลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี จากปริมาณ Bond supply ที่จะลดลง ตามการชะลอ QT ของ Fed และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งอาจเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วสุดในเดือน ก.ย. นี้ - เราประเมินในกรณีที่ Fed คงดอกเบี้ยที่ระดับปัจจุบันทั้งปี Bond yield จะอยู่ที่ระดับ 4% ในช่วงปลายปี - คงน้ำหนัก Overweight
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- ตลาดแรงงานเริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอลง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเดือน เม.ย. ลดลงเป็นเดือนแรก คลายความกังวลในตลาด - Fed ส่งสัญญาณ Hawkish มากขึ้น โดยอาจคงดอกเบี้ยสูงนานขึ้น - ตลาดประเมิน Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้อย่างเร็วสุดในเดือน ก.ย. นี้ - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย					- เศรษฐกิจค่อยๆฟื้นตัวขึ้น แต่ภาพรวมยังค่อนข้างอ่อนแอ - รัฐบาลผ่านร่าง พรบ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 คาดว่าจะมีการเร่งเบิกจ่ายเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 เป็นต้นไป - เรามองว่า กนง. มีโอกาสที่จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ 1 ครั้ง (-25 bps) ในช่วงท้ายปีหากเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดการณ์ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน					- เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะในภาคการผลิต - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก ทาง การส่งสัญญาณถึงความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจ - แต่สัญญาณ Sentiment ยังไม่ยั่งยืน มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯเป็นระยะ ซึ่งมีความโน้มที่จะรุนแรงขึ้นในช่วงใกล้เลือกตั้งปธน. สหรัฐฯซึ่งจะจัดขึ้นในเดือน พ.ย.นี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- เศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัวขึ้น - คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง เมื่อเทียบกับกำไรของบริษัทจดทะเบียนในปี 2024 - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป					- เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น มีแนวโน้มขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่เหลือของปี - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB อาจเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ลงในเดือน มิ.ย. นี้ - คาดการณ์กำไรบริษัทน่าจะผ่านพ้นจุดต่ำสุด และอาจถูกปรับขึ้น ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ - Valuation อยู่ในระดับถูก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้น EM ex. China					- ตลาดหุ้นกลุ่ม EM อาจปรับขึ้นมานำตลาดหุ้นกลุ่มอื่นๆ ตามทิศทางเศรษฐกิจโลกที่กลับมาฟื้นตัวขึ้น - คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นกลุ่ม EM ไม่นับรวมจีนยังไม่ได้ถูกปรับขึ้นในสัดส่วนที่สอดคล้องกับการไต่ราคาในไตรมาส 1 ที่ขยายตัวแรง และสูงกว่าค่าความเป็นอย่างมาก - Valuation อยู่ในระดับถูก - เพิ่มน้ำหนักเข้าพอร์ตการลงทุน
หุ้นรายอุตสาหกรรม					
หุ้นกลุ่ม Tech					- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้อย่างสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ได้ประโยชน์จากการแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก - คงน้ำหนักเป็น Neutral
หุ้นกลุ่ม Healthcare					- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้อย่างสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับที่แพงมาก ที่ Fwd P/E +3SD ของค่าเฉลี่ย 10 ปี - คงน้ำหนักเป็น Neutral
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- ราคาทองคำปรับขึ้นจากประเด็นสงคราม เป็นปัจจัยบวกหนุนราคาให้ทรงตัวในระดับสูงที่ราว 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงไตรมาส 3 - มีอุปสงค์จากประเทศกำลังพัฒนาเป็นแรงซื้อหลัก - คงคำแนะนำ Neutral
น้ำมัน					- ประเมินราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี - อุปสงค์เพิ่มสูงขึ้นจากปัจจัยตามฤดูกาล ระดับคลังน้ำมันดิบสหรัฐฯ น่าจะปรับลดลงในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค. - OPEC+ อาจขยายระยะเวลาตรึงการผลิตออกไปอีกถึงไตรมาส 3/2024 - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs					- Valuation จากการประเมินโดย P/FFO อยู่ที่ระดับ 16 เท่า ต่ำกว่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี - มี Upside เพิ่มขึ้นจาก Bond yield ที่น่าจะผ่านพ้นจุดสูงสุด - ตลาดเช่าบ้านแข็งแกร่งมาก จากปริมาณบ้านที่ขาดแคลน ในขณะที่นโยบายการเงินตึงตัว Price-to-rent ratio เพิ่มขึ้นสูง - ความเสี่ยงจาก Office REIT มีจำกัด ตามสัดส่วนที่คิดเป็นเพียง 6% ของมูลค่า REIT ที่ซื้อขายได้ (MSCI US REIT และ FTSE EPRA Nareit US) - คงน้ำหนัก Overweight

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,368	-0.2%	-0.2%	0.5%	-2.2%	-2.1%	-3.4%	-11.0%
Philippines PCOMP	6,591	0.8%	-0.4%	0.3%	-4.7%	5.1%	2.2%	-0.4%
Indonesia JCI	7,222	0.0%	0.6%	1.6%	-1.0%	3.1%	-0.7%	7.2%
Singapore STI	3,309	0.4%	0.1%	0.5%	3.9%	6.9%	2.1%	2.9%
Malaysia KLCI	1,620	0.4%	0.5%	3.1%	4.6%	11.4%	11.3%	14.9%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	18,679	-1.7%	-4.5%	8.6%	11.7%	6.4%	9.6%	-2.3%
China H HSCEI	6,634	-1.7%	-4.3%	8.7%	15.1%	9.8%	15.0%	2.4%
MSCI China	62	-1.8%	-3.5%	8.8%	13.0%	7.0%	11.1%	1.2%
China CSI300	3,635	-1.2%	-1.2%	3.2%	4.2%	2.8%	6.0%	-5.8%
Taiwan TWSE	21,568	0.3%	1.5%	7.1%	14.2%	24.8%	20.3%	33.5%
Korea KOSPI	2,694	-0.1%	-1.1%	0.7%	1.0%	7.9%	1.4%	4.9%
MSCI Korea	853	0.1%	0.1%	0.8%	2.7%	10.6%	2.7%	7.9%
India SENSEX	75,418	1.6%	2.4%	2.1%	3.1%	14.3%	4.4%	22.1%
MSCI India	2,781	1.3%	3.6%	4.2%	5.7%	23.0%	11.8%	36.6%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,730	-0.5%	-1.1%	0.6%	1.1%	9.8%	1.8%	7.2%
Japan TOPIX	2,742	0.6%	-0.1%	1.1%	3.0%	14.7%	15.9%	27.4%
Japan Nikkei 225	38,645	1.3%	-0.4%	0.5%	-1.2%	14.9%	15.5%	26.0%
Europe STOXX600	522	0.1%	-0.4%	3.2%	4.9%	13.4%	8.9%	14.0%
Euro STOXX50	5,038	0.2%	-0.7%	1.0%	3.4%	15.2%	11.4%	18.1%
US Dow Jones	39,065	-1.5%	-2.0%	1.6%	-0.2%	10.4%	3.7%	19.1%
US S&P500	5,268	-0.7%	-0.6%	3.9%	3.5%	15.5%	10.4%	28.0%
MSCI US REITs	1,174	-2.2%	-3.4%	1.5%	-3.2%	4.5%	-6.0%	5.9%
J-REITs	1,757	-0.5%	-2.4%	-2.4%	3.3%	-4.4%	-2.7%	-5.1%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,339	-0.4%	-1.2%	3.7%	8.2%	11.4%	7.8%	9.3%
Germany DAX	18,691	0.1%	-0.3%	3.3%	7.3%	16.6%	11.6%	18.0%
France CAC 40	8,102	0.1%	-1.1%	0.1%	1.7%	11.1%	7.4%	11.7%
Switzerland SMI	11,967	0.1%	0.6%	5.2%	4.1%	10.0%	7.4%	5.1%
Portugal PSI 20	6,925	-0.4%	0.1%	6.0%	10.9%	9.3%	8.3%	16.3%
Spain IBEX 35	11,311	-0.2%	0.1%	2.6%	11.7%	13.8%	12.0%	23.4%
Italy FTSE MIB	34,468	0.0%	-2.7%	0.6%	5.4%	17.1%	13.6%	29.9%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	124,729	-0.7%	-2.8%	-0.0%	-3.6%	-0.6%	-7.0%	14.6%
Chile IPSA	6,782	0.7%	1.0%	6.6%	9.6%	17.4%	9.4%	20.2%
Mexico MEXBO	55,918	-0.9%	-2.7%	-1.0%	-1.3%	5.6%	-2.6%	4.7%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	567	-0.3%	-0.6%	6.2%	7.2%	12.6%	7.2%	11.6%
MSCI Latin America	2,420	-0.8%	-3.0%	-0.0%	-4.5%	-1.5%	-9.1%	6.8%
MSCI All Country World	789	-0.5%	-0.8%	3.9%	3.7%	14.0%	8.5%	22.4%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	76.90	-0.9%	-3.9%	-7.1%	0.5%	1.8%	7.3%	3.4%
Brent Spot	81.41	-0.7%	-3.1%	-7.5%	-0.3%	1.0%	5.7%	3.9%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.51	0.16	0.59	-0.70	-0.62	-0.53	-0.88	0.49
Gold Spot	2329.32	-2.1%	-3.6%	0.2%	14.8%	16.4%	12.9%	18.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2514.57	-0.0%	0.2%	-0.5%	-2.1%	-6.6%	-5.5%	-14.0%
Bloomberg Agri Subindex	62.07	-0.1%	3.2%	3.5%	7.8%	-4.1%	-0.6%	-4.0%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	315.57	-0.2%	-0.7%	-0.5%	-1.5%	2.9%	0.4%	0.9%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	218.01	-0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	1.3%	0.8%	1.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	311.28	-0.0%	-0.2%	0.1%	-0.5%	1.8%	0.8%	1.4%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	412.05	-0.2%	-0.6%	-0.2%	-1.4%	3.0%	0.5%	0.8%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	265.07	-0.0%	-0.2%	0.1%	-0.4%	1.9%	0.7%	1.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.31	0	3	3	8	-7	-6	35
2Y	2.40	1	7	5	25	-6	6	35
5Y	2.53	-2	5	3	28	-9	7	30
10Y	2.82	-1	9	11	26	-20	13	27
Spread 10Y-2Y	42	-2	3	6	1	-14	7	-8
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.47	5	5	-17	22	0	59	72
Japan 10Y	1.00	-1	5	10	28	23	39	59
UK 10Y	4.26	3	18	2	22	0	72	10
German 10Y	2.60	6	14	9	23	-2	57	13
Spain 10Y	3.35	6	13	8	10	-27	36	-17
Italy 10Y	3.89	6	13	4	9	-50	19	-43
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	12.77	0.5	0.3	-3.2	-1.0	0.3	0.3	-7.3
Dollar index	105.09	0.2%	0.6%	-0.7%	1.1%	1.6%	3.7%	1.2%
USD/THB	36.70	0.5%	1.6%	-1.0%	2.1%	3.7%	7.1%	5.9%
EUR/USD	1.08	-0.2%	-0.6%	1.1%	-0.3%	-1.2%	-2.1%	0.5%
GBP/USD	1.27	-0.3%	-0.1%	2.0%	0.1%	0.7%	-0.3%	2.6%
USD/JPY	157.09	0.4%	0.9%	1.3%	4.2%	5.1%	11.4%	12.8%
USD/CNY	7.25	0.0%	0.3%	-0.0%	0.7%	1.3%	2.0%	2.6%
USD/CNH	7.26	0.0%	0.3%	-0.2%	0.7%	1.5%	1.9%	2.7%

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

As of

5/24/2024

ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นที่ปรับฐานลงในเดือน เม.ย. มาจากการปรับแนวโน้มดอกเบี้ยเป็นสำคัญ ซึ่งตลาดมอง Fed จะปรับลดดอกเบี้ยได้น้อยลงเหลือเพียง 1-2 ครั้งในปีนี้อ่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดน่าจะประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยในกรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแรงแรงมากที่สุดไปแล้ว (Most hawkish projections) Bond yield น่าจะผ่านพ้นจุดสูงสุดของปีแล้ว และน่าจะปรับลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะลดแรงกดดันต่อ Valuation ของตลาดหุ้น แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และ Valuation ที่ถูก

คาดการณ์กำไรถูกปรับขึ้น หลังกำไรไตรมาส 1 ออกมาเซอร์ไพรส์ สูงกว่าคาด

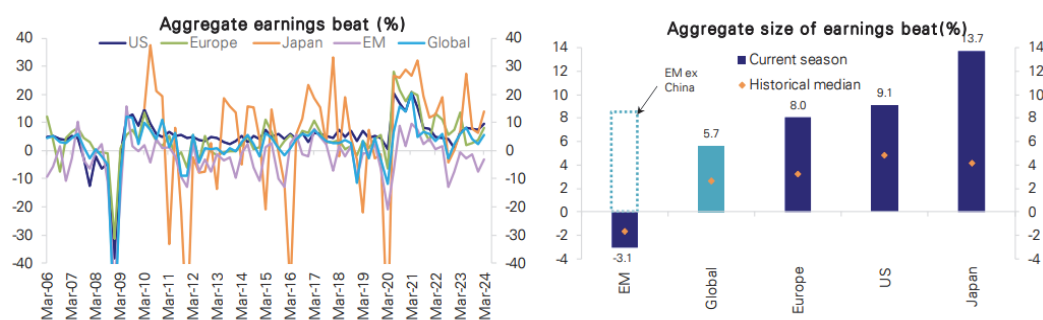
นักวิเคราะห์ปรับคาดการณ์กำไรขึ้นแรง หลังรายงานผลประกอบการไตรมาส 1 ของบริษัทจดทะเบียนที่สูงกว่าคาด โดยกำไรของตลาดหุ้นรวม (Global earnings) เติบโตขึ้น 6.6% สูงสุดในรอบเกือบ 2 ปี นับเป็นการขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 และสูงกว่าคาดค่อนข้างมาก

เมื่อพิจารณาเป็นรายประเทศ กำไรของสหรัฐฯ เติบโตขึ้น 12% เทียบกับไตรมาสเดียวกันในปีก่อน (YoY) ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น ในขณะที่ กำไรของยุโรปหดตัว -11% นับ

เป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 4 แต่เริ่มเห็นสัญญาณของการฟื้นตัวขึ้น จากกำไรเทียบกับไตรมาสก่อน (QoQ) ที่ฟื้นตัวขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 6 ไตรมาส เป็นสัญญาณชี้ว่ากำไรของยุโรปน่าจะผ่านพ้นจุดต่ำสุดแล้ว

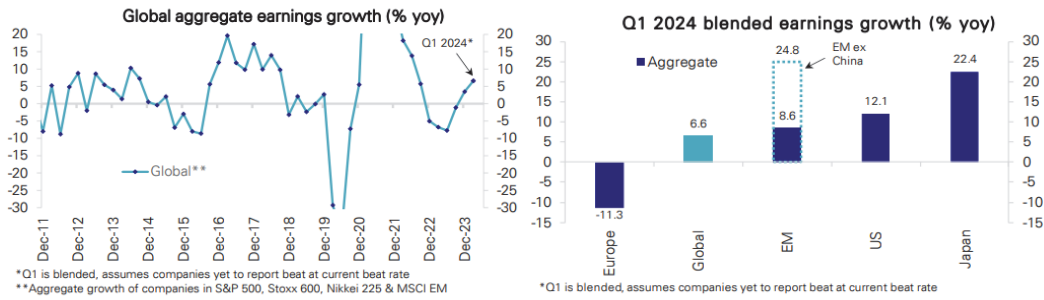
กำไรของญี่ปุ่นขยายตัวสูงถึง 22%YoY จากการอ่อนค่าของค่าเงินเยนเป็นสำคัญ ส่งผลให้การเติบโตในระยะข้างหน้ามีความผันผวนสูง ในขณะที่ กำไรของตลาดกำลังพัฒนาขยายตัว 9% โดยมีแรงฉุดจากกำไรที่อ่อนแอของจีน (-5%) ซึ่งหากแยกกำไรของจีนออก กำไรของตลาดกำลังพัฒนา (Emerging markets ex. China) จะโตสูงถึง 25%

แผนภาพที่ 1: กำไรไตรมาส 1 โตสูงกว่าคาดเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะตลาดหุ้นญี่ปุ่น และยุโรป และตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่นับรวมจีน



ที่มา: Deutsche Bank

แผนภาพที่ 2: กำไรของตลาดหุ้นรวม (Global earnings) เติบโตขึ้น 6.6% สูงสุดในรอบเกือบ 2 ปี



ที่มา: Deutsche Bank

คาดการณ์กำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และนโยบายการเงินที่เริ่มปรับเปลี่ยนมาผ่อนคลายลง

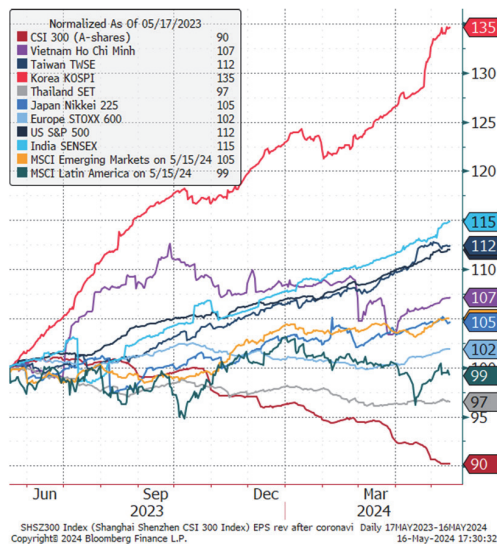
เรามองว่ากำไรของบริษัทยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง และเป็นไปอย่างทั่วถึงในหลายภูมิภาค ตามแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งถูกสนับสนุนโดยนโยบายการเงินที่เริ่มปรับเปลี่ยนมาผ่อนคลายลง

โดยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในไตรมาส 1 จำกัดอยู่ในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ ตลาดปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP growth) ปี 2024 ของสหรัฐฯ ขึ้นเป็น 2.4% จากเพียง 1.2% ในช่วงต้นปี และปรับของคาดการณ์กำไรบริษัทจดทะเบียน (Forward EPS) ขึ้น +5% นับตั้งแต่ต้นปี ในขณะที่ประเทศอื่นๆ ยังไม่เห็นการปรับขึ้นที่ชัดเจนนัก

อย่างไรก็ดี ในช่วงครึ่งหลังของปี การปรับขึ้นคาดการณ์กำไรและการเติบโตของเศรษฐกิจน่าจะเกิดขึ้นอย่างทั่วถึง จากภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง ธนาคารกลางสำคัญในหลายประเทศ เช่น สวิตเซอร์แลนด์ และสวีเดน เริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในเดือน มี.ค. และ พ.ค. ตามลำดับ ในขณะที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) และสหรัฐฯ (Fed) คาดว่าจะเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยลงอย่างรวดเร็วใน เดือน มิ.ย. และ ก.ย. นี้ ตามลำดับ การเติบโตของเศรษฐกิจที่น่าจะมีอย่างต่อเนื่อง ทำให้คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับขึ้นเพิ่มเติม โดยเฉพาะในตลาดกำลังพัฒนา ไม่นับรวมจีน ซึ่งกำไรในไตรมาส 1 ขยายตัวแรง สูงกว่าคาดเป็นอย่างมาก และคาดการณ์กำไรยังไม่ได้ถูกปรับขึ้นในสัดส่วนที่สอดคล้องกัน

แผนภาพที่ 3: คาดการณ์กำไรถูกปรับขึ้นในหลายประเทศ

Fwd EPS 1-year normalized level by regions



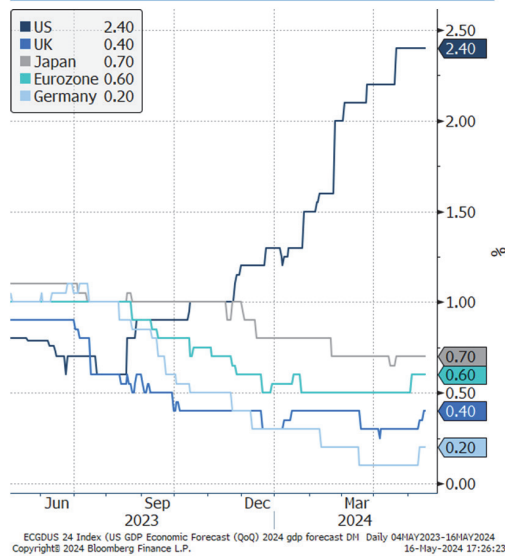
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fwd EPS revisions of regional stock markets

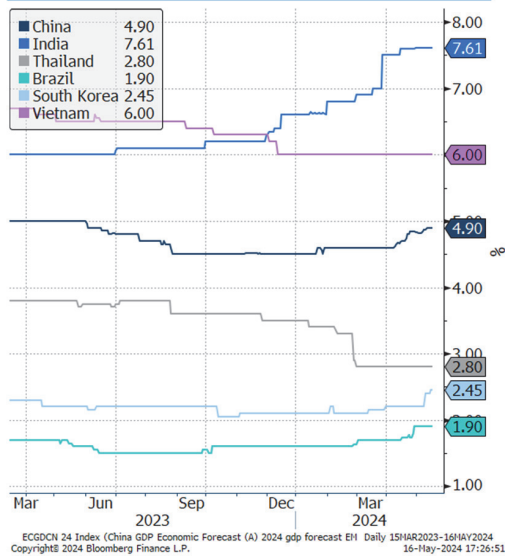
Regional stock markets	NTM EPS Revisions			
	1 week	1 month	3 months	1 year
US S&P500	0.3%	1.4%	3.7%	12.0%
Europe STOXX600	0.1%	0.7%	1.4%	1.9%
Japan Nikkei225	-0.2%	0.6%	0.6%	4.6%
MSCI EM	0.2%	1.8%	1.3%	5.1%
Thai SET	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-3.4%
Taiwan TWSE	0.2%	1.7%	4.6%	12.4%
Korea KOSPI	0.0%	5.3%	10.1%	34.7%
India SENSEX	0.4%	1.9%	4.5%	14.9%
China A (CSI300)	0.0%	-2.2%	-4.7%	-9.8%
MSCI Asia Pacific ex. Japan	0.3%	1.5%	0.8%	3.6%
MSCI Latin America	-0.1%	1.8%	-1.8%	-0.8%
Vietnam Ho Chi Minh	0.3%	1.2%	-1.4%	7.1%

แผนภาพที่ 4: คาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจถูกปรับขึ้นในหลายประเทศ ต่างจากช่วง 2 เดือนก่อนที่มีแค่สหรัฐฯที่ถูกปรับขึ้น

GDP trends: 2024 forecasts (%YoY) for DM



GDP trends: 2024 forecasts (%YoY) for EM



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

ตลาดประเมินดอกเบี้ยในกรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแกร่งมากที่สุดไปแล้ว

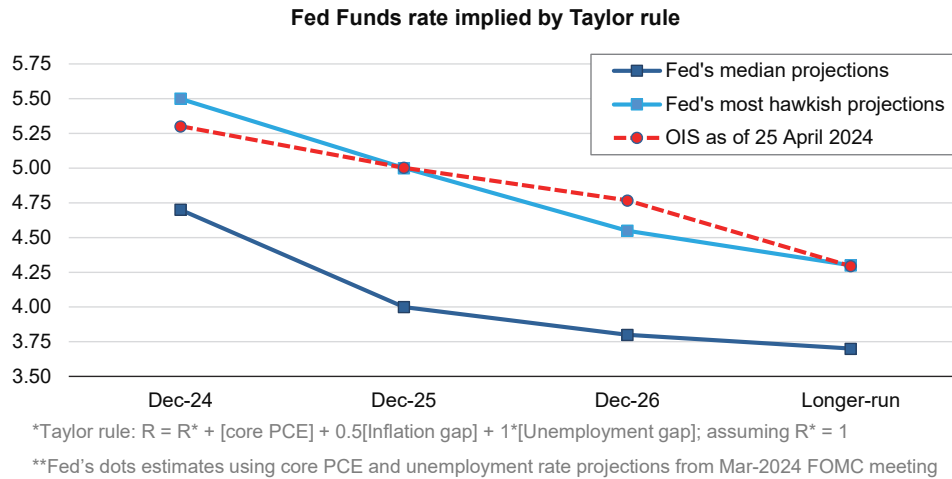
เศรษฐกิจที่ยังคงฟื้นตัวแข็งแกร่ง ทำให้ตลาดปรับคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยของ Fed ขึ้น จากเดิมในช่วงต้นปีประเมินว่า Fed จะปรับลดดอกเบี้ยในปีนี้อีกถึง 6 ครั้ง เหลือเพียง 1-2 ครั้งในปัจจุบัน แนวโน้มดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงในช่วง 2 เดือนก่อน จนนำมาสู่คำถามว่าตลาดจะปรับประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยขึ้นอีกหรือไม่

เราประเมินอัตราดอกเบี้ยในกรณีที่เศรษฐกิจแข็งแกร่งมากที่สุด โดยใช้ประมาณการเศรษฐกิจของ Fed ในกรณีที่อัตราเงินเฟ้อที่สูงสุด และอัตราว่างงานที่ต่ำสุด แทนค่าในสมการ Taylor rule พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายกรอบสูงสุดควรอยู่ที่ระดับ 5.5% และ 5% ในปีนี้ และปีหน้า ตามลำดับ ซึ่งค่อนข้างสอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาดในปัจจุบัน

นอกจากนี้ เมื่อเปรียบเทียบเปอร์เซ็นต์การปรับลดดอกเบี้ยในอดีต จะเห็นว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันจัดว่าน้อยมาก โดยปัจจุบันตลาดประเมินว่า Fed จะลดอัตราดอกเบี้ยรวมทั้งสิ้น 1-1.5% ในรอบนี้ น้อยกว่าการปรับลดในอดีตที่ราว 2% ในรอบที่เศรษฐกิจไม่ได้ชะลอตัวลงแรง หรือเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession)

การประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยในปัจจุบัน น่าจะสะท้อนกรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแกร่งมากที่สุดไปแล้ว (Most hawkish projections) ซึ่งหากอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) ไม่ได้เร่งตัวขึ้นเกินกว่ากรอบสูงสุดที่ Fed ประเมินไว้ในปีที่ 3% Fed น่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้ สอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาดในปัจจุบัน

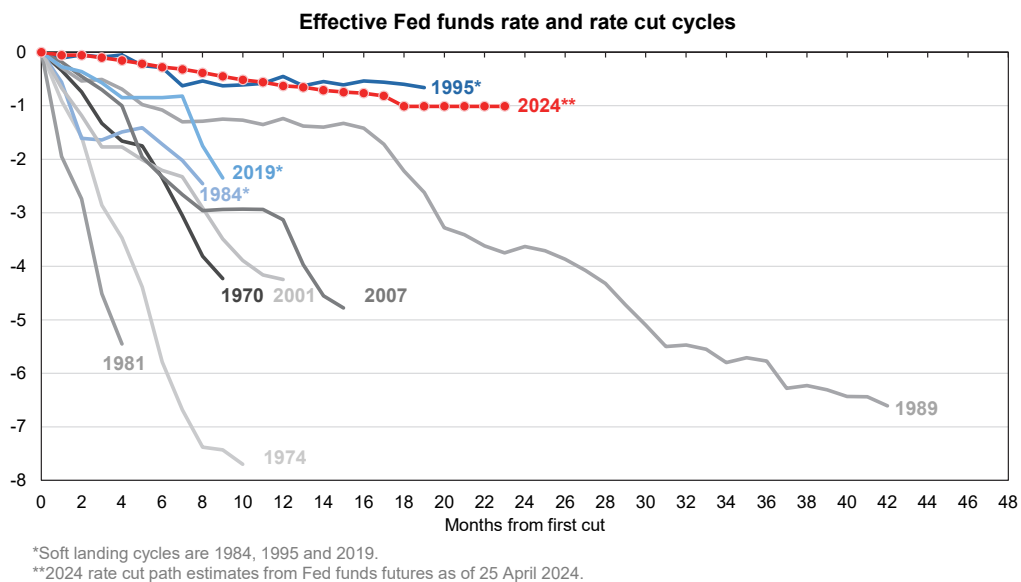
แผนภาพที่ 5: ตลาดประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยในปัจจุบัน ในกรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแกร่งมากที่สุดไปแล้ว



Fed's projections in Mar 2024		Dec-24	Dec-25	Dec-26	Longer run
Core PCE	Median	2.6	2.2	2.0	2.0
	Most hawkish	3.0	2.6	2.3	2.0
Unemployment rate	Median	4.0	4.1	4.0	4.1
	Most hawkish	3.8	3.7	3.7	3.5

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

แผนภาพที่ 6: ตลาดประเมิน Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงน้อยกว่าการปรับลดในอดีต



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

ปัจจัยหนุน Bond yield ลดลง ทำให้ตลาดหุ้นของกลุ่มที่ Valuation ถูก มี Upside มากขึ้น

แนวโน้มดอกเบี้ย Fed ที่ถูกปรับเพิ่มขึ้น ประกอบกับปัจจัยด้าน Supply ของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ส่งผลให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นแตะ 4.7% สูงสุดในรอบเกือบ 6 เดือน

