

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

Upside ของ S&P500 มีจำกัดที่ราว 5,500 จุด แม้แรงกดดันจาก Bond yield จะลดลง แต่ตลาดหุ้นอาจไม่ปรับเพิ่มขึ้นมากนัก

การเติบโตของเศรษฐกิจเริ่มถูกปรับขึ้นอย่างกระจายตัว Valuation ของกลุ่ม Emerging markets ยังถูก และได้ประโยชน์จากแนวโน้มอ่อนค่าลงของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

แต่มีความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• Special Issue	7
• ตลาดหุ้น	11
• ตลาดตราสารหนี้	17
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	20
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	28
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	29
• เศรษฐกิจยุโรป	37
• เศรษฐกิจจีน	43
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	48
• เศรษฐกิจไทย	52

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว 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

คาดการณ์การเติบโตเศรษฐกิจเริ่มถูกปรับขึ้นอย่างกระจายตัวในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ทั้งในยุโรป และประเทศกำลังพัฒนา (Emerging markets) ท่ามกลางสภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง จากการเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสำคัญหลายประเทศ รวมถึงจากการประกาศกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน

สำหรับตลาดหุ้นสหรัฐฯ เรามองว่า Upside ของตลาดหุ้นสหรัฐฯมีจำกัด โดยหากสมมติให้ Earnings yield gap เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 1% ใกล้เคียงกับช่วงต้นปี และ Bond yield ปรับลดลงเป็น 4% ดัชนี S&P500 จะอยู่ที่ระดับ 5,500 จุด สูงกว่าระดับในปัจจุบันไม่ถึง 1% สะท้อนว่าถึงแม้ Bond yield จะปรับลดลงเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปี แต่ตลาดหุ้นอาจไม่ปรับเพิ่มขึ้นมากนัก

ในขณะที่ Valuation ของกลุ่ม Emerging markets ยังถูก โดยตลาดในปัจจุบันซื้อขายตลาดหุ้นในกลุ่ม Emerging markets ณ Valuation ที่ถูกเกินไป เมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed markets) ซึ่งชี้ว่าตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets มี Upside มากกว่าตลาดหุ้นกลุ่ม Developed markets 10-15% นอกจากนี้ทิศทางนโยบายการเงินโลกที่เริ่มพลิกกลับมาผ่อนคลายลง ตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มอ่อนค่าลง ส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets

ประเด็นสำคัญในช่วงที่เหลือของปี คือ การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ซึ่งจะจัดขึ้นในวันที่ 5 พ.ย. นี้ โดยชัยชนะของนาย Trump จะเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันทางการค้าของสหรัฐฯ และสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศ ส่งผลให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯอาจปรับขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อาจแข็งค่าขึ้น หลังการเลือกตั้ง แต่ตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ รวมถึงตลาดหุ้นในกลุ่ม Emerging markets อาจถูกเทขายจากความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้า

ในทางกลับกัน หากนาย Biden ชนะการเลือกตั้ง อาจทำให้ความกังวลในช่วงเลือกตั้งคลายลง ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets อาจปรับขึ้น

ดังนั้น เรามองว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงจะส่งผลให้ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets outperform ตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ ได้ในช่วงครึ่งหลังของปี แต่ความไม่แน่นอนจากผลการเลือกตั้งปธน.สหรัฐฯ อาจเป็นจุดเปลี่ยนนโยบายการค้าหลังจากนั้น ทำให้เรายังคงแนะนำลงทุนตลาดหุ้นในกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน เพื่อหลีกเลี่ยงผลลบจากประเด็นการค้ากับจีนในช่วงหาเสียง และแนะนำให้ลดน้ำหนักหุ้น Emerging markets ไม่รวมจีน ก่อนการเลือกตั้งในวันที่ 5 พ.ย. นี้ เพื่อลดความเสี่ยงจากผลการเลือกตั้ง

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- Upside ของ S&P500 มีจำกัดที่ราว 5,500 จุด แม้แรงกดดันจาก Bond yield จะลดลง แต่ตลาดหุ้นอาจไม่ปรับเพิ่มขึ้นมากนัก
- การเติบโตของเศรษฐกิจเริ่มถูกปรับขึ้นอย่างกระจายตัว Valuation ของกลุ่ม Emerging markets ยังถูก และได้ประโยชน์จากแนวโน้มอ่อนค่าลงของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ
- แต่มีความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งปธน.สหรัฐฯ แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้					- เรายังคงประเมิน Bond yield ที่ระดับ 4% ในช่วงปลายปี จากปริมาณ Bond supply ที่จะลดลง ตามการชะลอ QT ของ Fed - อย่างไรก็ตาม Bond yield อาจปรับลดลงได้จำกัดในระยะสั้น จากแนวโน้มดอกเบี้ยที่ยังอยู่ต่ำกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณใน Dot plot เล็กน้อย - ลดน้ำหนัก Overweight
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- ตลาดแรงงานเริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอลง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเริ่มลดลงต่อเนื่อง - Fed ส่งสัญญาณ Hawkish มากขึ้น โดยอาจคงดอกเบี้ยสูงนานขึ้น - ตลาดประเมิน Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้อย่างเร็วสุดในเดือน ก.ย. นี้ - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย					- เศรษฐกิจค่อยๆฟื้นตัวขึ้น แต่ภาพรวมยังคงค่อนข้างอ่อนแอ - รัฐบาลผ่านร่าง พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 และเริ่มเห็นการเบิกจ่าย - ราคาตัว กนง. น่าจะคงดอกเบี้ยในปีนี้อย่างน้อย 1 ครั้ง (-25 bps) - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน					- ภาคการผลิตยังฟื้นตัวไม่ชัดเจน แต่ส่งออกฟื้นตัวขึ้น - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก ทางกรมการเริ่มออกมาตรึงการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ - แต่สัญญาณ Sentiment ยังไม่ยั่งยืน มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวข้องเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯเป็นระยะ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะรุนแรงขึ้นในช่วงใกล้เลือกตั้งปธน. สหรัฐฯซึ่งจะจัดขึ้นในเดือน พ.ย.นี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- เศรษฐกิจยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวชัดเจน - คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น สวนทางกับประเทศอื่นๆ - Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป					- เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น มีแนวโน้มขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่เหลือของปี - ECB เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง - คาดการณ์กำไรบริษัทน่าจะผ่านพ้นจุดต่ำสุด และอาจถูกปรับขึ้น ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และการเลือกตั้งในฝรั่งเศส - Valuation อยู่ในระดับถูก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้น EM ex. China					- ตลาดหุ้นกลุ่ม EM อาจปรับขึ้นมานำตลาดหุ้นกลุ่มอื่นๆ ตามทิศทางเศรษฐกิจโลกที่กลับมาฟื้นตัวขึ้น - คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นกลุ่ม EM ไม่นับรวมจีนยังไม่ได้ถูกปรับขึ้นในสัดส่วนที่สอดคล้องกับกำไรในไตรมาส 1 ที่ขยายตัวแรง และสูงกว่าคาดเป็นอย่างมาก - มีความเสี่ยงจากผลการเลือกตั้งสหรัฐฯ โดยเฉพาะหากทรัมป์ชนะการเลือกตั้งในวันที่ 5 พ.ย. - Valuation อยู่ในระดับถูก - คงคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- ราคาทองคำปรับขึ้นจากประเด็นสงคราม เป็นปัจจัยบวกหนุนราคาให้ทรงตัวในระดับสูงที่ราว 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ในช่วงไตรมาส 3 - มีอุปสงค์จากประเทศกำลังพัฒนาเป็นแรงซื้อหลัก - คงคำแนะนำ Neutral
น้ำมัน					- ประเมินราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3 - อุปสงค์เพิ่มสูงขึ้นจากปัจจัยตามฤดูกาล ระดับคลังน้ำมันดิบสหรัฐฯ น่าจะปรับลดลงในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค. - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs					- 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) - มี Upside จำกัดจาก Bond yield ที่ปรับลดลงมาอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับแนวโน้มดอกเบี้ยมากขึ้น - ลดน้ำหนักเป็น Neutral

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,306	-0.4%	-0.0%	-4.7%	-5.9%	-7.0%	-7.7%	-14.2%
Philippines PCOMP	6,158	-0.3%	-3.6%	-7.2%	-11.6%	-4.8%	-4.5%	-4.1%
Indonesia JCI	6,880	1.4%	0.4%	-4.3%	-6.2%	-4.6%	-5.4%	2.6%
Singapore STI	3,306	-0.1%	-0.6%	-0.1%	2.7%	6.2%	2.0%	2.6%
Malaysia KLCI	1,590	-0.4%	-1.2%	-2.0%	3.2%	9.3%	9.3%	14.1%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	18,029	-0.5%	0.5%	-6.2%	6.9%	8.5%	5.8%	-6.2%
China H HSCEI	6,440	-0.5%	1.0%	-5.6%	9.1%	14.6%	11.6%	-1.0%
MSCI China	60	-0.8%	0.7%	-5.3%	7.6%	8.9%	7.2%	-2.6%
China CSI300	3,496	-0.7%	-1.3%	-4.9%	-2.4%	4.9%	1.9%	-9.5%
Taiwan TWSE	23,253	0.8%	3.3%	9.5%	15.1%	32.5%	29.7%	35.2%
Korea KOSPI	2,784	0.4%	0.9%	2.2%	1.1%	7.1%	4.9%	7.8%
MSCI Korea	887	0.5%	2.2%	4.1%	1.5%	9.7%	6.7%	11.0%
India SENSEX	77,210	0.2%	0.5%	4.4%	6.3%	9.0%	6.9%	21.5%
MSCI India	2,862	0.3%	0.7%	4.5%	10.4%	17.9%	15.1%	35.0%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,796	-0.0%	0.9%	-0.7%	0.2%	3.9%	2.7%	6.6%
Japan TOPIX	2,725	-0.1%	-0.8%	-1.3%	-2.6%	17.1%	15.1%	18.7%
Japan Nikkei 225	38,596	0.2%	-0.6%	-0.9%	-5.4%	16.5%	15.3%	15.0%
Europe STOXX600	514	0.9%	0.7%	-1.6%	0.9%	7.9%	7.4%	12.6%
Euro STOXX50	4,908	1.3%	1.4%	-2.8%	-2.9%	8.5%	8.5%	13.5%
US Dow Jones	39,135	0.8%	1.1%	-1.9%	-1.6%	4.6%	3.8%	15.3%
US S&P500	5,473	-0.3%	1.0%	2.9%	4.4%	15.3%	14.7%	25.4%
MSCI US REITs	1,206	-0.4%	0.2%	-0.3%	-1.4%	-2.8%	-3.4%	3.7%
J-REITs	1,728	-0.1%	0.3%	-3.0%	-4.0%	-2.9%	-4.3%	-7.3%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,192	0.8%	0.6%	-2.7%	3.9%	6.5%	5.9%	8.4%
Germany DAX	18,146	1.0%	0.8%	-3.1%	-0.2%	8.7%	8.3%	13.2%
France CAC 40	7,626	1.3%	1.6%	-6.3%	-6.8%	0.7%	1.1%	5.0%
Switzerland SMI	12,012	0.6%	-0.3%	0.1%	2.6%	7.9%	7.8%	7.5%
Portugal PSI 20	6,598	1.7%	0.9%	-4.5%	6.8%	3.3%	3.1%	9.9%
Spain IBEX 35	11,016	0.9%	0.2%	-2.8%	1.4%	9.0%	9.0%	16.7%
Italy FTSE MIB	33,314	1.4%	2.0%	-3.7%	-3.0%	10.0%	9.8%	20.7%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	120,446	0.2%	0.7%	-5.5%	-6.0%	-8.9%	-10.2%	0.0%
Chile IPSA	6,589	0.0%	0.8%	-1.8%	1.4%	8.5%	6.3%	13.9%
Mexico MEXBO	53,333	0.0%	2.0%	-6.0%	-5.9%	-7.2%	-7.1%	-1.4%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	572	-0.1%	1.6%	1.0%	6.0%	11.2%	8.2%	9.4%
MSCI Latin America	2,184	0.6%	1.4%	-12.1%	-13.6%	-16.9%	-18.0%	-12.5%
MSCI All Country World	804	-0.1%	0.9%	1.1%	2.7%	11.7%	10.6%	19.0%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	81.25	0.7%	3.3%	2.5%	0.2%	10.0%	13.4%	12.0%
Brent Spot	85.64	0.8%	3.7%	3.3%	-0.2%	7.9%	11.2%	11.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.39	0.05	0.39	0.77	-0.32	-1.11	-1.00	-0.20
Gold Spot	2363.59	1.2%	1.3%	-2.4%	8.4%	15.8%	14.6%	22.3%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2507.38	-0.2%	-0.5%	-0.3%	-2.2%	-5.7%	-5.8%	-13.9%
Bloomberg Agri Subindex	58.25	-1.0%	-3.0%	-5.5%	-2.7%	-6.8%	-6.7%	-19.6%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	318.04	0.1%	0.2%	0.6%	-1.1%	1.5%	1.2%	1.8%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	218.59	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%	1.1%	1.1%	1.9%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	312.61	0.0%	0.1%	0.4%	-0.3%	1.2%	1.2%	2.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	415.44	0.1%	0.2%	0.7%	-0.8%	1.6%	1.3%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	266.27	0.0%	0.1%	0.4%	-0.1%	1.3%	1.2%	2.0%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.35	-0	1	4	11	-1	-2	31
2Y	2.36	0	-1	-4	21	1	1	22
5Y	2.47	-1	-3	-8	22	0	2	12
10Y	2.70	-1	-6	-13	16	-5	1	9
Spread 10Y-2Y	35	-1	-5	-9	-5	-6	-0	-13
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.23	4	1	-18	-4	34	35	51
Japan 10Y	0.98	3	3	-1	23	39	36	59
UK 10Y	4.04	-1	-2	-9	4	51	50	-37
German 10Y	2.37	3	1	-13	-4	40	34	-7
Spain 10Y	3.24	0	-5	-2	3	34	25	-13
Italy 10Y	3.89	1	-4	9	22	31	19	-16
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	13.45	0.2	1.5	1.6	0.5	-0.2	1.0	0.3
Dollar index	105.76	0.3%	0.5%	1.1%	1.7%	3.8%	4.4%	3.6%
USD/THB	36.65	0.2%	-0.1%	0.8%	1.0%	5.4%	7.0%	5.2%
EUR/USD	1.07	-0.4%	-0.1%	-1.5%	-1.5%	-2.7%	-3.2%	-2.6%
GBP/USD	1.26	-0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.7%	-0.9%
USD/JPY	158.97	0.6%	1.0%	1.8%	4.8%	11.7%	12.7%	12.0%
USD/CNY	7.26	0.0%	0.1%	0.3%	0.9%	1.7%	2.3%	1.1%
USD/CNH	7.29	0.2%	0.2%	0.6%	0.9%	2.0%	2.3%	1.5%

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

As of

6/21/2024

SPECIAL ISSUE

ทางแยกของการลงทุนหลัง เลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ

นโยบายการคลังเข้ามามีบทบาททางเศรษฐกิจมากขึ้นหลังการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในปี 2020 โดยงบประมาณมูลค่ามหาศาลที่รัฐบาลใช้เพื่อช่วยเหลือประชาชน และฟื้นฟูเศรษฐกิจได้กลายเป็นหนึ่งในปัจจัยหนุนเงินเฟ้อ จนทำให้ Fed ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างรวดเร็วในหลายปีต่อมา

นโยบายที่แตกต่างกันของสองตัวเต็งชิงตำแหน่งประธานาธิบดี (ประธานาธิบดี) ได้แก่ นายโจ ไบเดน ประธานาธิบดีคนปัจจุบันจากพรรคเดโมแครต และนายโดนัลด์ ทรัมป์ ประธานาธิบดีคนก่อนจากพรรคริพับลิกัน จะส่งผลต่อทิศทางของดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ

แผนภาพที่ 1: ชัยชนะของทรัมป์อาจทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ระบายขึ้นในระยะสั้น แต่อาจเป็นปัจจัยหนุนเงินเฟ้อและทำให้บอนด์ยีลด์ปรับเพิ่มขึ้น

Areas	Biden	Trump
Tax policy	Corporate tax: raise to 28% Individual income tax: Increase top rate to 39.6% on income above \$400,000	Corporate tax: lower from 21% to 20% Individual income tax: extend individual income tax cuts from the 2017 Tax Cuts and Jobs Act
Trade policy	- Biden has kept most of Trump's tariffs in place - Raised tariffs on targeted range of products; steel, aluminum, green energy, and medical goods	- Trump started trade wars not just with China, but also with the EU and UK - Proposed a universal 10% tariff on all US imports - Impose a 60% tariff on all US imports from China
Foreign relations	Israel-Palestine: Biden reenacted funding and continued long-standing military aid to Israel. Ukraine aid: has repeatedly urged Congress to continue funding Ukraine China-Taiwan: won't rule out use of U.S. military to defend Taiwan	Israel-Palestine: Strong supporter of Israel; moved the US embassy to Jerusalem from Tel Aviv in 2018 and ceased aid to Palestinian refugees Ukraine aid: Would not intervene in a Russia-NATO conflict if allies did not meet their financial obligations to the bloc China-Taiwan: Did not give a direct answer when asked, instead said Taiwan took all of the US chip business: "We should have tariffed them."
Healthcare	Lowered prescription drugs costs for seniors, expanded coverage, and lowered costs	Replace the Affordable Care Act; make it better, stronger, and less expensive
Energy	Provided nearly \$375 billion for things like financial incentives for electric cars and clean energy projects in his Inflation Reduction Act	Increase oil drilling on public lands, offer tax breaks to oil, gas, and coal producers, speed the approval of natural gas pipelines
Market impacts	↑: Gold, defense stocks, EM equities	↑: US equities, US small cap, bond yields, US dollar

ที่มา: Tax Foundation, The Foreign Policy Centre, Aljazeera, Washington post, abc new, Investopedia, BBC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); updated on 24 June 2024

ด้านภาษี: โบนัสเพิ่ม ทรัมป์ลด

ไบเดนมองว่าอัตราภาษีในปัจจุบัน เอื้อประโยชน์ให้กับภาคธุรกิจและผู้มีรายได้สูงมากเกินไป ต้องการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนิติบุคคล (Corporate tax) เป็น 28% จากปัจจุบันที่ 21% และปรับเพิ่มอัตราภาษีส่วนบุคคล (Individual tax) กรอบสูงสุดเป็น 39.6% จากปัจจุบันที่ 37% รวมถึงให้จัดเก็บภาษีจากกำไรที่ได้จากการลงทุนระยะยาว (Long-term capital gains) และเงินปันผล (Qualified dividends) ที่อัตราภาษีส่วนบุคคล สำหรับผู้มีรายได้สูง (Taxable income above \$1 million) จากปัจจุบันที่มีอัตราสูงสุดที่ 20%

ส่วนทรัมป์ ต้องการลดอัตราดอกเบี้ยนิติบุคคล (Corporate tax) ลงเป็น 20% และต่ออายุการใช้อัตราภาษีส่วนบุคคลที่อัตรา

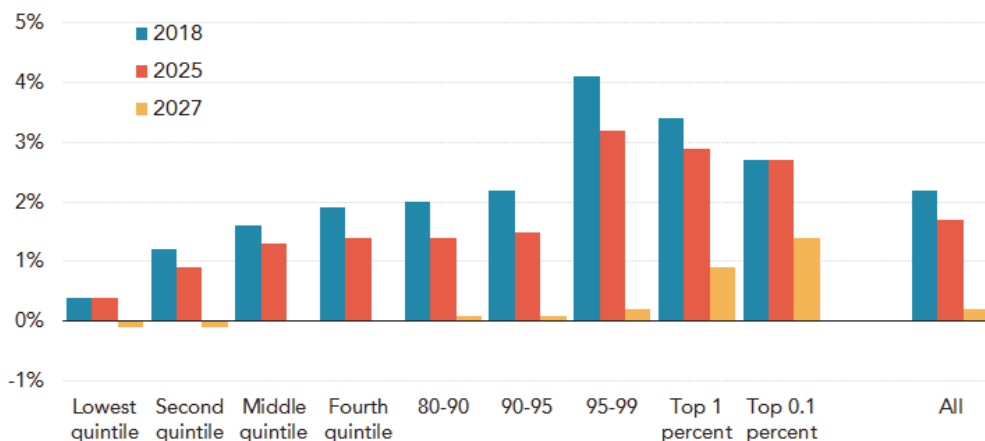
ปัจจุบันต่อไป จากปัจจุบันที่มีกำหนดหมดอายุในสิ้นปี 2025 ซึ่งล่าสุดทรัมป์เสนอให้ยกเลิกภาษีส่วนบุคคล เนื่องจากมาตรการกำแพงภาษีที่จะออกเพิ่มเติมจะทำให้รัฐมีรายได้จากภาษีนำเข้าชดเชยภาษีส่วนบุคคลที่จะยกเลิกไป

อย่างไรก็ดี รายได้จากภาษีนำเข้าอาจน้อยกว่าที่ทรัมป์หาเสียง เนื่องจากสหรัฐฯ มีมูลค่าสินค้านำเข้าในปี 2023 ประมาณ 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งในจำนวนนั้นมีมูลค่าสินค้านำเข้าจากจีน 4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หากเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากทุกประเทศที่ 10% และสินค้าจากจีนที่ 60% ตามที่เสนอ จะก่อให้เกิดรายได้ราว 5.5 แสนล้าน คิดเป็นเพียง 25% ของรายได้จากภาษีส่วนบุคคล (ที่ 2.2 ล้านล้านดอลลาร์ในปี 2023)

แผนภาพที่ 2: Tax Policy Center ประเมินว่าเงินได้หลังหักภาษีของผู้มีรายได้สูง เพิ่มขึ้นมากที่สุด

FIGURE 1

Percent Change in After-tax Income of the Conference Agreement for the Tax Cuts and Jobs Act
By expanded cash income percentile, 2018, 2025, and 2027



Source: Urban-Brookings Tax Policy Center Microsimulation Model (version 0217-1).

ที่มา: Tax Policy Center

ด้านการค้า: กีดกันการค้าเหมือนกัน แต่ไบเดนเน้นจีนกับเทคโนโลยีหลาย คาดการณ์ยาก

นโยบายกีดกันการค้าเป็นเสมือนนโยบายความมั่นคงของประเทศระยะยาว ที่ไม่ว่าประธานาธิบดีคนไหนเข้ามาก็จะมีการออกมาตรการ แต่ต่างกันที่รายละเอียด ซึ่งทรัมป์จะออกมาตรการกับหลายประเทศ และในหลายสินค้า มีการเสนอให้เก็บภาษีนำเข้า

(Tariffs) กับทุกประเทศที่อัตรา 10% (ปัจจุบันเฉลี่ยที่ 3%) และเก็บภาษีนำเข้ากับจีนที่อัตรา 60% (ปัจจุบันเฉลี่ยที่ 20%)

ส่วนไบเดน ถึงแม้ว่าทิศทางการค้าจะดูประนีประนอมมากกว่า แต่ก็ต่ออายุมาตรการกีดกันการค้าที่ทรัมป์เคยออกมาเกือบทั้งหมด ส่วนมาตรการที่ออกมาเพิ่มเติมส่วนใหญ่จะเกี่ยวเนื่องกับสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูงกับจีนเป็นหลัก

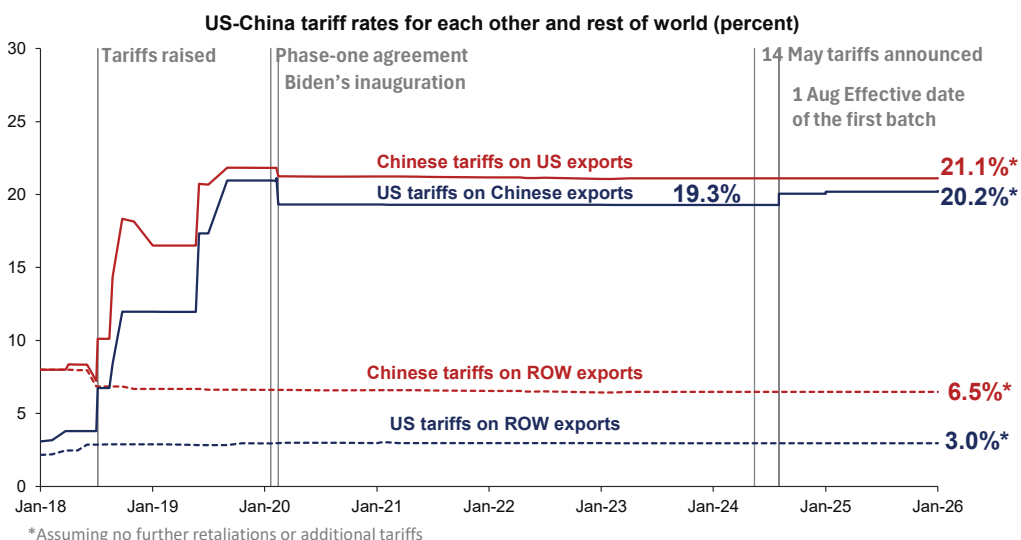
แผนภาพที่ 3: ไบเดนออกมาตรการกีดกันการค้าเกี่ยวกับสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูงกับจีนเป็นหลัก

Date	Trade tensions	Targeted China (C) or not (N)	Targeted tech (T) or not (N)
22-Jan-18	Tariffs on solar panels and washing machines	N	N
1-Mar-18	Tariffs on steel and aluminum	N	N
3-Apr-18	US releases its \$50 bn list of Chinese products under consideration for 25% tariff.	C	N
6-Jul-18	US imposes 1st phase of \$50bn list	C	N
10-Jul-18	US releases an additional list of \$200 bn to be subjected to 10% tariff	C	N
23-Aug-18	US imposes 2nd phase of \$50 bn list	C	N
24-Sep-18	\$200 bn tariff list goes into effect	C	N
10-May-19	US raises tariff rate on \$200 bn list from 10% to 25%	C	N
15-May-19	Huawei added to Entity List, restricting Huawei's access to items produced in the US	C	T
19-Aug-19	Huawei affiliates added to Entity List	C	T
18-Oct-19	US imposes tariffs on selected European products related to Airbus dispute	N	N
24-Jan-20	Tariffs on steel and aluminum broadened	N	N
15-May-20	US extends Huawei export ban, targets acquisition of American software from foreign companies	C	T
18-Dec-20	SMIC added to Entity List	C	T
2-Apr-22	Biden extends Trump-Era solar panel tariffs	N	T
7-Oct-22	Biden adopts new controls on advanced computing and semiconductor exports to China	C	T
14-May-24	Tariffs on \$18bn in Chinese imports, e.g. electric vehicles, solar panels, and semiconductors	C	N

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

แผนภาพที่ 4: อัตราภาษีเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เก็บกับประเทศจีนอยู่ที่ 20%

US tariffs on \$18bn of Chinese imports, announced in May, are set to rise in August



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

ความสัมพันธ์ระหว่างประเทศ: โบดีนพร้อมรบ ทรัมป์เน้นประโยชน์ของประเทศ

โบดีนยังคงความเป็นชาติมหาอำนาจ ออกหน้าร่วมสนับสนุนในสงครามหลายแห่ง ยกตัวอย่าง สงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งสหรัฐฯ ยังคงส่งสนับสนุนอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ประเด็นความขัดแย้งระหว่างจีน-ไต้หวัน โบดีนกล่าวว่าหากจีนบุกไต้หวัน สหรัฐฯ ก็จะส่งกำลังทหารเข้าปกป้องอธิปไตยของไต้หวัน

ส่วนทรัมป์ ดูเหมือนจะเน้นผลประโยชน์ของประเทศเป็นหลัก โดยจะยกเลิกสนับสนุนยูเครนหากกลุ่มประเทศพันธมิตรทางทหาร NATO ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนดการสนับสนุนทางการเงิน (Financial obligations) ของกลุ่ม ส่วนความขัดแย้งระหว่างจีน-ไต้หวัน ทรัมป์หลีกเลี่ยงที่จะตอบคำถามโดยตรง และกล่าวแทนวว่าไต้หวันแย่งธุรกิจผลิตชิปไปจากสหรัฐฯ ที่จริงควรต้องเก็บภาษีนำเข้าจากไต้หวัน

ผลต่อการลงทุน: โบดีนเป็นบวกต่อทองคำ หุ้น EM ทรัมป์หุ้นยูเอส บอนด์ยิลด์ เงินดอลลาร์

นโยบายของทรัมป์โดยรวมแล้วจะส่งผลให้เศรษฐกิจภายในประเทศฟื้นตัวขึ้น จากการปรับลดภาษีนิติบุคคล โดยเฉพาะบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการลดกฎระเบียบต่างๆ ในขณะที่มาตรการกีดกันการค้า จะเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันทางการค้าของสหรัฐฯ หากทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง ตลาดหุ้นสหรัฐฯ น่าจะปรับเพิ่มขึ้น ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับสูงขึ้น

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจที่ดีขึ้นอาจกลับกลายเป็นปัจจัยเร่งเงินเพื่อให้ Fed ต้องกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้ง ซึ่งท้ายสุดแล้วหากทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง ก็อาจทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ระบายขึ้นในระยะสั้น แต่ทำให้ตลาดหุ้นปรับลดลงเมื่อ Fed ปรับขึ้นนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น

ถึงแม้นโยบายบางอย่างที่ทรัมป์เสนอ เช่น การลดภาษีต้องผ่านสภาองเกรสก่อนที่จะมีผลบังคับใช้ แต่่นโยบายด้านการค้าไม่จำเป็นต้องผ่านสภา มาตรการกีดกันการค้าต่างๆสามารถออกได้ทันที ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีโอกาสแข็งค่าขึ้นค่อนข้างแน่นอน บินลบต่อตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ โดยตรง

นโยบายของโบดีนไม่ได้แตกต่างจากปัจจุบันมากนัก ชัยชนะของโบดีน ทำให้ทิศทางการลดดอกเบี้ยของ Fed แน่แน่นอนขึ้น ตลาดอาจคลายกังวลช่วงเลือกตั้งในตลาดหุ้นกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Emerging markets) แล้วระบายขึ้น เป็น Sentiment บวกช่วงสั้นๆ แต่ในทางปฏิบัติแนวทางการค้าน่าจะใกล้เคียงกับปัจจุบัน คือเน้นออกมาตรการกีดกันกับจีนและสินค้ากลุ่มเทคโนโลยีขั้นสูง

ส่วนที่เพิ่มเติม คือ มาตรการขึ้นภาษีนิติบุคคล ภาษีส่วนบุคคล และภาษีจากการลงทุน ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่ก็ต้องผ่านสภาองเกรสเพื่อให้มีผลบังคับใช้ทางกฎหมาย ซึ่งหากพรรคเดโมแครตไม่ได้ครองเสียงข้างมากในสภา ก็อาจปรับขึ้นภาษีได้ยากลำบาก หรืออาจต้องใช้เวลานาน นับเป็นความไม่แน่นอนต่อเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า ซึ่งเมื่อประกอบกับท่าทีที่พร้อมเข้าร่วมสงครามมากกว่าทรัมป์ ทำให้ราคาทองคำมีโอกาสปรับฐานขึ้นสูง

ตลาดหุ้น

เราประเมิน Upside ของ S&P500 มีจำกัดที่ราว 5,500 จุด ถึงแม้เราจะคาดว่า Bond yield จะปรับลดลงเพิ่มเติมมาอยู่ที่ระดับ 4% ในช่วงสิ้นปี แต่ตลาดหุ้นอาจไม่ปรับเพิ่มขึ้นมากนัก ในขณะที่ Valuation ของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ยังถูก ได้ประโยชน์จากแนวโน้มอ่อนค่าลงของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกที่เป็นไปอย่างทั่วถึง ตามการปรับลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสำคัญหลายแห่ง และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน แต่มีความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งปธน.สหรัฐฯ และแนวโน้มเพิ่มน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน

เศรษฐกิจโลกขยายตัวอย่างทั่วถึงมากขึ้น

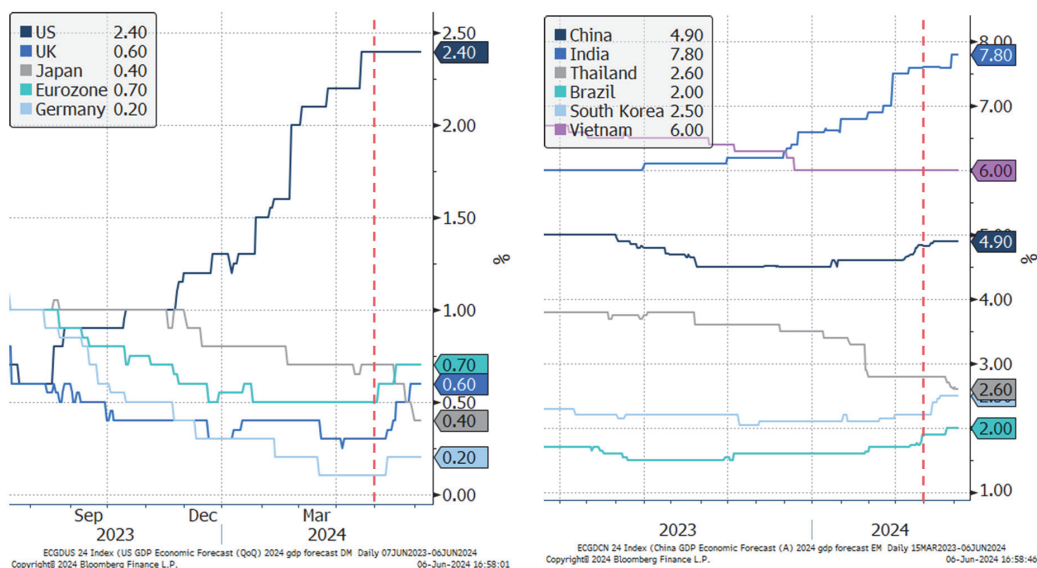
ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯที่ฟื้นตัวขึ้นโดดเด่นในช่วงครึ่งแรกของปี ส่งผลให้ตลาดปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP growth) ปี 2024 ขึ้นเป็น 2.4% จากเพียง 1.2% ในช่วงต้นปี และปรับของคาดการณ์กำไรบริษัทจดทะเบียน (Forward EPS) ขึ้นอย่างมีนัยยะ ในขณะที่การเติบโตเศรษฐกิจและกำไรของประเทศอื่นๆค่อนข้างทรงตัว สะท้อนแนวโน้มการฟื้นตัวที่จำกัดอยู่แค่ในสหรัฐฯ

อย่างไรก็ดี ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา คาดการณ์การเติบโตเศรษฐกิจเริ่มถูกปรับขึ้นอย่างกระจายตัว ทั้งในยุโรป และประเทศกำลังพัฒนา ท่ามกลางสภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง

จากการเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสำคัญหลายประเทศ ได้แก่ ยุโรป (ECB) สวิตเซอร์แลนด์ สวีเดน และแคนาดา รวมถึงจากการประกาศกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน ที่มีความพยายามกระตุ้นภาคอสังหาฯมากขึ้น

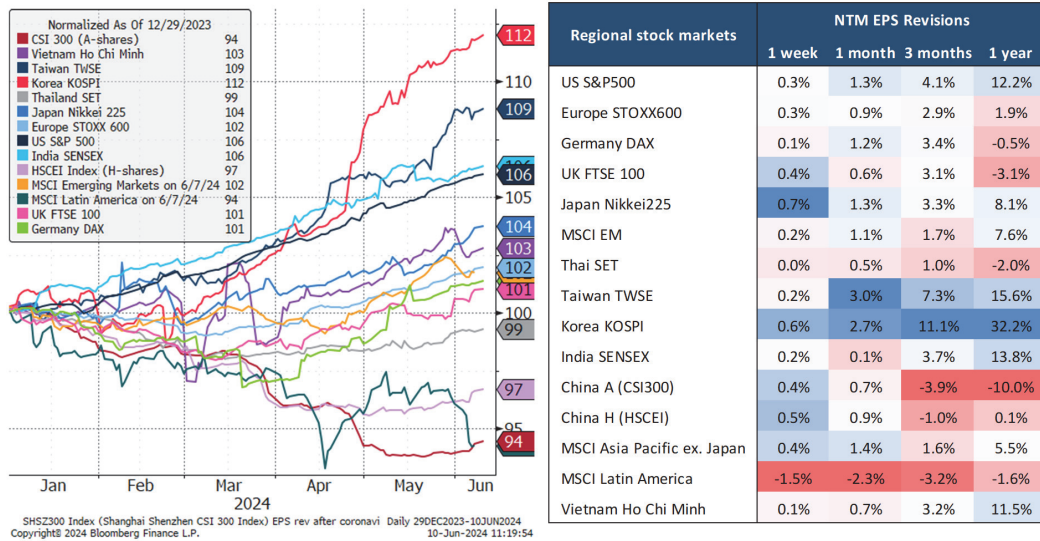
เศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวอย่างทั่วถึง และแนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลง ทำให้คาดการณ์กำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะตลาดประเทศกำลังพัฒนา (Emerging markets) ซึ่งคาดการณ์กำไรยังไม่ได้ถูกปรับขึ้นในสัดส่วนที่สอดคล้องกันกับการปรับขึ้นของเศรษฐกิจ และมีแนวโน้มที่จะเติบโตสูงตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก

แผนภาพที่ 5: คาดการณ์การเติบโตเศรษฐกิจเริ่มถูกปรับขึ้นอย่างกระจายตัว ทั้งในยุโรป และประเทศกำลังพัฒนา



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

แผนภาพที่ 6: การเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสำคัญหลายประเทศ และการประกาศกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ส่งผลให้ EPS ของหลายประเทศถูกปรับขึ้นอย่างทั่วถึง



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

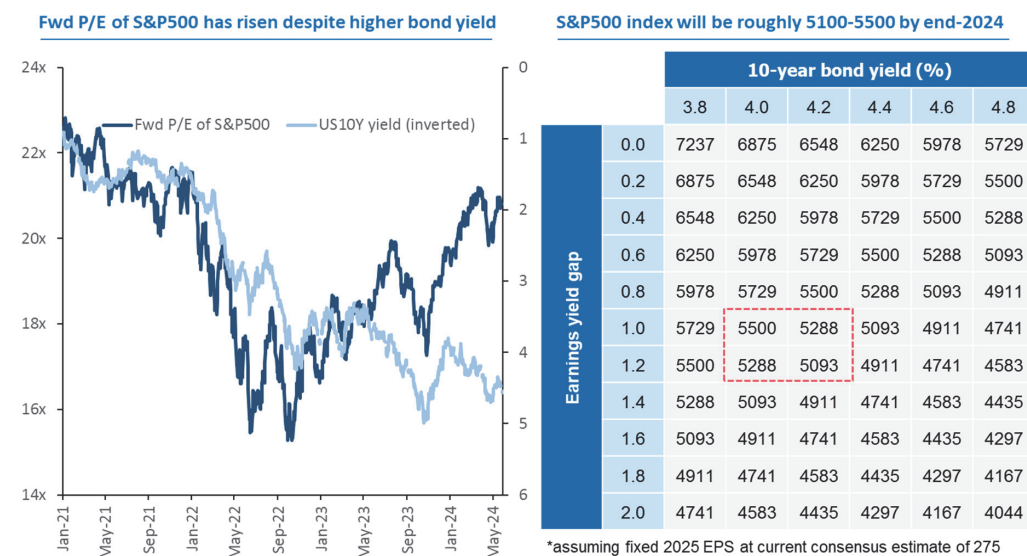
Upside ของตลาดหุ้นสหรัฐมีจำกัด

การปรับตัวของตลาดหุ้นสหรัฐ (S&P500) มาจากการเพิ่มขึ้นของ Valuation เป็นสำคัญ สะท้อนให้เห็นในค่า Forward P/E ที่ปรับเพิ่มขึ้นสูงจากช่วงต้นปีที่ 19.7 เท่า เป็น 21 เท่า และผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการลงทุนในตลาดหุ้น (Earnings yield gap หรือ Earnings yield ของ S&P500 ลบกับ Bond yield 10 ปี) ที่ลดลงจาก 1.2% เหลือเพียง 0.5% ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2002 สะท้อนว่าการปรับเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมา เกิดจากตลาดที่คาดหวังผลตอบแทนที่ต่ำลงจากการลงทุนในตลาดหุ้น ซึ่ง

เรามองว่าอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่ 0.5% นั้นต่ำเกินไป และแคบลงอีกได้ไม่มากนัก