อย่างไรก็ดี เรามองว่า Bond yield น่าจะมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี เนื่องจาก 1) ตลาดประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายในกรณีที่ Fed มองเศรษฐกิจแข็งแกร่งมากที่สุดแล้ว 2) Fed จะเริ่มชะลอการลดขนาดงบดุล หรือการปล่อยให้พันธบัตรรัฐบาลที่ถืออยู่หมดอายุลงโดยไม่ซื้อกลับ (QT taper) ในเดือน มิ.ย. นี้ 3) กระทรวงการคลังสหรัฐฯ ประกาศคงปริมาณการออกขายพันธบัตรเท่าเดิมในช่วงที่เหลือของปี และจะเริ่มซื้อ

พันธบัตรรัฐบาล (Treasury buyback) ที่มีความต้องการน้อยเมื่อเทียบกับรุ่นล่าสุด (Off-the-run) ในปลายเดือน พ.ค. นี้ ทำให้ปริมาณ Bond Supply ในตลาดมีแนวโน้มลดลง ซึ่งจะลดแรงกดดัน Bond yield ในระยะข้างหน้า Bond yield น่าจะทยอยลดลงต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี

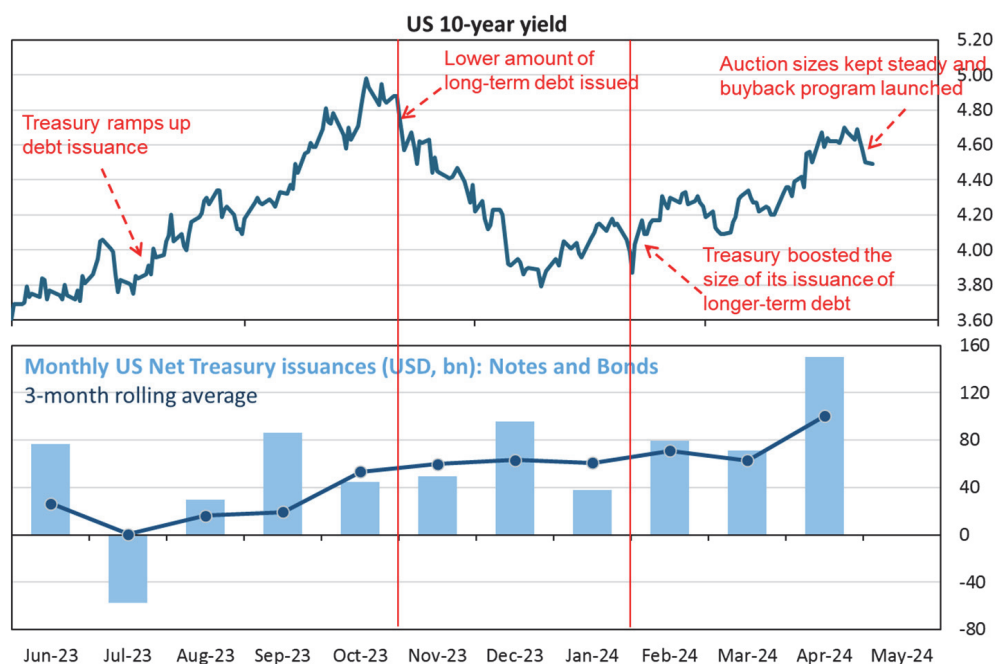
Bond yield ที่มีแนวโน้มลดลง สะท้อนต้นทุนทางการเงินของบริษัทที่ลดลง ผลประกอบการและราคาหุ้นมีแนวโน้มสูงขึ้น ตลาดหุ้นในกลุ่มที่มี Valuation ถูก ค่า Forward P/E อยู่ในระดับต่ำเทียบกับในอดีต ได้แก่ ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets และตลาดหุ้นยุโรป สะท้อนว่าราคาหุ้นในปัจจุบันยังไม่ได้ตอบรับต่อแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของกำไรในระยะข้างหน้า ทำให้ราคาหุ้นมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นมากกว่าตลาดหุ้นที่มี Valuation แพง

แผนภาพที่ 7: ค่า Forward P/E ของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets และตลาดหุ้นยุโรป ยังอยู่ในระดับถูก

	P/E	NTM P/E			
		Current	10-yr avg	10-yr SD	10-yr z
MSCI Latin America	9.0x (-1.2SD)	9.0	12.0	2.5	-1.2
Vietnam Ho Chi Minh	10.8x (-1.0SD)	10.8	12.7	2.0	-1.0
Thai SET	14.0x (-0.9SD)	14.0	15.4	1.4	-0.9
Korea KOSPI	10.0x (-0.4SD)	10.0	10.5	1.2	-0.4
China A (CSI300)	11.7x (-0.3SD)	11.7	12.3	1.7	-0.3
Europe STOXX600	14.2x (-0.3SD)	14.2	14.6	1.6	-0.3
Germany DAX	13.0x (0.0SD)	13.0	13.0	1.6	0.0
MSCI Asia Pacific ex. Japan	13.7x (0.4SD)	13.7	13.2	1.3	0.4
MSCI EM	12.4x (0.4SD)	12.4	11.9	1.2	0.4
India SENSEX	19.5x (0.5SD)	19.5	18.4	2.3	0.5
China H (HSCEI)	8.5x (0.5SD)	8.5	8.0	0.9	0.5
US S&P500	20.9x (1.4SD)	20.9	18.0	2.0	1.4
Japan Nikkei225	21.4x (1.5SD)	21.4	18.0	2.2	1.5
Taiwan TWSE	17.9x (2.3SD)	17.9	14.1	1.7	2.3

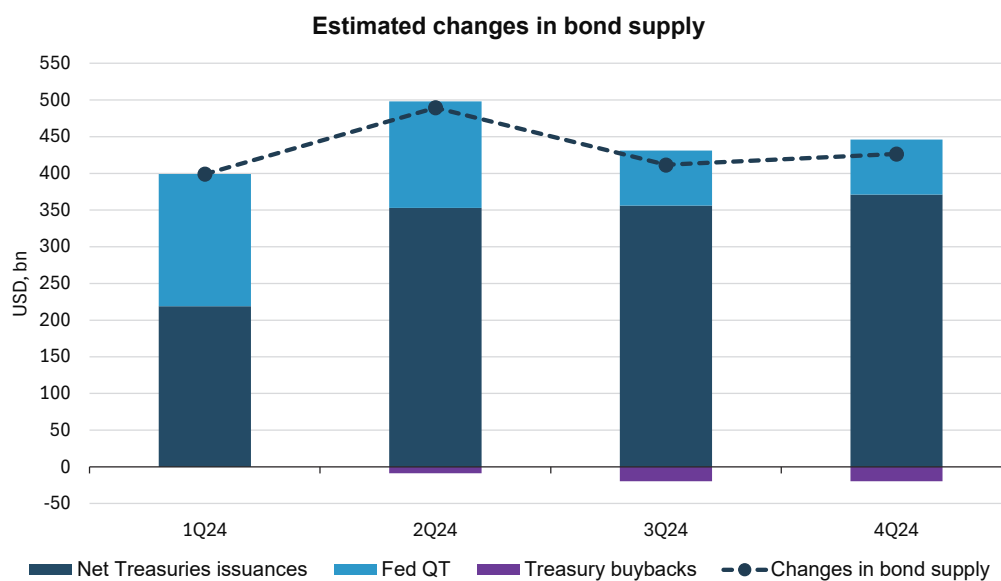
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 8: Bond yield มีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับปริมาณการออกพันธบัตร



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

แผนภาพที่ 9: Bond supply มีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี จากการชะลอการลดขนาดงบดุล (QT taper) และการคงปริมาณการออกขายพันธบัตร



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

แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Emerging markets ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และ Valuation ที่ถูก

ในภาวะที่เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวขึ้น ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Emerging markets: EM) มักจะมีการปรับขึ้นเร็วกว่าตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed markets: DM) จากปัจจัยหลายประการ ได้แก่

1. โครงสร้างเศรษฐกิจที่พึ่งพิงการส่งออกเป็นหลัก ซึ่งเมื่อความต้องการบริโภคของโลกฟื้นกลับมา เศรษฐกิจภายในประเทศจะเร่งตัวขึ้นแรง
2. การปรับขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงที่เศรษฐกิจโลกฟื้นตัว ส่งผลให้ผลประกอบการประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งเป็นผู้นำในการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ขยายตัวสูง
3. ทิศทางของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ที่มักจะอ่อนค่าลงช่วงที่เศรษฐกิจของหลายภูมิภาคฟื้นตัวขึ้น

ในขณะที่ ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ น่าจะมีแนวโน้มแข็งค่าได้อย่างจำกัด ตามแนวโน้มดอกเบี้ย Fed ที่ตลาดมองในกรณีที่สูงสุดแล้ว ทำให้สินค้าส่งออกจากกลุ่ม Emerging markets มีความน่าสนใจมากขึ้น ผลประกอบการรวมถึงราคาหุ้นมีโอกาปรับสูงขึ้น ดังจะเห็นได้จากค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างดัชนีค่าเงินดอลลาร์ (Dollar index) และตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ที่ -0.6 หมายความว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามกับตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets

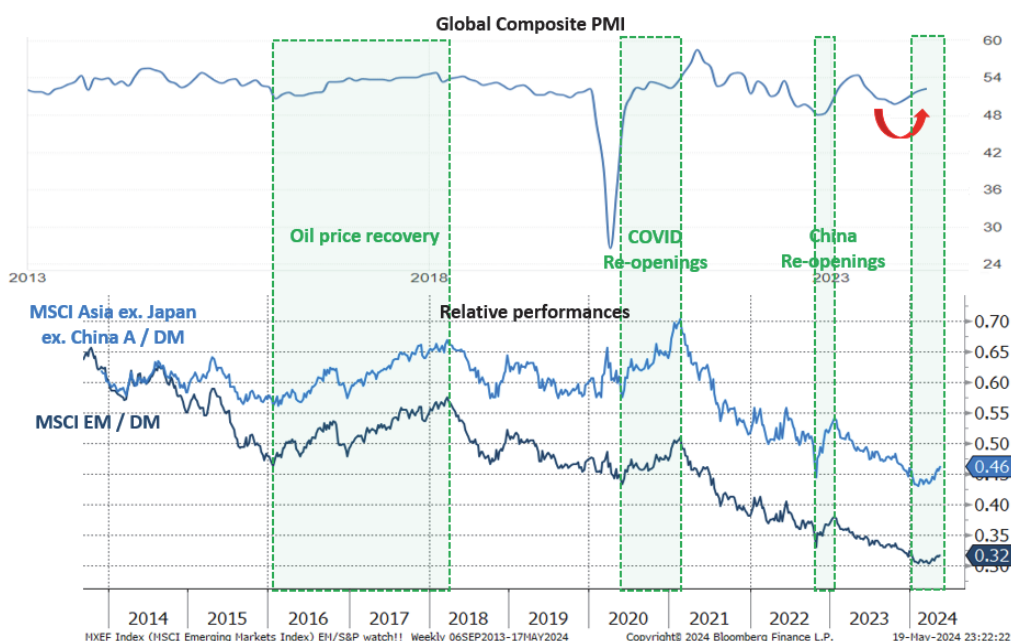
นอกจากนี้ Valuation ของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ยังอยู่ในระดับที่ถูก โดยค่า Forward P/E ของตลาด

หุ้น Emerging markets กำลังเทรดในระดับที่ถูกกว่า (Discount) ตลาดหุ้นกลุ่ม Developed markets ถึง 33% ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 29% เพียงเล็กน้อย ซึ่งอาจไม่สมเหตุผลนัก เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่เริ่มพลิกกลับเป็นขาขึ้น ซึ่งในอดีตช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัวสูง เช่น ในปี 2016-2017, 2020 และ 2023 ตลาดหุ้น Emerging markets จะถูกเทรด Discount ที่ประมาณ 20-25% ระดับ Valuation ในปัจจุบัน จึงสะท้อนว่าตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets มี Upside มากกว่าตลาดหุ้นกลุ่ม Developed markets 5-10%

ดังนั้น เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักในตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน เนื่องจาก

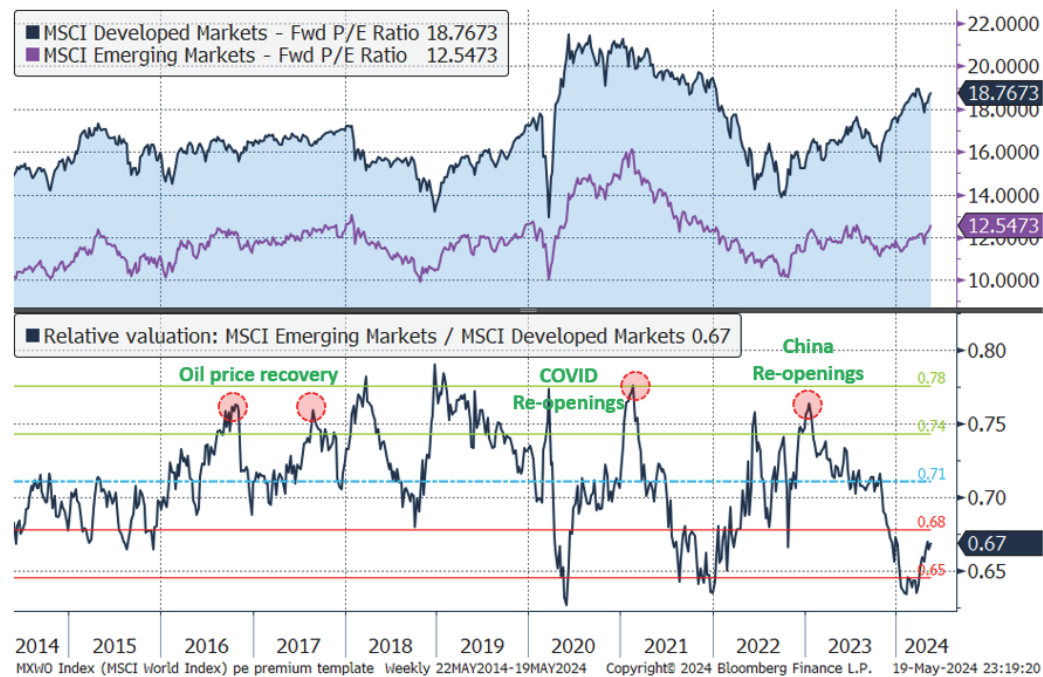
1. เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง หนุนโดยทิศทางนโยบายการเงินที่เริ่มปรับเปลี่ยนมาผ่อนคลายลง และ Bond yield ที่มีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี
2. ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets มักจะมีการปรับเพิ่มขึ้นนำตลาดหุ้นกลุ่มอื่นๆ ในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มอ่อนค่าลง
3. คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่นับรวมจีนยังไม่ได้ถูกปรับขึ้นในสัดส่วนที่สอดคล้องกับกำไรในไตรมาส 1 ที่ขยายตัวแรง และสูงกว่าคาดเป็นอย่างมาก
4. Valuation ของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets อยู่ในระดับถูก เมื่อเทียบกับในอดีต และเทียบกับ Valuation ของหุ้นกลุ่ม Developed markets สะท้อน Upside ที่มากถึง 5-10% เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 10: ในช่วงที่เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวขึ้น ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Emerging markets) มักจะมีการปรับขึ้นเร็วกว่าตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed markets)



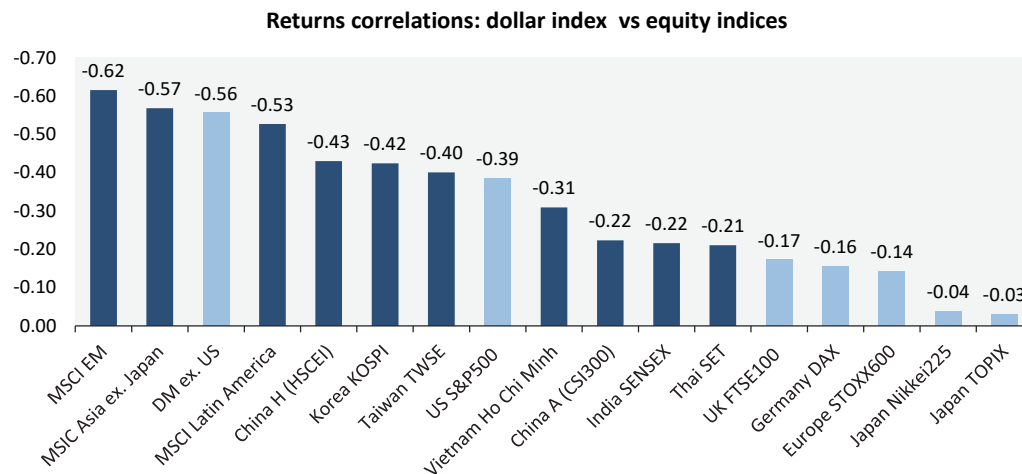
ที่มา: Tradingeconomics, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: ค่า Forward P/E ของตลาดหุ้น Emerging markets เทียบในระดับที่ต่ำกว่า (Discount) ตลาดหุ้นกลุ่ม Developed markets ถึง 33% มากกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 29% และช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัวสูงที่ 20-25%



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

แผนภาพที่ 12: ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐมีการเคลื่อนไหวทิศทางตรงกันข้ามกับตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); monthly data since 201

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ปรับลดลงมาอยู่ที่ราว 4.5% หลังข้อมูลเศรษฐกิจเดือน เม.ย. เริ่มแสดงถึงพัฒนาการของเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลง ขณะที่แรงกดดันต่อ Term premium จากปัจจัยอุปทานของพันธบัตรก็เริ่มผ่อนคลาย หลัง Fed เผยแผนการจะเริ่มชะลอการลดขนาดงบดุล (QT Taper) ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. นี้ ซึ่งจะเป็นผลดีต่อสภาพคล่อง มองไปข้างหน้า เราคาดว่า Bond yield น่าจะผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว แต่ยังมีแรงกดดันจากปัจจัยระยะยาว ได้แก่ แนวโน้มอุปทานพันธบัตรในอนาคต อันเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายการคลังขาดดุลงบประมาณค่อนข้างมาก ทำให้เรามองว่า Bond yield จะปรับตัวลงได้ค่อนข้างช้า

Bond yield ในปัจจุบัน สะท้อนตลาดที่ Price-in ความแข็งแกร่งของ Fed ไปมากแล้ว

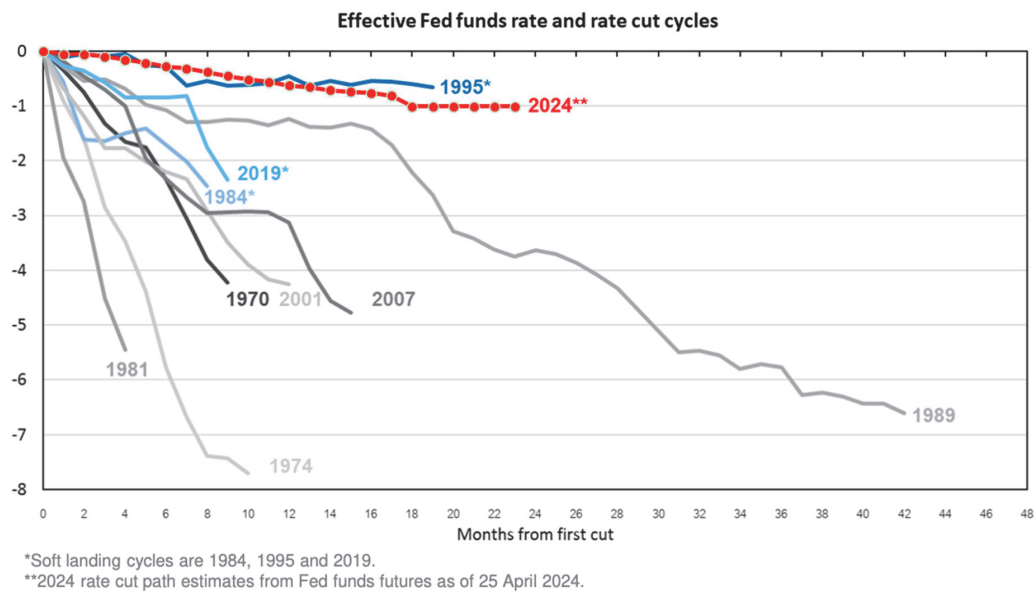
ตลาดการเงิน (Fed Funds Futures) มองว่า Fed จะสามารถลดดอกเบี้ยได้ 1-2 ครั้ง (-25 ถึง -50 bps) ในปี 2024 ขณะที่คาดว่าทั้งวัฏจักรการลดดอกเบี้ยในรอบนี้ จะสามารถปรับดอกเบี้ยลงได้ทั้งหมดเพียง 4 ครั้ง (-100 bps) ส่งผลให้ดอกเบี้ยปลายทาง หรือ Terminal rate อยู่สูงถึง 4.50% นับเป็นคาดการณ์ที่ค่อนข้าง Hawkish อย่างมาก เมื่อเทียบกับวัฏจักรการลดดอกเบี้ยในรอบก่อนๆ โอกาสที่ทาง Fed จะเซอร์ไพรส์ตลาดในลักษณะที่แข็งแกร่งกว่าปัจจุบันจึงค่อนข้างต่ำ

โดยหากดูจากการตอบรับของตลาดต่อข้อความการประชุมของ Fed (Fed Minutes) ในรอบล่าสุด (30 เม.ย. – 1 พ.ค.) ที่เปิดเผยออกมาในวันที่ 22 พ.ค. จะพบว่าการเคลื่อนไหวของ Bond yield ค่อนข้างจำกัด แม้ว่าจะมีข้อความที่โน้มไปในเชิงแข็งแกร่งในหลายจุด อาทิ

- ข้อความที่ระบุว่าแรงกดดันของเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา “เป็นไปในวงกว้างและไม่ควรถูกมองข้าม” (“...recent increases in inflation had been relatively broad based and therefore should not be overly discounted.”) หรือ
- ความกังวลถึงความเข้มงวดของนโยบายการเงินว่ามีความ “เพียงพอแล้วหรือไม่” ในการจำกัดการฟื้นตัวของอุปสงค์และเงินเฟ้อ (...noted uncertainty regarding the degree of restrictiveness of current financial conditions)

ภาพดังกล่าวสะท้อนสถานะของตลาดที่ Price-in ความแข็งแกร่งของแนวโน้มนโยบายการเงินไว้พอสมควรแล้ว แรงกดดันเชิงบวกต่อ Bond yield จากในส่วนของประเด็นดังกล่าวจึงอาจเพิ่มขึ้นได้อีกไม่มาก

แผนภาพที่ 13: ตลาดคาด Fed จะสามารถปรับดอกเบี้ยลงได้ทั้งหมดเพียง 4 ครั้ง (-100 bps) ส่งผลให้ดอกเบี้ยปลายทาง หรือ Terminal rate อยู่สูงถึง 4.50% นับเป็นคาดการณ์ที่ค่อนข้าง Hawkish อย่างมาก เมื่อเทียบกับวัฏจักรการลดดอกเบี้ยในรอบก่อนๆ

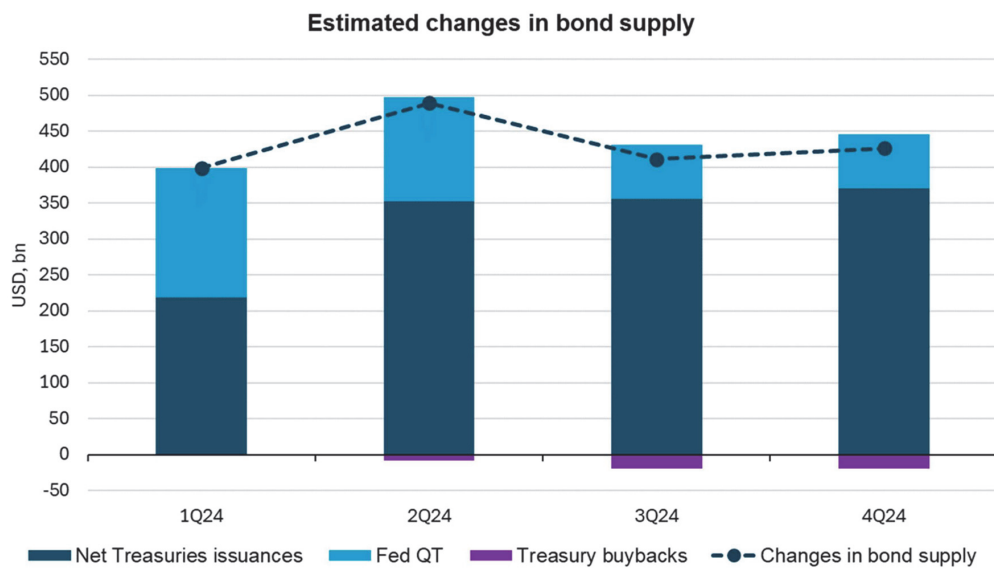


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่ปัจจัยด้านอุปทานของพันธบัตร แม้ปัจจัยระยะยาว อย่างการดำเนินนโยบายขาดดุลการคลังของรัฐบาลสหรัฐฯ ที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูงอย่างต่อเนื่อง (เกินกว่า 5-6% ของ GDP) จะเป็นเรื่องน่ากังวลที่ตลาดให้ความสนใจ แต่ในภาพระยะสั้น-กลาง การที่ Fed เซอร์ไพรส์ตลาดด้วยการประกาศแผนการจะชะลอการลดขนาดงบดุล (QT Taper) ตั้งแต่เดือน มิ.ย. นี้ จากเดิมที่จะปล่อยให้พันธบัตรที่ Fed ถือครองอยู่หมดอายุเดือนละ 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เหลือเพียง 2.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ก็จะช่วยลดแรงกดดันต่อค่า Term premium ลงได้

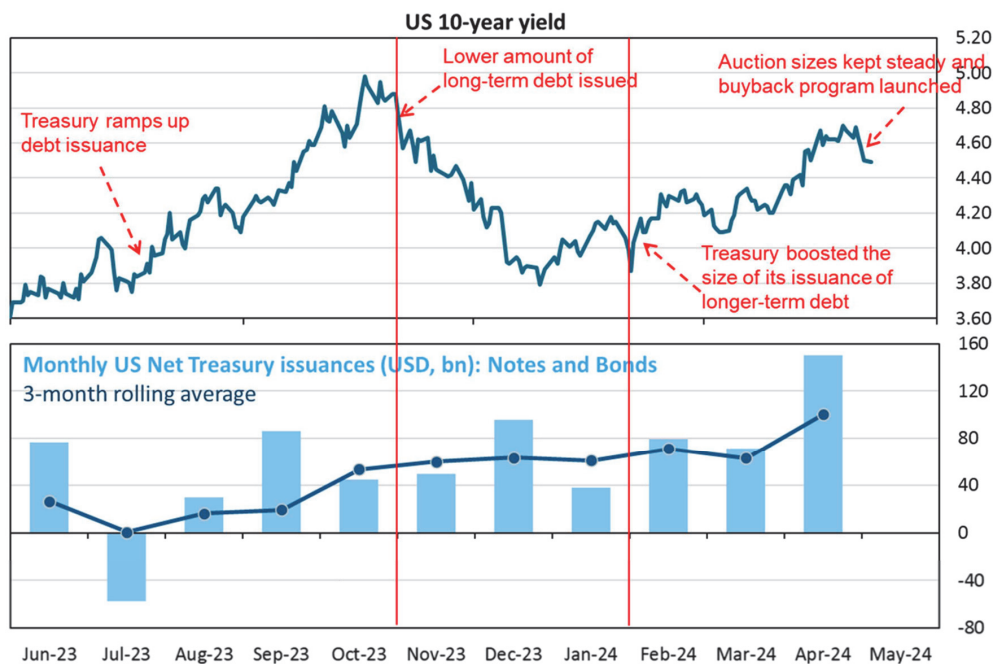
ในระยะยาว เรา มองว่าต้องติดตามแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ซึ่งหากเห็นพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ก็ จะเปิดโอกาสให้ทางธนาคารกลางเริ่มปรับลดดอกเบี้ยนโยบายได้ ซึ่งคาดว่าจะทำให้ Bond yield ระยะสั้นปรับลงรวดเร็วกว่า Bond yield ระยะยาว ส่งผลให้ Yield curve กลับมาเป็นปกติในที่สุด (ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวสูงกว่าพันธบัตรระยะสั้น) และ Term premium ไม่กลับไปอยู่ที่ต่ำจนติดลบ

แผนภาพที่ 14: อุปทานของพันธบัตรระยะยาวในไตรมาสที่ 3 และ 4/2024 คาดจะน้อยกว่าไตรมาสที่ 2 อันสืบเนื่องจาก Fed ที่จะชะลอการลดขนาดคงคลัง (QT Taper)



ที่มา: US Treasury, DB, FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 15: จำนวนอุปทานของพันธบัตรระยะยาวเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ Bond yield อย่างมีนัยยะในปีที่ผ่านมา