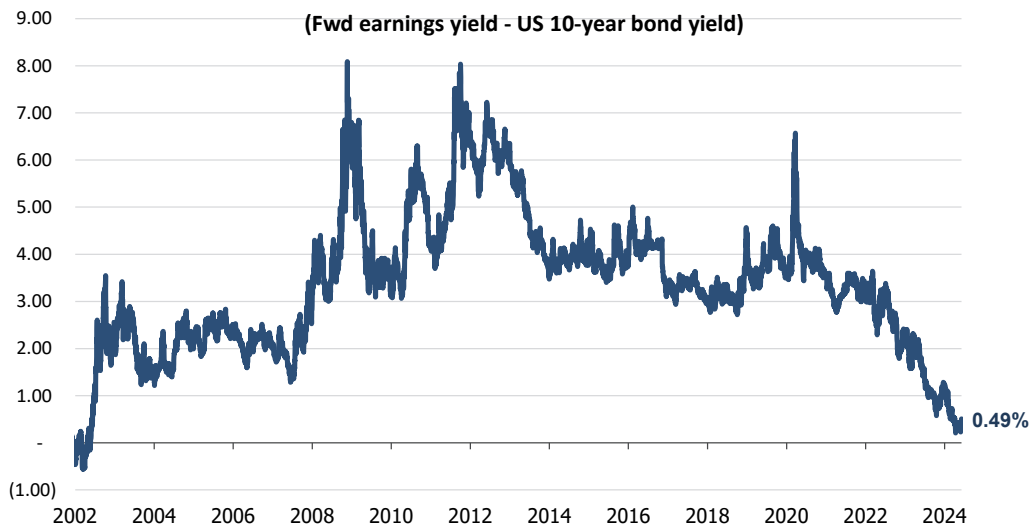
หากสมมติให้ Earnings yield gap เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 1% ใกล้เคียงกับช่วงต้นปี และ Bond yield ปรับลดลงเป็น 4% ดัชนี S&P500 จะอยู่ที่ระดับ 5,500 จุด สูงกว่าระดับในปัจจุบันไม่ถึง 1% สะท้อนว่าตลาดหุ้นสหรัฐมี Upside จำกัด ดังนั้น ถึงแม้ Bond yield จะปรับลดลงเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปี แต่ตลาดหุ้นอาจไม่ปรับเพิ่มขึ้นมากนัก

แผนภาพที่ 7: เราประเมิน Upside ของตลาดหุ้นสหรัฐมีจำกัด แม้ Bond yield จะปรับลดลงเป็น 4%



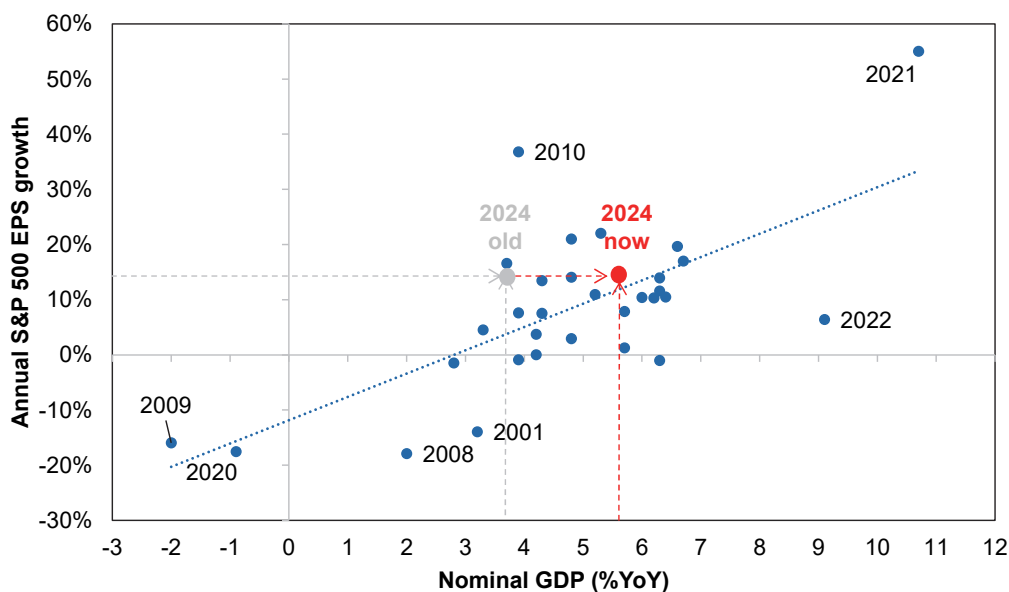
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 8: Earnings yield gap ของ S&P500 ลดลงสู่ระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 2002



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

แผนภาพที่ 9: คาดการณ์การเติบโตของกำไร (EPS) ปี 2024 ในปัจจุบันค่อนข้างสอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจ



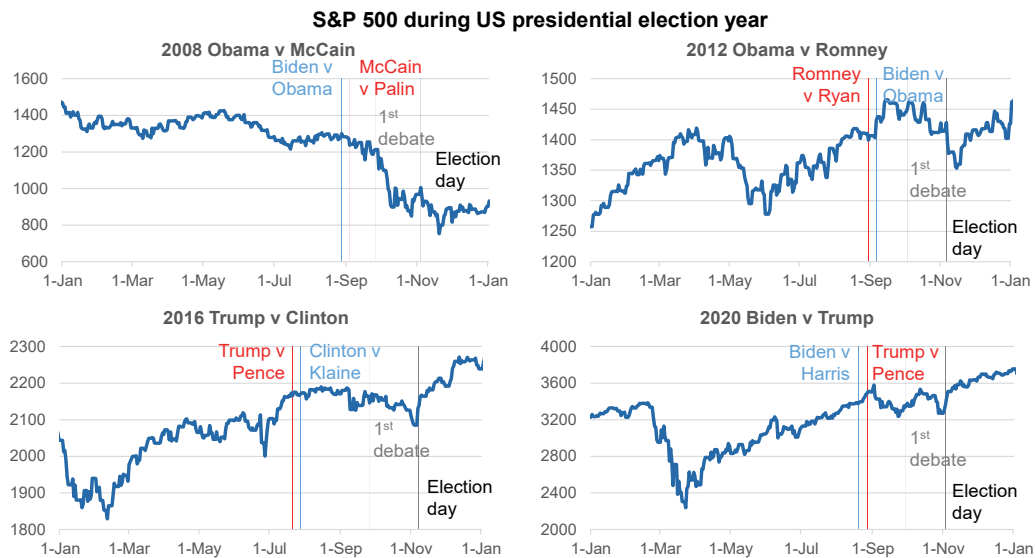
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดจะหันมากังวลประเด็นการเลือกตั้งสหรัฐฯมากขึ้น

การเลือกตั้งประธานาธิบดี (ปธน.) สหรัฐฯ ซึ่งจะจัดขึ้นในวันที่ 5 พ.ย. นี้ เป็นเหตุการณ์สำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อทิศทางเศรษฐกิจการค้าระหว่างประเทศ และนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า โดยการเลือกตั้งในรอบก่อนๆ ตลาดหุ้น (S&P 500) มักจะปรับเปลี่ยนมาเคลื่อนไหวทรงตัวในช่วงเดือน ส.ค.-ก.ย. หรือราว 2-3 เดือนก่อนการเลือกตั้ง ซึ่งตรงกับช่วงที่สหรัฐฯมีการเลือกผู้แทนชิงตำแหน่งปธน.ของแต่ละพรรค (National Convention) และการดีเบตออกทางโทรทัศน์

อย่างไรก็ดี เนื่องจากผู้แทนจากแต่ละพรรคในรอบนี้มีตัวเต็งเพียงคนเดียว ได้แก่ นาย Joe Biden ปธน. คนปัจจุบัน จากพรรค Democrat และนาย Donald Trump จากพรรค Republican ทั้งคู่จึงตกลงจัดการดีเบตครั้งแรกในวันที่ 27 มิ.ย.นี้ การดีเบตจะทำให้ตลาดหุ้นมาสนใจประเด็นความเสี่ยงจากผลการเลือกตั้งมากขึ้น ตลาดหุ้นสหรัฐฯอาจหยุด Rally และเปลี่ยนมาเคลื่อนไหวทรงตัวมากขึ้น

แผนภาพที่ 10: ตลาดหุ้นอาจเริ่มกังวลประเด็นความเสี่ยงจากการเลือกตั้งปธน.สหรัฐฯ หลังการดีเบตรอบแรก ในวันที่ 27 มิ.ย. นี้



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

Valuation ของกลุ่ม EM ยังถูก และได้ประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของทั่วโลก (Global composite PMI) เดือน มิ.ย. ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 54.6 จุด สูงสุดในรอบ 2 ปี หรือช่วงหลังจากที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยได้ไม่นาน สะท้อนเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวผ่านพ้นจุดต่ำสุด จากผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ย และมีแนวโน้มที่จะปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ตามการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายที่เริ่มทยอยเกิดขึ้นในหลายประเทศ

อย่างไรก็ดี ตลาดในปัจจุบันกลับซื้อขายตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Emerging markets: EM) ณ Valuation ที่ถูกเกินไป ค่า Forward P/E ของตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging Markets เทดถูกกว่า (Discount) ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed markets: DM) ถึง 35% อยู่ในกรอบที่ต่ำสุดในรอบ 10 ปี และมากกว่าระดับ Discount ที่ 20-25%

ซึ่งซื้อขายในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นในอดีต สะท้อนว่าตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets มี Upside มากกว่าตลาดหุ้นกลุ่ม Developed markets 10-15%

ในขณะเดียวกัน ทิศทางนโยบายการเงินโลกที่เริ่มพลิกกลับมาผ่อนคลายลง ตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มอ่อนค่าลง ส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ซึ่งมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับดัชนีค่าเงินดอลลาร์ (Dollar index) ที่ต่ำถึง -0.6 ซึ่งหมายความว่า ยิ่งค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯอ่อนค่ามากเท่าไร ก็ยิ่งเพิ่มโอกาสที่ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets จะปรับตัวมากขึ้นเท่านั้น

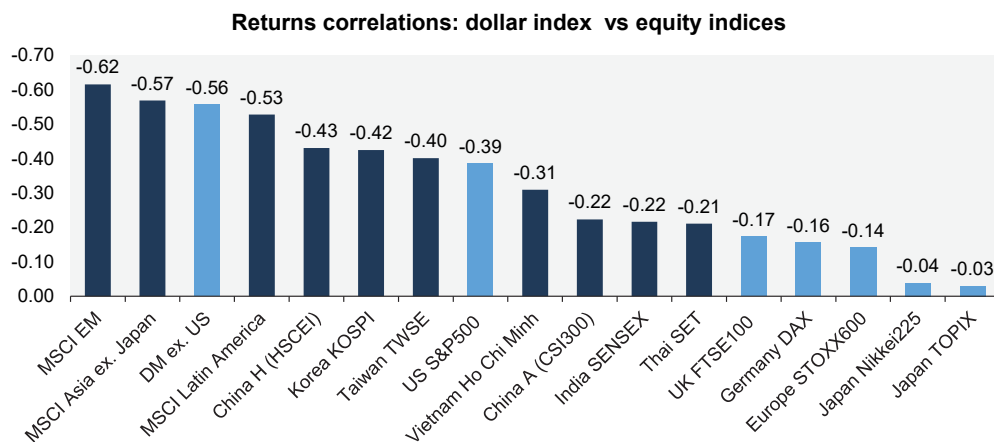
เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น และค่าเงินดอลลาร์ที่อ่อนค่าลง น่าจะส่งผลให้ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets กลับมาเทรดใน Valuation ที่เหมาะสมขึ้น ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets น่าจะสามารถ Outperform หุ้นกลุ่ม Developed markets ในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพที่ 11: ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging Markets เทรดที่ Valuation ถูกเกินไป เมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในกลุ่ม Developed markets



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

แผนภาพที่ 12: ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ซึ่งมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับดัชนีค่าเงินดอลลาร์ (Dollar index) ที่ต่ำถึง -0.6



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); monthly performance since 2014

ระวังความไม่แน่นอนจากผลการเลือกตั้งสหรัฐฯ

ประเด็นการเลือกตั้งที่ตลาดน่าจะให้ความสนใจมากขึ้น หลังการตีเบตของผู้ชิงตำแหน่งปธน. ครั้งแรกในวันที่ 27 มิ.ย. อาจปลุกกระแสชาตินิยม ผ่านการหาเสียงนโยบายจำกัดจำนวนผู้อพยพ และการเพิ่มกำแพงภาษีสินค้านำเข้า คล้ายกับช่วงปี 2017-2020 ในสมัยที่นาย Donald Trump เป็นปธน. สหรัฐฯ

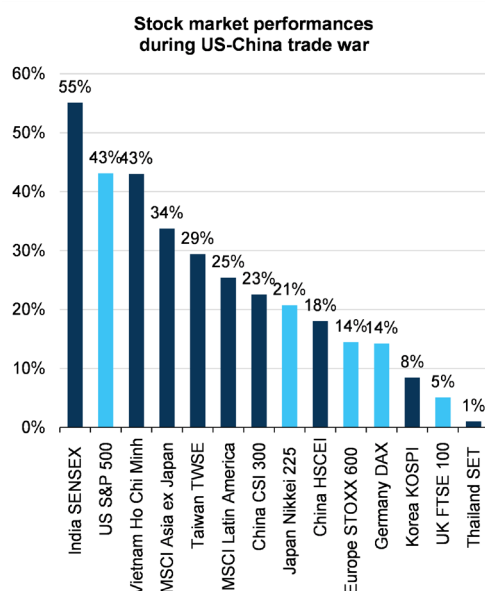
จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในช่วงปี 2017-2019 ในช่วงที่มีสงครามการค้าระหว่างจีน-สหรัฐฯ และก่อนเกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 พบว่าตลาดหุ้นส่วนใหญ่ยังสามารถให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้ โดยเฉพาะอินเดีย และเวียดนาม ซึ่งปรับขึ้นถึง 55% และ 43% ในระยะเวลา 3 ปี นั้น ตามลำดับ และมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับตลาดหุ้นจีน (CSI300) ค่อนข้างต่ำ ที่ 27% และ 44% ตามลำดับ โดยสาเหตุสำคัญอาจมาจากสถานะทางการเมืองของอินเดียที่ถูกมองว่าเป็นกลางกับทั้งสหรัฐฯ และจีน ในขณะที่เวียดนามถูกมองว่าเป็นประเทศที่จีนอาจย้ายไปตั้งฐานการผลิต หรือเป็นทางผ่านในการส่งสินค้าไปยังสหรัฐฯ

การเลือกตั้งในรอบนี้ ผู้เข้าชิงตำแหน่งปธน. จากทั้งสองพรรค สนับสนุนนโยบายกีดกันการค้าเหมือนกัน แต่ต่างกันที่รายละเอียด ซึ่งนาย Trump สนับสนุนให้กีดกันการค้ากับทุกประเทศ และในกลุ่มสินค้าที่หลากหลาย ในขณะที่นาย Biden จะจำกัดการกีดกันอยู่ที่จีน และในกลุ่มสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีขั้นสูง

ชัยชนะของนาย Trump จะเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันทางการค้าของสหรัฐฯ และสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศ ส่งผลให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ อาจปรับขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อาจแข็งค่าขึ้น หลังการเลือกตั้ง แต่ตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ รวมถึงตลาดหุ้นในกลุ่ม Emerging markets อาจถูกเทขาย จากความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้า ซึ่งในทางกลับกัน หากนาย Biden ชนะการเลือกตั้ง อาจทำให้ความกังวลในช่วงเลือกตั้งคลายลง ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets อาจปรับขึ้น แต่อาจเป็นแค่ช่วงสั้นๆ เนื่องจากผลกระทบทางเศรษฐกิจและการค้าอาจไม่ได้เปลี่ยนแปลงจากแนวโน้มในปัจจุบันมากนัก

ดังนั้น เรามองว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงจะส่งผลให้ตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets outperform ตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ ได้ในช่วงครึ่งหลังของปี แต่ความไม่แน่นอนจากผลการเลือกตั้งปธน.สหรัฐฯ อาจเป็นจุดเปลี่ยนนโยบายการค้าหลังจากนั้น ทำให้เราแนะนำลงทุนตลาดหุ้นในกลุ่ม Emerging markets ไม่รวมจีน เพื่อหลีกเลี่ยงผลลบจากประเด็นการค้ากับจีนในช่วงหาเสียง และแนะนำให้ลดน้ำหนักหุ้น Emerging markets ไม่รวมจีน ก่อนการเลือกตั้งในวันที่ 5 พ.ย. นี้ เพื่อลดความเสี่ยงจากผลการเลือกตั้ง

แผนภาพที่ 13: ตลาดหุ้นอินเดีย ญี่ปุ่น เวียดนาม และไทย ไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); *US-China trade war period between 1 Jan 2017 – 31 Dec 2019

ตลาดตราสารหนี้

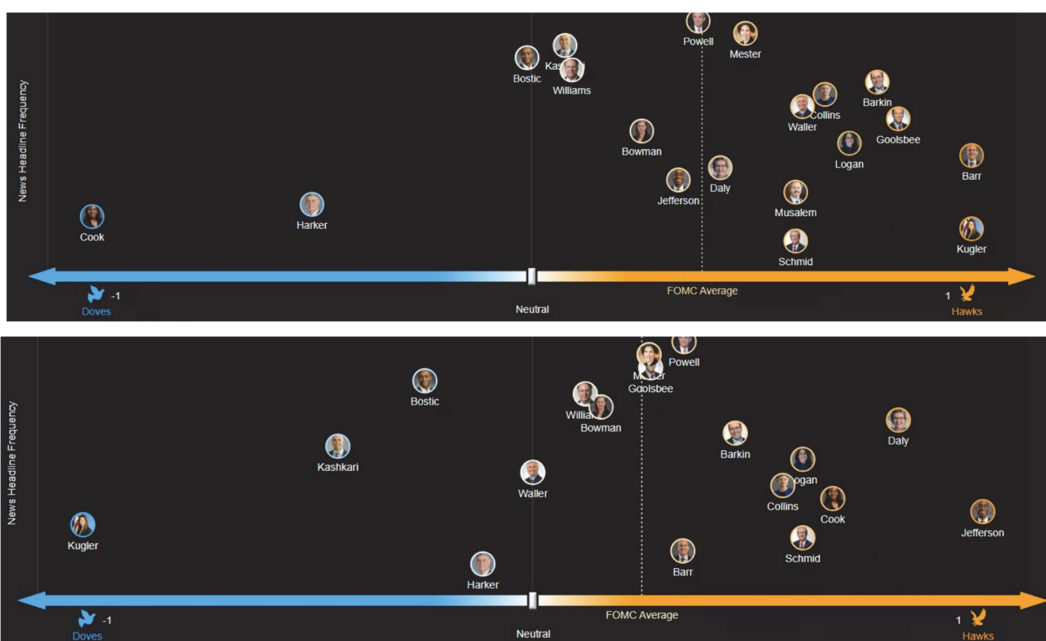
เรามองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) อาจปรับเพิ่มสูงขึ้นได้ในระยะสั้นเข้าสู่กรอบ 4.3-4.5% หลังตลาด Price-in ข่าวดีในส่วนของพันธบัตรที่ลดลงหลัง Fed เริ่มชะลอการลดขนาดงบดุล (QT Taper) และกำลังมองทิศทางของเงินเฟ้อและดอกเบี้ยในเชิงบวกมากกว่า กรรมการ Fed ที่พลิกกลับมามีความแข็งกร้าวมากขึ้นตั้งแต่การประชุมรอบล่าสุด (16 มิ.ย.) ทำให้ในภาพรวมแม้เราคาดว่า Bond yield น่าจะผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว แต่ยังมีปัจจัยเสี่ยงที่มองข้ามไม่ได้ ประกอบด้วยแนวโน้มของเงินเฟ้อ และอุปทานของพันธบัตรที่อาจเพิ่มขึ้นในการประกาศแผนการกู้ยืมใบไตรมาสถัดไป ทำให้ Bond yield ปรับสูงขึ้นใบไตรมาส 3/2024 ได้

นักลงทุนเปลี่ยนจุดยืนมาฝั่งที่ **Dovish** กว่ากรรมการ Fed แล้ว ตลาดการเงิน (Fed Funds Futures) มองว่า Fed จะสามารถลดดอกเบี้ยได้ 2 ครั้ง (-50 bps) ในปี 2024 แม้จากคาดการณ์ทิศทางดอกเบี้ยในการประชุม FOMC ครั้งที่ผ่านมา กรรมการ Fed ส่วนมากจะปรับมุมมองโอกาสในการลดดอกเบี้ยลดลงมาเหลือเพียงครั้งเดียวในปี (เดิมมองลด 3 ครั้ง ในการประชุมเดือน มี.ค.) ประกอบกับถ้อยแถลงของกรรมการหลายท่านหลังการประชุมที่มีโทนความแข็งกร้าวขึ้น อาทิ การระบุว่า แม้ตลาดแรงงานสหรัฐฯ จะไม่ได้อยู่ในภาวะที่ร้อนแรงเกินไป

(Overheat) แล้ว แต่ยังคงมีความแข็งแกร่ง หรือการชี้ว่าการลดดอกเบี้ยเสี่ยงที่จะเพิ่มแรงกดดันเชิงบวกต่อราคาที่พักอาศัย เป็นต้น

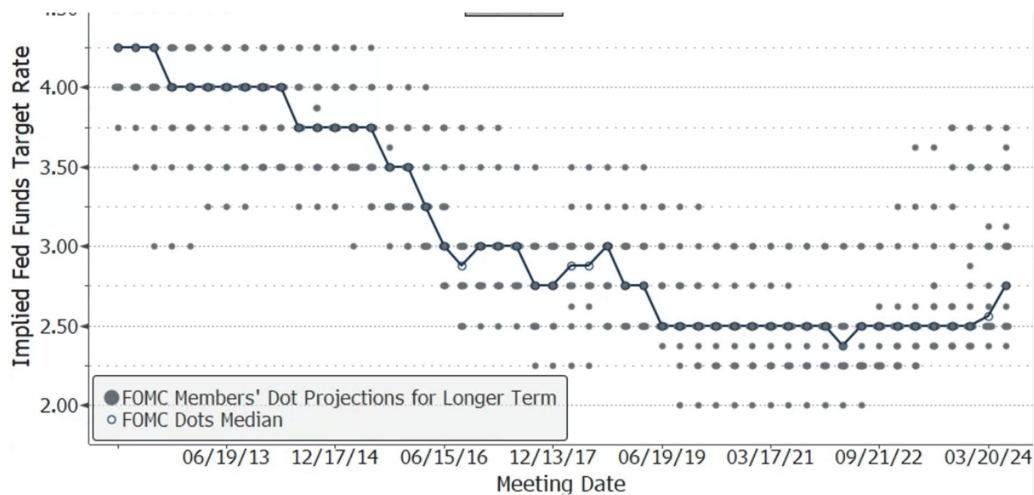
ภาพดังกล่าวตรงกันข้ามกับเดือนที่แล้ว ที่นักลงทุน Price-in ความแข็งกร้าวของ Fed ไปมาก ทำให้ตัวเลขเงินเฟ้อที่ดีกว่าคาดเพียงเดือนเดียวได้เซอไพรส์ตลาดและกดดัน Bond yield ลงมาอย่างรวดเร็ว ในปัจจุบันที่ตลาดมีมุมมองเป็นบวก จึงมีความเสี่ยงที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงของ Sentiment และทำให้ Bond yield ปรับขึ้นมาในระยะสั้นได้

แผนภาพที่ 14: กรรมการ Fed ในปัจจุบัน (ภาพบน) โดยรวมมีความแข็งกร้าว (Hawkish) มากขึ้น เมื่อเทียบกับหลังการประชุมครั้งก่อนหน้านี้ (ภาพล่าง)



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

แผนภาพที่ 15: อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer Term Interest Rates) ที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจ ถูกปรับขึ้นมาเป็น 2.75% สะท้อนปัจจัยเชิงโครงสร้างของเงินเพื่อที่มีความหนืดมากขึ้น



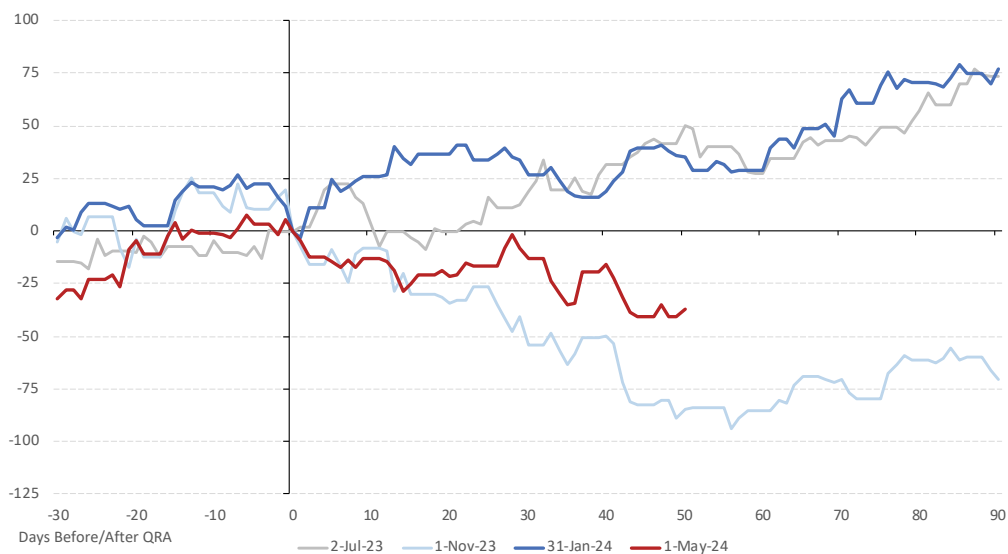
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปัจจัยอุปทานของพันธบัตรระยะยาวอาจกลับมากดดันตลาดอีกครั้งในไตรมาส 3/2024

ในปีที่ผ่านมา ประเด็นแนวโน้มวินัยการคลังของรัฐบาลทั่วโลกได้รับความสนใจมากขึ้น หลังอัตราผลตอบแทนพันธบัตรซึ่งเป็นต้นทุนหนี้ของรัฐบาลที่ปรับสูงขึ้นหลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงมานานหลายทศวรรษ โดยเฉพาะประเทศสหรัฐฯ ที่ดำเนินนโยบายการคลังเชิงผ่อนคลายเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง และขาดดุลการคลังสูงกว่า 6-7% ของ GDP แม้สถานะเศรษฐกิจและตลาดแรงงานยังแข็งแกร่ง

แนวโน้มดังกล่าวทำให้การประกาศแผนการออกจำหน่ายพันธบัตรของสหรัฐฯ ประจำแต่ละไตรมาส (Quarterly Refunding Announcement: QRA) ซึ่งจะระบุจำนวนอุปทานของพันธบัตรใหม่ (New supply) สำหรับไตรมาสถัดไป รวมถึงการให้ความเห็นต่อแนวโน้มระยะกลางจากมว.คลัง กลายเป็นเหตุการณ์ที่นักลงทุนตราสารหนี้จับตา และมักจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อทิศทาง Bond yield ไตรมาสถัดมา

แผนภาพที่ 16: แลงการณ์ออกจำหน่ายพันธบัตรของสหรัฐฯ (Quarterly Refunding Announcement: QRA) เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อทิศทาง Bond yield ไตรมาสถัดมา

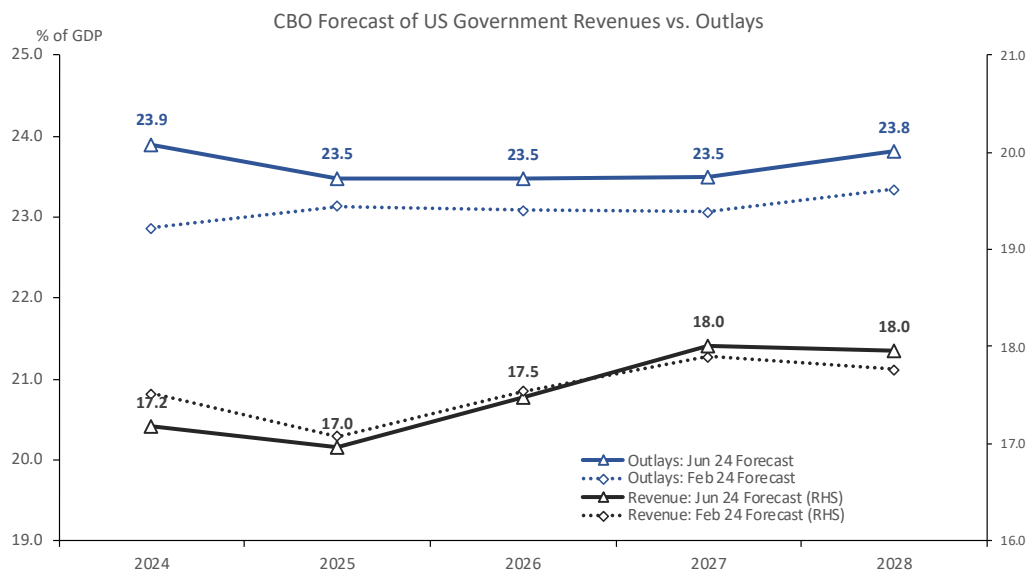


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Bond yield ในปัจจุบันที่รับข่าวดีจากสภาพคล่องที่สูงขึ้น หลัง Fed เริ่มชะลอการลดขนาดงบดุล (QT Taper) แล้ว อาจกลับมาให้ความสนใจกับ QRA ครั้งถัดไป (สิ้นเดือน ก.ค.) หลังประมาณการงบดุลของรัฐบาลสหรัฐฯ โดยกรมงบประมาณ (Congressional Budget Office) คาดว่ารัฐบาลสหรัฐฯ จะขาดดุลงบการคลังสูงขึ้นในปีนี้อีกหลายปีถัดไป โดยล่าสุดทาง CBO

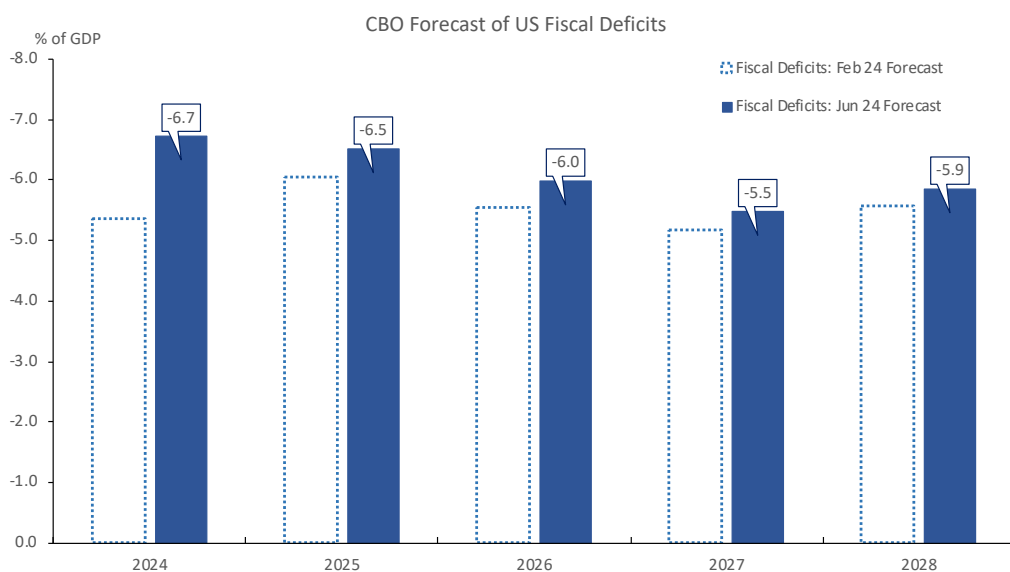
คาดว่าสหรัฐฯ จะขาดดุลงบการคลัง 6.7% (vs. 5.3% คาดการณ์ครั้งที่แล้วในรายงานเดือน ก.พ.), 6.5% (vs. 6.1%), และ 6.5% (vs. 5.5%) ของ GDP ในปี 2024, 2025, และ 2026 ตามลำดับ ปัจจัยดังกล่าวจึงอาจกลับมาสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Term premium ที่ปัจจุบันอยู่ค่อนข้างต่ำในระยะข้างหน้า 🌀

แผนภาพที่ 17: กรมงบประมาณ (Congressional Budget Office) คาดรัฐบาลสหรัฐฯ จะมีค่าใช้จ่าย (เส้นสีน้ำเงิน) สูงขึ้นในระยะข้างหน้า เมื่อเทียบกับประมาณการครั้งก่อน ขณะที่รายรับ (เส้นสีดำ) ไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัย...



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

แผนภาพที่ 18: ...ส่งผลให้แนวโน้มขาดดุลงบการคลัง (Fiscal deficits) ของรัฐบาลสหรัฐฯ จะอยู่ในระดับค่อนข้างสูงไปอีกหลายปี



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนในระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ ในขณะที่การหยุดเข้าซื้อทองคำของทางจีนในเดือน พ.ค. น่าจะเป็นเพียงชั่วคราว และตลาดน่าจะมีการตอบสนองต่อรายงานไปแล้วพอสมควร ทำให้เรายังคงมองราคาทองคำที่ระดับ 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงไตรมาส 3 สำหรับราคาน้ำมัน เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3/2024 จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล ขณะที่ฝั่งอุปทานคาดการณ์จากการผลิตของ OPEC+ ก็จะไม่เพิ่มสูงขึ้นในไตรมาสนี้

ทองคำ

จีนหยุดซื้อทองคำเป็นครั้งแรกในรอบ 18 เดือน

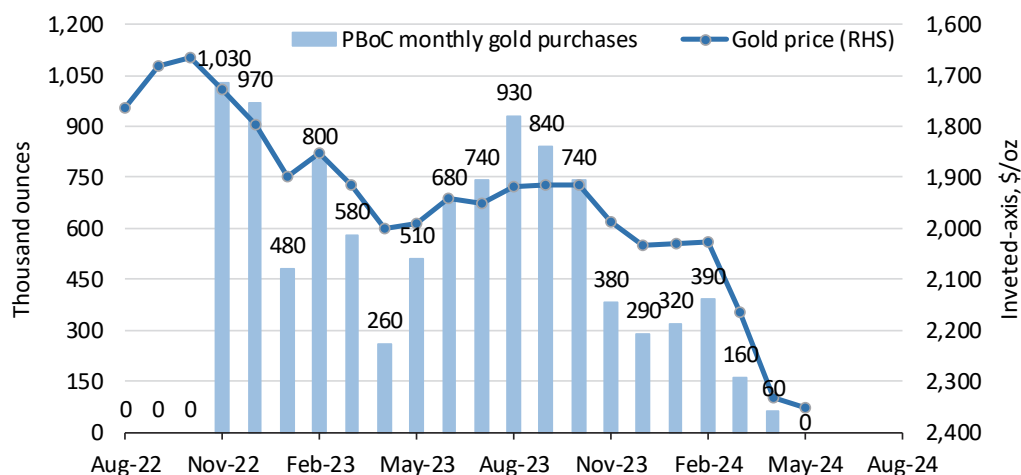
รายงานจำนวนทองคำในคลังสำรอง (Official reserves) ของจีน เดือน พ.ค. มีจำนวน 72.8 ล้านออนซ์ เท่ากับเดือนก่อน สะท้อนว่าทางจีนไม่ได้ซื้อทองคำในเดือนดังกล่าว นับเป็นการหยุดซื้อครั้งแรกในรอบ 18 เดือน หลังจากที่ซื้อต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน พ.ย. 2022 ส่งผลให้ราคาทองคำปรับตัวลงอย่างรวดเร็วราว -4% ภายในวันเดียว (7 มิ.ย.) ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ระดับราว 2,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์หลังจากนั้น

อย่างไรก็ดี เราคงมองว่าอุปสงค์ทองคำในจีน ไม่ได้มาจากการซื้อของทางจีนเพียงอย่างเดียว แต่มาจากภาคประชาชน ซึ่งต้องการกระจายการลงทุนไปยังสินทรัพย์อื่นๆ นอกเหนือจากอสังหาริมทรัพย์ด้วย (รายละเอียดเพิ่มเติมใน TIPS เดือน เม.ย.) ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา พบว่าทางจีนมีรูปแบบการซื้อทองคำที่ปรับเปลี่ยนตามราคาทองคำ โดยจะเข้าซื้อทองคำน้อยลง เมื่อราคาทองคำเพิ่มขึ้น

ยกตัวอย่าง ในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมาที่ราคาทองคำปรับตัวขึ้นทำ New high ทุกเดือน ทางจีนลดการซื้อจากเดือน ก.พ. ที่จำนวน 3.9 แสนออนซ์ ลงเป็น 1.60 แสนออนซ์ 6 หมื่นออนซ์ และหยุดซื้อในเดือน พ.ค. ตามลำดับ และหากอ้างอิงจากช่วงเดือน เม.ย. - ส.ค. 2023 และเดือน ธ.ค.- ก.พ. 2024 ที่เมื่อราคาทองคำลดลงแล้วทางจีนเข้าซื้อเพิ่มขึ้น ซึ่งว่าการหยุดซื้อทองคำในเดือน พ.ค. อาจเป็นเพียงชั่วคราว

ทั้งนี้ เราประเมินว่าราคาทองคำมีส่วนต่าง (Premium) เพิ่มขึ้นประมาณ 300-400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จากการเข้าซื้อทองคำของจีน นับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2022 เป็นต้นมา ซึ่งหากอ้างอิงกับราคาทองคำที่ปรับลงมาประมาณ 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในวันที่ทางจีนรายงานจำนวนทองคำในคลังสำรอง ซึ่งคิดเป็น 1 ใน 3 ถึง 1 ใน 4 ของราคา Premium ดังกล่าว และเทียบเคียงได้ว่าตลาดทองคำน่าจะมีการตอบสนองต่อการหยุดซื้อทองคำของทางจีนไปพอสมควรแล้ว ดังนั้นเรายังมองราคาทองคำที่ระดับ 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงไตรมาส 3

แผนภาพที่ 19: ทางการณ์เงินมักจะเข้าซื้อทองคำน้อยลง เมื่อราคาทองคำเพิ่มขึ้น



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

น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ที่ประมาณ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3/2024 จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล ขณะที่ฝั่งอุปทานคาดหวังจากการผลิตของ OPEC+ ที่จะไม่เพิ่มสูงขึ้นในไตรมาสนี้ โดยที่ความเสี่ยงด้านสูงของราคา (Upside risk) จะขึ้นอยู่กับเปลี่ยนแปลงของระดับคลังสำรองน้ำมันดิบเป็นหลัก ซึ่งคาดว่าราคาน้ำมันดิบมีโอกาสปรับเข้าใกล้กรอบด้านบนหากคลังน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ลดลงในระดับใกล้เคียงหรือมากกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ที่เดือนละ 10 ล้านบาร์เรลในช่วงไตรมาส 3 ของปี

ราคาน้ำมันผันผวนสูงในต้นเดือน มิ.ย. จากปัจจัยด้านการเก็งกำไรมากกว่าปัจจัยพื้นฐาน

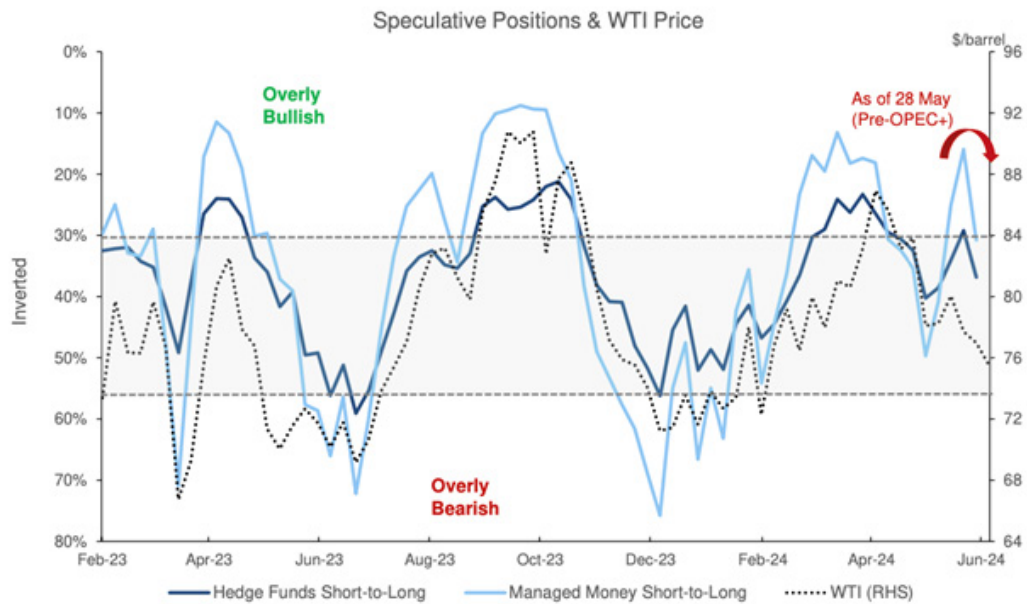
ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับลงต่ำสุดประมาณ 72 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา คิดเป็นการติดลบมากกว่า -10% ในระยะเวลาไม่กี่วัน ก่อนจะกลับมาอยู่เหนือ

ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ในช่วงกลางเดือน ตามคาดการณ์ของเราว่าปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันในช่วงประมาณกลางปี จะทำให้ราคาน้ำมันดิบไม่อยู่ต่ำกว่าประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลต่อเนื่องเป็นเวลานาน

อย่างไรก็ดี เรามองว่าปัจจัยที่ขับเคลื่อนความผันผวนดังกล่าวมีที่มาจากประเด็นการเก็งกำไรในตลาดการเงิน ซึ่งนักลงทุนได้ลดการถือครองสัญญาขายล่วงหน้า (Short positions) ลงในช่วงปลายเดือน พ.ค. สะท้อนสถานะของตลาดที่มีมุมมองเชิงบวกมากเกินไป (Overly bullish) และมักเป็นสัญญาณก่อนที่ราคาน้ำมันจะเกิด Correction ครั้งใหญ่ขึ้นในหลายครั้งที่ผ่านมา