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

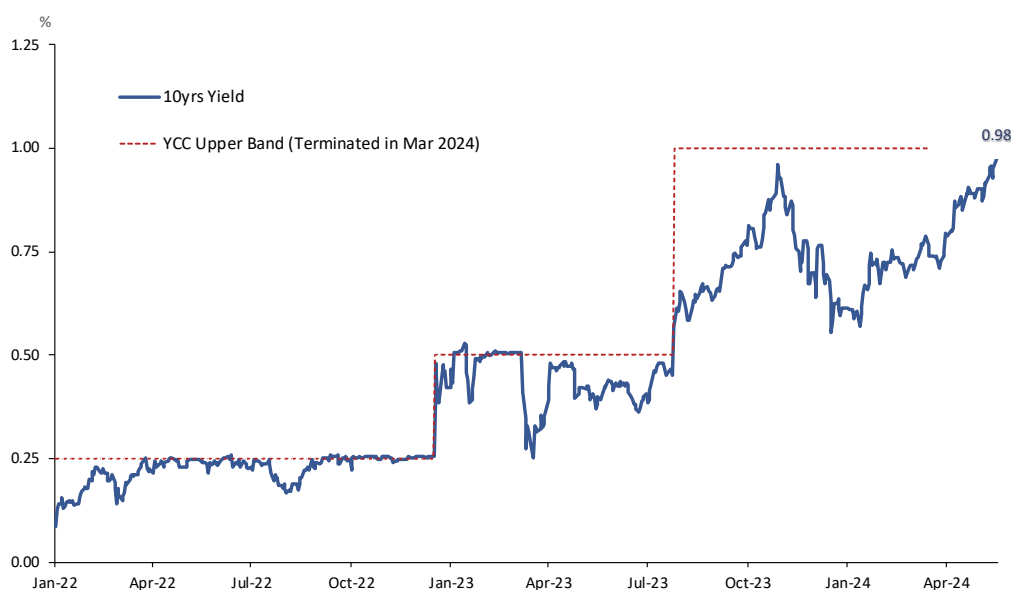
งบดุลของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) อาจเริ่มลดลง และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นจะไม่กลับไปอยู่ต่ำ 0% อีก

หลังจากที่ธนาคารกลางญี่ปุ่น หรือ BoJ ได้เริ่มดำเนินการปรับนโยบายการเงิน “ให้เป็นปกติ” มากขึ้น (Policy normalization) ด้วยการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเป็น 0.0-0.1% และยกเลิกมาตรการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (Yield Curve Control: YCC) ลงตั้งแต่เดือน มี.ค. 2024 Bond yield ของพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นก็เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 1.0%

ครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2012 นับเป็นอีกหนึ่งปัจจัยมหภาคในโลกการเงิน-การลงทุนโลกที่กำลังเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่

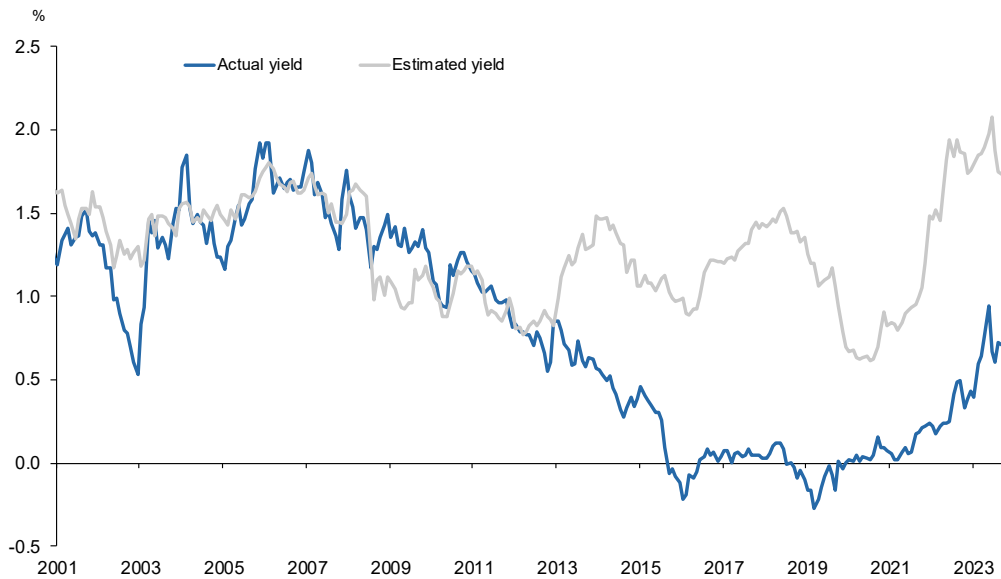
โดยจากการประเมินมูลค่าของ Bond yield ญี่ปุ่น โดยใช้ข้อมูลเศรษฐกิจสำคัญได้แก่สถานะของตลาดแรงงานและเงินเฟ้อของญี่ปุ่น (ข้อมูลล่าสุด มี.ค. 2024) ประกอบกับการเคลื่อนไหวของ Bond yield สหรัฐฯ จะบ่งชี้ถึงระดับผลตอบแทนของพันธบัตรอายุ 10 ปีที่ประมาณ 1.8% สูงกว่าระดับ 1.0% ค่อนข้างมาก สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานที่ยังสร้างแรงกดดันเชิงบวกอีกพอสมควร

แผนภาพที่ 16: Bond yield ของพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นเพิ่มสูงขึ้นสู่ระดับ 1.0% ครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2012 หรือก่อนที่ BoJ เริ่มใช้มาตรการ Quantitative and Qualitative Easing (QQE)



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

แผนภาพที่ 17: การประเมินมูลค่าของ Bond yield ญี่ปุ่น โดยใช้ข้อมูลเศรษฐกิจสำคัญ ได้แก่สถานะของตลาดแรงงานและเงินเพื่อของญี่ปุ่น ประกอบกับการเคลื่อนไหวของ Bond yield สหรัฐฯ ซึ่งระดับผลตอบแทนของพันธบัตรอายุ 10 ปีที่ประมาณ 1.8% (เส้นสีเทา)

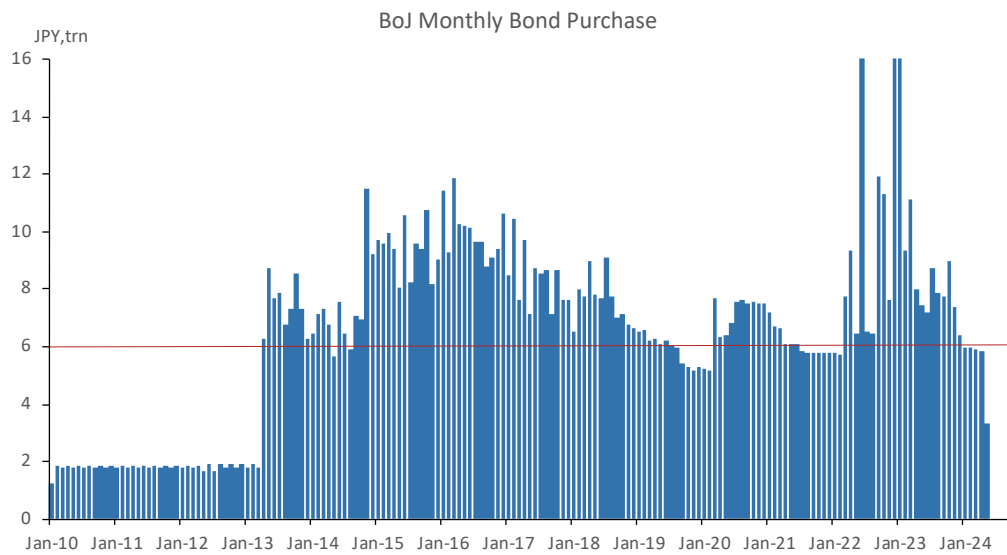


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ ในการประชุมของ BoJ ครั้งล่าสุดยังมีกรรมการที่ระบุว่า การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล “ไม่ถูกนับเป็นเครื่องมือของธนาคารกลาง” อีกต่อไป เป็นสัญญาณที่ชี้ว่าทาง BoJ จะเริ่มชะลอการเข้าซื้อพันธบัตร (QE Taper) ในอนาคต และหากพิจารณาจากการเข้าซื้อพันธบัตรตั้งแต่ปี 2013 เป็นต้นมา จะพบว่าทาง BoJ มีการเข้าซื้อพันธบัตรอย่างต่อเนื่องราว 6-10 ล้านล้านเยนต่อเดือน ในระยะข้างหน้า หาก BoJ ลดการซื้อพันธบัตรลงต่ำกว่าระดับดังกล่าว ก็อาจทำให้พันธบัตรที่ถือครองอยู่ หมดอายุลงเร็วกว่าการซื้อ กลายเป็นการลดขนาดงบดุลไปโดยปริยาย (Stealth QT) ซึ่งจะเป็นอีกปัจจัยสร้างกดดันเชิงบวกต่อผลตอบแทนพันธบัตรญี่ปุ่น และอาจส่งผลมาถึงตราสารหนี้ทั่วโลก

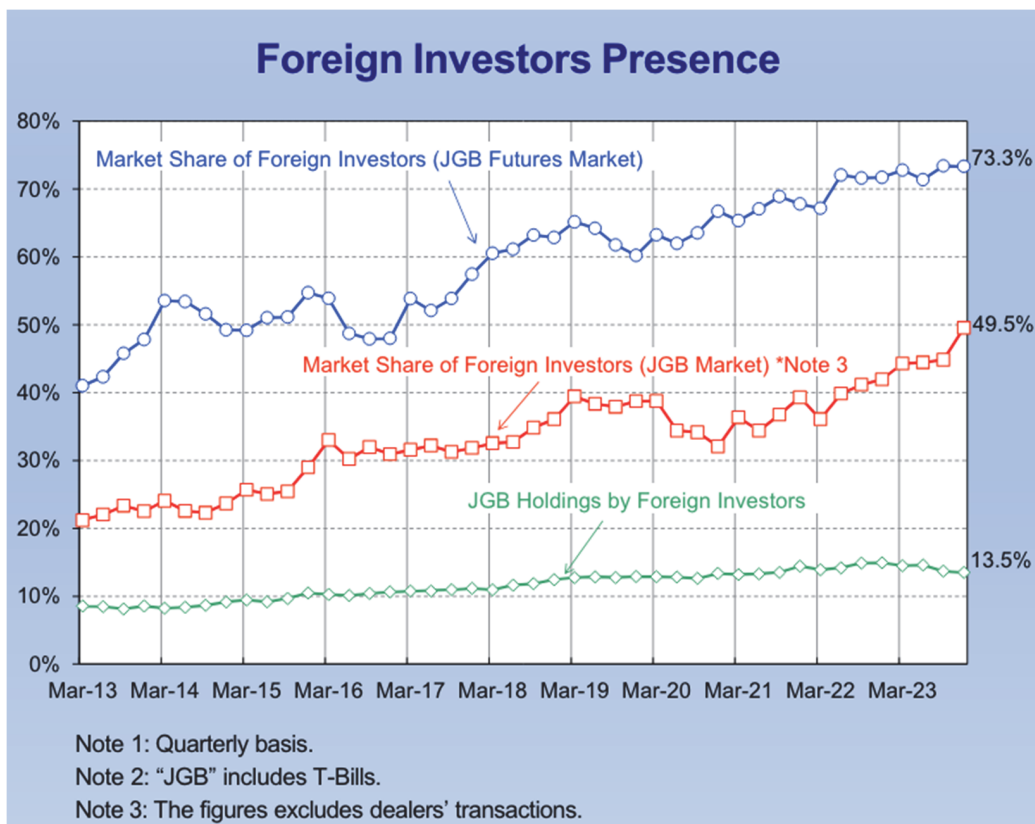
เรามองว่าปัจจัยดังกล่าวจะทยอยเริ่มมีบทบาทมากขึ้น เนื่องจากการใช้มาตรการการเงินผ่อนคลายเป็นเวลาต่อเนื่องหลายปี ทำให้ญี่ปุ่นกลายเป็นแหล่งที่มาของสภาพคล่องขนาดใหญ่ ดอกเบี้ยญี่ปุ่นที่พลิกกลับมาอยู่ในขาขึ้น สวนทางกับประเทศเศรษฐกิจหลักอื่นๆ อาจทำให้เงินทุนเริ่มไหลกลับเข้าสู่ประเทศญี่ปุ่น ประกอบกับในช่วงที่ผ่านมา ระดับกิจกรรมของนักลงทุนต่างชาติในตลาดพันธบัตรญี่ปุ่นได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และปัจจุบันคิดเป็นกว่าครึ่งหนึ่งของ Volume การซื้อขายทั้งหมด น่าจะสร้างความเชื่อมโยงระหว่างตลาดตราสารหนี้ญี่ปุ่นและตราสารหนี้โลกเพิ่มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า นับเป็นอีกปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตา ดู

แผนภาพที่ 18: BoJ เคยซื้อพันธบัตรต่อเนื่องราว 6-10 ล้านล้านเยนต่อเดือน ในระยะข้างหน้า หาก BoJ ลดการซื้อพันธบัตรลงต่ำกว่าระดับดังกล่าว ก็อาจทำให้พันธบัตรที่ถือครองอยู่เริ่มหมดอายุลงเร็วกว่าการซื้อ กลายเป็นการลดขนาดงบดุลไปโดยปริยาย (Stealth QT)



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

แผนภาพที่ 19: นักลงทุนต่างชาติเริ่มมีความเคลื่อนไหวในตลาดพันธบัตรญี่ปุ่นสูงขึ้นเรื่อยๆ โดยปัจจุบันคิดเป็น 49.5% ของมูลค่าการซื้อขายในตลาดพันธบัตร (เส้นสีแดง) และสูงถึง 73.3% ในตลาดซื้อขายสัญญาพันธบัตรล่วงหน้า (เส้นสีน้ำเงิน)



ที่มา: Japan Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราคาดว่าประเด็นความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์เริ่มกลายเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคทองคำในระยะกลาง-ยาว ทำให้ราคาทองคำน่าจะขึ้นฐานในระดับสูงที่ 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงไตรมาส 3 ในกรณีที่สถานการณ์ทางภูมิรัฐศาสตร์ไม่ได้รุนแรงขึ้น สำหรับราคาน้ำมัน เราองราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงกลางปี จากระดับคล้งน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่เริ่มทรงตัว และน่าจะปรับลดลงในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค. จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล (Driving season) ขณะที่ฝั่งอุปทาน เราคาดว่า การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะเริ่มชะลอตัวตามจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบที่ค่อนข้างต่ำ ประกอบกับฝั่ง OPEC+ ที่มีความเสี่ยงจะขยายระยะเวลามาตรการลดการผลิตออกไปอีกถึงไตรมาส 3/2024 หลังราคาน้ำมันดิบทรงตัวอยู่ต่ำกว่า 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

ทองคำ

ประเด็นความขัดแย้งระหว่างประเทศยังหนุนให้ราคาทองคำอยู่ในระดับสูง

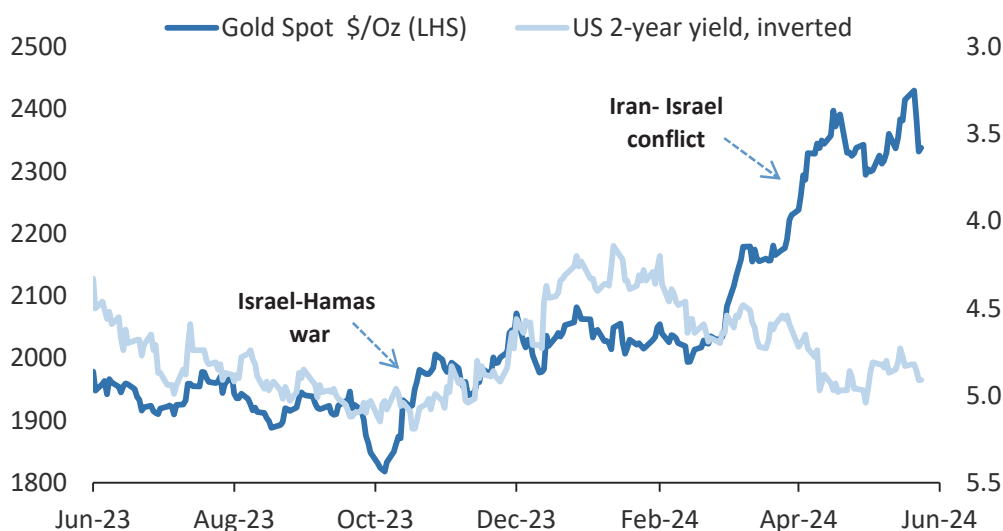
ราคาทองคำในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ยังทรงตัวในระดับสูงที่กรอบประมาณ 2,300-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ โดยปรับมาจากการเคลื่อนไหวตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายในตลาดมากขึ้น จากช่วงเดือนก่อนที่ราคาทองคำยกฐานขึ้นมาตามความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk)

อย่างไรก็ดี เราคาดว่าประเด็นความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์เริ่มกลายเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ทำให้เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อทิศทางราคาทองคำ โดยดัชนีความ

เสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk index) ซึ่งวัดระดับเหตุการณ์ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์จากข่าว ปรับขึ้นมายืนระดับ 150 จุด จากเดิมที่ดัชนีจะปรับขึ้นไปเกินกว่า 200 จุดในช่วงเริ่มต้นของความขัดแย้ง และปรับลดลงมาต่ำกว่า 100 จุดได้ หลังจากนั้น สะท้อนว่าความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์มีแนวโน้มสูงขึ้นในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา หรือนับตั้งแต่การโจมตียูเครนของรัสเซีย

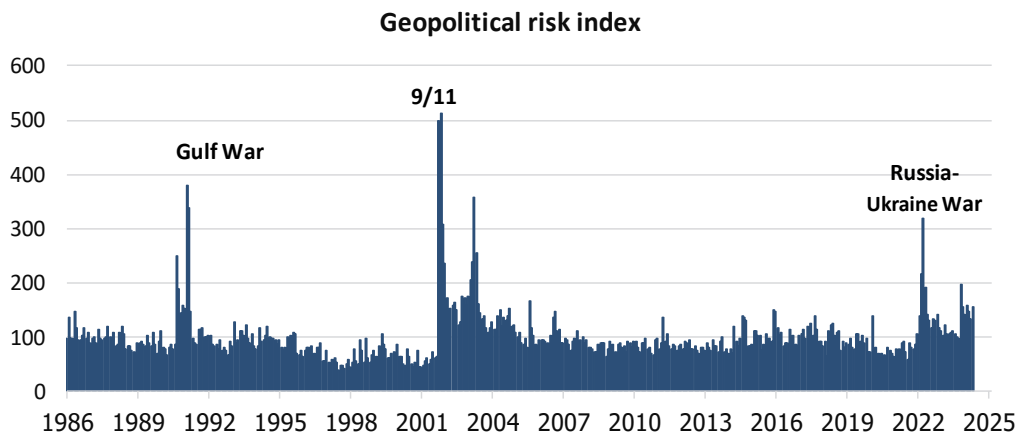
ดังนั้น ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่เกิดขึ้นต่อเนื่องในหลายภูมิภาค และมีแนวโน้มที่จะยืดเยื้อเป็นเวลานาน น่าจะส่งผลให้ราคาทองคำยืนฐานในระดับสูงที่ 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงไตรมาส 3 ในกรณีที่สถานการณ์ทางภูมิรัฐศาสตร์ไม่ได้รุนแรงขึ้น

แผนภาพที่ 20: ราคาทองคำยกฐานขึ้นมาตามความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk)



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

แผนภาพที่ 21: ดัชนีความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk index) อยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนปี 2022



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

น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงกลางปี จากระดับคั้งน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่เริ่มทรงตัว และน่าจะปรับลดลงในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค. จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล (Driving season) ขณะที่ฝั่งอุปทาน เราคาดว่ากรผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะเริ่มชะลอตัวตามจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบที่ค่อนข้างต่ำ ประกอบกับฝั่ง OPEC+ ที่มีความเสี่ยงจะขยายระยะเวลามาตรการลดการผลิตออกไปอีกถึงไตรมาส 3/2024 หลังราคาน้ำมันดิบทรงตัวอยู่ต่ำกว่า 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

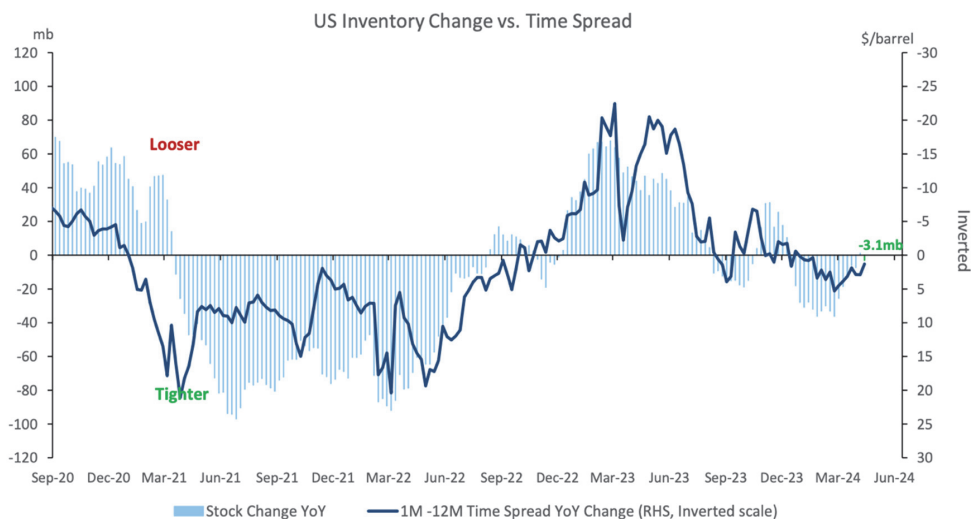
คั้งน้ำมันดิบน่าจะเริ่มปรับลดลงตั้งเดือน มิ.ย. นี้

ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับลงต่ำกว่ากรอบด้านล่างที่เรามองเล็กน้อย (80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล) ส่วนหนึ่งจากปัจจัยพื้นฐานที่อ่อนตัวลงตามฤดูกาล ทำให้ระดับคั้งน้ำมันดิบในสหรัฐฯ อยู่ในแนวโน้มฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของคั้งน้ำมันดิบกับปีก่อนๆ จะเห็นว่าการเพิ่มขึ้นของระดับคั้งตามฤดูกาลยังอยู่ในเกณฑ์ปกติ

สำหรับระยะข้างหน้า เรามองว่าคั้งน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะเริ่มปรับลดลงในเดือน มิ.ย. เนื่องจากประเทศในทวีปทางตอนเหนือ อาทิ สหรัฐฯ และยุโรป จะเริ่มเข้าสู่ฤดูร้อน ส่งผลให้อุปสงค์น้ำมันจะเพิ่มสูงขึ้นตามความคึกคักของการเดินทาง (Driving season) เป็นปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมัน

แผนภาพที่ 22: Time spread หรือส่วนต่างระหว่างราคาสัญญาน้ำมันระยะสั้นกับสัญญาระยะยาว ซึ่งสะท้อนถึงความตึงตัวในปัจจุบัน อ่อนตัวลงตามปัจจัยพื้นฐาน

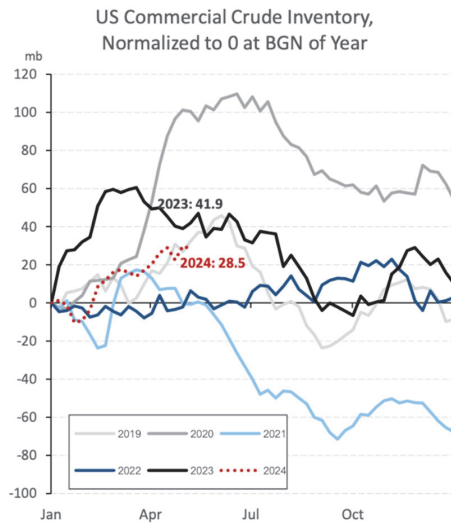
Tightness seen earlier this year has softened and fluctuations are at a more balanced level



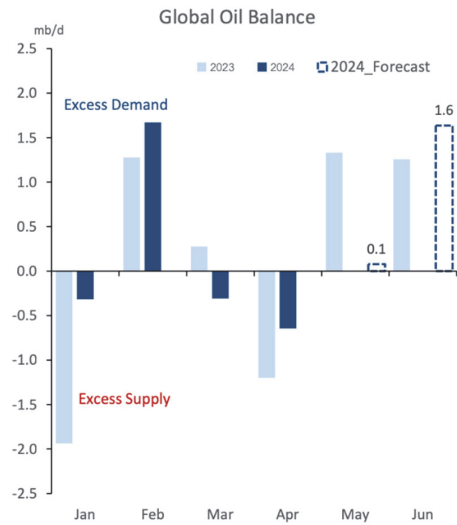
ที่มา: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 23: เรามองแนวโน้มคลังน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะเริ่มปรับลดลงในเดือน มิ.ย. จากอุปสงค์น้ำมันที่จะเพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล และทำให้ตลาดน้ำมันเข้าสู่ภาวะขาดดุล (Supply deficit)

YTD, crude stock change has been largely in line with previous years

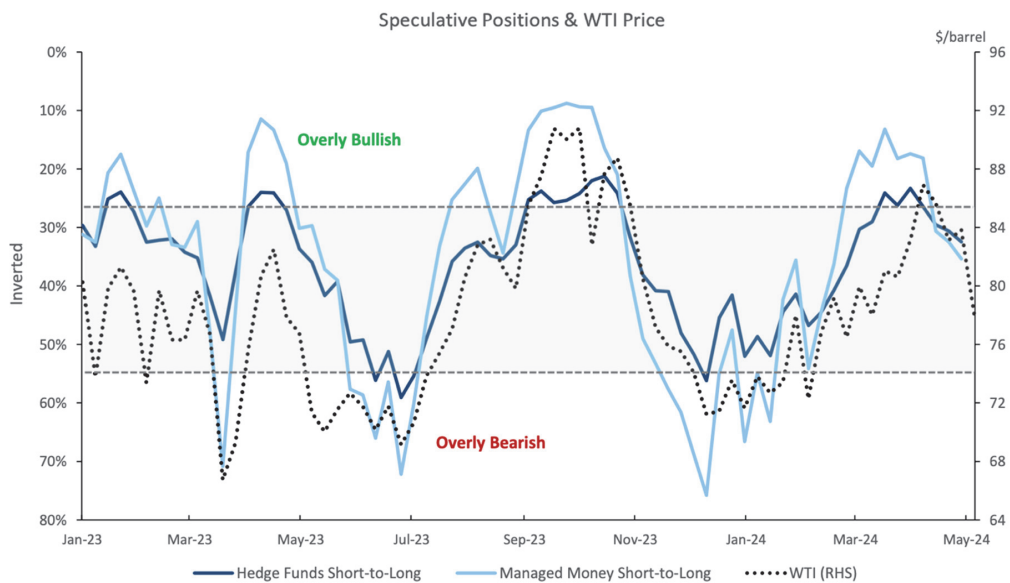


Stocks likely to start dropping in June as driving season arrives



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

แผนภาพที่ 24: การปรับสัดส่วนการถือครองสัญญาน้ำมัน (Rebalance) ของตลาดการเงิน เป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบในระยะสั้น



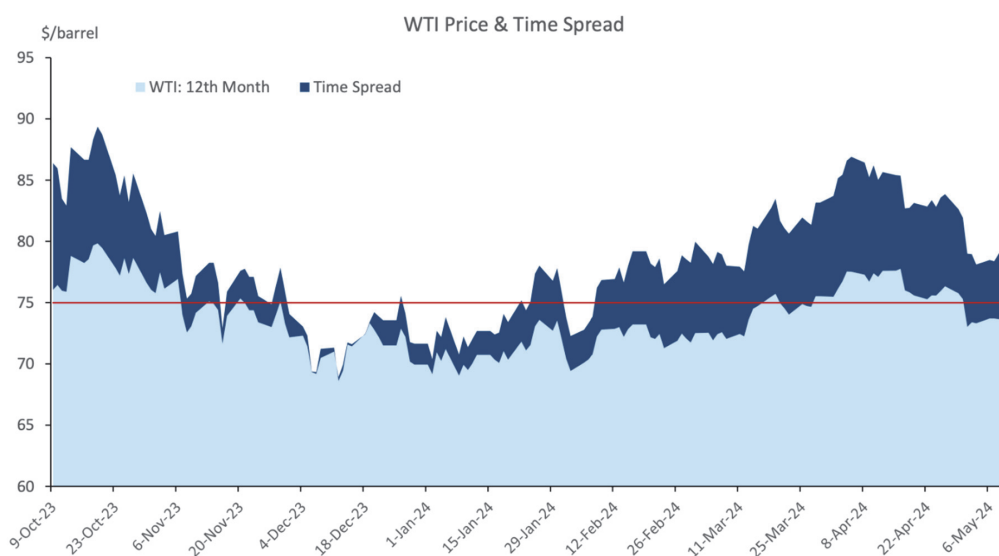
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อุปทานน้ำมันดิบจากสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลตัว หากราคาน้ำมันยังอยู่ต่ำกว่าจุดดุลยภาพอย่างต่อเนื่อง

ใน TIPS ฉบับที่แล้ว เราได้ประมาณการไว้ว่าราคาของสัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้า 12 เดือน (WTI 12th Month Forward Contract) ไม่ควรอยู่ต่ำกว่าระดับ 75-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จึงจะเหมาะสมกับต้นทุนการขุดเจาะที่เพิ่มสูงขึ้น ประกอบกับความไม่ชัดเจนของนโยบายภาครัฐในปีที่จะมีการเลือกตั้งใหญ่ และความผันผวนของปัจจัยด้านรัฐศาสตร์ที่อยู่ในระดับสูง

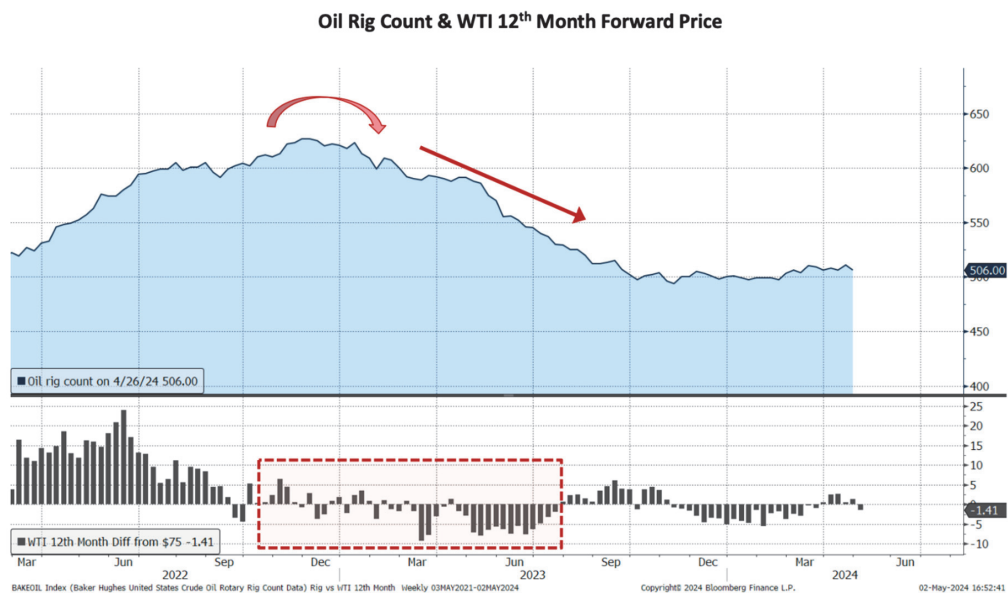
อย่างไรก็ดี ราคาสัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้า 12 เดือนได้ปรับลงมาอยู่ในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ใกล้เคียงกับไตรมาส 1/2024 ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่ต่ำกว่าจุดดุลยภาพ และจะส่งผลให้จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ไม่เติบโต ซึ่งจะทำให้การเติบโตของอุปทานจากหลุมน้ำมันใหม่ไม่เพียงพอที่จะชดเชยการหดตัวของอุปทานจากหลุมน้ำมันเก่า (Legacy wells) และทำให้อุตสาหกรรมการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ชะลอลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 25: ราคาสัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้า 12 เดือนได้รับลงมาอยู่ในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ใกล้เคียงกับไตรมาส 1/2024



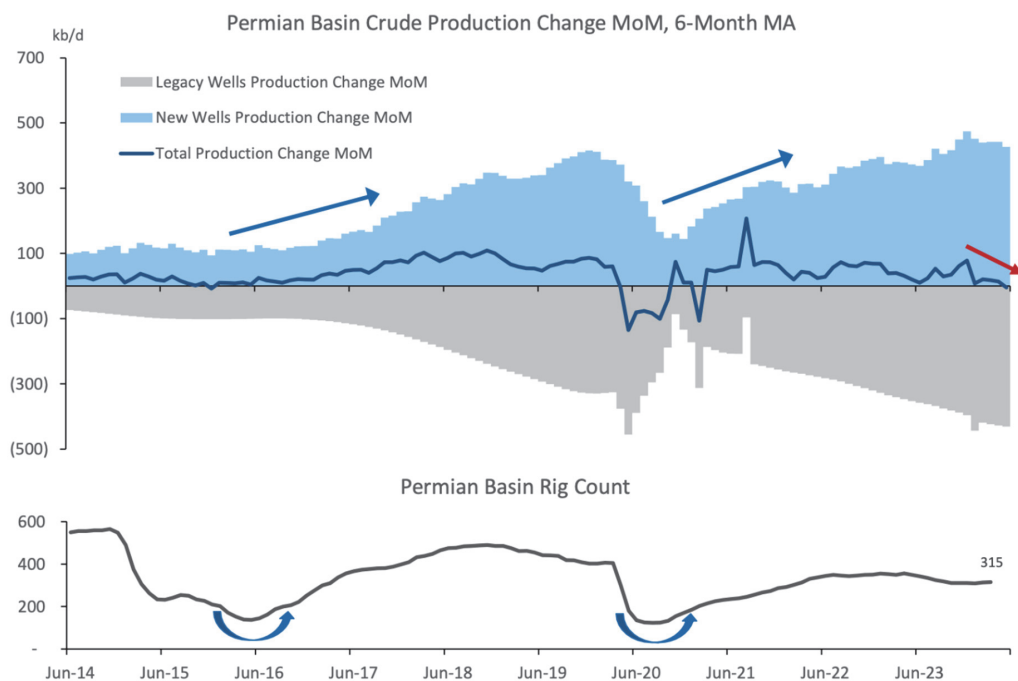
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ มีแนวโน้มทรงตัวที่ประมาณ 500 แท่นหรือต่ำกว่า หากราคาสัญญาน้ำมันดิบระยะยาวอยู่ต่ำกว่าระดับ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



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

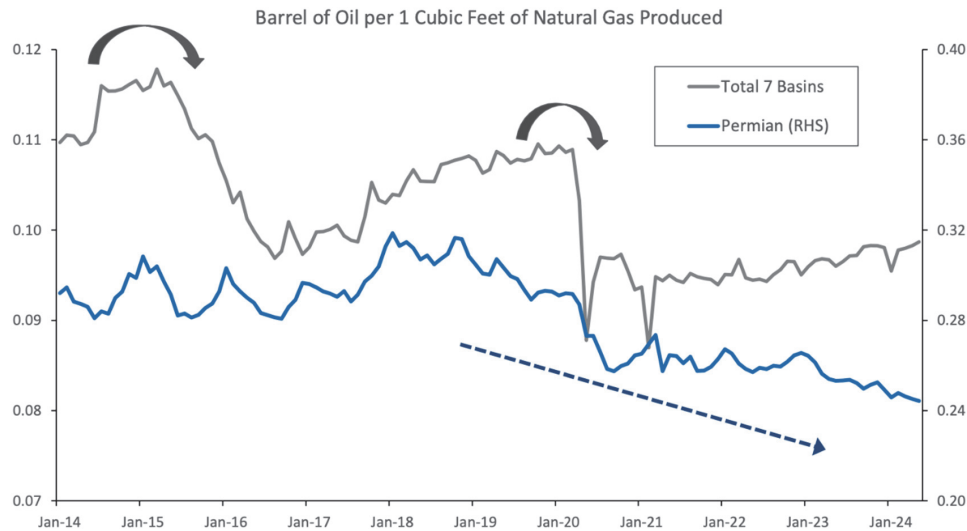
แผนภาพที่ 27: อุปทานน้ำมันจากหลุมน้ำมันใหม่ในพื้นที่ Permian basin ในสหรัฐฯ เริ่มไม่เพียงพอที่จะชดเชยอุปทานน้ำมันที่ลดลงจากหลุมน้ำมันเก่า หลังจำนวนแท่นขุดเจาะไม่เติบโต



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

แผนภาพที่ 28: หลุมน้ำมันในสหรัฐฯ โดยเฉพาะในพื้นที่ Permian basin เริ่มผลิตน้ำมันน้อยลงเมื่อเทียบกับแก๊สธรรมชาติที่มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น ซึ่งจะให้อุปทานน้ำมันมีแนวโน้มชะลอลงเร็วขึ้นหากจำนวนแท่นขุดเจาะไม่เติบโต

Shale wells are producing less oil relative to natural gas, especially in the Permian basin which has been a major production growth driver for the last several years



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

จับตาดูการประชุม OPEC+ ที่จะถึงในวันที่ 1 มิ.ย. นี้

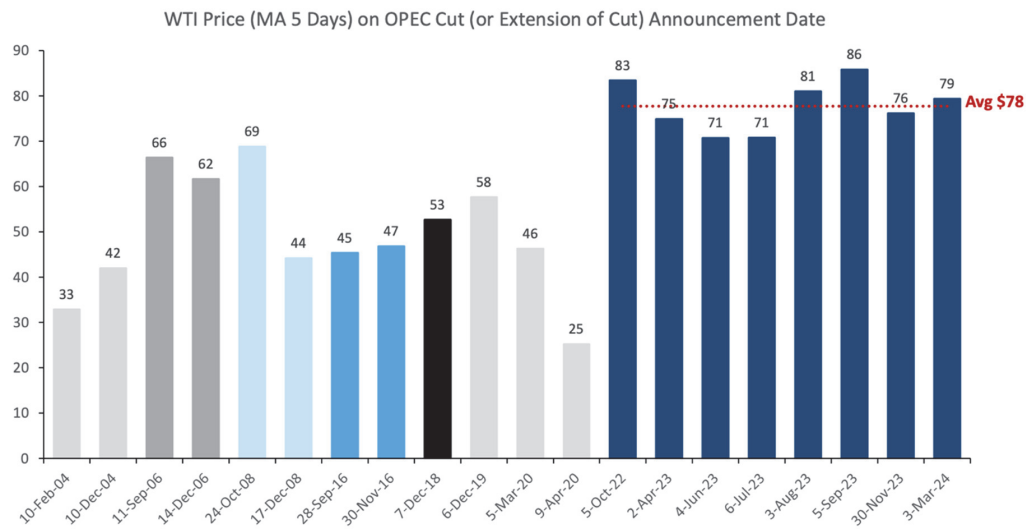
จากราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ทำให้เรามองว่ามีความเสี่ยงมากขึ้นที่ทางกลุ่ม OPEC+ จะขยายระยะเวลาของมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจ (Voluntary cut) ออกไปอีกไตรมาส จากเดิมที่มองว่ากลุ่มประเทศสมาชิกจะเริ่มกลับมาทยอยการผลิตได้ในไตรมาส 3/2024 โดยปัจจุบัน ผลสำรวจของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่โดย Bloomberg มองว่ากลุ่มผู้ผลิตจะยืดเวลาของมาตรการออกไปอย่างน้อยอีกหนึ่งไตรมาส

หากดูจากการตัดสินใจของทาง OPEC+ ในวัฏจักรปัจจุบัน นับตั้งแต่การประกาศลดโควตาการผลิตครั้งแรกในเดือน ต.ค. 2022 ทางกลุ่มผู้ผลิตได้ประกาศลดการผลิต หรือ

ขยายระยะเวลาลดการผลิตกว่า 8 ครั้งแล้วด้วยกัน แตกต่างจากในรอบก่อนๆ ที่มักจะแทรกแซงราคาด้วยการประกาศลดการผลิตเพียง 2-3 ครั้งเท่านั้น สะท้อนจุดยืนของกลุ่ม OPEC+ ในปัจจุบันที่รัฐมนตรีกระทรวงพลังงานซาอุดีอาระเบียเคยกล่าวไว้ว่ามีความ “กระตือรือร้น ไม่รีรอที่จะลงมือ และระมัดระวัง” (Proactive, preemptive, and precaution)

จากแนวโน้มอุปทานของฝั่งสหรัฐฯ และ OPEC+ ที่ทรงตัวสวนทางกับความต้องการบริโภคน้ำมันที่จะเพิ่มขึ้นจากปัจจัยตามฤดูกาล น่าจะทำให้ตลาดมีความตึงตัวมากขึ้น เราจึงคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ WTI มีแนวโน้มขยับอยู่ในกรอบประมาณ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงกลางปีนี้ 📌

แผนภาพที่ 29: OPEC มีความกระตือรือร้นในการแทรกแซงราคาน้ำมันดิบมากขึ้นในปัจจุบัน โดยทางกลุ่มผู้ผลิตได้ประกาศลดการผลิต/ยืดเวลาลดการผลิต 8 ครั้งแล้วในวัฏจักรนี้ เมื่อเทียบกับในอดีตที่มักจะประกาศลดการผลิตเพียง 2-3 ครั้งเท่านั้น โดย OPEC มักตัดสินใจแทรกแซงราคาเมื่อราคาน้ำมันดิบอยู่ต่ำกว่า 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- GDP ไตรมาส 1/2024 (เบื้องต้น) ของสหรัฐฯ ขยายตัว 1.6% QoQ, saar ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 2.5% และชะลอตัวลงจาก 3.4% ในไตรมาสก่อน ส่วนหนึ่งจากการปรับตัวลดลงของสินค้าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ ขณะที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอตัวลงมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์จากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าที่พลิกหดตัว ทั้งนี้ หากพิจารณาเฉพาะอุปสงค์ภายในประเทศ (Final Sales to Domestic Purchasers) เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัว 2.8% QoQ, saar ซึ่งก็ยังเป็นภาพที่ชะลอตัวลงจาก 3.5% ไตรมาสก่อน และสะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจเริ่มมีการอ่อนตัวลงในปี 2024F ด้านราคา การที่เงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงต้นปี และส่งผลให้พัฒนาการของเงินเฟ้อในภาพระยะกลางถึงยาวชะลอตัวลงได้ช้ากว่าที่ Fed ประเมินไว้นั้น แต่จะไม่ส่งผลให้ Fed ต้องหันกลับมาใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวกว่านี้ โดยนาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมนโยบายการเงินว่า การปรับนโยบายการเงินครั้งถัดไปไม่น่าจะเป็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ยและได้ย้ำว่านโยบายการเงินอยู่ในระดับที่เข้มงวดเพียงพอแล้ว แต่ประธาน Fed ได้ระบุต่อว่า เราพร้อมที่จะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับนี้ตราบเท่าที่เหมาะสม และคณะกรรมการฯ อยากมีความมั่นใจมากกว่านี้ว่าเงินเฟ้อจะปรับลดลงสู่เป้าหมายที่ 2%
- GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 1/2024 ของยูโรโซนขยายตัว 0.3% QoQ (vs. -0.1% ไตรมาสก่อน) และหลุดออกจากภาวะ Technical Recession ไปได้หลังจากที่เศรษฐกิจหดตัวมาแล้วสองไตรมาสติดต่อกัน ซึ่ง GDP ในไตรมาสที่ 1/2024 ขยายตัวสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.1% โดยการเติบโตของประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจขนาดใหญ่ในยูโรโซน อาทิ GDP ในประเทศเยอรมนี (0.2% QoQ vs. -0.5% ไตรมาสก่อน), ฝรั่งเศส (0.2% vs. 0.1% ไตรมาสก่อน), อิตาลี (0.3% vs. 0.1% ไตรมาสก่อน) และสเปน (0.7% vs. 0.7% ไตรมาสก่อน) ล้วนปรับตัวขึ้นในไตรมาสที่ 1 โดยเศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่เหลือของปี ขณะที่ความผันผวนของเงินเฟ้อเริ่มมีผลลง (อัตราการขยายตัวของเงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว) พร้อมกับธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่มีแนวโน้มจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย. ส่วนตลาดแรงงานยังมีความแข็งแกร่งและอัตราการว่างงานที่อยู่ในระดับต่ำ รวมถึงค่าจ้างแรงงานที่ขยายตัวในระดับสูงยังจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในยูโรโซนในช่วงต่อจากนี้
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในเดือน เม.ย. ปรับดีขึ้นทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ โดยเฉพาะในภาคบริการที่ดัชนี Service PMI ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่แม้เครื่องชี้ในภาคการผลิตจะยังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 แต่ได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาใกล้ระดับทรงตัว (50 จุด) อย่างไรก็ดี ยอดค้าปลีกและดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับลดลงในเดือน เม.ย. ด้านนโยบายการเงิน BoJ คาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ใกล้เคียงกับระดับเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% ไปจนถึงปีงบประมาณ 2026 สะท้อนว่า BoJ มีความมั่นใจว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดยเราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในการประชุมเดือน ต.ค. สู่ระดับ 0.25% นอกจากนี้ เราพบว่าค่าเงินเยนในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ในปีนี้เป็นอย่างมาก ดังนั้น ค่าเงินเยนอาจเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่าในระยะสั้นได้ หากตลาดมีการปรับลดคาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ Fed ในปีนี้ลง ทั้งนี้ เราคาดว่าค่าเงินเยนจะเริ่มแข็งค่าขึ้นได้ในช่วงไตรมาส 4 หลังจาก Fed เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง
- เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน เม.ย. ยังขยายตัวได้ต่อเนื่องจากในไตรมาสที่ 1 แม้บางดัชนีจะมีการชะลอตัวลงเล็กน้อย โดยเราคาดว่าเศรษฐกิจจีนมีโอกาสรุ่งขึ้นในการบรรลุเป้าหมาย GDP ที่ราว 5% ในปีนี้ หลังจาก GDP ในไตรมาส 1 ออกมาขยายตัว 5.3% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 4.8% และการขยายตัวของเศรษฐกิจโดยรวมในปัจจุบันยังอยู่ในเกณฑ์ดี นอกจากนี้ทางการเงินมีแนวโน้มดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ผ่านทั้งนโยบายการเงินและนโยบายการคลังในช่วงที่เหลือของปี ทั้งนี้ เศรษฐกิจจีนยังมีปัจจัยกดดันอยู่หลายประการ ทั้งปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยืดเยื้อ อุปสงค์ในประเทศที่ยังอ่อนแอ อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำ และความตึงเครียดจากสงครามทางการค้า เป็นต้น
- เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของไทยในช่วง 3 เดือนแรกของปียังอยู่ในทิศทางค่อนข้างอ่อนแอ แต่ภาพรวมฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยภาคบริการยังคงเป็นเสาหลักที่ช่วยพยุงเศรษฐกิจในช่วงที่งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 ล่าช้า ทำให้รายจ่ายประจำและรายจ่ายลงทุนของภาครัฐหดตัวสูงต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม รัฐบาลได้มีการผ่านร่าง พรบ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 และประกาศในราชกิจจานุเบกษาเป็นที่เรียบร้อยแล้วในช่วงปลายเดือน เมษายน ส่งผลให้เครื่องชี้เศรษฐกิจที่เคยดับไปกำลังจะกลับเข้ามาขับเคลื่อนเศรษฐกิจได้ตามปกติแล้วในช่วงที่เหลือของปีทั้งเม็ดเงินลงทุนและรายจ่ายประจำของภาครัฐ ที่คาดว่าจะมีการเร่งเบิกจ่ายเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 เป็นต้นไป โดยคาดว่าจะช่วยพยุงเศรษฐกิจไทยได้ในช่วงที่ภาคการท่องเที่ยวกำลังเข้าสู่ช่วง Low-season ในฤดูฝน ด้านอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในเดือน เม.ย. เร่งขึ้นมากกว่าที่คาด โดยพลิกกลับมาเป็นบวกครั้งแรกในรอบ 7 เดือน และมีแนวโน้มเร่งขึ้นในช่วงที่เหลือของปี ดังนั้น ในสภาวะที่เศรษฐกิจกำลังจะเร่งตัว พร้อมกับอัตราเงินเฟ้อที่มีแรงส่งมากขึ้น เรามองว่าความจำเป็นของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงลดลงจากเดิม และมีโอกาสสูงขึ้นที่ กนง. อาจไม่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2024 นี้ ทั้งนี้ เรายังมองว่า กนง. มีโอกาสที่จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ 1 ครั้ง (-25 bps) ในช่วงท้ายปี หากเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดการณ์

GDP ไตรมาส 1/2024 (เบื้องต้น) ขยายตัว 1.6% QoQ, saar ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 2.5% และชะลอตัวลงจาก 3.4% ในไตรมาสก่อน ส่วนหนึ่งจากการปรับตัวลดลงของสินค้าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ ขณะที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอตัวลงมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์จากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าที่พลิกหดตัว ทั้งนี้ หากพิจารณาเฉพาะอุปสงค์ภายในประเทศ (Final Sales to Domestic Purchasers) เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัว 2.8% QoQ, saar ซึ่งก็ยังเป็นภาพที่ชะลอตัวลงจาก 3.5% ไตรมาสก่อน และสะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจเริ่มมีการอ่อนตัวลงในปี 2024F ด้านราคา การที่เงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงต้นปี และส่งผลให้พัฒนาการของเงินเฟ้อในภาพระยะกลางถึงยาวชะลอตัวลงได้ช้ากว่าที่ Fed ประเมินไว้นั้น แต่จะไม่ส่งผลให้ Fed ต้องหันกลับมาใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวกว่าเดิม โดยนาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมนโยบายการเงินว่า การปรับนโยบายการเงินครั้งถัดไปไม่น่าจะเป็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ยและได้ย้ำว่านโยบายการเงินอยู่ในระดับที่เข้มงวดเพียงพอแล้ว แต่ประธาน Fed ได้ระบุต่อว่า เราพร้อมที่จะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับนี้ตราบเท่าที่เหมาะสม และคณะกรรมการฯ อยากรู้ความมั่นใจมากกว่านี้ว่าเงินเฟ้อจะปรับลดลงสู่เป้าหมายที่ 2%

GDP ไตรมาส 1/2024 (เบื้องต้น) ขยายตัว 1.6% QoQ, saar ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 2.5% และชะลอตัวลงจาก 3.4% ในไตรมาสก่อน ส่วนหนึ่งจากการปรับตัวลดลงของสินค้าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ

GDP ไตรมาส 1/2024 (เบื้องต้น) ขยายตัว 1.6% QoQ, saar ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 2.5% และชะลอตัวลงจาก 3.4% ในไตรมาสก่อน ส่วนหนึ่งจากการปรับตัวลดลงของสินค้าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ ขณะที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอตัวลงมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์จากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าที่พลิกหดตัว

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคขยายตัว 2.5% QoQ, saar จาก 3.3% ไตรมาสก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 3.0% โดยการชะลอตัวลงเป็นผลจากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าที่หดตัว (-0.4% vs. 3.0% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดบริการปรับตัวดีขึ้น (4.0% vs. 3.4% ไตรมาสก่อน)

ด้านการลงทุนภาคเอกชนขยายตัว 3.2% QoQ, saar จาก 0.7% ไตรมาสก่อน โดยได้รับแรงหนุนหลักจากการลงทุนในที่อยู่อาศัย (13.9% vs. 2.8% ไตรมาสก่อน) ที่เร่งตัวขึ้นมาก ขณะที่การลงทุนที่มีใช้ที่อยู่อาศัย (2.9% vs. 3.7% ไตรมาสก่อน) ชะลอตัวลง โดยสำหรับการลงทุนในโครงสร้างที่มีใช้ที่อยู่อาศัย (-0.1%) ปรับตัวลดลง ขณะที่การลงทุนในสินทรัพย์ทางปัญญาหรือ Intellectual Property ปรับตัวดีขึ้น (+5.4%)

ส่วนการใช้จ่ายและการลงทุนภาครัฐขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงเป็น 1.2% QoQ, saar จาก 4.6% ไตรมาสก่อน โดยหลักมาจากการใช้จ่ายในการป้องกันประเทศ (National Defense) ที่พลิกหดตัว (-0.6% vs. 0.5% ไตรมาสก่อน) และการใช้จ่ายที่

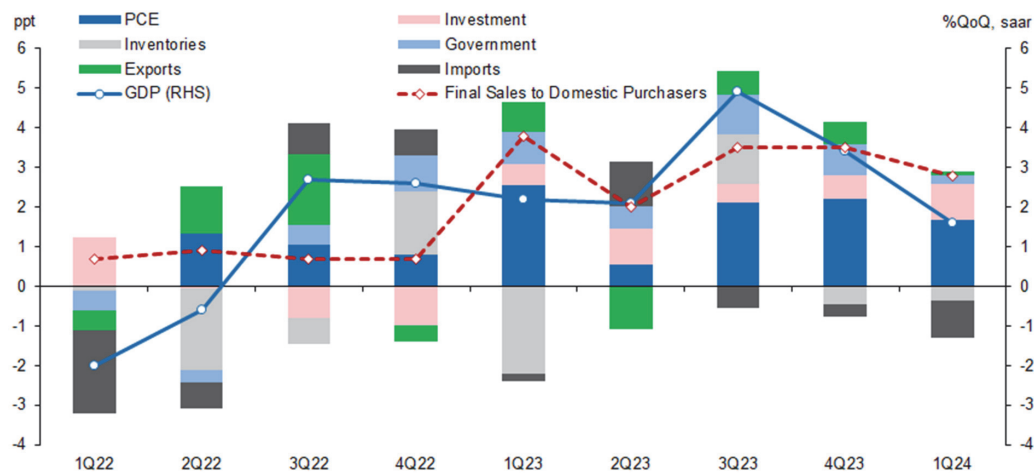
มิใช่การป้องกันประเทศ (Nondefense) ที่ชะลอตัวลง (0.3% vs. 4.8% ไตรมาสก่อน)

ด้านภาคต่างประเทศ การส่งออกชะลอตัวลง (0.9% QoQ, saar vs. 5.1% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การนำเข้าเร่งตัวขึ้นมาก (7.2% vs. 2.2% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้ยอดส่งออกสุทธิ (Net Exports) ติดลบและเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจราว -0.86 ppt

ทั้งนี้ หากพิจารณาเฉพาะอุปสงค์ภายในประเทศ (Domestic Demand) เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวได้ 2.8% QoQ, saar ซึ่งก็ยังเป็นภาพที่ชะลอตัวลงจาก 3.5% ไตรมาสก่อน และสะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจเริ่มมีการอ่อนตัวลงในปี 2024F ด้านเงินเฟ้อ Core PCE Price Index ในไตรมาส 1/2024 เร่งตัวขึ้นมากเป็น 3.7% QoQ, saar จาก 2.0% ไตรมาสก่อน และสูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 3.4%

ด้านกิจกรรมทางเศรษฐกิจเข้าสู่ไตรมาสที่ 2 ของปีส่งสัญญาณที่แผ่วลง สะท้อนผ่านดัชนี ISM ภาคบริการและภาคการผลิตที่ปรับตัวลดลง โดยดัชนี ISM ภาคบริการพลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว และปรับตัวลดลง -2.0 จุด เป็น 49.4 จุด ส่วนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 52.0 จุด ต่ำที่สุดในรอบ 16 เดือน ขณะที่ดัชนี ISM ภาคการผลิตพลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 2 เดือน และปรับตัวลดลง -1.1 จุด เป็น 49.2 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 50.0 จุด ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan ปรับตัวลดลง -9.8 จุด เป็น 67.4 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 76.2 จุด พร้อมกับแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

แผนที่ภาพ 30: GDP ไตรมาส 1/2024 (เบื้องต้น) ขยายตัว 1.6% QoQ, saar ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 2.5% และชะลอจาก 3.4% ในไตรมาสก่อน ส่วนหนึ่งจากการปรับตัวลดลงของสินค้าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ



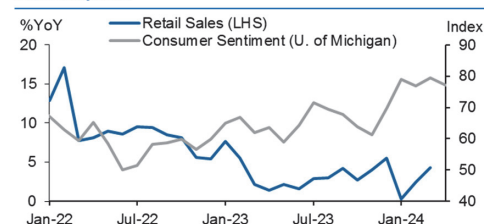
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 31: ด้านกิจกรรมทางเศรษฐกิจเข้าสู่ไตรมาสที่ 2 ของปีส่งสัญญาณที่แผ่วลง สะท้อนผ่านดัชนี ISM ภาคบริการและภาคการผลิตที่ปรับตัวลดลง

ISM manufacturing vs. services



Consumption



Investment



Trade



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

ในช่วงไตรมาสที่ 1 ที่ผ่านมา ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ในสหรัฐฯ เติบโตขึ้นอย่างชัดเจนทั้งในส่วนของเงินเฟ้อทั่วไป (Headline) และเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core) สะท้อนการชะลอตัวของเงินเฟ้อในภาพใหญ่ที่ขาดความต่อเนื่อง

ในช่วงไตรมาสที่ 1 ที่ผ่านมา ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ในสหรัฐฯ เติบโตขึ้นอย่างชัดเจนทั้งในส่วนของเงินเฟ้อทั่วไป (Headline) และเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core) สะท้อนการชะลอตัวของเงินเฟ้อในภาพใหญ่ที่ขาดความต่อเนื่อง ส่งผลให้การประชุมรอบล่าสุดของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้มีการระบุว่าเงินเฟ้อที่เคาะชะลอตัวลงในช่วงปีที่ผ่านมา ปัจจุบันยังขาดความคืบหน้าในการบรรลุเป้าหมายด้านราคาที่ 2% (“In recent

months, there has been a lack of further progress toward the Committee’s 2 percent inflation objective.”) และยังคงย้ำว่า คณะกรรมการฯ ยังไม่เห็นสมควรในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จนกว่าจะมีความเชื่อมั่นมากกว่านี้ว่าเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน (“The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent.”)