ราคาน้ำมันที่พลิกกลับขึ้นมาก่อนข้างรวดเร็ว สะท้อนว่าอุปสงค์ของน้ำมันยังคงแข็งแกร่ง แต่สะท้อนกลยุทธ์ของตลาดโดยรวมที่เป็นการรอซื้อที่ราคาค่อนข้างถูก (Buy the dip) มากกว่าจะเป็นการไล่ราคาขึ้นตามแนวโน้ม (Trend-following) ทำให้ความผันผวนของตลาดน้ำมันดิบในระยะข้างหน้าอาจยังคงสูงอยู่จากปัจจัยทางฝั่งตลาดการเงิน

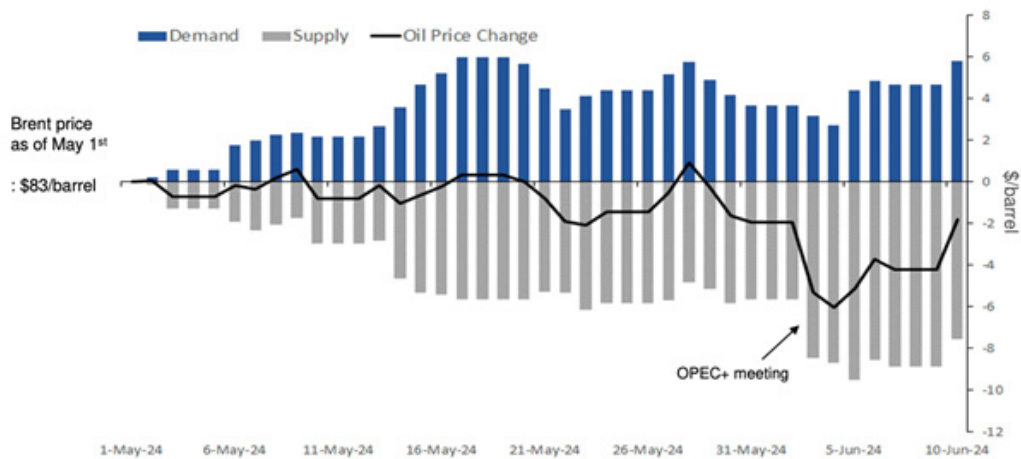
แผนภาพที่ 20: นักลงทุนลดการถือครองสัญญาขายล่วงหน้า (Short positions) ลงในช่วงปลายเดือน พ.ค. สะท้อนสถานะของตลาดที่มีมุมมองเชิงบวกมากเกินไป (Overly bullish) เป็นสัญญาณก่อนที่ราคาน้ำมันจะเกิด Correction ครั้งใหญ่



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

แผนภาพที่ 21: ตลาดกังวลว่าอุปทานน้ำมันจาก OPEC+ จะเพิ่มขึ้น หลังทราบผลการประชุมครั้งล่าสุดในวันที่ 2 มิ.ย. ที่ผ่านมา

There is growing concern that the market could be flooded with OPEC's returning supply, despite cautious messaging stating that the planned cut phase-out "can be paused or reversed subject to market conditions"



Note: The model assumes that when stocks & oil price move in the same direction, the move was driven by 'demand' factor and when stocks & oil price move in opposite directions, the move is driven by 'supply' factors. Brent crude oil price and MSCI World ex-Energy are used in calculation

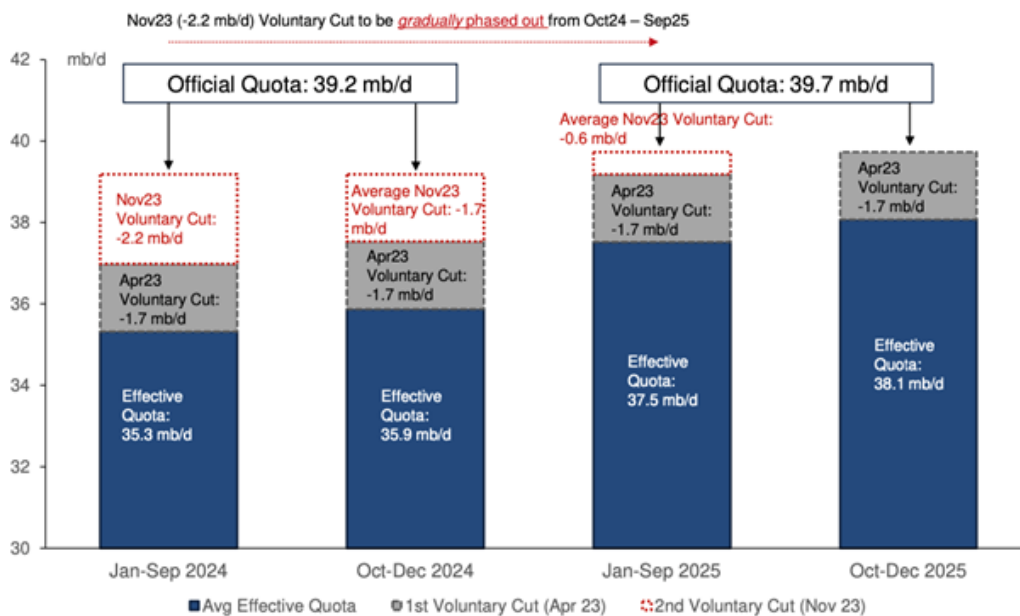
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การกลับมาเพิ่มระดับการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC+ จะไม่สูงถึง 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวันตามที่รายงานในตัวเลขทางการ

ในการประชุมของกลุ่มประเทศ OPEC และพันธมิตร หรือ OPEC+ วันที่ 2 มิ.ย. ที่ผ่านมา ทางกลุ่มผู้ผลิตได้มีมติขยายระยะเวลาของมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 2 (ประกาศในเดือน พ.ย. 2023) ปริมาณ 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ออกไปอีก 1 ไตรมาสจนถึงไตรมาส 3/2024 ก่อนจะทยอยกลับมาเพิ่มระดับการผลิตตั้งแต่เดือน ต.ค. 2024 – ก.ย. 2025 โดยขึ้นอยู่กับสถานะของตลาด ณ ช่วงเวลาดังกล่าว

ตัวเลขดังกล่าวสร้างความตกใจให้กับตลาดในระยะสั้น ทว่าหากพิจารณาระดับการผลิตของประเทศสมาชิกในปัจจุบัน พบว่าสมาชิกบางประเทศ อาทิ อิรัก และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) มีระดับการผลิตที่สูงกว่าโควตาการผลิตที่ได้ประกาศไว้ กล่าวคือ มาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 2 (ประกาศในเดือน พ.ย. 2023) ที่กำลังจะถูกทยอยยกเลิกตั้งแต่ไตรมาส 4 ปีนี้ ไม่ได้รับการปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัดในปัจจุบัน การยกเลิกมาตรการดังกล่าวไป จึงจะส่งผลให้การผลิตของ OPEC ปรับสูงขึ้นน้อยกว่าตัวเลขทางการอย่างมีนัย โดยเราประเมินว่าอุปทานจากฝั่ง OPEC จะทยอยเพิ่มขึ้นจริงสู่ระดับราว 1.0-1.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY ในช่วงไตรมาส 4/2025

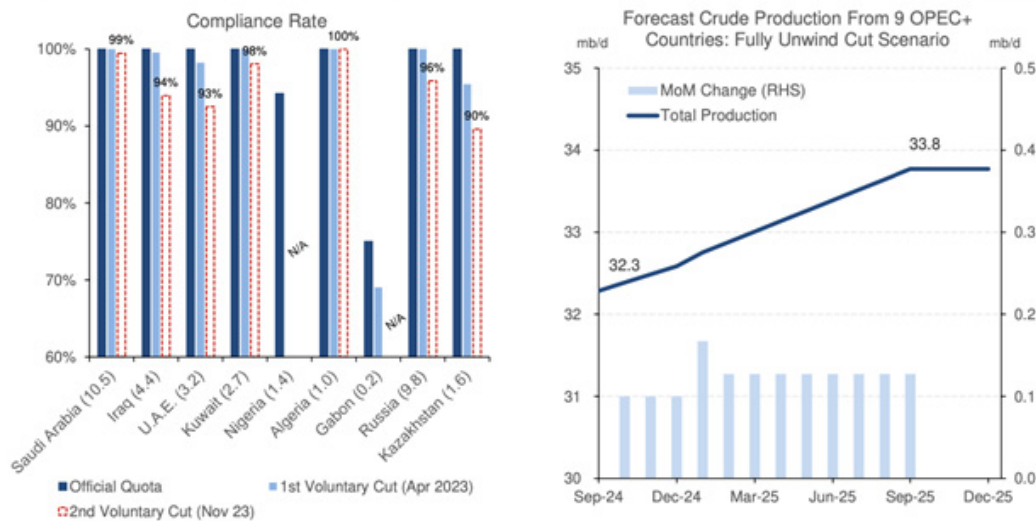
แผนภาพที่ 22: ตัวเลขทางการของโควตาการผลิตน้ำมันดิบโดยประเทศสมาชิก OPEC+ จะสูงขึ้นอย่างมากในปี 2025...



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

แผนภาพที่ 23: ...ขณะที่ระดับการผลิตจริงเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเพียง 1.0-1.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน (เดือน ก.ย. 2025 เทียบกับเดือน ก.ย. 2024) เนื่องจากมาตรการลดการผลิตเพิ่มเติมที่จะถูกยกเลิกไปไม่ได้รับการปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัดอยู่แล้ว

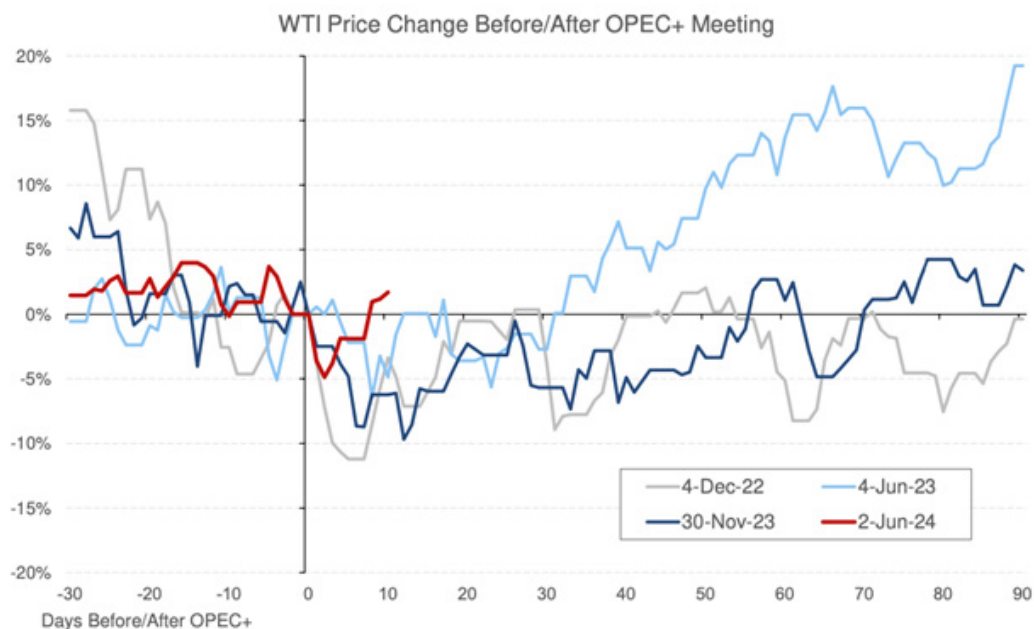
Similar to the 2nd voluntary cut, which started in Jan and only resulted in an actual 0.3-0.5 mb/d cut, in line with our expectations, the unwind amount would likely be around half of the 2.2 mb/d headline



Note: 1) The numbers in brackets next to country names represent each country's current official quota in mb/d unit, 2) the 9 OPEC+ countries used in calculation only include countries which participate in the 2nd voluntary cut or countries with changing quotas in 2025

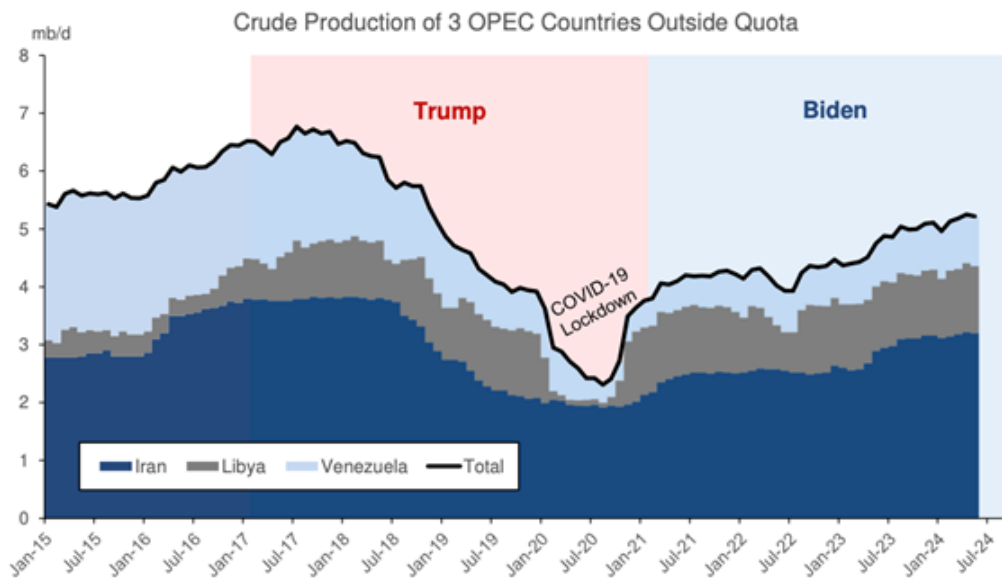
ที่มา: OPEC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 24:ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลง -5% ถึง -10% ภายใน 1 เดือนหลังการประชุม OPEC+ ครั้งก่อนๆ เช่นเดียวกัน ก่อนจะทยอยฟื้นตัวขึ้นในเวลาถัดมา



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

แผนภาพที่ 25: หากนาย Donald Trump กลับมาดำรงตำแหน่งปธน. มีความเป็นไปได้ที่สหรัฐฯ จะเพิ่มความเข้มงวดในการคว่ำบาตรการผลิตและส่งออกน้ำมันของอิหร่าน



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

มีโอกาสสูงขึ้นที่พายุเฮอริเคนจะส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ในฤดูมรสุมปีนี้ ซึ่งจะเป็ปัจจัยบวกต่อราคา

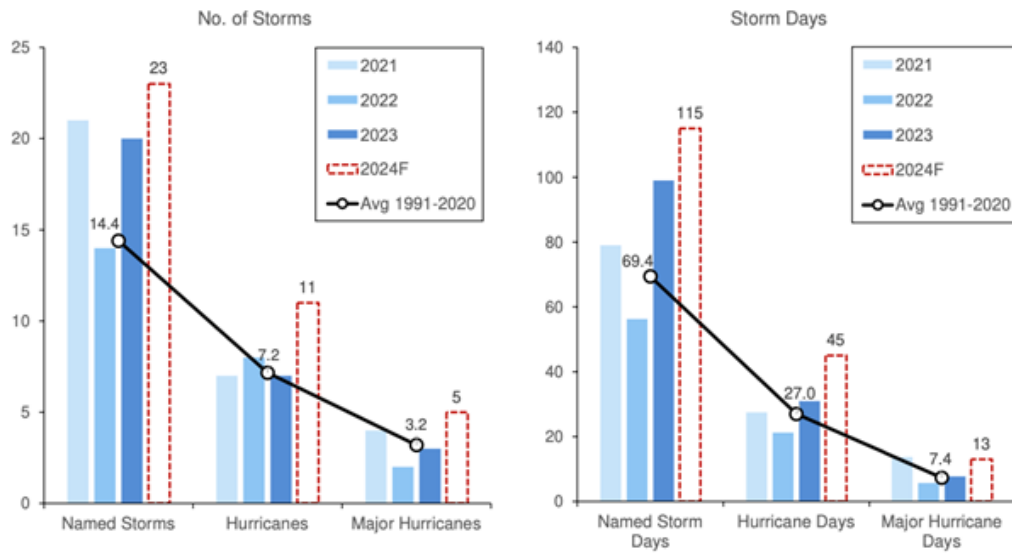
ฤดูมรสุมในมหาสมุทร Atlantic มักจะเกิดขึ้นระหว่างเดือน มิ.ย.-พ.ย. และมีความเสี่ยงสูงสุดในช่วงระหว่างเดือน ส.ค.-ต.ค. ทำให้อาจเกิดพายุเป็นระยะๆ ได้ตลอดในช่วงเวลาดังกล่าว โดยศูนย์วิจัยสภาพอากาศของมหาวิทยาลัย Colorado State (CSU Tropical Weather & Climate Research) คาดว่าฤดูมรสุมในปีนี้มีแนวโน้มที่จะมีความรุนแรงกว่าปกติ ส่วนหนึ่งจากการเปลี่ยนแปลงของอุณหภูมิ น้ำทะเลที่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของปรากฏการณ์เอลนีโญ (El Niño) ไปเป็นลานีญา (La Niña)

ศูนย์วิจัย CSU คาดว่าจำนวนของพายุเฮอริเคน และพายุเฮอริเคนที่มีความรุนแรงสูง (เฮอริเคนระดับ 3-5 โดยมาตรวัด Saffir-Simpson Hurricane) จะมีจำนวน 11 ลูก และ 5 ลูกตามลำดับ สูงกว่า 3 ปีที่ผ่านมา และค่าเฉลี่ย 30 ปีก่อนหน้า

ขณะที่จำนวนวันที่มีพายุก็จะยาวนานกว่าค่าเฉลี่ยเช่นเดียวกัน โดยจำนวนวันที่มีพายุเฮอริเคน (Hurricane Days) อาจสูงถึง 45 วัน ขณะที่วันที่มีพายุเฮอริเคนระดับรุนแรงสูง (Major Hurricane Days) คาดมีราว 13 วัน ปัจจัยดังกล่าวนับเป็นความเสี่ยงต่อการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ โดยเฉพาะในพื้นที่อ่าว Mexico เช่นในเดือน ส.ค. 2021 ที่เกิดพายุเฮอริเคน Ida และทำให้การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ลดลงราว 500,000 บาร์เรลต่อวันเป็นเวลาประมาณ 2 เดือน

ความผันผวนทางภูมิสภาพอากาศที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นมากกว่าหลายปีที่ผ่านมา ทำให้เรามองว่ามีโอกาสที่หากเกิดพายุที่มีความรุนแรงสูงในพื้นที่ใกล้เคียงอ่าว Mexico อาจทำให้เกิดการพุ่งขึ้นสูงของราคาในระยะสั้นๆ ทำให้ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบในไตรมาส 3/2024 เพิ่มสูงขึ้นตาม ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานระยะกลางยังคงสนับสนุนให้ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 26: ศูนย์วิจัย CSU คาดมีโอกาสเกิดพายุเฮอริเคนมากขึ้นในปีนี้ ประกอบกับจำนวนวันที่มีพายุจะยาวนานกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวเช่นเดียวกัน