โดยหนึ่งในปัจจัยที่ลดความมั่นใจของ Fed ส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการที่เงินเฟ้อในหมวดบริการหลักที่ไม่รวมที่อยู่อาศัย (Core Service Less Shelter) เติบโตขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง

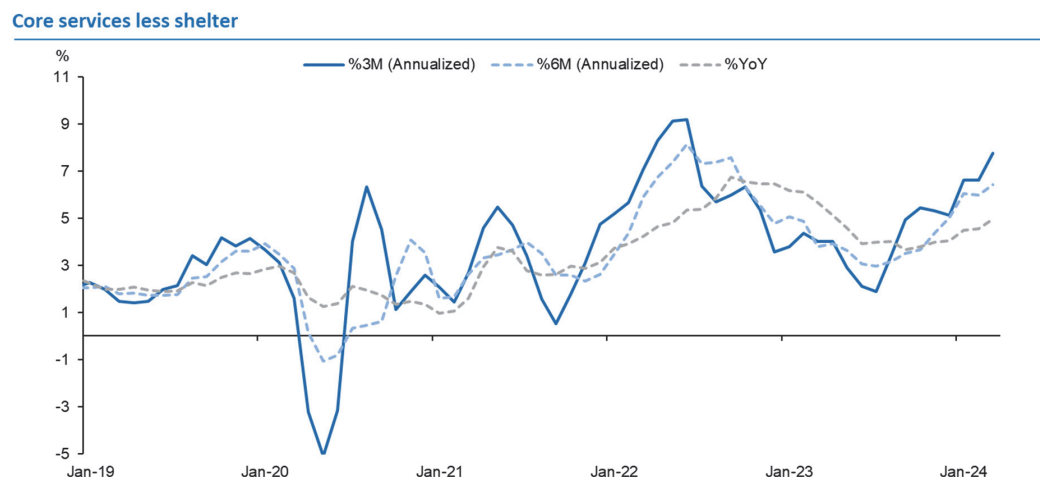
3 เดือนแรกของปี และสะท้อนถึงความท้าทายในการจัดการกับเงินเฟ้อของ Fed แม้นโยบายการเงินจะมีความตึงตัวแล้วก็ตาม ทั้งนี้ หากพิจารณาเงินเฟ้อจากหมวดสำคัญอื่นๆ อาทิ เงินเฟ้อจากหมวดที่อยู่อาศัย (Shelter CPI) ที่มีน้ำหนักในตะกร้าเงินเฟ้อคิดเป็นประมาณหนึ่งในสามนั้น ดูเหมือนจะผ่านจุดสูงสุดไปตั้งแต่ช่วงปี 2022-2023 และชะลอตัวลงมานับตั้งแต่นั้น อย่างไรก็ตาม หากประเมินจากดัชนีชี้นำ (Leading Indicators) อย่างเช่น Zillow Rent Index และ Case Shiller Home Price จะพบว่าดัชนีชี้นำเริ่มจะหยุดลงและปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ซึ่งสะท้อนภาพที่เงินเฟ้อในหมวดที่อยู่อาศัยอาจชะลอตัวได้ช้าหรือมีความหนืดที่มาก ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อในภาพใหญ่ชะลอตัวได้ยาก

นอกจากนี้ อีกหนึ่งในหมวดเงินเฟ้อที่สำคัญอย่างหมวดสินค้าหลัก (Core Goods) ที่ปรับตัวลดลงมาสู่ระยะหนึ่งแล้ว และเป็นหนึ่งปัจจัยที่ช่วยดึงเงินเฟ้อสหรัฐฯ ให้ชะลอตัวลงมาได้ในช่วงที่ผ่านมา แต่หากมองไปในระยะข้างหน้า จากผลของฐานที่สูงจะเริ่มมีผลลดลงไปตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปีนี้ และหากเงินเฟ้อในหมวดสินค้าหลักเริ่มทรงตัวมากขึ้น เงินเฟ้อจากหมวดสินค้าหลักอาจช่วยจุดเงินเฟ้อได้น้อยลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ซึ่งจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่อาจทำให้เงินเฟ้อในภาพใหญ่ในระยะข้างหน้าไม่ได้รับแรงหนุนเหมือนกับช่วงครึ่งปีแรก ส่วนอีกหนึ่งดัชนีชี้นำเงินเฟ้อ

อย่างเช่น การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ (โดยการเติบโตของเศรษฐกิจมักจะเป็นเครื่องชี้นำทิศทางของการขยายตัวของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในระยะเวลาราว 6 ไตรมาสล่วงหน้า) ที่เร่งตัวขึ้นได้ดีในช่วงที่ผ่านมา อาจจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้เงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวได้ยากและมีความหนืดอยู่พอสมควรในมุมมองระยะสั้นถึงระยะกลาง

อย่างไรก็ดี การที่เงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงต้นปี ส่งผลให้พัฒนาการของเงินเฟ้อในภาพระยะกลางถึงยาวชะลอตัวลงได้ช้ากว่าที่ Fed ประเมินไว้นั้น จะไม่ส่งผลให้ Fed ต้องหันกลับมาใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวกว่านี้ โดยนาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวในแถลงการณ์หลังการประชุมนโยบายการเงินรอบที่ผ่านมาว่า การปรับนโยบายการเงินครั้งถัดไปไม่น่าจะเป็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ย (“I think it’s unlikely that the next policy rate move will be a hike. I’d say it’s unlikely.”) และได้ย้ำว่านโยบายการเงินอยู่ในระดับที่เข้มงวดเพียงพอแล้ว แต่ประธาน Fed ได้ระบุต่อว่า เราพร้อมที่จะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับนี้ตราบเท่าที่เหมาะสม และคณะกรรมการฯ อยากมีความมั่นใจมากกว่านี้ว่าเงินเฟ้อจะปรับลดลงสู่เป้าหมายที่ 2% ซึ่งการที่ประธาน Fed พุดในลักษณะนี้ ช่วยลดความกังวลของตลาดที่มีต่อมุมมองดอกเบี้ยของ Fed ได้

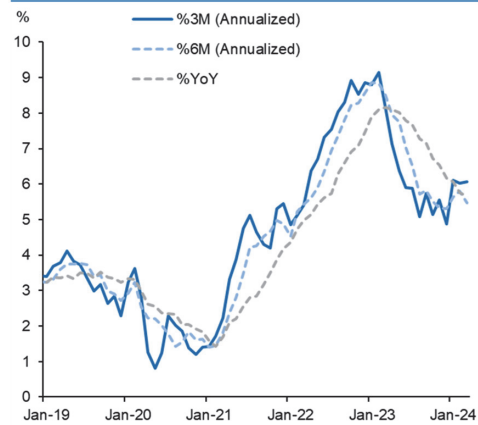
แผนที่ภาพ 32: เงินเฟ้อในหมวดบริการหลักที่ไม่รวมที่อยู่อาศัย (Core Service Less Shelter) เร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 เดือนแรกของปี



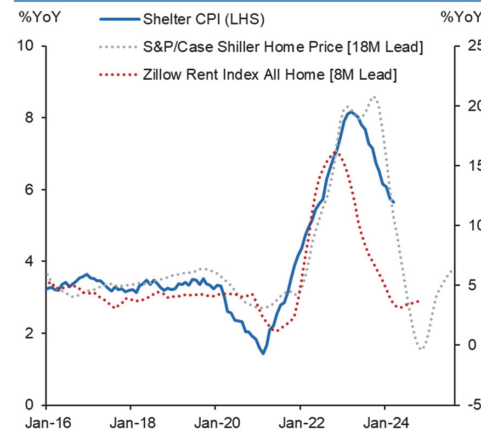
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 33: เงินเฟ้อจากหมวดที่อยู่อาศัย (Shelter CPI) ที่มีน้ำหนักในตะกร้าเงินเฟ้อคิดเป็นประมาณหนึ่งในสามนั้น ในระยะข้างหน้า ยังมีความเสี่ยงที่อาจชะลอลงได้ช้าหรือมีความหนืดที่มาก ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อในภาพใหญ่ชะลอลงได้ยาก

Shelter CPI



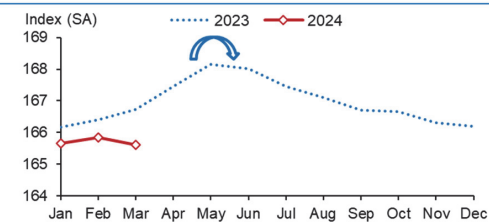
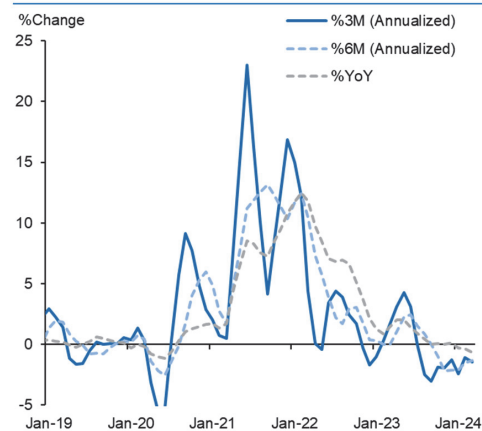
Shelter CPI & S&P/Case Shiller home price & Zillow rent



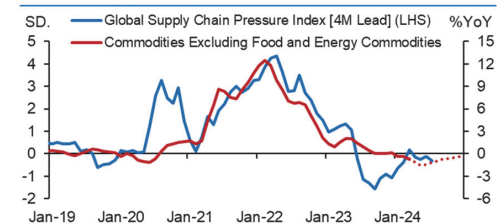
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 34: เงินเฟ้อหมวดสินค้าหลัก (Core Goods) ปรับตัวลดลงมาสู่ระยะหนึ่งแล้วและเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ช่วยดึงเงินเฟ้อสหรัฐฯ ให้ชะลอตัวลงมาได้ในช่วงที่ผ่านมา แต่หากมองไปในระยะข้างหน้า ผลของฐานที่สูงจะเริ่มมีผลลงไปตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปีนี้

CPI: commodities excl. food and energy & index



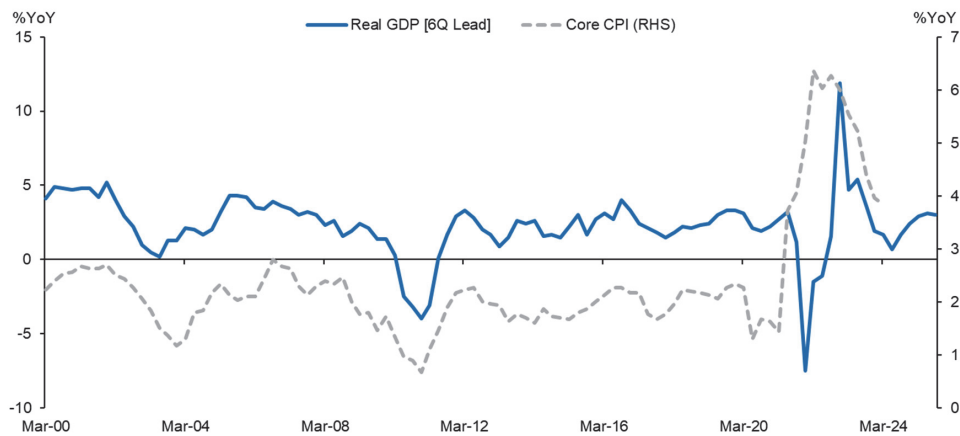
Global supply chain pressure vs. core commodities



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

แผนที่ภาพ 35: การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ (โดยการเติบโตของเศรษฐกิจมักจะเป็นเครื่องชี้นำทิศทาง การขยายตัวของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในระยะเวลา 6 ไตรมาสล่วงหน้า) เติบโตขึ้นได้ดีในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งอาจจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้เงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวได้ยากและมีความหนืดอยู่พอสมควรในมุมมองระยะสั้นถึงระยะกลาง

Real GDP vs. Core CPI (3mma)



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

พัฒนาการของเงินเฟ้อสหรัฐฯ อาจเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำ (Downside Risks) ได้บ้างในช่วงต่อจากนี้

ทั้งนี้ พัฒนาการของเงินเฟ้อสหรัฐฯ อาจเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำ (Downside Risks) ได้บ้างในช่วงต่อจากนี้ โดยเข้าสู่ช่วงต้นของไตรมาสที่ 2 ของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจบางตัวเริ่มส่งสัญญาณที่แผ่วลงมาบ้าง เช่น ดัชนี ISM ภาคบริการที่ปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 16 เดือน ขณะที่ดัชนี ISM ภาคการผลิตปรับเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) อีกครั้ง นอกจากนี้ เครื่องชี้ในตลาดแรงงานเองก็เริ่มชะลอตัวลง โดยการจ้างงานนอกภาคการเกษตรสหรัฐฯ (Nonfarm payrolls) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น 1.75 แสนตำแหน่ง ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 2.40 แสนตำแหน่ง และต่ำสุดในรอบ 6 เดือน สะท้อนภาพรวมการจ้างงานที่เริ่มชะลอตัวลง ขณะที่ตัวเลขสองเดือนก่อนหน้าถูกปรับลดลงรวมกัน -2.2 หมื่นตำแหน่ง อีกทั้งอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 3.9% จากเดือนก่อน ซึ่งสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 3.8%

ขณะเดียวกัน อัตราการมีส่วนร่วมของกำลังแรงงาน (Laborforce participation rate) ทรงตัวจากเดือนก่อนที่ 62.7% และเท่ากับตลาดคาด สะท้อนภาวะที่การจ้างงานที่ปรับเพิ่มขึ้นอย่างแท้จริง ส่วนอัตราค่าจ้างแรงงาน (Average Hourly Earnings) เพิ่มขึ้น +0.2% MoM ต่ำกว่าเดือนก่อนและต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.3% และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน การเพิ่มขึ้นของอัตราค่าจ้างแรงงานชะลอตัวลงเป็น 3.9% YoY จาก 4.1% ในเดือนก่อน ซึ่งเป็นการชะลอตัวของค่าจ้างลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบเกือบ 3 ปี และต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 4.0%

อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ในเดือน เม.ย. เติบโตขึ้น 0.3% MoM (vs. 0.4% เดือนก่อน) และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 3.6% YoY (vs. 3.8% เดือนก่อน) โดยราคาในหมวดบริการหลักที่ไม่นับรวมราคาที่เกี่ยวข้องกับบ้าน (Core Services exclude Rent of primary residence and Owners' equivalent rent) ซึ่งเป็นหมวดสินค้าที่ได้รับผลกระทบจากค่าจ้างแรงงานเร่งขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงเป็น 0.42% MoM (vs. 0.65% เดือนก่อน) แต่เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน จะขยายตัวในระดับสูงขึ้นเล็กน้อยที่ 4.9% YoY (vs. 4.8% เดือนก่อน) ส่วนราคาในหมวดสินค้าหลัก (Core Goods) ลดลง -0.1% MoM (vs. -0.2% เดือนก่อน) และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน จะหดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้นเป็น -1.2% YoY (vs. -0.7% เดือนก่อน)

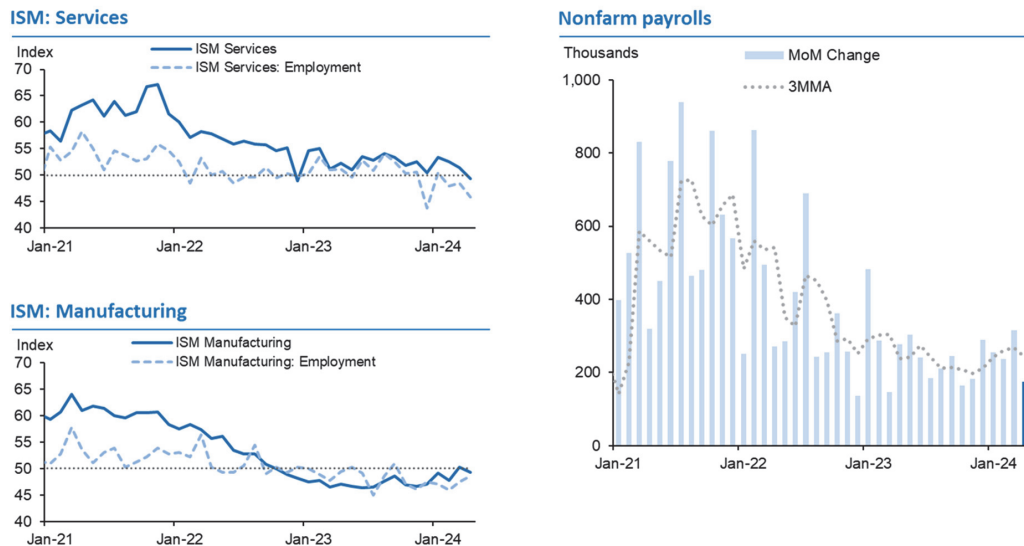
โดยการชะลอของเงินเฟ้อเมื่อเข้าสู่ไตรมาสที่ 2 ของปี ส่วนหนึ่งได้รับแรงหนุนจากการปรับลดลงของราคาในหมวดสินค้าหลัก (Core Goods) อาทิ ราคารถยนต์มือหนึ่งและมือสองที่หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น รวมถึงผลของฐานเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันกับปีก่อนที่ช่วยดึงเงินเฟ้อในหมวดสินค้าหลักลง ขณะที่ราคาในหมวดบริการหลัก (Core Services) ขยายตัวใกล้เคียงเดิม อย่างไรก็ตามหากไม่นับรวมราคาที่เกี่ยวข้องกับที่อยู่อาศัย โมเมนตัมของการขยายตัวเริ่มชะลอตัวในเชิง MoM ทั้งนี้ เรามองว่า การชะลอของเงินเฟ้อในภาพรวมยังเป็นไปได้ค่อนข้างช้าและมีความหนืดอยู่ในระดับหนึ่ง ขณะที่ Fed ได้ระบุในการประชุมรอบที่ผ่านมา ว่าเงินเฟ้อที่เคยชะลอตัวลงในช่วงปีที่ผ่านมา ในปัจจุบันยังขาดความคืบหน้าในการบรรลุเป้าหมายด้านราคา

2% โดยคณะกรรมการฯ Fed ต้องการความมั่นใจที่มากกว่านี้ว่า อัตราเงินเฟ้อจะปรับลดลงสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ ซึ่งการชะลอตัวของเงินเฟ้อเพียงเดือนเดียวอาจยังไม่เพียงพอที่ทำให้ Fed กลับมามีความมั่นใจเพียงพอที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

โดยเรามองว่า Fed มีแนวโน้มจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้ราว 1-2 ครั้ง ในปีนี้ และมองจะปรับลดครั้งแรกในช่วงเดือน

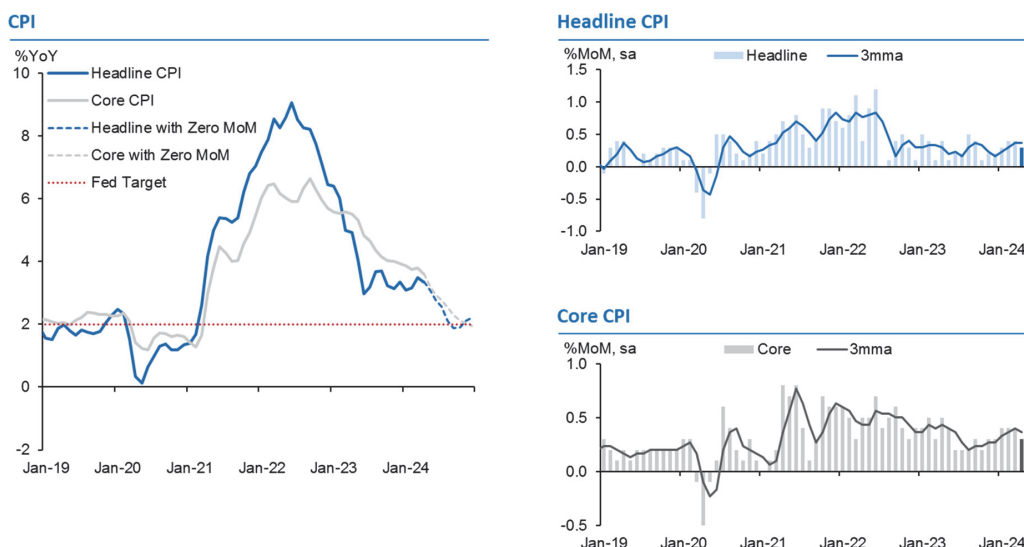
ก.ย. อย่างไรก็ดี หากพัฒนาการของตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญ อาทิ เงินเฟ้อ ตลาดแรงงาน และตัวเลขค่าจ้างออกมาแข็งแกร่ง หรือการชะลอตัวไม่ได้มีความชัดเจนมากนัก อาจส่งผลให้ความจำเป็นในการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed มีลดลง ขณะที่ตลาดการเงิน (อิงจาก OIS Implied Policy Rate) มอง Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในการประชุมรอบเดือน ก.ย. 

แผนที่ภาพ 36: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเข้าสู่ไตรมาสที่ 2 เริ่มส่งสัญญาณที่แผ่วลงมาบ้าง



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

แผนที่ภาพ 37: อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ในเดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้น 0.3% MoM (vs. 0.4% เดือนก่อน) และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 3.6% YoY (vs. 3.8% เดือนก่อน)



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

เศรษฐกิจยุโรป

GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 1/2024 ของยูโรโซนขยายตัว 0.3% QoQ (vs. -0.1% ไตรมาสก่อน) และหลุดออกจากภาวะ Technical Recession ไปได้หลังจากที่เศรษฐกิจหดตัวมาแล้วสองไตรมาสติดต่อกัน ซึ่ง GDP ในไตรมาสที่ 1/2024 ขยายตัวสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.1% โดยการเติบโตของประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจขนาดใหญ่ในยูโรโซน อาทิ GDP ในประเทศเยอรมนี (0.2% QoQ vs. -0.5% ไตรมาสก่อน), ฝรั่งเศส (0.2% vs. 0.1% ไตรมาสก่อน), อิตาลี (0.3% vs. 0.1% ไตรมาสก่อน) และสเปน (0.7% vs. 0.7% ไตรมาสก่อน) ล้วนปรับตัวขึ้นในไตรมาสที่ 1 โดยเศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่เหลือของปี ขณะที่ความผันผวนของเงินเฟ้อเริ่มมีลดลง (อัตราการขยายตัวของเงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว) พร้อมกับธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่มีแนวโน้มจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย. ส่วนตลาดแรงงานยังมีความแข็งแกร่งและอัตราการว่างงานที่อยู่ในระดับต่ำ รวมถึงค่าจ้างแรงงานที่ขยายตัวในระดับสูงยังจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในยูโรโซนในช่วงต่อจากนี้

GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 1/2024 ของยูโรโซนขยายตัว 0.3% QoQ (vs. -0.1% ไตรมาสก่อน) และหลุดออกจากภาวะ Technical Recession ไปได้หลังจากที่เศรษฐกิจหดตัวมาแล้วสองไตรมาสติดต่อกัน

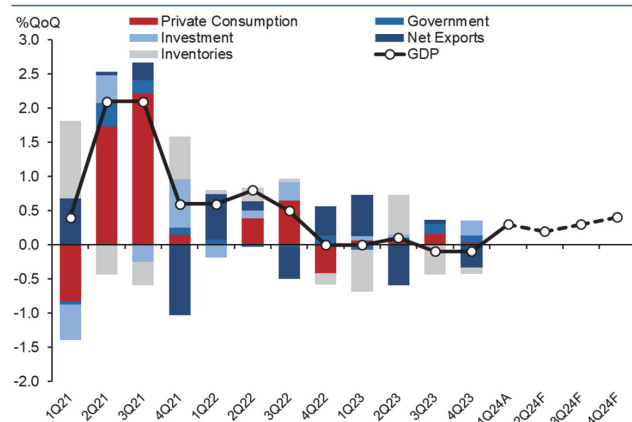
GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 1/2024 ของยูโรโซนขยายตัว 0.3% QoQ (vs. -0.1% ไตรมาสก่อน) และหลุดออกจากภาวะ Technical Recession ไปได้หลังจากที่เศรษฐกิจหดตัวมาแล้วสองไตรมาสติดต่อกัน ซึ่ง GDP ในไตรมาสที่ 1/2024 ขยายตัวสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.1% และสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ 0.4% YoY (vs. ตลาดคาดที่ 0.2% และ 0.1% ในไตรมาสก่อน) โดยการเติบโตของประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจขนาดใหญ่ในยูโรโซน อาทิ GDP ในประเทศเยอรมนี (0.2% QoQ vs. -0.5% ไตรมาสก่อน), ฝรั่งเศส (0.2% vs. 0.1% ไตรมาสก่อน), อิตาลี (0.3% vs. 0.1% ไตรมาสก่อน) และสเปน (0.7% vs. 0.7% ไตรมาสก่อน) ล้วนปรับตัวขึ้นในไตรมาสที่ 1 และหากมอง

ไปในระยะข้างหน้า ตลาดคาดว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะฟื้นตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปที่ระดับ 0.2% QoQ, 0.3% และ 0.4% ในไตรมาสที่ 2, 3 และ 4 ตามลำดับ

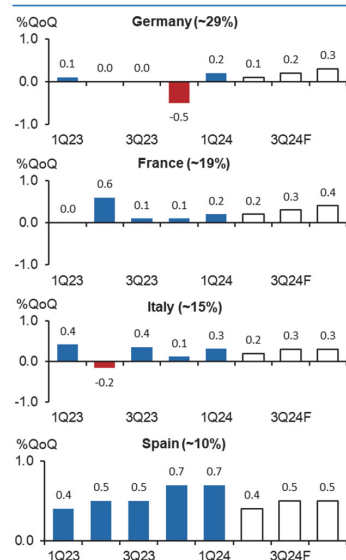
นอกจากนี้ เข้าสู่ไตรมาสที่ 2 ของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในภาคบริการ ซึ่งสะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) เดือน เม.ย. ที่ปรับตัวขึ้น +1.8 จุด เป็น 53.3 จุด สูงกว่าตัวเลขเบื้องต้นและตลาดคาดที่ 52.9 จุด และทำระดับสูงสุดในรอบ 11 เดือน อย่างไรก็ดี ภาคการผลิตยังคงเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่กีดกันการเติบโตของเศรษฐกิจในยูโรโซน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.4 จุด เป็น 45.7 จุด แต่สูงกว่าตัวเลขเบื้องต้นและตลาดคาดเล็กน้อยที่ 45.6 จุด ทั้งนี้ ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 22

แผนภาพที่ 38: GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 1/2024 ของยูโรโซนขยายตัว 0.3% QoQ (vs. -0.1% ไตรมาสก่อน) และหลุดออกจากภาวะ Technical Recession ไปได้หลังจากที่เศรษฐกิจหดตัวมาแล้วสองไตรมาสติดต่อกัน ซึ่ง GDP ในไตรมาสที่ 1/2024 ขยายตัวสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.1% และสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ 0.4% YoY (vs. ตลาดคาดที่ 0.2% และ 0.1% ในไตรมาสก่อน)

Contribution to Eurozone GDP: QoQ



GDP: Big 4 countries

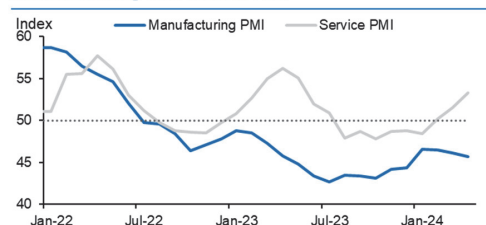


Note: 1\ Consensus as of 6 May.

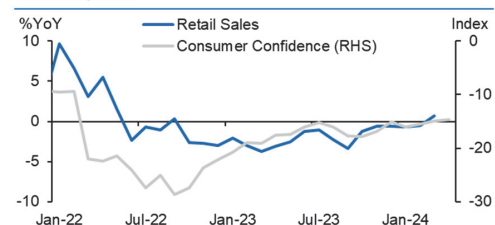
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 39: เข้าสู่ไตรมาสที่ 2 ของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในภาคบริการ ซึ่งสะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) เดือน เม.ย. ที่ปรับตัวขึ้น +1.8 จุด เป็น 53.3 จุด สูงกว่าตัวเลขเบื้องต้นและตลาดคาดที่ 52.9 จุด

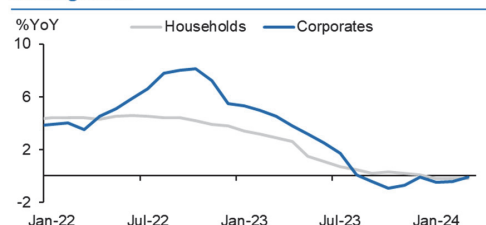
Manufacturing vs. Services PMI



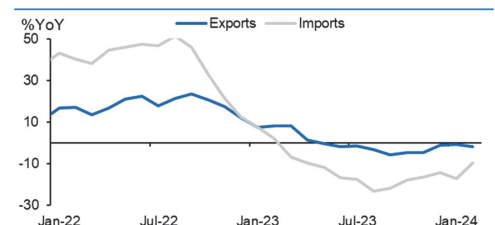
Consumption



Credit growth



Trade



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

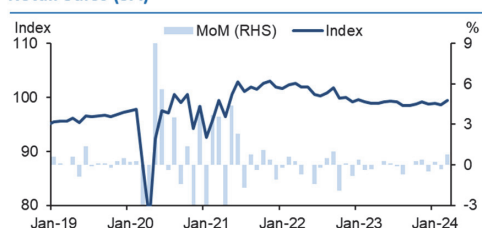
เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่เหลือของปี

เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่เหลือของปี ขณะที่ความผันผวนของเงินเฟ้อเริ่มมีลดลง (อัตราการขยายตัวของเงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว) พร้อมกับธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่มีแนวโน้มจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย. ส่วนตลาดแรงงานยังมีความแข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนได้จากตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job Vacancy Rate) ที่แม้จะปรับลดลง แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ระดับ 2.7% ในไตรมาส 4/2023 (vs. 2.9% ไตรมาส 3/2023) และ

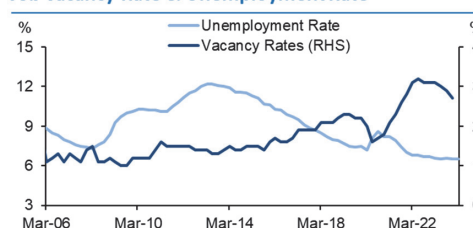
อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) อยู่ในระดับต่ำที่ระดับ 6.5% ในเดือน มี.ค. (vs. 6.5% เดือนก่อน) ซึ่งตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งยังคงเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่หนุนให้ค่าจ้างเติบโตได้ในระดับที่สูง และเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ผู้บริโภค โดยดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคทยอยปรับดีขึ้นในช่วงที่ผ่านมา จากปัจจัยเชิงบวกต่างๆ ที่กล่าวไปข้างต้น คาดว่าจะเป็นแรงส่งที่ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจและการบริโภคได้ในช่วงต่อจากนี้ อย่างไรก็ดี ค่าจ้างที่ยังขยายตัวได้ดีและตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง อาจส่งผลให้เงินเฟ้อในหมวดบริการอาจชะลอตัวได้ช้าหรือมีความหนืดเมื่อเทียบกับเงินเฟ้อในหมวดอื่น

แผนภาพที่ 40: ตลาดแรงงานยังมีความแข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนได้จากตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job Vacancy Rate) ที่แม้จะปรับลดลง แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ระดับ 2.7% ในไตรมาส 4/2023 (vs. 2.9% ไตรมาส 3/2023) และอัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) อยู่ในระดับต่ำที่ระดับ 6.5% ในเดือน มี.ค. (vs. 6.5% เดือนก่อน)

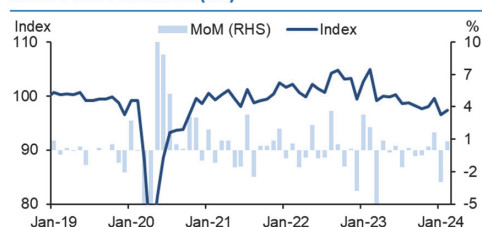
Retail Sales (SA)



Job Vacancy Rate & Unemployment Rate



Industrial Production (SA)



Negotiated Wages



ที่มา: Bloomberg, Europa.eu, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทิศทางของเงินเฟ้อในยูโรโซนที่กำลังวิ่งเข้าสู่เป้าหมายของ ECB อย่างค่อยเป็นค่อยไป แตกต่างจากสหรัฐฯ ที่เงินเฟ้อยังสะท้อนความหนืดและชะลอลงได้ยากกว่า

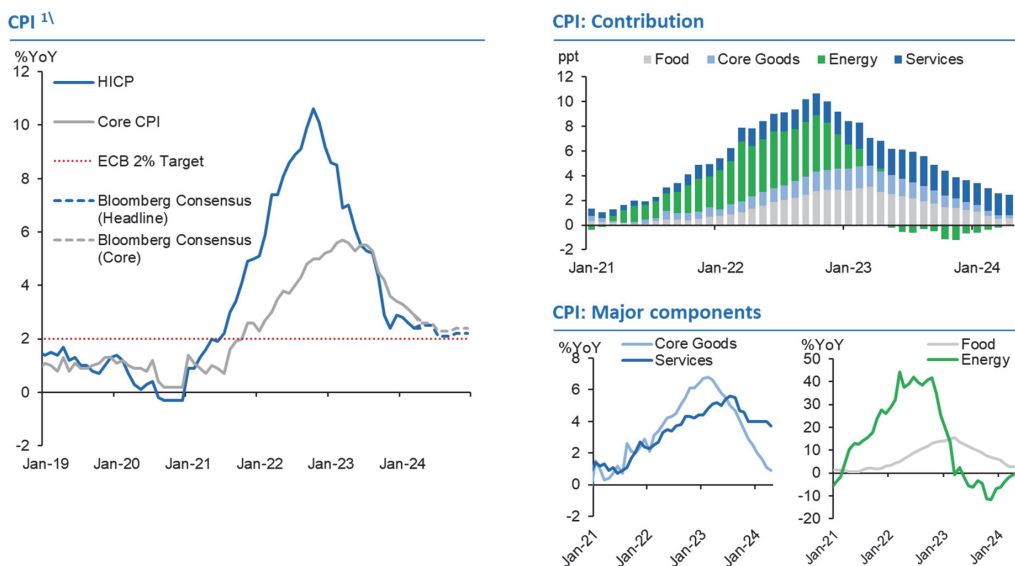
เงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) เดือน เม.ย. ทรงตัวจากเดือนหน้าและตัวเลขเบื้องต้นที่ระดับ 2.4% YoY ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารและพลังงาน และเป็นตัวสะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่แท้จริง (Underlying Price) อยู่ที่ระดับ 2.7% โดยนับเป็นอัตราการขยายตัวที่ต่ำที่สุดนับในรอบ 26 เดือน และชะลอลงจาก 2.9% เดือนก่อน

ด้านราคาในหมวดหลัก นำโดยหมวดพลังงาน (-0.6% YoY vs. -1.8% เดือนก่อน) หดตัวในอัตราที่น้อยลง ขณะที่ราคาในหมวดสินค้าหลัก (0.9% vs. 1.1% เดือนก่อน) และบริการ (3.7% vs. 4.0% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ขณะที่ราคาอาหาร (2.8% vs. 2.6% เดือนก่อน) ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ทิศทางของเงินเฟ้อในยูโรโซนที่กำลังวิ่งเข้าสู่เป้าหมายของ ECB อย่างค่อยเป็นค่อยไป แตกต่างจากสหรัฐฯ ที่เงินเฟ้อยังสะท้อนความหนืดและชะลอลงได้ยากกว่า ส่งผลให้คณะกรรมการ

ECB ได้ออกมาส่งสัญญาณและระบุไปในทิศทางคล้ายกันว่าจะเห็นข้อมูลที่เพิ่มขึ้นในเดือน มิ.ย. และหากพัฒนาการของเงินเฟ้อยังเป็นไปในทิศทางที่ ECB มอง การปรับลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. จะสามารถเกิดขึ้นได้ ทั้งนี้ เรายังคงมุมมองว่าทาง ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในการประชุมรอบเดือน 6 โดยมองการปรับลดที่ราว 75bps (ปรับลด 3 ครั้ง) ในปี 2024F ขณะที่ตลาดมีการปรับความคาดหวังการลดดอกเบี้ยของ ECB มาใกล้เคียงกับที่เรามอง (จากเดิมตลาดมองลดดอกเบี้ยได้ราว 150bps ในช่วงต้นปี) อย่างไรก็ตาม หากมองไปในระยะกลาง การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ไปสู่ Terminal Rate อาจขึ้นอยู่กับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น อาทิ ความรุนแรงของปัญหาด้านภูมิรัฐศาสตร์และสงคราม ซึ่งอาจนำไปสู่ความผันผวนของราคาพลังงาน, ความเสี่ยงด้านสงครามการค้าที่อาจมีการตั้งกำแพงภาษี, และการอ่อนค่าของค่าเงินยูโรที่จะส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้า (Imports Price) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจากปัจจัยเหล่านี้อาจส่งผลให้การปรับลดอัตราดอกเบี้ยเป็นไปได้ช้าหรือน้อยกว่าที่ประเมินไว้ได้

แผนภาพที่ 41: เงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) เดือน เม.ย. ทรงตัวจากเดือนหน้าและตัวเลขเบื้องต้นที่ระดับ 2.4% YoY ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) อยู่ที่ระดับ 2.7% ชะลอลงจาก 2.9% เดือนก่อน



Note: 1\ Consensus as of 7 May.

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

แผนภาพที่ 42: คณะกรรมการ ECB ได้ออกมาส่งสัญญาณและระบุไปในทิศทางคล้ายกันว่าจะเห็นข้อมูลที่เพิ่มขึ้นในเดือน มิ.ย. และหากพัฒนาการของเงินเฟ้อยังเป็นไปในทิศทางที่ ECB มอง การปรับลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. จะสามารถเกิดขึ้นได้

ECB comments



Wunsch

- “Although the outlook remains foggy, I see a path for initiating rate cuts this year,” Wunsch said. At the June meeting, **“more will be known”** about wage and services dynamics.
- I’m very comfortable with cutting in June, and I think it’s a done deal unless we get really bad news.



Muller

- “the broad consensus” to begin lowering borrowing costs in two months **“is well justified.”** After that all depends on incoming data. (Said in Apr.)
- “If the economic developments end up being in line with what we expect, **it’s reasonable to have a few further cuts by the end of the year,**”



De Cos

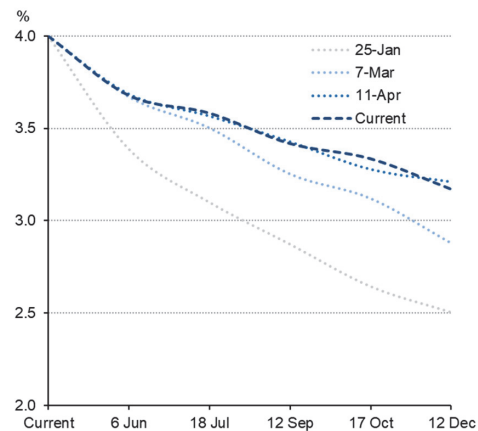
- “The ECB’s governing council considers that if this inflation outlook is maintained, it would be appropriate to start **reducing the current level of monetary policy tightening in June,**”



Nagel

- If data until the next meeting in six weeks increase confidence in reaching the 2% goal, **“I would be in favor of a rate cut in June,”**
- “However, such a step would not necessarily be followed by a series of rate cuts.”

Market implied deposit rate: OIS Spread



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

เศรษฐกิจจีน

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน เม.ย. ยังขยายตัวต่อเนื่องจากไตรมาสที่ 1 แม้บางดัชนีจะมีการชะลอตัวลงเล็กน้อย โดยเราคาดว่าเศรษฐกิจจีนมีโอกาสสูงขึ้นในการบรรลุเป้าหมาย GDP ที่ราว 5% ในปีนี้ หลังจากที่ GDP ไตรมาส 1 ออกมาขยายตัว 5.3% YoY สูงกว่าตลาดคาดหวังที่ 4.8% และการขยายตัวของเศรษฐกิจโดยรวมในปัจจุบันยังอยู่ในเกณฑ์ดี นอกจากนี้ ทางจีนมีแนวโน้มดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ผ่านทั้งนโยบายการเงินและนโยบายการคลังในช่วงที่เหลือของปี ทั้งนี้ เศรษฐกิจจีนยังมีปัจจัยกดดันอยู่หลายประการ ทั้งปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยืดเยื้อ อุปสงค์ในประเทศที่ยังอ่อนแอ อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำ และความตึงเครียดจากสงครามทางการค้า เป็นต้น

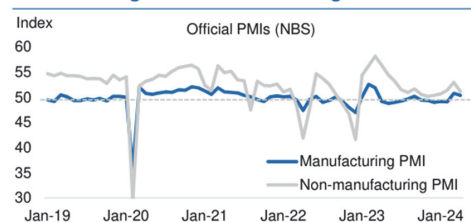
เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน เม.ย. ยังขยายตัวต่อเนื่องจากไตรมาสที่ 1

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน เม.ย. ยังขยายตัวต่อเนื่องทั้งในภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต แม้ปรับชะลอลงจากในเดือน มี.ค. โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตทางการจีน (Official Manufacturing PMI) ปรับลดลง -0.4 จุด เป็น 50.4 จุด ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ขณะที่ดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับลดลง -1.8 จุด เป็น 51.2 จุด โดยดัชนีดังกล่าวอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 16

ด้านอุปสงค์ภายในประเทศปรับชะลอลง โดยยอดขายปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 2.3% YoY ในเดือน เม.ย. จาก 3.1% เดือนก่อน ขณะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 6.7% YoY สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.5% และเร่งตัวขึ้นจาก 4.5% เดือนก่อน นอกจากนี้ ด้านภาคต่างประเทศปรับตัวขึ้น โดยมูลค่าการส่งออกสินค้า (Exports) เดือน เม.ย. พลิกกลับมาขยายตัว 1.5% YoY จาก -7.5% เดือนก่อน ขณะที่มูลค่าการนำเข้า (Imports) ขยายตัว 8.4% YoY จาก -1.9% เดือนก่อน

แผนภาพที่ 43: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน เม.ย. ยังขยายตัวต่อเนื่องทั้งในภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต

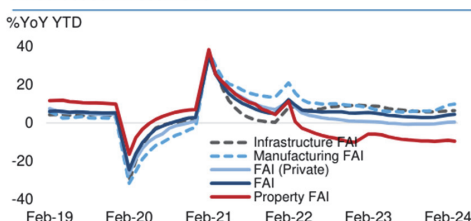
Manufacturing vs. non-manufacturing PMI



Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

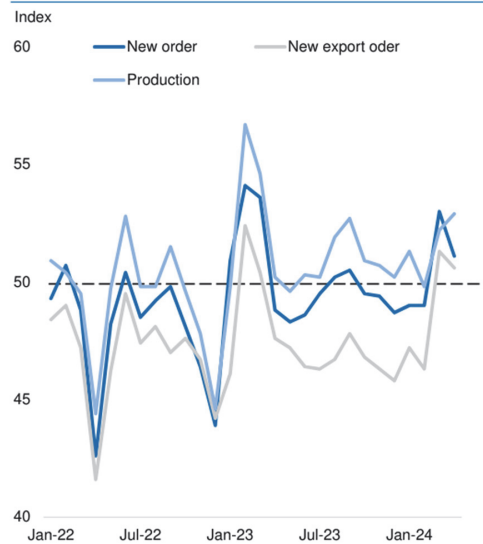
เศรษฐกิจจีนมีโอกาสสูงขึ้นในการบรรลุเป้าหมาย GDP ที่ราว 5% ในปี 2024

เศรษฐกิจจีนในปีนี้มีแนวโน้มขยายตัวได้ราว 5% ตามเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ เนื่องจาก GDP ในไตรมาส 1/2024

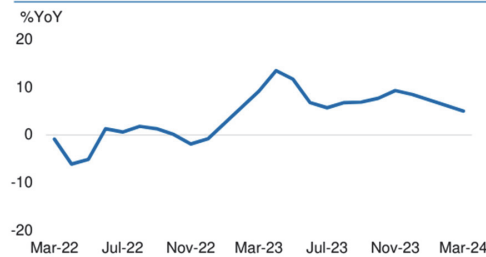
ออกมาขยายตัวสูงถึง 5.3%YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 4.8% ประกอบกับ Growth momentum ของจีนยังอยู่ในเกณฑ์ดีทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ

แผนภาพที่ 44: Growth momentum ของจีนยังอยู่ในเกณฑ์ดีทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ

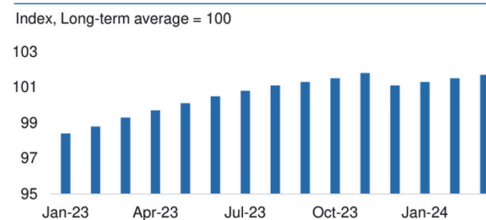
Official Manufacturing PMI sub-index



Services industry output



Business composite leading indicator



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

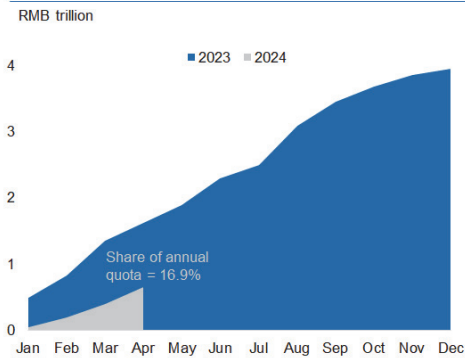
ทางการจีนมีแนวโน้มดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายนโยบายในช่วงที่เหลือของปี

ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลของจีนในไตรมาส 1 ที่ผ่านมายังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบเป้าหมายการระดมทุนที่ทางการเคยประกาศไว้ และคิดเป็นเพียง 17% ของปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในไตรมาส 1/2023 ส่งผลให้ทางการจีนยังมีพื้นที่ทางการคลังเหลืออีกมากในการระดมทุนเพิ่มเติมเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปี นอกจากนี้ จากการ

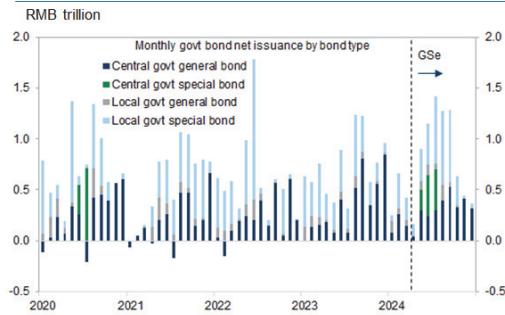
ประชุม Politburo ในวันที่ 30 เม.ย. 2024 ผู้กำหนดนโยบายได้ส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม โดยระบุว่า จะเร่งการออกพันธบัตรรัฐบาลตามแผนที่วางไว้ และจะหามาตรการใหม่ๆ เพื่อแก้ปัญหา Oversupply ในภาคอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงจะใช้เครื่องมือต่าง ๆ ทั้งการปรับลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมาย (Reserve Requirement Ratio: RRR) และอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและลดต้นทุนการระดมทุน

แผนภาพที่ 45: ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลของจีนในไตรมาส 1 ที่ผ่านมายังอยู่ในระดับต่ำ

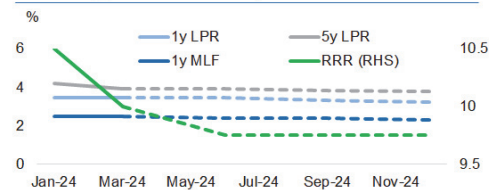
Cumulative local government special bond issuance



Forecast for bond issuances in 2024



Bloomberg economist survey ¹⁾



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

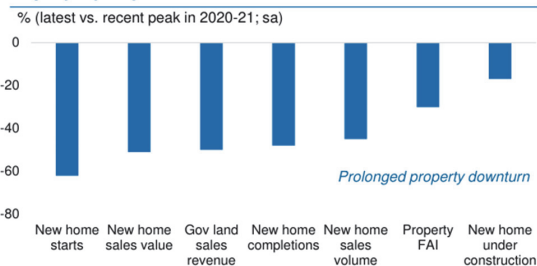
ทั้งนี้ เศรษฐกิจจีนยังต้องเผชิญกับความท้าทายและปัจจัยกดดันหลายประการ

เศรษฐกิจจีนยังเผชิญแรงกดดันจากปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่เห็นสัญญาณของการฟื้นตัว ซึ่งส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในประเทศ ความต้องการสินเชื่อ และความเชื่อมั่นของผู้บริโภค นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อในจีน

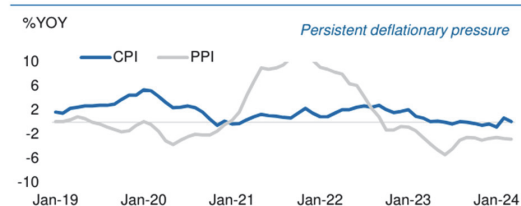
ยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องจากอุปสงค์ที่อ่อนแอและปริมาณการผลิตที่ยังสูงกว่าความต้องการ โดยล่าสุด Bloomberg consensus ได้ปรับลดคาดการณ์เงินเฟ้อของจีนในปีนี้อยู่ที่ 0.6% จาก 0.8% ขณะที่จีนยังมีความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญกับแรงกดดันในด้านของความตึงเครียดทางการค้าระหว่างประเทศในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 46: เศรษฐกิจจีนยังต้องเผชิญกับความท้าทายและปัจจัยกดดันหลายประการ

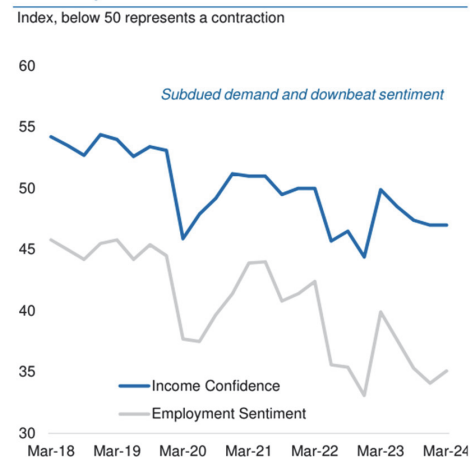
Major property indicators



CPI and PPI



Urban Depositor Confidence



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน เม.ย. ปรับดีขึ้นทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ โดยเฉพาะในภาคบริการที่ดัชนี Service PMI ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่แม้เครื่องใช้ในภาคการผลิตจะยังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 แต่ได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาใกล้ระดับทรงตัว (50 จุด) อย่างไรก็ดี ยอดค้าปลีกและดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับลดลงในเดือน เม.ย. ด้านนโยบายการเงิน BoJ คาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ใกล้เคียงกับระดับเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% ไปจนถึงปีงบประมาณ 2026 สะท้อนว่า BoJ มีความมั่นใจว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดยเรคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในการประชุมเดือน ต.ค. สู่ระดับ 0.25% นอกจากนี้ เราพบว่าค่าเงินเยนในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ในปีนี้เป็นอย่างมาก ดังนั้น ค่าเงินเยนอาจเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่าในระยะสั้นได้ หากตลาดมีการปรับลดคาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ Fed ในปีนี้ลง ทั้งนี้ เราคาดว่าค่าเงินเยนจะเริ่มแข็งค่าขึ้นได้ในช่วงไตรมาส 4 หลังจากที่ Fed เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง

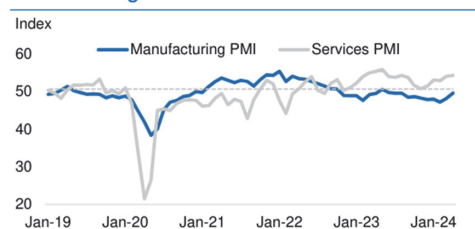
เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน เม.ย. ปรับดีขึ้นทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน เม.ย. ปรับดีขึ้นทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ โดยดัชนี Manufacturing PMI ปรับเพิ่มขึ้น +1.4 จุด เป็น 49.6 จุด แต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 ขณะที่ดัชนี Service PMI ปรับเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 54.3 จุด สูงสุดในรอบ 8 เดือน และดัชนี

อยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 20 ด้านอุปสงค์ภายในประเทศยังคงเปราะบาง โดยยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ขยายตัว 1.2% YoY ชะลอลงจาก 4.7% เดือนก่อน ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน เม.ย. ชะลอตัวลงสู่ 38.3 จุด จาก 39.5 จุด ในเดือน มี.ค.

แผนภาพที่ 47: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) และภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน เม.ย.

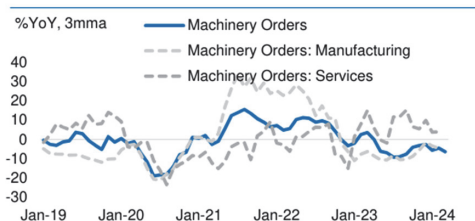
Manufacturing vs. Services PMI



Retail sales



Investment



Trade



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

ภาคธุรกิจในภาคบริการได้ปรับขึ้นราคาสินค้าและบริการสูงสุดในรอบ 10 ปี

ราคาสินค้าในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเร็วสุดในรอบ 10 ปี นับตั้งแต่มีการปรับขึ้นภาษีการขายในเดือน เม.ย. 2014 โดยภาคธุรกิจระบุว่าต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น โดยเฉพาะต้นทุนค่าจ้าง ส่งผลให้ผู้ประกอบการมีการส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาสินค้าผู้บริโภคมากขึ้น ขณะที่อัตราเงินเฟ้อในภาคบริการ (Service inflation) ทรงตัวอยู่ที่ราว 2% ในไตรมาสแรกของปี แต่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในระยะต่อไปจากผลของการปรับขึ้นค่าจ้างและการส่งผ่านต้นทุนของผู้

ประกอบการ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากอุปสงค์ของครัวเรือนญี่ปุ่นยังอ่อนแอต่อเนื่อง ส่งผลให้เรคาดว่า Service inflation จะไม่เร่งตัวสูงมากจนทำให้เกิด Demand-led inflation ในมุมมองระยะสั้นถึงกลาง อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ภายในประเทศอาจได้รับแรงหนุนชั่วคราวจากมาตรการแจกเงินให้กับผู้มีรายได้น้อยและมาตรการลดภาษี ซึ่งอาจเห็นการบริโภคภายในประเทศปรับตัวขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 3 และอาจจะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงต่อจากนั้น

แผนภาพที่ 48: ราคาสินค้าในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเร็วสุดในรอบ 10 ปี

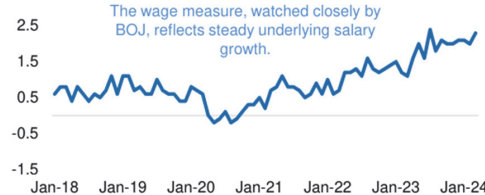
Japan Services Prices Charged index

index, sa, >50 = inflation since previous month



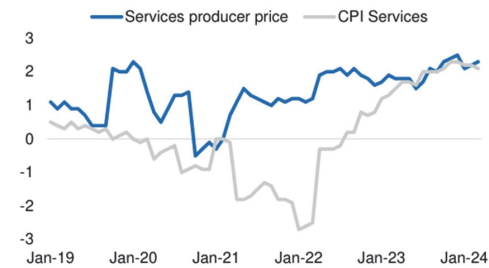
Base scheduled cash earnings full-time (same sample)

%YoY



Services producer and consumer prices

%YoY



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

BoJ ส่งสัญญาณขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อ

จากการประชุม BoJ ครั้งล่าสุดในวันที่ 25-26 เม.ย. BoJ คาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ใกล้เคียงกับระดับเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% ไปจนถึงปีงบประมาณ 2026 และได้ปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ (Core CPI) ในปีนี้ขึ้นสู่ 2.8% จาก 2.4% เพื่อสะท้อนทิศทางราคาน้ำมันดิบและการสิ้นสุดมาตรการให้ความช่วยเหลือค่าครองชีพของภาครัฐ นอกจากนี้ จาก Summary of opinions ล่าสุดสะท้อนว่าคณะกรรมการมีความกังวลว่าการอ่อนค่าของเงินเยนจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงที่จะเร่ง

ตัวขึ้นสูงกว่า Baseline ที่ BoJ ได้ประเมินไว้ ซึ่งอาจส่งผลให้ BoJ ต้องเร่งความเร็วในการดำเนินนโยบายการเงิน โดยตลาดราว 60% คาดว่า BoJ อาจขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมเดือน ก.ค. แต่เรคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในการประชุมเดือน ต.ค. สู่ระดับ 0.25% เนื่องจากเศรษฐกิจญี่ปุ่นยังอ่อนแอต่อเนื่อง สะท้อนจาก GDP ในไตรมาส 1 ที่ออกมาหดตัว ดังนั้น BoJ จึงมีแนวโน้มรอดูการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 2 ก่อนที่จะตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติม

แผนภาพที่ 49: BoJ คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะอยู่ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ 2% ต่อเนื่องไปจนถึงปีงบประมาณ 2026

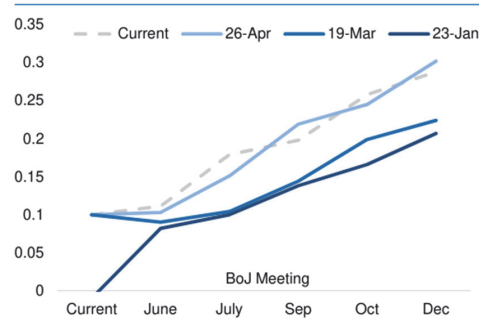
BoJ's economic and price outlook: median forecasts ^{1\}

	Real GDP	Core CPI	Core core CPI
FY 2023	1.3 (1.8)	2.8	3.9
FY 2024	0.8 (1.2)	2.8 (2.4)	1.9 (1.9)
FY 2025	1.0 (1.0)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)
FY 2026	1.0	1.9	2.1

Summary of Opinions: BoJ April meeting

- "If underlying inflation continues to deviate upward from the baseline scenario against the backdrop of a weaker yen, it is quite possible that the pace of monetary policy normalization will increase"
- "Attention is warranted on the risk that prices will deviate upward from the baseline scenario" due to the yen's depreciation and high oil prices.