ที่มา: Colorado State University, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- สัญญาณของกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ปรับดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่แข็งแรง โดยดัชนี ISM ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบ 9 เดือน สู่ระดับ 53.8 จุด จาก 49.4 จุด เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดเป็นอย่างมากที่ 51.0 จุด อย่างไรก็ดี ดัชนี ISM ภาคการผลิตปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 3 เดือน สู่ระดับ 48.7 จุด จาก 49.2 จุด เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดที่ 49.5 จุด ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติในการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 5.25-5.50% ตามที่ตลาดคาดการณ์เป็นวงกว้าง อย่างไรก็ดี Fed ส่งสัญญาณถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่น้อยลงในปี โดยแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ย หรือ Dot plot ถูกปรับเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน ซึ่ง Dot plot ในรอบนี้ ชี้ว่าค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ระดับ 5.1% (ลด 1 ครั้ง) ณ สิ้นปี 2024F ซึ่งเพิ่มขึ้นจากการส่งสัญญาณในเดือน มี.ค. ที่ระดับ 4.6% (ลด 3 ครั้ง)
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมมีสัญญาณเชิงบวกมากยิ่งขึ้น สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) เดือน พ.ค. ที่แม้จะปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 53.2 จุด แต่ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตมีสัญญาณที่ดีขึ้นจากช่วงก่อน แม้ดัชนีจะยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 23 โดยดัชนีภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 47.3 จุด สูงที่สุดในรอบ 14 เดือน ด้านการค้าระหว่างประเทศ ในวันที่ 12 มิ.ย. ที่ผ่านมา ทางคณะกรรมการการค้ายุโรป (European Commission) ประกาศขึ้นภาษีตอบโต้การอุดหนุนรถยนต์ไฟฟ้า (Electric Vehicles) ที่นำเข้ามาจากประเทศจีน นอกเหนือจากที่เรียกเก็บภาษี ณ ปัจจุบันที่ 10% ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 4 ก.ค. 2024 โดยเฉลี่ยผู้ผลิตรถยนต์ที่ให้ความร่วมมือ (Anti-subsidy Investigation) กับคณะกรรมการการค้ายุโรปที่ได้เริ่มการสอบสวนไปเมื่อปลายปี 2023 จะโดนเรียกเก็บภาษีเพิ่มในอัตราสูงถึง 38.1%
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 1/2024 หดตัว -0.5% QoQ, sa โดยองค์ประกอบต่าง ๆ ของ GDP ยังคงเปราะบาง โดยเฉพาะการบริโภคภาคเอกชนที่หดตัวต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกัน ทั้งนี้ การปรับขึ้นค่าจ้างในปัจุบันประมาณนี้อาจส่งผลบวกต่อรายได้ครัวเรือนและช่วยหนุนการบริโภคได้ในระยะต่อไป สำหรับผลการประชุม BoJ ออกมา Dovish กว่าที่ตลาดคาดไว้ โดย BoJ คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0-0.1% และระบุว่าประกาศรายละเอียดแผนการลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรในการประชุมครั้งหน้าในเดือน ก.ค. โดยเรายังคงมุมมองว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งต่อไปในการประชุมเดือน ต.ค. สู่ระดับ 0.25%
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต แต่ยอดค้าปลีกและการส่งออกขยายตัวได้ดีกว่าคาด โดยทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ครั้งใหญ่ในเดือน พ.ค. เพื่อลดสต็อกบ้านคงค้างและกระตุ้นอุปสงค์ของผู้ซื้อบ้าน ซึ่งมาตรการใหม่ของการเงินจะมีผลในการฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนได้มากน้อยแค่ไหนขึ้นอยู่กับความมีประสิทธิภาพของการดำเนินงานภายใต้มาตรการดังกล่าวว่าจะสามารถช่วยลดอุปทานในตลาดอสังหาริมทรัพย์ได้มากน้อยเพียงใด และช่วยฟื้นความเชื่อมั่นกลับมาได้หรือไม่
- ภาพรวมเศรษฐกิจยังเป็นการฟื้นตัวต่อเนื่อง นำโดยภาคบริการ จากการท่องเที่ยวเป็นหลัก ขณะที่อุปสงค์ในประเทศเดือน เม.ย. ปรับดีขึ้น โดยการใช้จ่ายสูงขึ้นจากเดือนก่อนหน้าในทุกองค์ประกอบย่อย ด้านการผลิต ภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาเป็นบวกครั้งแรกหลังจากที่หดตัวต่อเนื่องกว่า 18 เดือน ส่วนภาคการเกษตรได้รับผลกระทบจากภัยแล้ง มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจไทยยังมีโมเมนตัมของการฟื้นตัว การเบิกจ่ายงบประมาณคาดว่าจะทำได้ต่อเนื่องและช่วยหนุนเศรษฐกิจในช่วงที่การท่องเที่ยวเริ่มเข้าสู่ช่วงนอกฤดูกาล อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1 โตต่ำกว่าที่เราประเมินเล็กน้อย ทำให้เราปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยลงเป็น 2.8% ในปี 2024F (จากที่คาดไว้ 3.0%) ด้านมุมมองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่า กนง. จะไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในปี 2024F (จากเดิมที่มองไว้ว่าจะปรับลด 25 bps ในช่วงท้ายปี) โดยมีสาเหตุหลักมาจากอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวกลับมาเป็นบวกเร็วกว่าที่คาดและแนวโน้มยังบวกได้ต่อเนื่องและจะเร่งขึ้นในช่วงปลายปี ประกอบกับโมเมนตัมเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปีจะทยอยปรับดีขึ้นต่อเนื่อง



เศรษฐกิจสหรัฐฯ

สัญญาณของกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ปรับดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่แข็งแกร่ง โดยดัชนี ISM ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบ 9 เดือน สู่ระดับ 53.8 จุด จาก 49.4 จุด เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดเป็นอย่างมากที่ 51.0 จุด อย่างไรก็ดี ดัชนี ISM ภาคการผลิตปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 3 เดือน สู่ระดับ 48.7 จุด จาก 49.2 จุด เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดที่ 49.5 จุด ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติในการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 5.25-5.50% ตามที่ตลาดคาดการณ์เป็นวงกว้าง อย่างไรก็ตาม Fed ส่งสัญญาณถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่น้อยลงในปี โดยแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ย หรือ Dot plot ถูกปรับเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน ซึ่ง Dot plot ในรอบนี้ ระบุว่าค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ระดับ 5.1% (ลด 1 ครั้ง) ณ สิ้นปี 2024F ซึ่งเพิ่มขึ้นจากการส่งสัญญาณในเดือน มี.ค. ที่ระดับ 4.6% (ลด 3 ครั้ง)

สัญญาณของกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ปรับดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่แข็งแกร่ง

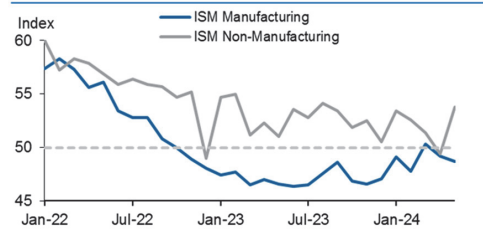
สัญญาณของกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ปรับดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่แข็งแกร่ง โดยดัชนี ISM ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบ 9 เดือน สู่ระดับ 53.8 จุด จาก 49.4 จุด เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดเป็นอย่างมากที่ 51.0 จุด โดยยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 54.1 จุด จาก 52.2 จุด เดือนก่อน ขณะที่ดัชนีราคาปรับตัวลดลงเป็น 58.1 จุด จาก 59.2 จุด เดือนก่อน อย่างไรก็ดี ดัชนี ISM ภาคการผลิตปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 3 เดือน สู่ระดับ 48.7 จุด จาก 49.2 จุด เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดที่ 49.5 จุด ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เบื้องต้นเดือน มิ.ย. ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ที่ระดับ 65.6 จุด จาก 69.1 จุด เดือนก่อน ส่วนทางตลาดที่มองว่าจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 72.0 จุด

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคยังไม่แข็งแกร่งสะท้อนผ่านยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. ขยายตัว 0.1% MoM ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.3% ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูกปรับลด (Revised) -0.2ppt เป็น -0.2% โดยหากไม่นับรวมหมวดสินค้าที่ผันผวน อาทิ ร้านอาหาร, รถยนต์, อุปกรณ์ก่อสร้าง และน้ำมันหรือ Retail Control Group พบว่าขยายตัว 0.4% MoM ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 0.5% เช่นกัน ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูกปรับลด -0.2ppt เป็น -0.5%

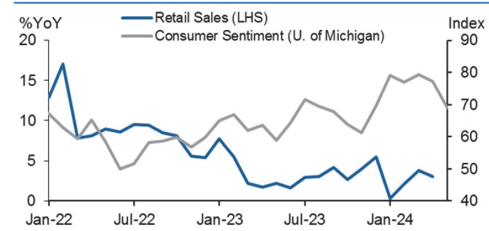
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน พ.ค. ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนหน้า 0.0% MoM (vs. 0.3% เดือนก่อน) และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.1% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ชะลอตัวลงเป็น 3.3% ต่ำกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 3.4% ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เร่งตัวขึ้น 0.2% MoM (vs. 0.3% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.3% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 3.4% YoY (vs. 3.6% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 3.5%

แผนภาพที่ 27: ดัชนี ISM ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบ 9 เดือน สู่ระดับ 53.8 จุด จาก 49.4 จุด เดือนก่อน อย่างไรก็ตาม ดัชนี ISM ภาคการผลิตปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 3 เดือน ที่ระดับ 48.7 จุด จาก 49.2 จุด เดือนก่อน

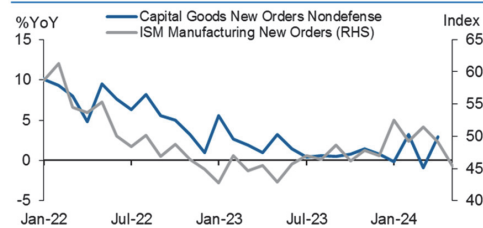
ISM manufacturing vs. services



Consumption



Investment



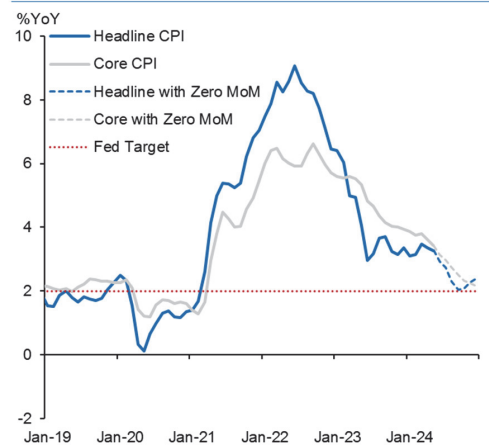
Trade



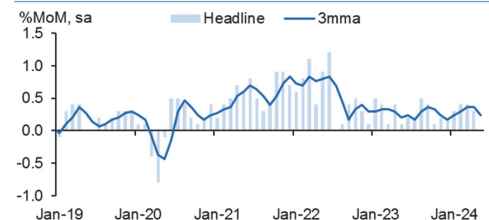
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: เงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน พ.ค. ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนหน้า 0.0% MoM (vs. 0.3% เดือนก่อน) และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.1% ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เร่งตัวขึ้น 0.2% MoM (vs. 0.3% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.3%

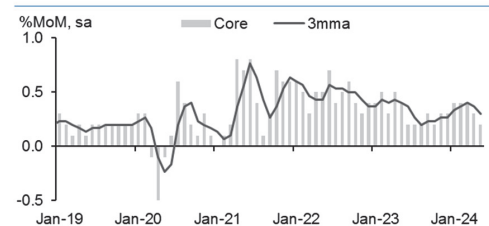
CPI



Headline CPI



Core CPI



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

นาย Joe Biden ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ประกาศปรับอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากจีนขึ้น 25%-100% โดยมาตรการจะครอบคลุมมูลค่าสินค้าประมาณ 18 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ในวันที่ 14 พ.ค. ที่ผ่านมานาย Joe Biden ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ประกาศปรับอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากจีนขึ้น 25%-100% โดยมาตรการจะครอบคลุมมูลค่าสินค้าประมาณ 18 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และวันที่มีผลบังคับใช้อัตราภาษีจะเป็นไปตามกลุ่มสินค้า ซึ่งจะมีผลบังคับใช้เร็วที่สุดในวันที่ 1 ส.ค. 2024 และช้าสุดในวันที่ 1 ม.ค. 2026 โดยประเภทสินค้าที่เรามองว่าสำคัญและจะถูกขึ้นอัตราภาษีมีดังต่อไปนี้

- 1) Lithium-ion EV batteries ขึ้นเป็น 25% จากเดิม 7.5%
- 2) เหล็กและอะลูมิเนียมขึ้นเป็น 25% จากเดิม 0%-7.5%
- 3) รถยนต์ไฟฟ้าขึ้นเป็น 100% จากเดิม 25%
- 4) โซลาร์เซลล์ขึ้นเป็น 50% จากเดิม 25%
- 5) เซมิคอนดักเตอร์ขึ้นเป็น 50% จากเดิม 25% และ
- 6) Lithium-ion non-EV batteries ขึ้นเป็น 25% จากเดิม 7.5%

นอกจากนี้ หากพิจารณารายชื่อสินค้าที่สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าจากจีนนั้น บางส่วนเป็นอุตสาหกรรมใหม่ที่จีนให้ความสำคัญเป็นอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา (New Three + Semiconductors) ทำให้จีนมีแนวโน้มที่จะใช้มาตรการตอบโต้สหรัฐฯ กลับคืนไป อย่างไรก็ตาม มาตรการที่สหรัฐฯ ประกาศมานั้น อาจทำเพื่อแสวงผลประโยชน์ทางการเมืองเพื่อเพิ่มคะแนนความนิยมก่อนจะมีการเลือกตั้งในช่วงปลายปี (5 พ.ย.) ขณะที่มาตรการขึ้นภาษีในครั้งนี้มองว่าจะมีนัยต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อสหรัฐฯ ไม่มาก เนื่องจากขนาดของมาตรการที่ไม่ใหญ่เมื่อเทียบกับมูลค่าการนำเข้าสินค้าทั้งหมด และอีกส่วนเนื่องจากวันที่มาตรการจะมีผลบังคับของบางกลุ่มสินค้านั้นให้ระยะเวลาผู้ประกอบการในการเปลี่ยนระบบห่วงโซ่อุปทานเพื่อหาสินค้าทดแทนจากราคานำเข้าสินค้าเดิมที่จะเพิ่มสูงขึ้น

ทั้งนี้ แม้มาตรการที่เพิ่งประกาศจะครอบคลุมมูลค่าสินค้าที่ไม่เยอะและมีนัยต่อเศรษฐกิจในภาพใหญ่ไม่มาก แต่เนื่องด้วยอัตราภาษีที่สูงจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าการนำเข้าสินค้าบางประเภทจะลดลงไปอย่างมีนัยสำคัญในช่วงต่อจากนี้ โดยหากพิจารณาจากผลกระทบของสงครามการค้า (Trade War) รอบก่อนระหว่างสหรัฐฯ และจีน จะพบว่ายิ่งอัตราภาษีสูงมากเท่าไร มูลค่าการนำเข้าสินค้าประเภทนั้นจะลดลงค่อนข้างมาก โดยสหรัฐฯ ปรับอัตราภาษีในกลุ่มรายการสินค้าที่ 1, 2 และ 3 (Lists 1, 2 and 3) ขึ้นเป็น 25% ซึ่งทำให้มูลค่าการนำเข้าสินค้าในรายการนี้หายไปราว 20-30% ขณะที่อัตราภาษีในกลุ่มรายการสินค้า 4A ถูกปรับขึ้นเป็น 15% ก่อนจะปรับลดลงมาเป็น 7.5% ในภายหลัง

นั่น ส่งผลให้มูลค่าการนำเข้าสินค้าหายไปไม่ถึง 10% เท่านั้น เพราะฉะนั้น กลุ่มสินค้า อาทิ รถยนต์ไฟฟ้า (ปรับภาษีนำเข้าขึ้นเป็น 100%) หรือแม้กระทั่งเซมิคอนดักเตอร์ (ปรับภาษีนำเข้าขึ้นเป็น 50%) อาจเห็นการนำเข้าสินค้าเฉพาะกลุ่มหายไปอย่างมีนัยได้ อย่างไรก็ตาม อัตราภาษีมีใช้อย่างเดียวที่ส่งผลให้การพึ่งพาซึ่งกันและกันผ่านการค้ามีการเปลี่ยนแปลง แต่ความสามารถของการผลิตภายในประเทศ ความสำคัญของจีนในระบบห่วงโซ่อุปทาน ความสัมพันธ์ระหว่างประเทศและข้อตกลงทางการค้า การย้ายฐานการผลิตของจีนไปตั้งในประเทศอื่น การใช้มาตรการต่างๆ เพื่อลดทอนผลกระทบจากการตั้งกำแพงภาษีและอื่นๆ อีกมาก ล้วนเป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องซึ่งอาจส่งผลให้การพึ่งพาระหว่างประเทศเปลี่ยนแปลงไปได้

สิ่งถัดไปที่น่าติดตามต่อจากนี้คือจีนจะโต้กลับด้วยวิธีไหน โดยสงครามการค้าในช่วงก่อน หากสหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน จีนมักจะโต้กลับด้วยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ ด้วยอัตราภาษีและมูลค่าสินค้าที่ใกล้เคียงกับมาตรการของสหรัฐฯ หรืออีกหนึ่งวิธีที่จีนสามารถตอบโต้ได้ซึ่งก็คือ การจำกัดการส่งออกแร่สำคัญๆ ในลักษณะเดียวกันกับปี 2023 ที่จีนจำกัดการส่งออกแร่แกลเลียมและเจอร์เมเนียม อย่างไรก็ตาม จากท่าทีและการสื่อสารของจีนในช่วงที่ผ่านมา เรามองว่าจีนยังไม่อยากให้สงครามการค้าทวีความรุนแรงขึ้นมาก และในอีกกรณีหนึ่ง ในช่วงที่สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนในช่วงปี 2018-2019 ค่าเงินหยวนมักจะปรับอ่อนค่าตรงกับช่วงเวลาที่มีการประกาศมาตรการ โดยหากจีนต้องการชดเชยผลกระทบเชิงลบที่เกิดขึ้นจากการตั้งกำแพงภาษี การลดการควบคุมค่าเงินหยวนและปล่อยให้ค่าเงินอ่อนค่าอาจเป็นอีกหนึ่งวิธีที่สามารถทำเพื่อชดเชยผลกระทบ ทั้งนี้ เรามองว่าจีนยังไม่มีเจตจำนงที่จะทำให้ในลักษณะนี้เพื่อตอบโต้กับมาตรการของสหรัฐฯ และการปล่อยให้ค่าเงินอ่อนค่าอาจไปกระทบกับการบริโภคภายในประเทศได้ ซึ่งตอนนี้ก็เป็นหนึ่งในปัจจัยจำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจจีนอยู่ โดยสรุปเรามองว่าจีนอาจตอบโต้ในสิ่งที่จำกัดและไม่อยากขยายวงของสงครามการค้าไปมากกว่านี้ อย่างไรก็ตาม ควรติดตามว่าจีนจะตอบโต้สหรัฐฯ อย่างไรและการตอบโต้มันจะนำไปสู่สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงอีกรอบหรือไม่

อย่างไรก็ดี การตอบโต้ของจีนมีใช้อย่างเดียวที่จะทำให้อุตสาหกรรมการค้ารุนแรงขึ้น แต่การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในช่วงสิ้นปีก็เป็นหนึ่งในตัวกำหนดการค้าและความสัมพันธ์ระหว่างจีน-สหรัฐฯ ในระยะถัดไปด้วยเช่นกัน เนื่องจากนาย Donald Trump ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดี หาเสียงในด้านการค้าไว้ว่าจะปรับอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากทั่วโลกอยู่ที่ 10% และสำหรับสินค้านำเข้าจากจีนจะถูกเก็บในอัตรา 60% ซึ่งจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงด้านสูงให้กับอัตราเงินเฟ้อในประเทศและเพิ่มความ

เสี่ยงด้านต่ำให้กับการเติบโตของเศรษฐกิจได้ ทำให้ ณ ช่วงเวลา
หลังจากขึ้นภาษีมานั้น การดำเนินนโยบายการเงินของ Fed อาจ
ต้องเผชิญกับข้อจำกัดจากการขึ้นภาษีได้ชั่วคราว รวมไปถึงความ
สัมพันธ์ระหว่างจีนและสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มปรับเปลี่ยนเนื่องจาก
มาตรการกีดกันทางการค้าที่เพิ่มเข้ามา อย่างไรก็ตาม ยังมีความไม่

แน่นอนสูงว่าใครจะได้รับเลือกเข้ามาเป็นประธานาธิบดี และแม้
จะแนบนโยบายของ Donald Trump จะนำ Joe Biden อยู่
บ้าง แต่ควรติดตามในช่วงตั้งแต่ปลายเดือน มิ.ย. เป็นต้นไป ที่
จะมีการโต้วาที (Presidential Debate) ว่าสุดท้ายจะแนบนโยบาย
จะไปที่ใคร

**แผนภาพที่ 29: ในวันที่ 14 พ.ค. ที่ผ่านมานาย Joe Biden ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ประกาศปรับอัตราภาษี
สินค้านำเข้าจากจีนขึ้น 25%-100% โดยมาตรการจะครอบคลุมมูลค่าสินค้าประมาณ 18 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ**

Imported goods subjected to recent additional trade tariffs

Products	From	To	When ^{1\}	Imports from China (\$MN) ^{2\}	Share of US import from China ^{1\}
Lithium-ion EV batteries	7.5%	25%	2024	2,287	65%
Steel and aluminum products	0-7.5%	25%	2024	914	2%
Electric vehicles	25%	100%	2024	385	2%
Other critical minerals	0%	25%	2024	239	5%
Syringes and needles	0%	50%	2024	200	10%
Ship-to-shores cranes	0%	25%	2024	47	41%
Solar cells	25%	50%	2024	12	0%
Face masks	0-7.5%	25%	2024	7	68%
Other battery parts	7.5%	25%	2024	6	7%
Semiconductors	25%	50%	2025	2,322	6%
Lithium-ion non-EV batteries	7.5%	25%	2026	10,779	72%
Permanent magnets	0%	25%	2026	435	80%
Medical gloves	7.5%	25%	2026	398	25%
Natural graphite	0%	25%	2026	110	70%

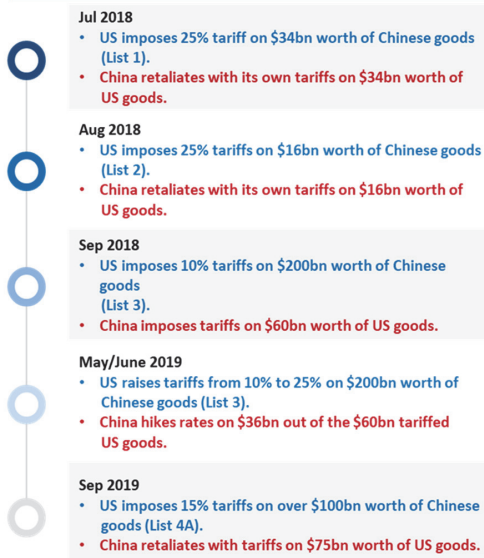
Note: 1\ According to USTR, tariff scheduled for 2024 will be implemented starting on 1 Aug. 2024.