Market implied rate



Bloomberg economist survey of Japan rates ^{2\}

	Terminal rate	Neutral rate
Median forecast	0.75%	1.1%

Note: 1\ Figures in brackets indicate previous forecast in Jan 2024,

2\ Bloomberg's survey conducted on 17 April

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

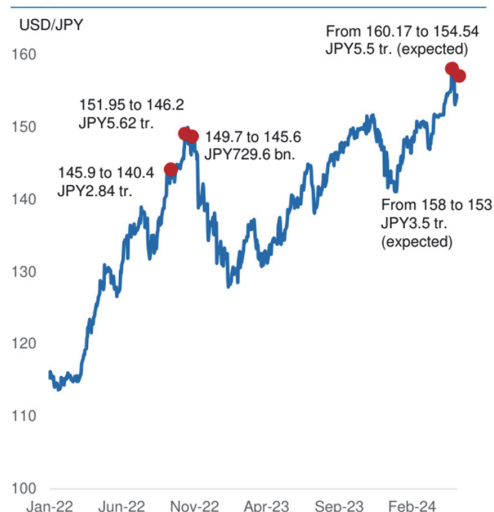
ค่าเงินเยนอาจเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่า หากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ ออกมาแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาด

ค่าเงินเยนในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ในปีนี้เป็นอย่างมาก โดยเราพบว่าค่าเงินเยนที่ระดับ 155 สอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาดว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้งใน

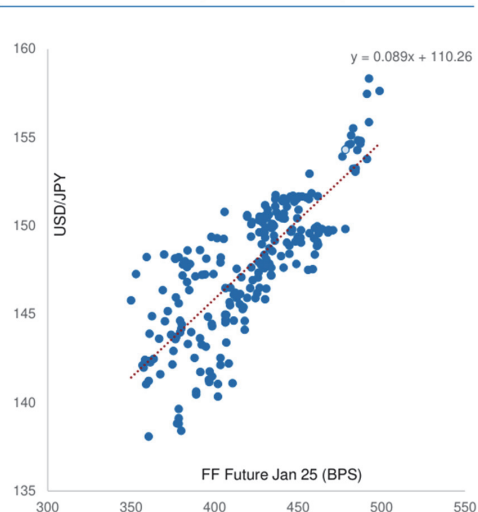
ปีนี้ ดังนั้น ค่าเงินเยนอาจเผชิญแรงกดดันด้านอ่อนค่าหากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ ออกมาแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาด ส่งผลให้ตลาดมีการปรับลดคาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ Fed ในปีนี้ลง ทั้งนี้ เราคาดว่าค่าเงินเยนจะเริ่มแข็งค่าขึ้นได้ในช่วงไตรมาส 4 หลังจาก Fed เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง

แผนภาพที่ 50: ค่าเงินเยนในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed ในปีนี้มาก

USD/JPY



Correlation: FF futures (Jan 25 contract) and USD/JPY



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

เศรษฐกิจไทย

เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของไทยในช่วง 3 เดือนแรกของปียังอยู่ในทิศทางค่อนข้างอ่อนแอ แต่ภาพรวมเป็นตัวต่อเนื่อง โดยภาคบริการยังคงเป็นเสาหลักที่ช่วยพยุงเศรษฐกิจในช่วงที่งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 ลำบาก ส่งผลให้รายจ่ายประจำและรายจ่ายลงทุนของภาครัฐยังหดตัวในระดับสูง อย่างไรก็ตาม รัฐบาลได้มีการผ่านร่าง พรบ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 และประกาศในราชกิจจานุเบกษาเป็นที่เรียบร้อยแล้วในช่วงปลายเดือน เมษายน ส่งผลให้เครื่องยนต์เศรษฐกิจที่เคยดับไปกำลังจะกลับเข้ามาขับเคลื่อนเศรษฐกิจได้ตามปกติแล้วในช่วงที่เหลือของปี ทั้งเม็ดเงินลงทุนและรายจ่ายประจำของภาครัฐ ที่คาดว่าจะมีการเร่งเบิกจ่ายเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 เป็นต้นไป โดยคาดว่าจะช่วยพยุงเศรษฐกิจไทยได้ในช่วงที่ภาคการท่องเที่ยวกำลังเข้าสู่ช่วง Low-season ในฤดูฝน ด้านอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเร่งขึ้นมากกว่าที่คาด โดยพลิกกลับมาเป็นบวกครั้งแรกในรอบ 7 เดือน และมีแนวโน้มเร่งขึ้นในช่วงที่เหลือของปี ดังนั้น ในสภาวะที่เศรษฐกิจกำลังจะเร่งตัว พร้อมกับอัตราเงินเฟ้อที่มีแรงส่งมากขึ้น เรามองว่าความจำเป็นของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงลดลงจากเดิม และมีโอกาสสูงขึ้นที่ กนง. อาจไม่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2024 นี้ ทั้งนี้ เรายังมองว่า กนง. มีโอกาสที่จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ 1 ครั้ง ในช่วงท้ายปีหากเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดการณ์

เศรษฐกิจไทยในเดือน มี.ค. ยังขยายตัวในระดับต่ำ โดยภาคบริการยังคงเป็นปัจจัยหนุนต่อเนื่อง

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน มี.ค. อยู่ที่ 3.0 ล้านคน (vs. 3.4 ล้านคน เดือนก่อน) ส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติสุทธิในไตรมาสที่ 1/2024 อยู่ที่ 9.4 ล้านคน (vs. 6.5 ล้านคน ในไตรมาสที่ 1/2023) โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจีนปรับตัวลดลงบ้างจากเดือนก่อน หลังเร่งไปมากในช่วงเทศกาลตรุษจีนมาอยู่ที่ 5.73 แสนคน ในเดือน มี.ค. (vs. 6.75 แสนคน เดือนก่อน) ขณะที่นักท่องเที่ยวจากมาเลเซีย, รัสเซีย, ยุโรป (ไม่รวมรัสเซีย) และอินเดีย ล้วนเข้ามาน้อยกว่าเดือนก่อน ส่งผลให้กิจกรรมในภาคบริการที่ไม่รวมทองคำ (SPI ex. gold) ขยายตัวในอัตราที่ลดลงที่ 4.8% YoY (vs. 9.3% เดือนก่อน) ด้านเศรษฐกิจในภาคต่างประเทศภายใต้ระบบดุลการชำระเงิน (BoP) ไทยเกินดุลการค้า 0.97 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. 1.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เดือนก่อน) แม้การส่งออกสินค้าจะหดตัวสูงที่ -10.2% YoY (vs. 2.5% เดือนก่อน) ส่วนการนำเข้าขยายตัว 5.2% YoY (vs. 3.1% เดือนก่อน) ด้านดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวอย่างต่อเนื่องที่ระดับ -5.1% YoY (vs. -2.8% เดือนก่อน) เนื่องจากการผลิตสินค้าหลักหดตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับภาพการส่งออกที่ปรับแย่ลง (การผลิตในหมวดยานยนต์ -22.1% YoY, HDD -18.9% YoY, สิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม -10.1% YoY, ยางและพลาสติก -4.6% YoY)

การบริโภคภาคเอกชนหดตัวเล็กน้อย (-0.6% YoY) และลดลงจากเดือน ก.พ. (-0.8% MoM) โดยการใช้จ่ายในหมวดบริการ (+5.9% YoY) และหมวดสินค้าไม่คงทน (+2.7% YoY) ยังคงเป็นปัจจัยหนุน ส่วนหนึ่งได้รับผลจากมาตรการภาครัฐ ทั้งการอุดหนุนราคาพลังงาน และการลดหย่อนภาษี ขณะที่การชะลอการใช้จ่าย หลังจากที่เราเร่งไปมากในเดือนก่อนจากมาตรการ Easy e-receipt ส่งผลให้อุปสงค์ต่อสินค้าไม่คงทนและกึ่งคงทน (-1.9% YoY) ปรับลดลง โดยการใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทนหดตัวต่อเนื่อง โดยเฉพาะรถยนต์นั่งส่วนบุคคล และจักรยานยนต์ จากแนวโน้มความเข้มงวดที่เพิ่มขึ้นในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินหลังสภาวะตลาดยังมีความเสี่ยงสูง ทั้งนี้ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชนในไตรมาสที่ 1/24 ขยายตัวได้ 0.8% YoY แต่ลดลง 0.8% QoQ,sa. โดยผู้บริโภคกังวลเรื่องค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้นตามทิศทางราคาน้ำมัน

รายได้เกษตรกรในเดือน มี.ค. พลิกกลับเป็นบวกหลังจากที่หดตัวต่อเนื่องมาหลายเดือน โดยปรับเพิ่มขึ้น 2.5% YoY ผลจากราคาสินค้าเกษตรที่ปรับสูงขึ้น (+7.4% YoY) ตามราคาข้าวพารา ข้าวเปลือก และอ้อย เป็นสำคัญ ส่วนหนึ่งจากผลผลิตยางพาราที่ลดลงจากโรคใบร่วง และการระงับการส่งออกข้าวและน้ำตาลจากอินเดีย ขณะที่สภาพอากาศที่แล้งส่งผลให้ปริมาณผลผลิตปรับตัวลดลงราว -4.6% YoY โดยในไตรมาสที่ 1/24 รายได้เกษตรกรเพิ่มขึ้น 0.4% YoY

แผนภาพที่ 51: รายได้เกษตรกรในเดือน มี.ค. พลิกกลับเป็นบวกหลังจากที่หดตัวต่อเนื่องมาหลายเดือน โดยปรับเพิ่มขึ้น 2.5% YoY ผลจากราคาลินค้าเกษตรที่ปรับสูงขึ้น (+7.4% YoY) ตามราคาอย่างพารา ข้าวเปลือก และอ้อย เป็นสำคัญ

Key economic indicators heat map ^{1\}

Indicators		2022	2023	2024			
				J	F	M	A
Confidence	Consumer Confidence: Current (Index)						-
	Consumer Confidence: Outlook (Index)						-
	Business Confidence: Current (Index)						-
	Business Confidence: Outlook (Index)						-
Consumption	Private Consumption Index (%YoY)						-
	Farm Income Index (%YoY)						-
	Unemployment Rate (%)						-
	Insured Persons: Article 33 (%YoY)						-
Investment	Utilisation in Case of Unemployment: Article 33 (%YoY)						-
	Private Investment Index (%YoY)						-
Trade	Capacity Utilization (%)						-
	Export, f.o.b. (%YoY)						-
Supply	Import, f.o.b. (%YoY)						-
	Agricultural Production Index (%YoY)						-
Inflation	Manufacturing Production Index (%YoY)						-
	Service Production Index (%YoY)						-
	Producer Price Index (%YoY)						-
Interest Rate	Headline Inflation (%YoY)						-
	Core Inflation (%YoY)						-
	Dubai Crude Oil Price (%YoY)						-
FX	Policy Rate (%)						-
	MLR: 5 Major Banks (%)						-
FX	USD/THB (%YoY)						-
							-

Note: 1\ Higher numbers should be taken as positive (green), except for unemployment rate, utilization in case of unemployment: article 33, inflation indicators including Dubai crude oil price, interest rate and USD/THB.
ที่มา: Bloomberg, BoT, CEIC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

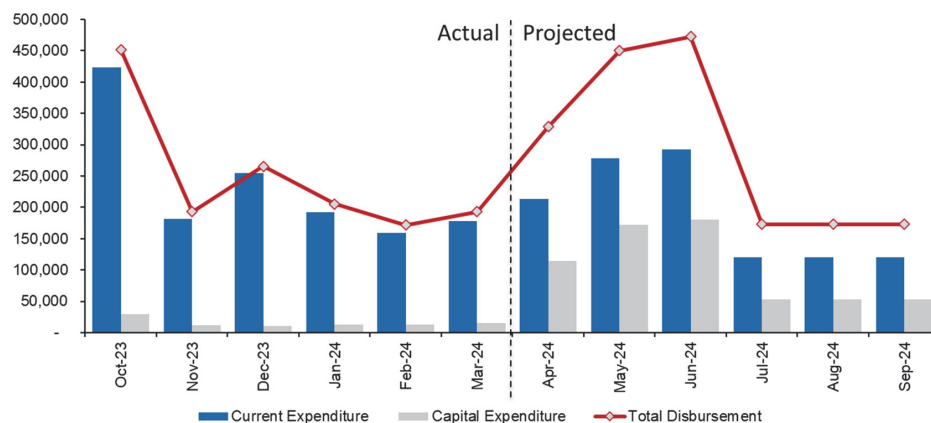
คาดว่าจะประมาณที่คงค้างจะสามารถเร่งเบิกจ่ายได้ในช่วงที่เหลือของไตรมาสที่ 2/24 เป็นต้นไป หลัง พรบ. งบประมาณฯ ปี 2024 จำนวน 3.48 ล้านล้านบาท ถูกประกาศใช้เป็นกฎหมายแล้ว

ที่ผ่านมาหากการอนุมัติ พรบ. งบประมาณรายจ่ายประจำปีเกิดความล่าช้า เม็ดเงินงบประมาณรายจ่ายเพื่อการลงทุนจะสามารถเบิกจ่ายได้เพียงเล็กน้อย ขณะที่ผลกระทบต่องบประมาณรายจ่ายประจำอาจไม่มีผลกระทบมากนักเนื่องจากสามารถใช้งบไปพลางก่อนได้ แต่หลังจากงบฯ ที่ล่าช้ามีผลบังคับใช้ เม็ดเงินงบประมาณมักถูกเร่งเบิกจ่ายเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะในช่วง 1-2 เดือนให้หลัง (อ้างอิงจากรอบปี 2012 ที่งบฯ เคยล่าช้า) ซึ่งภายหลังจากที่ พรบ. งบประมาณฯ ปี 2024 ถูกประกาศใช้เป็นกฎหมายเป็นที่เรียบร้อย มีการเบิกจ่ายออกมาแล้วตั้งแต่เริ่ม

จนถึงเดือน มี.ค. อยู่ที่ 46% หรือคิดเป็นเม็ดเงินราว 1.48 ล้านล้านบาท และโดยหลักเป็นการเบิกจ่ายในงบประมาณรายจ่ายประจำกว่า 93% ของเม็ดเงินที่เบิกจ่ายได้รวมทั้งหมด ขณะที่งบลงทุนเบิกจ่ายได้เพียง 12.8% ของงบประมาณที่ตั้งไว้ และยังมีเหลือคงค้างอีกกว่า 6.25 แสนล้านบาท หรือ 87.2% ของวงเงินที่ถูกอนุมัติแล้ว ดังนั้น เมื่อรวมกับวงเงินคงค้างของรายจ่ายประจำที่ 1.14 ล้านล้านบาท จะยังมีเม็ดเงินอีกกว่า 1.77 ล้านล้านบาทที่รอคอยการเบิกจ่ายในช่วงที่เหลือของปีงบประมาณ ซึ่งคิดเป็นกว่า 10% ของ GDP ดังนั้น เราคาดว่า การเร่งเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณข้างต้นจะช่วยพยุงเศรษฐกิจไทย และผลักดันให้มีเม็ดเงินหมุนเวียนเพิ่มขึ้นเพื่อที่จะสามารถขับเคลื่อนเศรษฐกิจได้ต่อเนื่อง ในช่วงที่กำลังจะเข้าสู่ฤดูฝน ซึ่งตรงกับช่วงที่เป็นนอกฤดูการท่องเที่ยว (Low-season)

แผนภาพที่ 52: เรามองว่าการเร่งเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณจะช่วยพยุงเศรษฐกิจไทยในช่วงนอกฤดูกาลท่องเที่ยว ผลักดันให้มีเม็ดเงินหมุนเวียนในระบบเพิ่มขึ้น และขับเคลื่อนเศรษฐกิจได้ต่อเนื่อง

Government's Budget Disbursement (Millions of THB)



	Disbursed Budget	Waiting for disbursement	%
Current Expenditure	1,388,682	1,144,145	45%
Capital Expenditure	92,296	625,426	87%
Total	1,480,978	1,769,571	54%

Note: Expected disbursement from Apr-24 onwards is based on disbursement in 2012 and author's calculation.

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

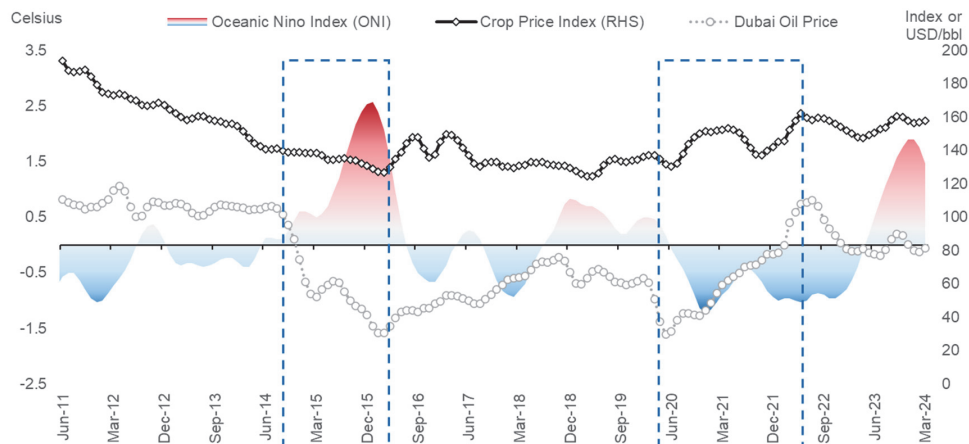
ราคาสินค้าเกษตรกรรมเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมันอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบกับการเกิดขึ้นของปรากฏการณ์เอลนีโญและลานีญา

ปัจจุบัน โลกเผชิญกับปรากฏการณ์เอลนีโญซึ่งส่งผลให้อุณหภูมิโดยเฉลี่ยสูงขึ้นกว่าปกติ และสภาพอากาศแล้งจัด โดยหากมองย้อนกลับในช่วงที่มีปรากฏการณ์นี้เกิดขึ้นในช่วง 2014-2016 ในประเทศไทยที่สภาพอากาศแห้งแล้งกว่าปกติ ซึ่งราคาสินค้าเกษตรกรรมจะมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม กลับพบว่า การเคลื่อนไหวของทิศทางราคาสินค้าเกษตรนั้นกลับปรับตัว

ลดลง สอดคล้องกับทิศทางของราคาน้ำมันดิบที่ปรับลดลงในช่วงดังกล่าวในทางกลับกัน ช่วงที่เกิดปรากฏการณ์ลานีญา ซึ่งส่งผลให้มีปริมาณน้ำฝนเพิ่มขึ้น และสภาพอากาศเย็นกว่าปกติ ในช่วงปี 2020-2022 ก็ไม่ได้ทำให้ราคาสินเกษตรลดลง แต่กลับปรับเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับทิศทางของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก จึงสรุปได้ว่าราคาสินค้าเกษตรกรรมได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่แปรปรวนค่อนข้างน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับผลกระทบจากราคาน้ำมัน ซึ่งเป็นต้นทุนที่สำคัญในการประกอบเกษตรกรรม

แผนภาพที่ 53: ราคาสินค้าเกษตรกรรมเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมันดิบดูไบอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบกับเปลี่ยนแปลงของสภาพภูมิอากาศอย่างปรากฏการณ์เอลนีโญ และลานีญา...

The Oceanic Nino Index (Celsius), the Crop Price Index, Dubai Oil Price (USD/bbl)



Note: Data adjusted to an average 3MA basis.

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

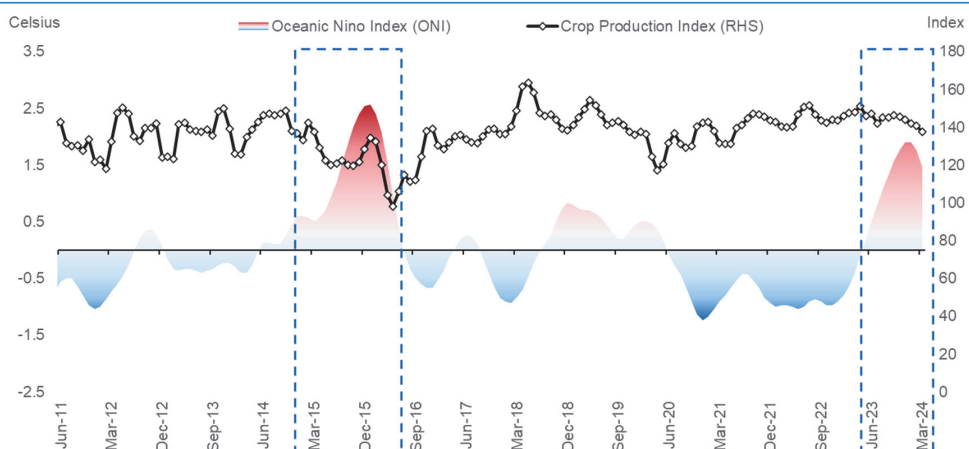
หากพิจารณาจากผลผลิตเกษตรกรรมจะเห็นผลกระทบจากสภาพอากาศที่เปลี่ยนจากปรากฏการณ์เอลนีโญได้อย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ดี แม้สภาพอากาศอาจไม่ได้ส่งผลกระทบด้านราคาโดยตรง แต่กระทบกับปริมาณผลผลิตอย่างมีนัยสำคัญมากกว่า โดยในช่วงปี 2014-2016 ปริมาณผลผลิตของสินค้าเกษตรลดลงสอดคล้องกับช่วงที่เกิดภัยแล้ง ขณะที่ปริมาณผลผลิตปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เกิดปรากฏการณ์ลานีญา ทำให้คาดว่าภัยแล้งที่

เกิดขึ้นในปัจจุบันมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบในทิศทางเดียวกันเหมือนกับในอดีต ซึ่งในช่วงปัจจุบันราคาน้ำมันดิบดูไบ มีความผันผวนที่ไม่สูงนัก และเคลื่อนไหวในกรอบราว 70-90 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ทำให้เราประเมินว่า การเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าเกษตรมีแนวโน้มที่จะไม่สามารถชดเชยผลจากการลดลงของผลผลิตได้ และคาดว่ารายได้เกษตรกร (Farm Income) จะปรับตัวลดลงจากปีก่อนหน้าเล็กน้อย

แผนภาพที่ 54: ปรากฏการณ์เอลนีโญ และลานีญาส่งผลกระทบต่อปริมาณผลผลิตทางการเกษตรอย่างมีนัยสำคัญ

The Oceanic Nino Index (Celsius) and the Crop Production Index



Note: Data adjusted to an average 3MA basis.

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

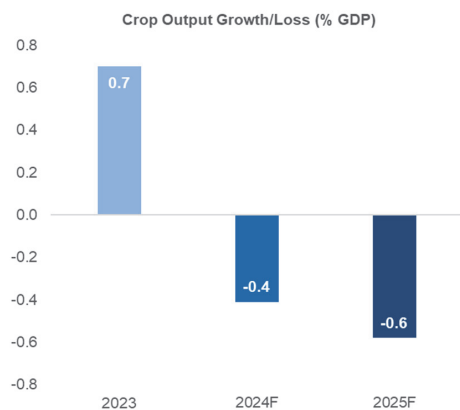
ผลกระทบจากปรากฏการณ์เอลนีโญที่ทำให้เกิดภาวะสภาพอากาศแล้ง จะส่งผลในเชิงลบต่อ GDP ของไทยในปี 2024F และเงินเพื่อเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

จากปรากฏการณ์เอลนีโญที่ทำให้เกิดภาวะสภาพอากาศแล้ง ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลผลิตเกษตรกรรมอย่างมีนัยสำคัญ โดย

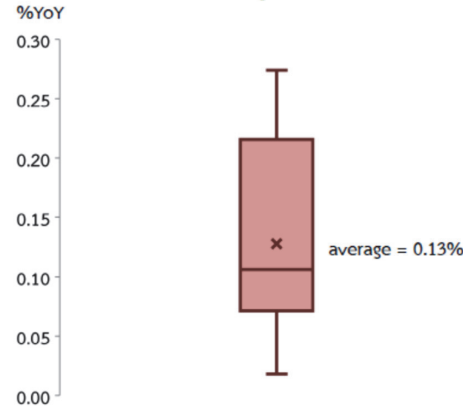
เราประมาณการว่าจะมีผลกระทบในเชิงลบต่อ GDP ในปี 2024F ประมาณ -0.4% ขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (BoT) ประเมินผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราเงินเฟ้อจากภัยแล้งเพียง +0.13% เท่านั้น

แผนภาพที่ 55: เราประเมินปรากฏการณ์เอลนีโญจะส่งผลกระทบต่อผลผลิตเกษตรกรรมราว -0.4% ของ GDP ขณะที่ผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้ออยู่ที่ราว 0.1-0.3% จากการประเมินของ ธปท.

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



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



Note: 1\ Based on our calculation (paddy, sugarcane, cassava, maize, rubber, and palm oil). 2\ Regarding the BoT's calculation, box plot shows the effects of El Nino on headline inflation during 1997-2020. It indicates the interquartile range (between 25th and 75th percentile), while the upper and the lower ends of the whiskers indicate max and min values.