2\ Rhodium calculations.

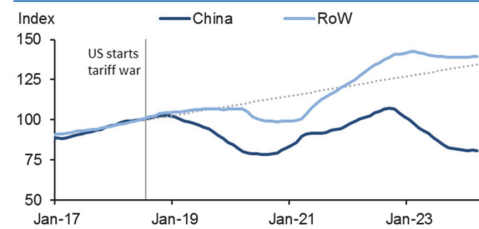
ที่มา: Rhodium Group, White House, US International Trade Commission, USTR, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 30: ตั้งแต่สงครามการค้า (Trade War) ระหว่างจีนกับสหรัฐฯ เริ่มขึ้น การพึ่งพิงซึ่งกันและกันในการค้าระหว่างสองประเทศมหาอำนาจปรับเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ

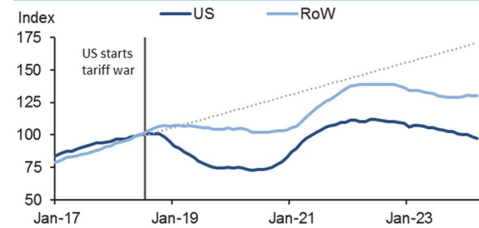
US-China trade war timeline



US imports (12mma) ^{1\ 2\ 3\}



China imports (12mma) ^{1\ 2\ 3\}



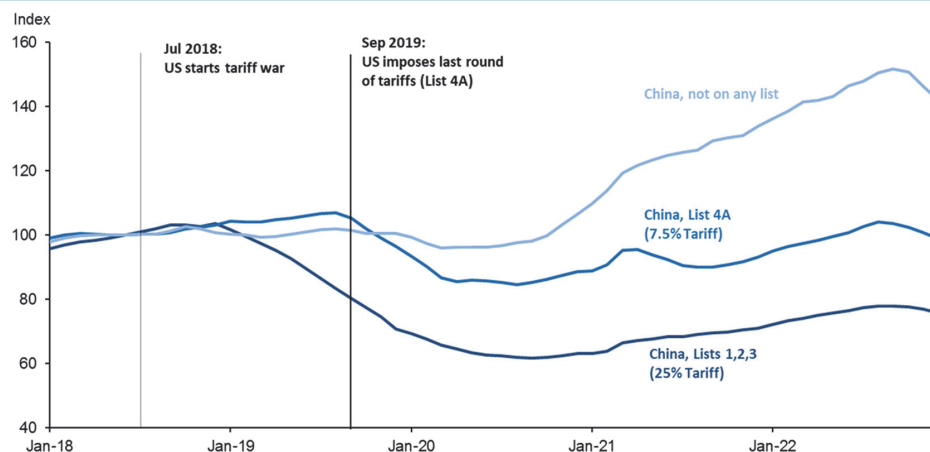
Note: 1\ Trend line was based on US / China imports from the world during Aug 2016 – Jun 2018.

2\ Jun 2018 = index 100. 3\ RoW = rest of world.

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

แผนภาพที่ 31: หากพิจารณาจากผลกระทบของสงครามการค้า (Trade War) รอบก่อนระหว่างสหรัฐฯ และจีน จะพบว่ายี่สิบสามรายการที่สูงมากเท่าไร มูลค่าการนำเข้าสินค้าประเภทนั้นจะลดลงค่อนข้างมาก

US goods imports from China by trade war tariff list ^{1\}



Note: 1\ Trend line was based on US / China imports from the world during Aug 2016 – Jun 2018.

2\ Jun 2018 = index 100. 3\ RoW = rest of world.

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

แผนภาพที่ 32: ควรติดตามว่าจีนจะตอบโต้สหรัฐฯ อย่างไรและการตอบโต้เหล่านั้นจะนำไปสู่สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงอีกหรือไม่

USD/CNY



Some possible counter-measures from China

Measures	Implementation
Increase overall tariff rates	China could unveil new tariffs on US goods on a scale that roughly matches the \$18bn announced by the US.
Targeted tariff hikes on certain goods	China could re-impose tariffs on US agricultural products, potentially aiming to affect political outcomes in ag-heavy states.
Depreciate currency	Beijing could temporarily step away from defending its currency to mitigate the effects of tariffs, allowing modest depreciation, then step in to establish a new level for the yuan.
Export controls	- China could implement restrictions to control critical minerals exports. It has implemented control on gallium and germanium exports to the US and its allies in 2023. - China could target the very specific items that the US has identified for temporary tariff exclusion due to their heavy dependence on China.

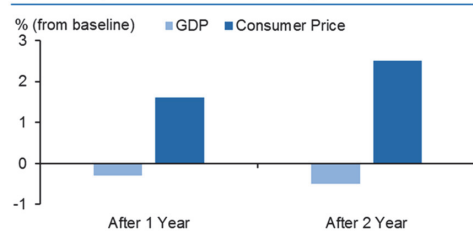
ที่มา: Bloomberg, Rhodium Group, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 33: นาย Donald Trump ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดี หาเสียงในด้านการค้าไว้ว่าจะปรับอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากทั่วโลกขึ้นไปอยู่ที่ 10% และสำหรับสินค้านำเข้าจากจีนจะถูกเก็บในอัตรา 60%

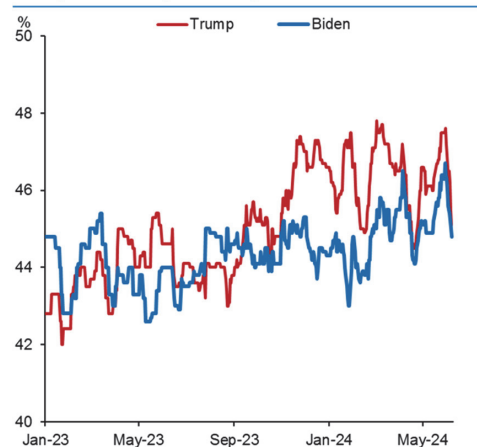
Policies advocated by Trump

Trade Policy	
World	10% tariff against products from the rest of the world
China	60% tariff against Chinese products. - Eliminate China's MFN status.

Impact of (60% China + 10% world) tariffs on US



Trump vs. Biden: poll average



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

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติในการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 5.25-5.50% ตามที่ตลาดคาดการณ์เป็นวงกว้าง ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย.

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติในการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 5.25-5.50% ตามที่ตลาดคาดการณ์เป็นวงกว้าง โดยในรายงานผลประชุมระบุว่า ในช่วงที่ผ่านมา มีความคืบหน้าในการบรรลุเป้าหมายด้านราคา 2% (“In recent months, there has been modest further progress toward the Committee’s 2 percent inflation objective.”) ซึ่งแตกต่างจากการประชุมรอบก่อนที่ระบุว่า ในช่วงที่ผ่านมา ยังขาดความคืบหน้าในการบรรลุเป้าหมายด้านราคา 2% (“...lack of further progress toward the Committee’s 2 percent inflation objective.”) ส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการชะลอตัวของเงินเฟ้อในช่วงไตรมาสที่ 2 หลังจากที่เราเร่งขึ้นมากในช่วงไตรมาสที่ 1

อย่างไรก็ดี Fed ส่งสัญญาณถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่น้อยลงในปี นี้ โดยแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ย หรือ Dot plot ถูกปรับเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน ซึ่ง Dot plot ในรอบนี้ ชี้นำค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ระดับ 5.1% (ลด 1 ครั้ง) ณ สิ้นปี 2024F ซึ่งเพิ่มขึ้นจากการส่งสัญญาณในเดือน มี.ค. ที่ระดับ 4.6% (ลด 3 ครั้ง) ณ สิ้นปี 2024F ขณะที่สำหรับปี 2025F ค่ากลางอัตราดอกเบี้ยถูกปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 4.1% (ลด 4 ครั้ง) จากเดือน มี.ค. ที่ 3.9% (ลด 3 ครั้ง) และคงค่ากลางสำหรับปี 2026F ไว้ที่ 3.1% ใกล้เคียงกับเดือน มี.ค. โดยสรุป จำนวนครั้งของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงปี 2024-2025 ลดลงเป็น 5 ครั้ง จากเดิมที่เคยส่งสัญญาณไว้ผ่าน Dot plot ครั้งก่อนที่ 6 ครั้ง

ขณะเดียวกัน Fed ปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (longer-run rate) ไปสู่ระดับ 2.8% จาก 2.6% ในการประชุมรอบเดือน มี.ค. และจาก 2.5% ในการประชุมรอบเดือน ธ.ค. 2023 เป็นการสะท้อนว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในระยะยาวน่าจะสูงกว่าเดิม

สำหรับมุมมองต่อเศรษฐกิจ Fed คงคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP) สำหรับปี 2024F, 2025F และ 2026F ไว้ที่ระดับ 2.1%, 2.0% และ 2.0% ตามลำดับ เท่ากับประมาณการครั้งก่อนรอบเดือน มี.ค. ขณะที่คาดการณ์อัตราการว่างงานสำหรับปี 2024F ไว้ที่ระดับ 4.0% แต่ปรับเพิ่มคาดการณ์สำหรับปี 2025F และ 2026F ขึ้น +0.1ppt เป็น 4.2% และ 4.1% ตามลำดับ นอกจากนี้ คาดการณ์เงินเฟ้อ Core PCE สำหรับปี 2024F และ 2025F ถูกปรับขึ้น +0.2ppt และ +0.1ppt เป็น 2.8% และ 2.3% ตามลำดับ ขณะที่คงคาดการณ์สำหรับปี 2026F ไว้ที่ 2.0%

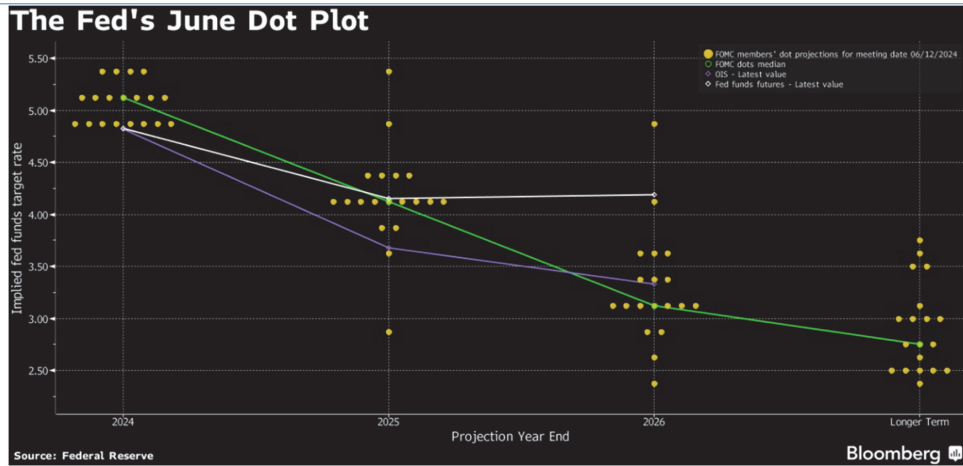
นาย Jerome Powell ประธาน Fed ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า ยังไม่เห็นสมควรที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจนกว่าจะมีความเชื่อมั่นมากกว่านี้ว่าเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% แต่ได้ระบุต่อว่า พัฒนาการของเงินเฟ้อล่าสุดปรับดีขึ้นกว่าช่วงต้นปี แต่เราจำเป็นต้องเห็นพัฒนาการที่ดีมากกว่านี้เพื่อเพิ่มความมั่นใจให้เรารู้ว่าเงินเฟ้อจะกลับไปเป้าหมายได้อย่างยั่งยืน

เรามองว่าผลการประชุม Fed มีความเข้มงวดเล็กน้อย แต่เนื่องจากการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ของตลาดนั้นได้มองจำนวนครั้งของการปรับลดที่ราว 1-2 ครั้งอยู่แล้ว ทำให้การขยับ Median Dot ขึ้นไม่ได้ส่งผลต่อตลาดการเงินมากนัก ขณะเดียวกัน ประธาน Fed ระบุว่า คณะกรรมการมีความยืดหยุ่นในการตัดสินใจด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และจะเป็นการประเมินตามตัวเลขเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นประกอบกับแนวโน้มในระยะข้างหน้า

ดังนั้นเราจึงยังคงมองว่ายังมีความเป็นไปได้ที่ Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ 2 ครั้งในปี นี้ โดยขึ้นอยู่กับทิศทางเงินเฟ้อและตัวเลขการจ้างงานในอนาคต ทั้งนี้ เราให้น้ำหนักการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียง 1 ครั้ง มากกว่า 2 ครั้ง ในปี 2024F เนื่องจากเรามองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ก.ย. จำเป็นจะต้องเห็นการปรับสูงขึ้นของอัตราการว่างงานในระดับที่มาก และอัตราเงินเฟ้อมีโมเมนตัมที่จะลดตัวลงมากอย่างต่อเนื่อง 

แผนภาพที่ 34: Fed ส่งสัญญาณถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่น้อยลงในปีนี้

The Fed's June Dot Plot



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

เศรษฐกิจยุโรป

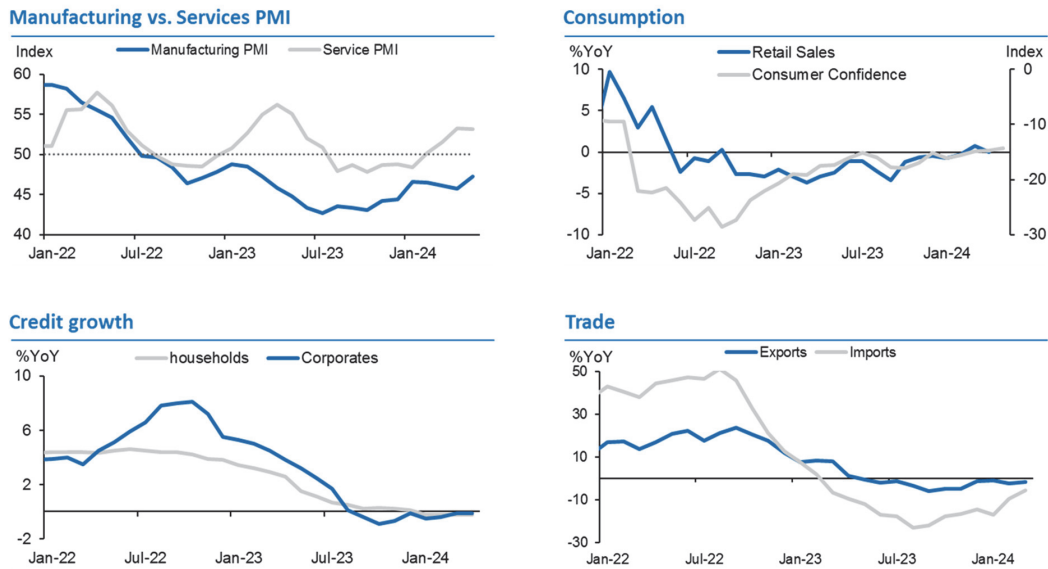
กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมมีสัญญาณเชิงบวกมากยิ่งขึ้น สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) เดือน พ.ค. ที่แม้จะปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 53.2 จุด แต่ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตมีสัญญาณที่ดีขึ้นจากช่วงก่อน แม้ดัชนีจะยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 23 โดยดัชนีภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 47.3 จุด สูงที่สุดในรอบ 14 เดือน ด้านการค้าระหว่างประเทศ ในวันที่ 12 มิ.ย. ที่ผ่านมา ทางคณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission) ประกาศขึ้นภาษีตอบโต้การอุดหนุนรถยนต์ไฟฟ้า (Electric Vehicles) ที่นำเข้ามาจากประเทศจีน นอกเหนือจากที่เรียกเก็บภาษี ณ ปัจจุบันที่ 10% ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 4 ก.ค. 2024 โดยเฉลี่ยผู้ผลิตรถยนต์ที่ให้ความร่วมมือ (Anti-subsidy Investigation) กับคณะกรรมาธิการยุโรปก็ได้เริ่มการสอบสวนไปเมื่อปลายปี 2023 จะโดนเรียกเก็บภาษีเฉลี่ยเพิ่มราว 21% แต่บริษัทที่ไม่ให้ความร่วมมือจะโดนเรียกเก็บภาษีเพิ่มในอัตราสูงถึง 38.1%

กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมมีสัญญาณเชิงบวกมากยิ่งขึ้น

กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมมีสัญญาณเชิงบวกมากยิ่งขึ้น สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) เดือน พ.ค. ที่แม้จะปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 53.2 จุด แต่ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 โดยยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การจ้างงานปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2023 ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตมีสัญญาณที่ดีขึ้นจากช่วงก่อน แม้ดัชนีจะยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 23 โดยดัชนีภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 47.3 จุด สูงที่สุดในรอบ 14 เดือน แต่ต่ำกว่าตัวเลขเบื้องต้นและตลาดคาดเล็กน้อยที่ 47.4 จุด โดยผลผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 14 เดือน ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 2 ปี

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคสะท้อนจากยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน เม.ย. หดตัว -0.5% MoM (vs. 0.7% เดือนก่อน) ต่ำกว่าตลาดคาดที่ -0.3% ขณะเดียวกันเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกไม่เปลี่ยนแปลง +0.0% YoY (vs. 0.7% เดือนก่อน) และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.2% สะท้อนถึงอุปสงค์ของผู้บริโภคโดยรวมที่ยังมีความไม่แน่นอนว่าการฟื้นตัวการเป็นไปได้อย่างต่อเนื่องหรือไม่ ทั้งนี้ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (Consumer Confidence) ยังคงได้ระดับขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง แม้โดยรวมจะยังไม่แข็งแกร่งก็ตาม โดยดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน มิ.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3ppt เป็น -14.0 จุด

แผนภาพที่ 35: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) เดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 53.2 จุด แต่ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4



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

ในวันที่ 12 มิ.ย. ที่ผ่านมา ทางคณะกรรมการการยุโรป (European Commission) ประกาศขึ้นภาษีตอบโต้การอุดหนุนรถยนต์ไฟฟ้า (Electric Vehicles) ที่นำเข้ามาจากประเทศจีน

ในวันที่ 12 มิ.ย. ที่ผ่านมา ทางคณะกรรมการการยุโรป (European Commission) ประกาศขึ้นภาษีตอบโต้การอุดหนุนรถยนต์ไฟฟ้า (Electric Vehicles) ที่นำเข้ามาจากประเทศจีน นอกเหนือจากที่เรียกเก็บภาษี ณ ปัจจุบันที่ 10% ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 4 ก.ค. 2024 โดยเฉลี่ยผู้ผลิตรถยนต์ที่ให้ความร่วมมือ (Anti-subsidy Investigation) กับคณะกรรมการการยุโรปที่ได้เริ่มการสอบสวนไปเมื่อปลายปี 2023 จะโดนเรียกเก็บภาษีเฉลี่ยเพิ่มราว 21% แต่บริษัทที่ไม่ให้ความร่วมมือจะโดนเรียกเก็บภาษีเพิ่มในอัตราสูงถึง 38.1%