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

ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจากปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งขึ้น โดยดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีแนวโน้มเกินดุลเพิ่มขึ้น จากทั้งดุลการค้าและดุลบริการ ซึ่งจะได้แรงหนุนจากภาคการส่งออกและการท่องเที่ยวที่ฟื้น ขณะที่ดุลบัญชีเงินทุนเคลื่อนย้ายก็มีโอกาสทยอยกลับมาเป็นบวกหลังอัตราดอกเบี้ยนโยบายในต่างประเทศจะเริ่มกลับทิศตั้งแต่กลางปี

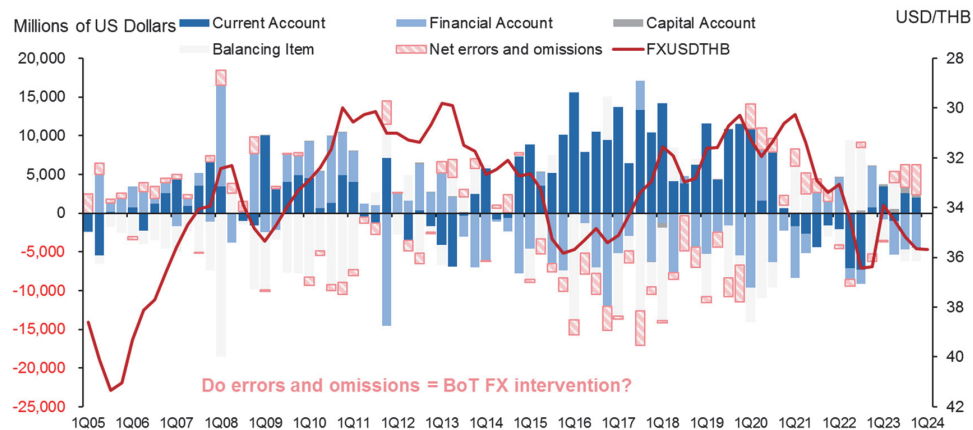
ทิศทางของค่าเงินบาทสามารถอธิบายได้ด้วยองค์ประกอบที่อยู่ในดุลการชำระเงิน (ดุลการชำระเงิน = ดุลบัญชีเดินสะพัด + ดุลบัญชีเงินทุน) ซึ่งในอดีตที่ผ่านมา ช่วงที่เงินบาทปรับแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง มักเป็นผลมาจากอุปสงค์ต่อเงินบาทที่สูง สะท้อนจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีเงินทุนอย่างต่อเนื่อง (ช่วงปี 2005-2008 และ 2016-2020) ขณะเดียวกัน ในช่วงที่อุปสงค์ต่อเงินบาทต่ำ ดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีเงินทุนคงที่หรือขาดดุลต่อเนื่อง ค่าเงินบาทมักเคลื่อนไหวผันผวนในทิศทางที่อ่อนค่า (ช่วงปี 2011-2015 และ 2021-2023) โดยในระยะถัดไป

เรามองว่ายังคงมีปัจจัยกดดันที่อาจส่งผลให้ค่าเงินบาทพลิกกลับไปอ่อนค่าได้ในระยะสั้น จากปัจจัยด้านฤดูกาลที่ค่าเงินบาทมักเคลื่อนไหวในทิศทางอ่อนตัวลงในช่วง เม.ย. - ก.ค. ที่

บริษัทข้ามชาติต่างๆ และนักลงทุนต่างชาติมักจะมีการโยกย้ายเงินปันผลที่ได้รับออกนอกประเทศ อีกทั้งภาคการท่องเที่ยวรวมถึงการส่งออกจะเข้าสู่ช่วง Low Season นอกจากนี้ การที่ธนาคารกลางยุโรปมีท่าทีแน่วแน่และส่งสัญญาณปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงก่อนธนาคารกลางสหรัฐฯ อาจทำให้ในระยะสั้น ค่าเงินยูโรมีทิศทางอ่อนตัวลง สนับสนุนดอลลาร์สหรัฐฯ ให้แข็งค่าขึ้นและอาจกดดันค่าเงินบาท อย่างไรก็ตาม จากมุมมองเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไปที่จะฟื้นตัวขึ้นได้ต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี จากทั้งภาคการส่งออกสินค้าที่ทั้งปีจะพลิกกลับมาเป็นบวก ภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นกลับไปใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 และการกลับทิศของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางหลักหลายแห่ง เราคาดว่าปัจจัยเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะส่งผลให้ประเทศไทยสามารถเกินดุลบัญชีเดินสะพัดได้แข็งแกร่ง อีกทั้งดุลบัญชีเงินทุนเคลื่อนย้ายมีแนวโน้มจะกลับทิศมาเกินดุลจากส่วนต่างดอกเบี้ยนโยบายของไทยกับต่างประเทศที่จะแคบลง โดยสรุปเรามองว่าค่าเงินบาทมีแนวโน้มเคลื่อนไหวในทิศทางที่ปรับแข็งค่าขึ้นตั้งแต่ช่วงเดือน สิงหาคม 2024 เป็นต้นไป จนถึงช่วงปลายไตรมาสที่ 1 ปี 2025

แผนภาพที่ 56: การเคลื่อนไหวของดุลการชำระเงิน ดุลบัญชีเดินสะพัด ดุลบัญชีเงินทุน และอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

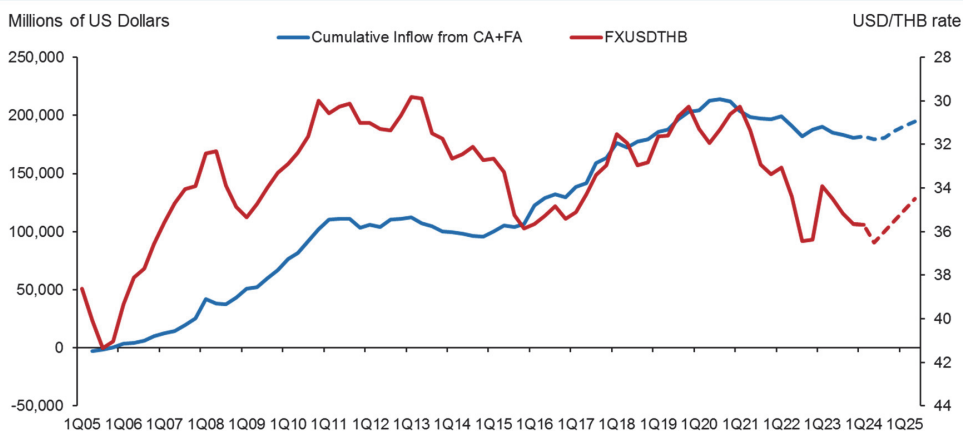
Thailand's Balance of Payments (US\$) on a quarterly basis vs. USD/THB



*Note: The lesser number for USDTHB indicates currency is appreciating and vice versa, Balancing item is based on the Author's own calculation.
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

แผนภาพที่ 57: ค่าเงินบาทมีแนวโน้มเคลื่อนไหวในทิศทางที่แข็งค่าขึ้นตั้งแต่ช่วงเดือน สิงหาคม 2024 เป็นต้นไป จนถึงช่วงปลายไตรมาสที่ 1 ปี 2025 ตามดุลการชำระเงินที่มีแนวโน้มเกินดุลมากขึ้น

Cumulative flows from Current Account and Financial Account (Millions of USD) vs. USD/THB



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

แผนภาพที่ 58: ค่าเงินบาทมักเคลื่อนไหวในทิศทางอ่อนค่าในช่วงเดือน เม.ย. - ก.ค. จากปัจจัยด้านฤดูกาล

USD/THB Seasonality

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2000	-0.53%	1.54%	-0.73%	0.63%	2.97%	-0.05%	5.46%	-1.09%	3.08%	4.53%	-0.58%	-0.81%
2001	-2.21%	1.46%	4.48%	1.35%	-0.53%	-0.31%	1.06%	-3.65%	0.95%	0.52%	-1.79%	0.71%
2002	-0.43%	-0.75%	-0.27%	-0.78%	-2.08%	-1.84%	1.11%	0.50%	2.46%	0.14%	0.37%	-0.71%
2003	-1.00%	0.07%	0.14%	0.00%	-2.59%	0.79%	-0.19%	-2.10%	-2.60%	-0.25%	0.00%	-0.80%
2004	-0.93%	0.05%	-0.04%	2.02%	1.27%	0.90%	0.84%	0.84%	-0.50%	-0.88%	-3.96%	-1.38%
2005	-0.86%	-0.83%	2.35%	0.83%	3.00%	1.67%	0.86%	-0.95%	-0.55%	-0.67%	1.13%	-0.50%
2006	-5.13%	0.44%	-0.55%	-3.45%	1.64%	-0.09%	-0.67%	-0.74%	-0.04%	-2.41%	-2.24%	-0.13%
2007	-2.79%	-2.30%	-5.15%	1.24%	1.07%	-3.58%	-6.19%	9.88%	-2.59%	-1.19%	-2.44%	-4.16%
2008	6.45%	-0.72%	0.83%	0.61%	2.65%	2.77%	0.33%	2.09%	-1.14%	3.64%	1.17%	-2.06%
2009	0.69%	3.49%	-1.96%	-1.38%	-1.94%	-0.73%	-0.09%	0.00%	-2.03%	0.24%	-0.54%	-0.30%
2010	0.06%	-0.90%	-1.52%	-0.37%	0.93%	-0.68%	-0.28%	-2.92%	-3.48%	-0.86%	0.67%	-0.43%
2011	2.70%	-0.97%	-0.85%	-1.32%	1.68%	1.19%	-3.09%	0.60%	3.97%	-1.51%	0.49%	2.50%
2012	-1.93%	-1.71%	1.18%	-0.29%	3.55%	-0.79%	-0.19%	-0.83%	-1.31%	-0.49%	0.03%	-0.39%
2013	-2.39%	-0.27%	-1.75%	0.10%	3.76%	2.44%	0.39%	2.88%	-2.80%	-0.22%	2.86%	2.00%
2014	0.95%	-1.49%	-0.31%	-0.19%	1.55%	-1.22%	-0.89%	-0.78%	1.60%	0.56%	0.74%	0.03%
2015	-0.21%	-1.34%	0.62%	1.48%	2.03%	0.33%	3.97%	1.91%	1.59%	-2.20%	0.53%	0.56%
2016	-0.95%	-0.11%	-1.24%	-0.71%	2.46%	-1.87%	-0.83%	-0.46%	0.00%	1.01%	2.03%	0.42%
2017	-2.09%	-0.48%	-1.69%	0.70%	-1.56%	-0.35%	-1.89%	-0.33%	0.45%	-0.33%	-1.69%	-0.15%
2018	-3.87%	0.45%	-0.99%	1.19%	1.65%	3.34%	0.11%	-1.27%	-1.31%	2.41%	-0.48%	-1.84%
2019	-3.51%	1.23%	0.43%	0.57%	-1.22%	-2.63%	0.07%	-0.33%	-0.25%	-1.22%	0.11%	-1.50%
2020	5.01%	0.93%	3.02%	-0.03%	-2.01%	-2.81%	1.11%	-0.58%	1.74%	-1.46%	-2.76%	-0.91%
2021	-0.37%	1.85%	2.62%	-0.27%	0.07%	2.64%	2.83%	-2.42%	4.55%	-0.90%	1.42%	-1.62%
2022	0.06%	-1.63%	1.68%	3.43%	-0.31%	2.86%	2.98%	0.59%	3.69%	0.36%	-7.63%	-1.80%
2023	-4.73%	7.19%	-2.96%	-0.37%	1.79%	1.80%	-3.09%	2.36%	4.15%	-1.01%	-2.31%	-3.20%
2024	4.10%	1.06%	1.37%	2.09%								
Avg:	-0.56%	0.25%	-0.05%	0.28%	0.83%	0.16%	0.15%	0.13%	0.40%	-0.09%	-0.62%	-0.69%
StdDev:	2.82	1.97	2.05	1.36	1.93	1.94	2.38	2.63	2.39	1.66	2.23	1.45
Pos:	32%	48%	44%	56%	67%	46%	54%	42%	50%	38%	54%	25%

ที่มา: TradingView TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตั้งแต่ที่มีการก่อตั้งธนาคารแห่งประเทศไทย มีผู้ว่าการฯ เพียง 4 ท่านเท่านั้นที่ถูกสั่งให้พ้นจากตำแหน่ง

ความขัดแย้งระหว่างภาครัฐและธนาคารแห่งประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้น และถูกพูดถึงเป็นวงกว้าง จากความเห็นของภาครัฐที่ต้องการให้ กนง. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ ขณะที่กรรมการส่วนมาก (5 ต่อ 2 เสียง) ที่มองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในจุดที่เหมาะสม และเป็นเครื่องมือจำเป็นโดยเฉพาะด้านการรักษาเสถียรภาพการเงินของประเทศ โดยความเป็นไปได้หนึ่งที่ถูกพูดถึงคือโอกาสที่ นายเศรษฐพุฒิ สุทธิวาทนฤพุฒิ ผู้ว่าฯ ธปท. คนปัจจุบัน อาจถูกสั่งปลดออกจากตำแหน่งก่อนครบกำหนดวาระ (ก.ย. 2568) เพื่อเปิดโอกาสให้ภาครัฐเข้ามามีบทบาทต่อนโยบายการเงินมากขึ้นในอดีต มีผู้ว่าฯ ธปท. ทั้งหมด 4 คนด้วยกันที่ถูกปลดจากตำแหน่งก่อนครบวาระ ประกอบด้วย

1. นายโชติ คุณะเกษม (3 พ.ค. 2502) ผู้ว่าคนที่ 9 จากสาเหตุพัวพันกรณีจ้างต่างชาติพิมพ์ธนบัตร
2. นายบุญฤทธิ์ ประจวบเหมาะ (13 ก.ย. 2527) ผู้ว่าคนที่ 13 โดยระบุเหตุว่า “เนื่องจากนายบุญฤทธิ์อยู่ในตำแหน่งมาครบ 4 ปีแล้ว จึงเห็นสมควรให้ผู้เหมาะสมมาดำรงตำแหน่งสืบแทน”
3. นายกำจร สิริกุล (5 มี.ค. 2533) ผู้ว่าคนที่ 14 จากปัญหาความขัดแย้งเรื่องอัตราดอกเบี้ย
4. ม.ร.ว.จตุรนต์ วัฒนกุล (30 พ.ค. 2544) ผู้ว่าคนที่ 19 โดยไม่ระบุสาเหตุชัดเจน

อย่างไรก็ดี ใน พรบ. ธนาคารแห่งประเทศไทย ฉบับปรับปรุงล่าสุด พ.ศ. 2551 มาตรา 28/19 ได้ระบุว่าการจะปลดผู้ว่าฯ ธปท. เป็นไปได้ใน 2 กรณี คือ 1) คณะรัฐมนตรีมีมติให้ออกโดยคำแนะนำของรัฐมนตรี เพราะมีความประพฤติเสื่อมเสียอย่างร้ายแรงหรือทุจริตต่อหน้าที่ หรือ 2) คณะรัฐมนตรีมีมติให้ออกโดยคำแนะนำของรัฐมนตรีหรือการเสนอของรัฐมนตรี โดยคำแนะนำของคณะกรรมการ ธปท. เพราะบกพร่องในหน้าที่อย่างร้ายแรงหรือหย่อนความสามารถ โดยมติดังกล่าวต้องแสดงเหตุผลในการให้ออกอย่างชัดเจน

หลังการปรับปรุง พรบ. ธปท. ดังกล่าว ทำให้ในทางปฏิบัติแล้ว ความเป็นไปได้นี้ยากขึ้นมากที่จะปลดผู้ว่าฯ ธปท. ให้พ้นจากตำแหน่ง ซึ่งนับว่าเป็นผลดีต่อเสถียรภาพและความเป็นอิสระของ ธปท. ทำให้มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งในสายตานักลงทุนทั้งไทยและต่างชาติ เราจึงมองว่าประเด็นความขัดแย้งระหว่างรัฐบาลและแบงก์ชาติครั้งนี้ไม่น่าลุกลามถึงขั้นนำไปสู่การปลดผู้ว่าฯ ธปท. ลงจากตำแหน่งแต่อย่างใด

แผนภาพที่ 59: มีผู้ว่าการ ธปท. ทั้งสิ้นเพียง 4 ท่านเท่านั้น ที่ถูกสั่งให้หยุดปฏิบัติหน้าที่และพ้นจากตำแหน่งก่อนหมดวาระ

BoT Governors that have been discharged

BoT Governor	Cause
Mr. Jote Guna-Kasem (24 Jul 1958 – 3 May 1959) 9 th governor of the BoT	He was fired by Prime Minister Sarit Thanarat for his involvement in hiring foreigners to print banknotes.
Mr. Nukul Prachuabmoh (1 Nov 1979 - 13 Sep 1984) 13 th governor of the BoT	He was fired by Mr. Sommai Huntrakul, Minister of Finance for policy conflicts. It was a time when the country was experiencing economic problems, including high oil prices and high inflation. At this time, the establishment of a deposit insurance institution was proposed to protect the interests of depositors.
Mr. Kamchorn Sathirakul (14 Sep 1984 – 5 Mar 1990) 14 th governor of the BoT	He was fired by Mr. Pramuan Sabhavasul, Minister of Finance due to conflicts over interest rates. At that time, the currency was adjusted to weaken so that exports and tourism benefited, and the economy was hot, as was inflation; hence, the governor raised the policy interest rate, which the Minister disagreed with.
Mr. Chatu Mongkol Sonakul (7 May 1998 – 30 May 2001) 19 th governor of the BoT	He was dismissed by Dr. Somkid Jatusripitak, Minister of Finance due to policy conflicts on various issues: value of the baht, commercial bank lending criteria, and policy rate. The governor maintained low interest rates, but the government wanted the Bank of Thailand to increase interest rates in order to raise interest rates for depositors.

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

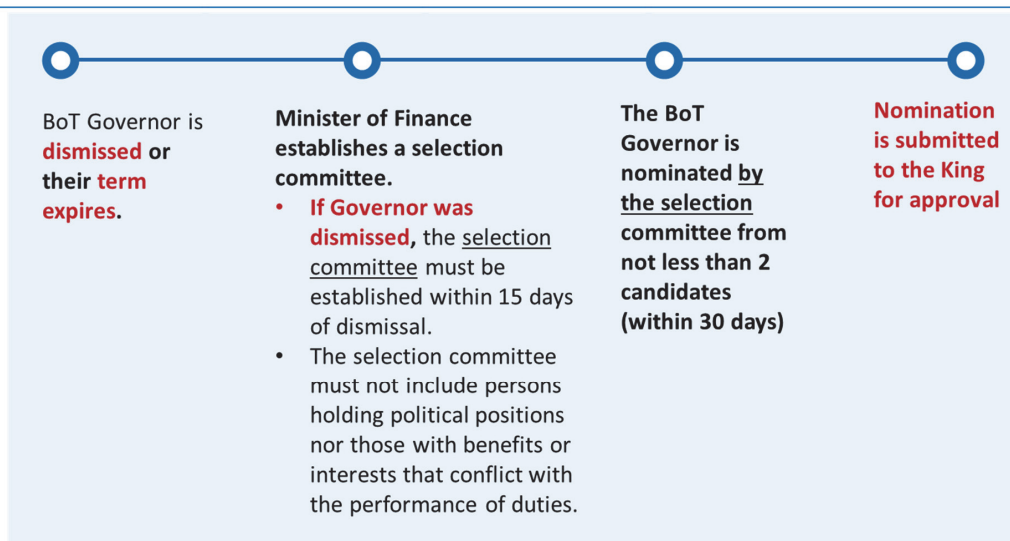
คณะกรรมการคัดเลือก (7 องค์กร) จะถูกแต่งตั้งโดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง ซึ่งมีหน้าที่ในการสรรหา และคัดเลือกผู้ที่มีความเหมาะสมเพื่อดำรงตำแหน่งผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย

หากมีการปลดผู้ว่าการฯ ออกจากตำแหน่งหรือครบวาระ กระบวนการสรรหาผู้ว่าฯ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะเริ่มต้นขึ้นจากการจัดตั้ง ‘คณะกรรมการคัดเลือก’ ซึ่งแต่งตั้งโดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง โดยจะประกอบด้วยกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิทั้งสิ้น 7 ท่าน คัดสรรมาจากอดีตบุคคลที่เคยดำรงตำแหน่งสำคัญใน 10 ในตำแหน่งบริหารงานด้านเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ ซึ่งกรรมการคัดเลือกทั้ง 7 ท่าน จะต้องไม่เป็นผู้ดำรงตำแหน่งทางการเมือง และไม่มีผลประโยชน์ หรือส่วนได้ส่วนเสียที่ขัดต่อ

การปฏิบัติหน้าที่ เพื่อรับประกันว่าผู้ที่ได้รับการคัดเลือกเข้ามาเพื่อคัดเลือก ผู้ว่าการ ธปท. และสมาชิกคณะกรรมการ ธปท. ระดับสูงอื่นๆ จะไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนทางการเมืองอันจะก่อให้เกิดเสียงวิพากษ์วิจารณ์ หรือทำให้การทำงานของแบงก์ชาติไม่เป็นอิสระเท่าที่ควร ทั้งนี้ กรณีที่ผู้ว่าฯ ถูกปลดให้พ้นจากตำแหน่งจะต้องมีการจัดตั้งคณะกรรมการคัดเลือกภายใน 15 วัน นับจากวันที่มีการปลดผู้ว่าฯ ให้พ้นจากตำแหน่ง อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ลงจากตำแหน่งจากการครบวาระตามปกติ กระบวนการสรรหาจะต้องเริ่มดำเนินการภายใน 90 วัน ก่อนครบวาระ และจากนั้นจึงจะเข้าสู่ขั้นตอนการสรรหาและทำการคัดเลือกผู้ที่มีความเหมาะสมภายใน 15 วัน และนำขึ้นทูลเกล้าฯ ก่อนจะดำเนินการแต่งตั้งในลำดับถัดไป

แผนภาพที่ 60: กรณีที่ผู้ว่าฯ ถูกปลดจากตำแหน่งจะต้องจัดตั้งคณะกรรมการภายใน 15 วัน ขณะที่ในกรณีที่ครบวาระตามปกติ จะต้องดำเนินการจัดตั้งคณะกรรมการคัดเลือกภายใน 90 วัน ก่อนครบวาระการดำรงตำแหน่ง

BoT Governor Recruitment



Note: The Ministry of Finance must set up a selection committee before the governor. The current person has completed his term for at least 90 days, or if the Governor leaves office before the end of his term, the Minister must set up a selection committee within 15 days after the governor leaves office.

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

แผนภาพที่ 61: รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังมีอำนาจแต่งตั้งคณะกรรมการคัดเลือก ซึ่งจะต้องมาจากการทรงคุณวุฒิทั้งสิ้น 7 ท่าน จากบุคคลที่เคยดำรงตำแหน่งสำคัญใน 10 สถาบันที่บริหารงานด้านเศรษฐกิจและการเงินของประเทศ

Qualifications of Selection Committee



Note: BoT : Bank of Thailand, SEC : The Securities And Exchange Commission, FPO: Fiscal Policy Office, COS: Office of the Council of State, NESDC: Office of the National Economic and Social Development Council and OIC: Office Of Insurance Commission

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

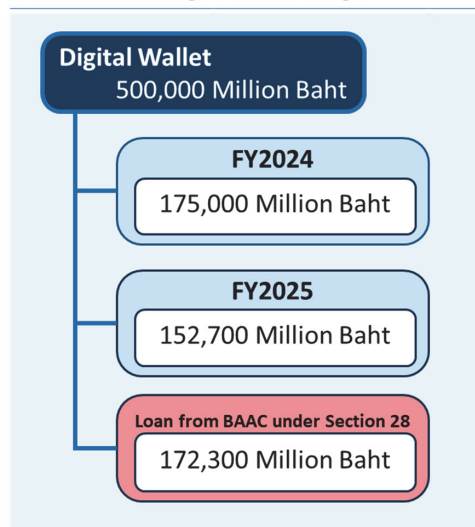
มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่าง Digital wallet มีความคืบหน้ามากขึ้น

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่าง Digital wallet มีความคืบหน้ามากขึ้น โดยงบประมาณมีกรอบวงเงินจำนวน 500,000 ล้านบาท ซึ่งจะมาจาก 3 แหล่ง ได้แก่ 1) เงินจากงบประมาณประจำปี FY2024 จำนวน 175,000 ล้านบาท 2) เงินจากงบประมาณประจำปี FY2025 จำนวน 152,700 ล้านบาท และ 3) เงินจากการกู้ยืม.ก.ส. (ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร) จำนวน

172,300 ล้านบาท โดยผู้มีสิทธิ์ที่จะได้รับเงิน Digital wallet จะต้องลงทะเบียนเพื่อใช้งานในไตรมาสที่ 3 ปี 2024 และจะสามารถใช้เงินดังกล่าวได้ในไตรมาสที่ 4 ในปีเดียวกัน แต่หากพิจารณาจากวิธีการนำเงิน Digital wallet ไปขึ้นเป็นเงินสดนั้น ร้านค้าจะไม่สามารถแลกเป็นเงินสดได้ในทันทีหลังจากที่ประชาชนใช้จ่าย แต่จะสามารถถอนเงินสดได้เมื่อมีการใช้จ่ายตั้งแต่ในรอบที่ 2 เป็นต้นไป และร้านที่ถอนเงินสดได้จะต้องอยู่ในระบบภาษี

แผนภาพที่ 62: แหล่งที่มาของงบประมาณการกระตุ้นเศรษฐกิจ Digital wallet และวิธีการนำ Digital wallet ไปขึ้นเป็นเงินสด

Breakdown of the Digital Wallet's Budget



Eligibility and Key Conditions



ที่มา: PHUE THAI PARTY, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

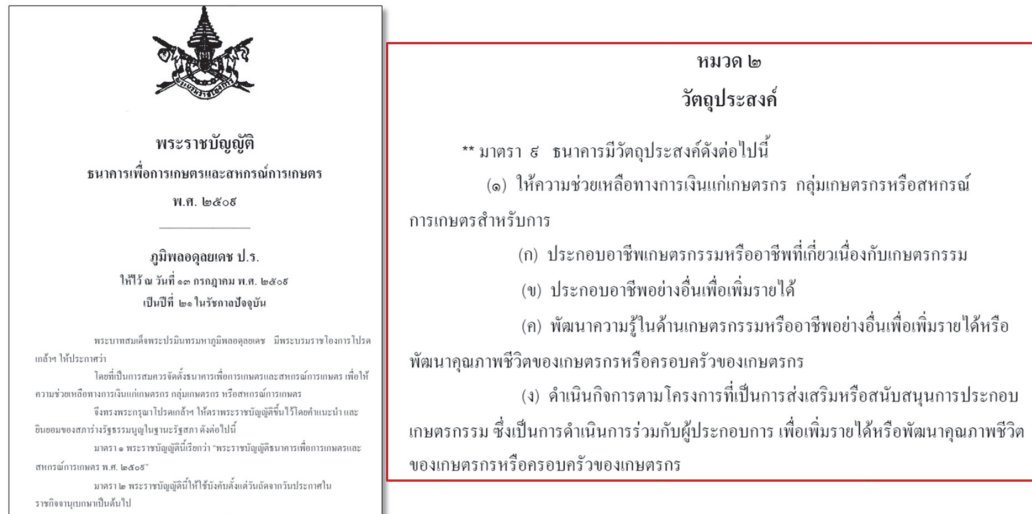
งบประมาณที่ใช้สำหรับดำเนินการในโครงการ Digital Wallet ส่วนที่มาจาก การกู้ยืม.ก.ส. (ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร) อาจมีอุปสรรคเนื่องจากมีความเสี่ยงที่จะขัดกับ พรบ. จัดตั้ง .ก.ส.

งบประมาณที่ใช้สำหรับดำเนินการในโครงการ Digital wallet ในส่วนที่กู้มาจาก .ก.ส. นั้นอาจยังมีอุปสรรคเนื่องจากมีความเสี่ยงที่จะขัดกับ พรบ. จัดตั้ง .ก.ส. ในหมวดที่ 2 มาตรา 9 ที่ระบุว่า .ก.ส. มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินงานเพื่อให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่เกษตรกร กลุ่มเกษตรกรหรือสหกรณ์

การเกษตร ซึ่งมาตรการ Digital wallet สามารถถูกมาแจกเกษตรกรที่ขึ้นทะเบียนกับ .ก.ส. ไว้ได้ซึ่งมีจำนวน 8.8 ล้านคน ขณะที่จำนวนเกษตรกรตามที่รัฐ ได้มีการประเมินอยู่ที่ราว 17.23 ล้านคน จึงทำให้ .ก.ส. ยังไม่มีข้อมูลเกษตรกรในมือครบถ้วนเพียงพอ อีกทั้งการแจกเงิน Digital Wallet อาจไม่เข้าข่ายเงื่อนไขการดำเนินการกิจการ เนื่องจากโครงการ Digital Wallet ไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อส่งเสริมหรือสนับสนุนการประกอบเกษตรกรกรรม ทั้งนี้ ยังมีความเป็นไปได้ที่จะตีความว่าการแจกเงินเป็นการเพิ่มรายได้และยกระดับคุณภาพชีวิตของพี่น้องเกษตรกร ตาม วรรค ๑.

แผนภาพที่ 63: ธ.ก.ส. มีวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกิจเพื่อให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่เกษตรกร กลุ่มเกษตรกรหรือสหกรณ์การเกษตร ตามหมวดที่ 2 มาตรา 9 ของ พรบ. จัดตั้ง ธ.ก.ส.

The Bank for Agriculture and Agricultural Cooperatives Act



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

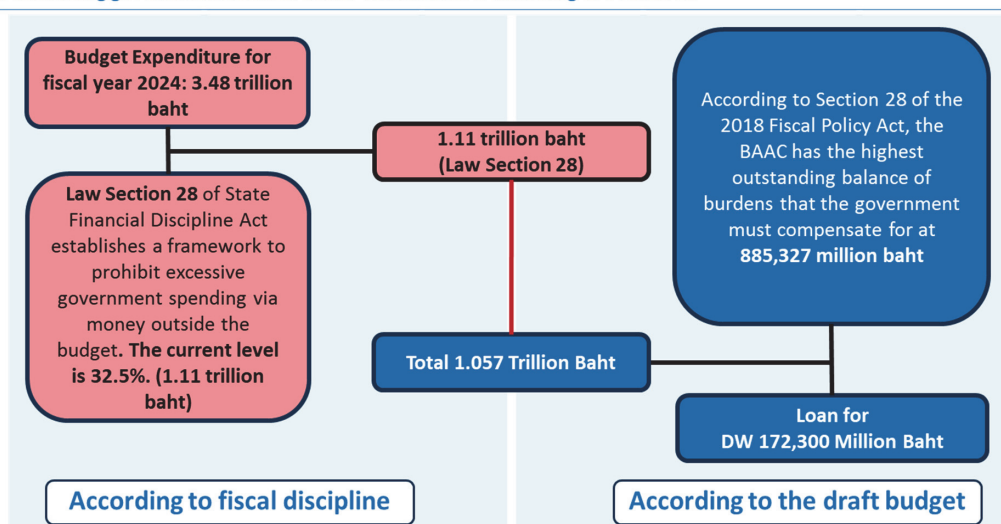
รัฐบาลมีความเสี่ยงที่จะผิดวินัยการคลังตามที่กฎหมายกำหนดไว้หากเกินหน้า 172,300 ล้านบาท จาก ธ.ก.ส.

อีกหนึ่งอุปสรรคสำคัญที่เป็นข้อจำกัดในการกู้เงินจาก ธ.ก.ส. คือมาตรา 28 ของ พรบ. วินัยการคลังซึ่งระบุไว้ว่ารัฐบาลต้องมีงบประมาณที่มีภาระผูกพันที่ต้องใช้คืนไม่เกิน 32.5% ของงบประมาณเบิกจ่ายประจำปี หรือประมาณ 1.11 ล้านล้านบาท โดยปัจจุบันนั้น ธ.ก.ส. นั้น มีลูกหนี้รอชดเชยจากรัฐบาลตามธุรกรรมนโยบายรัฐ จำนวน 619,174 ล้านบาท และรวมกับที่รัฐบาลมีหนี้

สินค้างชำระ ธ.ก.ส. ในโครงการรับจำนำสินค้าเกษตร ประมาณ 266,153 ล้านบาท รวมทั้งหนี้ที่รัฐบาลติด ธ.ก.ส. ทั้งสิ้น 885,327 ล้านบาท และหากรัฐบาลเกินหน้าด้วยการกู้เงินจาก ธ.ก.ส. อีก 172,300 ล้านบาท จะทำให้รัฐบาลมีภาระหนี้ผูกพันที่ต้องชดเชยกับ ธ.ก.ส. สูงถึง 1.05 ล้านล้านบาท ซึ่งใกล้เคียงกับจำนวนที่กฎหมายกำหนด และอาจถูกร้องเรียน หรือผิดวินัยฯ ได้หากมูลหนี้คงค้างเพิ่มขึ้นจากการดำเนินการอื่นใดในอนาคต

แผนภาพที่ 64: รัฐบาลมีความเสี่ยงที่จะผิดวินัยการคลังตามที่กฎหมายกำหนดไว้หากเกินหน้า 172,300 ล้านบาท จาก ธ.ก.ส.

Outstanding government debt burden vs violation level according to Section 28



ที่มา: MOAC, thaigov.go.th, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team



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



เมธัส รัตนช้อน
Economist
(66) 2633 6486
methas@tisco.co.th



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



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



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



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

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

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

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