ทั้งนี้ ตามการประเมินของ Rhodium Group ผู้ผลิตรถยนต์บางค่ายมีแนวโน้มที่จะทำกำไรต่อคัน (Profit margin) ในยุโรปได้สูงกว่าการขายภายในประเทศจีนเอง แม้จะต้องเผชิญกับอัตราภาษีที่เพิ่มขึ้นมากก็ตาม ส่วนหนึ่งจาก «EU Premium» ที่สูง หมายความว่าค่ายรถยนต์จีน เมื่อนำไปขายในยุโรปจะมีกำไรต่อคันที่มากกว่าจะรองรับอัตราภาษีที่เพิ่มสูงขึ้นได้ และราคาขายสุดท้ายก็อาจไม่ได้เพิ่มขึ้นหรือเพิ่มขึ้นไม่มาก เพื่อไม่ให้เป็นการกดดันอุปสงค์ (Final Demand) เพราะฉะนั้น แม้การส่งออกรถยนต์ EV ไปในสหภาพยุโรปจะมีความน่าสนใจน้อยลงสำหรับการขายในประเทศจีนเอง ในมิติของกำไรต่อคัน

อย่างไรก็ดี มีประเทศสมาชิกใน EU บางส่วนที่ไม่เห็นด้วยกับการตั้งกำแพงภาษีเพิ่มขึ้น อาทิ สวีเดน เยอรมนี และฮังการี

โดยส่วนหนึ่งคาดว่าเกิดจากความกังวลที่จีนอาจใช้มาตรการตอบโต้ในลักษณะเดียวกัน ขณะที่จีนออกมาตรการเพื่อกระตุ้นทางสหภาพยุโรปโดยการเข้าไปสืบสวนอุตสาหกรรมแบตเตอรี่ (เดือน ม.ค.) และพลาสติกวิศวกรรม (เดือน พ.ค.) ที่จีนนำเข้า

โดยภายหลังจากที่สหภาพยุโรปประกาศมาตรการขึ้นภาษีรถยนต์ EV ที่นำเข้าจากจีน (วันที่ 17 มิ.ย.) ทางกรีนประกาศทำการสืบสวนอุตสาหกรรมเนื้อหมูที่นำเข้าจากสหภาพยุโรป ว่าได้มีการทุ่มตลาดและมีการอุดหนุนอย่างไม่เป็นธรรมของรัฐบาลยุโรปหรือไม่ โดยเรามองว่าเป็นมาตรการตอบโต้ระยะแรกที่จีนใช้เพื่อกระตุ้นฝั่งสหภาพยุโรปหลังจากที่ได้มีการประกาศขึ้นกำแพงภาษีกับ EV จีน

ทั้งนี้ มูลค่าที่จีนนำเข้าหมูจากยุโรป (จีนนำเข้าหมูจาก EU คิดเป็นประมาณ 50% ของมูลค่าการนำเข้าหมูทั้งหมด) โดยรวมถือว่ายังน้อยกว่ามูลค่าที่ยุโรปนำเข้า EV จากจีน สะท้อนภาพที่จีนอาจไม่ต้องการให้สงครามการค้าทวีความรุนแรงมากขึ้น อย่างไรก็ดี ในระยะต่อไปอาจมีสินค้าจำนวนมากขึ้น และหลากหลายประเภทขึ้น ที่ทางการจีนอาจเข้ามาตรวจสอบเพิ่มเติม แต่มองว่าทางการจีนจะพยายามตอบโต้กลับในวงจำกัดเพื่อไม่ให้ความขัดแย้งนั้นบานปลาย ด้านผลกระทบต่อเงินเพื่อหากจีนปรับขึ้นภาษีนำเข้าเนื้อหมู เรามองว่าไม่น่ามี โดยในการคำนวณเบื้องต้น หากจีนตั้งกำแพงภาษีนำเข้าเนื้อหมูจาก EU เพิ่มขึ้นในอัตรา 25% จะส่งผลให้เงินเพื่อทั่วไปในจีนให้ปรับขึ้นเพียง 0.01ppt เท่านั้น

ส่วนแนวโน้มการลงทุนในระยะข้างหน้า เรามองว่ามีโอกาสที่บริษัทรถยนต์สัญชาติจีนอาจหันไปลงทุนในยุโรปเพิ่มมากขึ้นเพื่อหลีกเลี่ยงผลของสงครามการค้าที่อาจทวีความรุนแรงขึ้นได้ (จีนลงทุนใน ฮังการี เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นมา)

แผนภาพที่ 36: ในวันที่ 12 มิ.ย. ที่ผ่านมา ทางคณะกรรมการยุโรป (European Commission) ประกาศขึ้นภาษีตอบโต้การอุดหนุนรถยนต์ไฟฟ้า (Electric Vehicles) ที่นำเข้ามาจากประเทศจีน

EU & China: recent communications



Ursula von der Leyen
President of the European Commission

- "Fair competition is good. **What we don't like is when China floods our market with massively subsidized electric cars.** And we have to tackle this, **we have to protect our industry.**"



Mao Ning
Chinese Foreign Ministry Spokesperson

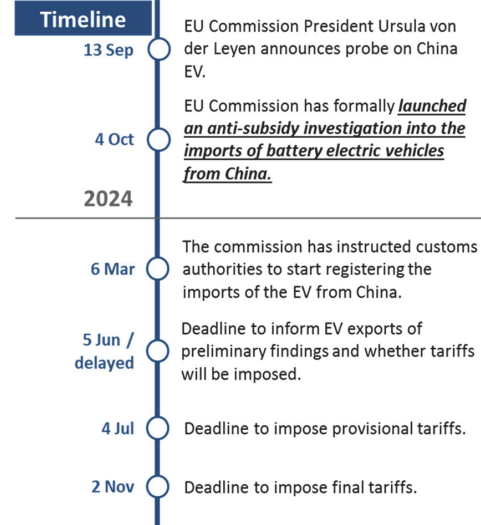
- "China urges the EU to stop the investigation as soon as possible so as not to disrupt China-EU economic and trade cooperation and the stability of industrial and supply chains."
- "If the EU insists on continuing with the investigation, China will not sit back and watch. **We will take every necessary measure to firmly safeguard our lawful rights and interests.**"



Ulf Kristersson
Prime minister of Sweden

- "It is fundamentally a bad idea to dismantle global trade," when asked about the prospects for EU tariffs on Chinese cars.
- "You shouldn't be naive — sourcing can be disrupted for various reasons and we have good reasons to demand a level playing field, but **a wider trade war where we block each other's products is not the way to go for industrial nations such as Germany and Sweden.**"

China-EU trade tensions timeline?

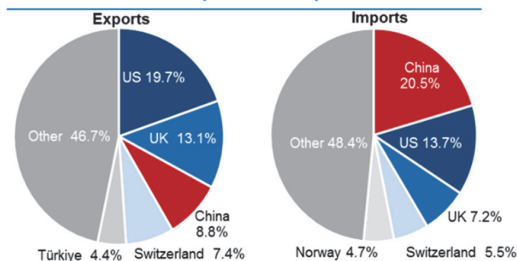


Note: as of 7 Jun.

ที่มา: Reuters, Euronews, Bloomberg, European Commission, Eurasia Group, China Gov't, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 37: สหภาพยุโรป (Extra-EU basis) นำเข้ารถยนต์ไฟฟ้าจากจีนประมาณครึ่งหนึ่งของการนำเข้ารถยนต์ไฟฟ้าทั้งหมด ขณะที่สหรัฐฯ นำเข้ารถยนต์ไฟฟ้าจากจีนแค่เพียง 2% เท่านั้น

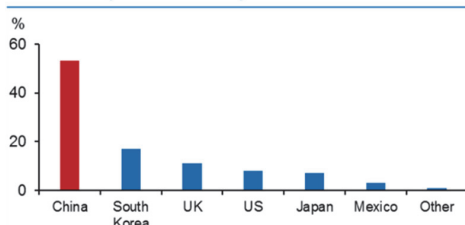
% share of extra-EU exports and imports in 2023



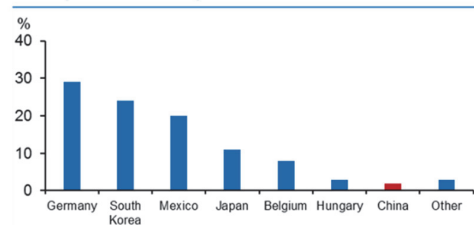
% share of China in extra-EU exports & imports in 2023: selected countries

Country	% Share of Exports	% Share of Imports
Germany	13.6%	20.0%
France	9.3%	16.3%
Italy	6.3%	18.7%
Spain	5.3%	18.9%
Hungary	4.9%	25.0%

Extra-EU imports of battery electric vehicles in 2023



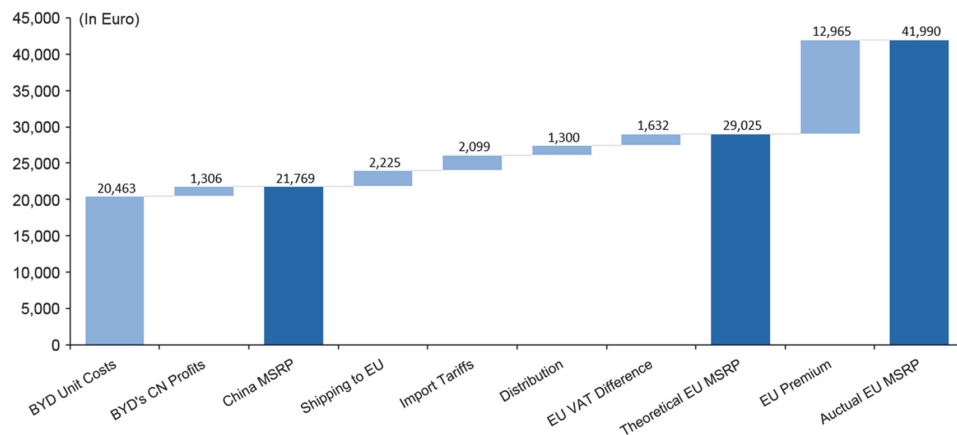
US imports of battery electric vehicles in 2023



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

แผนภาพที่ 38: อิงตามการประเมินของ Rhodium Group ผู้ผลิตรถยนต์บางค่ายมีแนวโน้มที่จะทำกำไรต่อคัน (Profit margin) ในยุโรปได้สูงกว่าการขายภายในประเทศจีนเอง

Estimated cost and profit structure for BYD's Seal U in the EU market ^{1\ 2\ 3\}

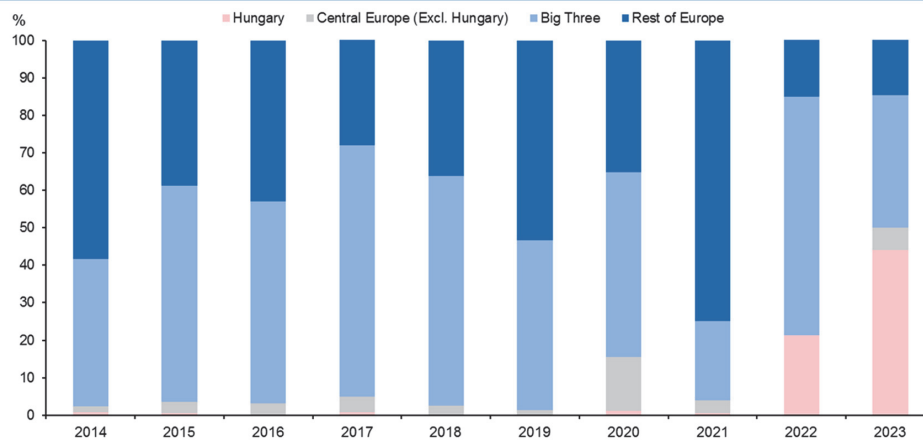


Note: 1\ Rhodium group calculations based on UBS methodology. 2\ Manufacturer's suggested retail prices (MSRP) as of 27 Mar 2024. 3\ Prices in the EU for Germany. 4\ as of 7 Jun.

ที่มา: Rhodium Group, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 39: แนวโน้มการลงทุนในระยะข้างหน้า เราองว่ามีโอกาสที่บริษัทรถยนต์สัญชาติจีนอาจหันไปลงทุนในยุโรปเพิ่มมากขึ้นเพื่อหลีกเลี่ยงผลของสงครามการค้าที่อาจทวีความรุนแรงขึ้นได้ (จีนลงทุนใน อังกฤษ เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นมา และส่วนใหญ่ลงทุนในอุตสาหกรรม EV)

Chinese investment: by country / country groups ^{1\}



Note: 1\ Central Europe (excl. Hungary) includes Austria, Czech Republic, Poland, Slovakia, Slovenia. "The Big Three" includes the UK, Germany and France. The rest of Europe includes all other EU-27 countries. Rounded values.

ที่มา: Rhodium Group, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย -25bps ตามที่เราระและตลาดคาด ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย Deposit rate ปรับลดลงสู่ระดับ 3.75%

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย -25bps ตามที่เราระและตลาดคาด ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย Deposit rate ปรับลดลงสู่ระดับ 3.75% ส่วนอัตราดอกเบี้ย Marginal Lending rate ลดลงเป็น 4.50% และอัตราดอกเบี้ย Main Refinancing rate ลดลงเป็น 4.25% ท่ามกลางแนวโน้มเงินเฟ้อที่ผ่อนคลายลงจากช่วงก่อน สะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่ดีลง

- ECB ได้ปรับเพิ่มประมาณการเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) ขึ้น +0.2ppt สำหรับปี 2024-25F เป็น 2.5% และ 2.2% ตามลำดับ ขณะที่คงคาดการณ์เงินเฟ้อปี 2026F ที่ระดับ 1.9% ตามเดิม
- ด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ECB ปรับประมาณการสำหรับปี 2024F ขึ้น +0.2ppt เป็น 2.8% และปรับประมาณการปี 2025F ขึ้น +0.1ppt เป็น 2.2% ขณะที่คงคาดการณ์สำหรับปี 2026F ไว้ที่ระดับ 2.0% ตามเดิมโดยการปรับขึ้นคาดการณ์เงินเฟ้อส่วนหนึ่งอาจมาจากดัชนีราคาในภาคบริการที่ชะลอตัวลงได้ค่อนข้างช้า อีกทั้งกิจกรรมในภาคบริการกลับมาขยายตัวสูงสุดในรอบเกือบ 1 ปี พร้อมกับตัวเลขค่าจ้างที่ออกมาแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง

สำหรับเศรษฐกิจ ทาง ECB ปรับประมาณการ GDP ปี 2024F ขึ้น +0.3ppt เป็น 0.9% อย่างไรก็ดี ทาง ECB ปรับประมาณการเศรษฐกิจปี 2025F ลงเล็กน้อย -0.1ppt เป็น 1.4% และคงคาดการณ์ GDP ปี 2026F ที่ระดับ 1.6% ตามเดิมโดยภาพรวมทาง ECB มองเศรษฐกิจจะทยอยฟื้นตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป และได้รับแรงหนุนจากตลาดแรงงานที่ตึงตัว ค่าจ้างที่ขยายตัวสูง อุปสงค์ภาคต่างประเทศที่มีแนวโน้มฟื้นตัว รวมไปถึงผลกระทบจากนโยบายการเงินที่ตึงตัวจะลดลงในภาพระยะกลาง

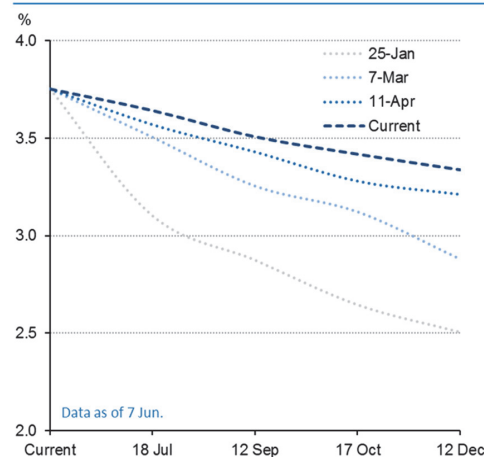
ด้านการประเมินความเสี่ยง (Risk Assessment) ทาง ECB ประเมินความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจค่อนข้างสมดุลในระยะสั้น แต่โน้มไปทางด้านต่ำมากยิ่งขึ้นในระยะกลาง (“Tilted to the downside over the medium term.”) โดยหลักจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกที่อาจไม่แข็งแกร่ง หรือความรุนแรงของสงครามการค้าในประเทศหลักของโลกที่เพิ่มสูงขึ้น

นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ได้ให้สัมภาษณ์ในแถลงการณ์หลังการประชุม ว่าเราจะประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมและระยะเวลาที่อัตราดอกเบี้ยควรอยู่ในระดับที่เข้มงวดโดยอิงจากข้อมูลเงินเฟ้อและเศรษฐกิจเป็นสำคัญ (Data Dependent) ซึ่งโทนโดยรวมของการให้สัมภาษณ์เป็นไปในลักษณะที่ไม่ผูกมัดทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงิน แต่ระบุเพิ่มเติมว่ามีความเป็นไปได้สูงที่อัตราดอกเบี้ยในช่วงต่อจากนี้จะถูกปรับลด และย้ำว่าจะขึ้นอยู่กับข้อมูลเป็นหลัก

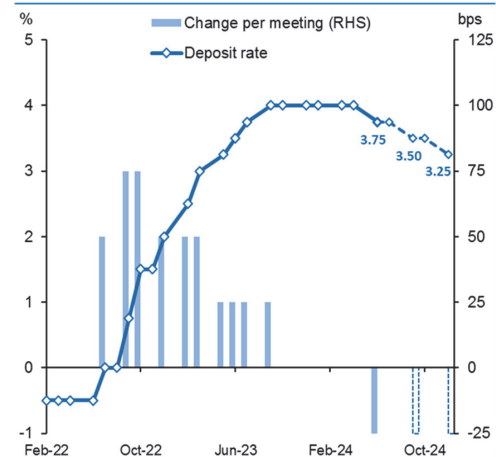
เราให้น้ำหนักในกรณีฐานว่า ECB มีแนวโน้มจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก -50bps ในช่วงที่เหลือของปี 2024F (ปรับลดอีก 2 ครั้ง ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. และ ธ.ค.) จากเงินเฟ้อในภาพรวมที่กำลังชะลอลงสู่เป้าหมายของ ECB ที่ 2% ได้ในระยะกลาง ประกอบกับเงินเฟ้อในหลายหมวดสำคัญที่ปรับชะลอลงในช่วงที่ผ่านมา เป็นส่วนที่เพิ่มความมั่นใจให้กับ ECB ว่าแรงกดดันด้านราคาได้ลดลงไปมากแล้วเมื่อเทียบกับช่วงก่อน จึงมีความเหมาะสมที่จะปรับลดความเข้มงวดของนโยบายการเงินลงบ้าง อย่างไรก็ดี หากเงินเฟ้อในหมวดบริการที่ ณ ปัจจุบันยังมีความหนืดและชะลอตัวช้ากว่าที่ ECB ประเมินไว้ หรือปัจจัยที่เกี่ยวข้องเนื่อง โดยเฉพาะการเติบโตของค่าจ้างยังคงอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่คาด อาจส่งผลให้ ECB ปรับลดดอกเบี้ยได้ช้ากว่าที่ประเมินไว้ โดยตลาดให้น้ำหนักการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. ราว 90% (อิงจาก OIS Spread) 

แผนภาพที่ 40: ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย -25bps ตามที่เราและตลาดคาด ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย Deposit rate ปรับลดลงสู่ระดับ 3.75%

Market implied policy rate: OIS



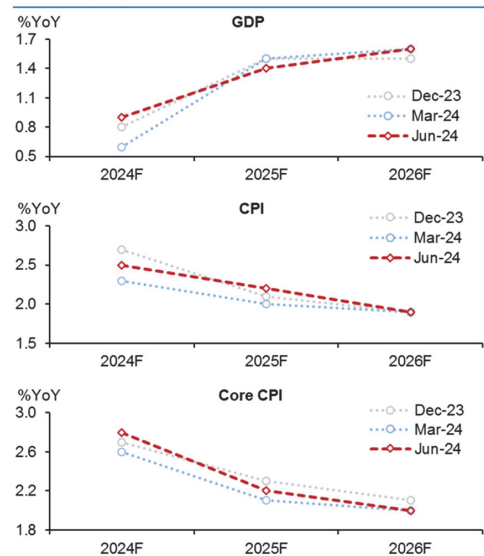
Deposit rate projection



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

แผนภาพที่ 41: ECB ได้ปรับเพิ่มประมาณการเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) ขึ้น +0.2ppt สำหรับปี 2024-25F เป็น 2.5% และ 2.2% ตามลำดับ

ECB staff projections



ECB: statement and outlook

	6 Jun (Latest)
Statement	"It will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim." "The Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate level and duration of restrictions." "The Governing Council is not pre-committing to a particular rate path."
Price Outlook	"In the medium term, the decline in HICPX inflation mainly relates to services inflation as post-pandemic reopening effects unwind and the as the downward impact from monetary policy tightening continues to feed through." "A faster unwinding of services inflation is seen to be hindered by declining but still elevated upward pressures from labour cost developments."
Upside Risks	- Inflation could turn out higher than anticipated if wages or profits increase by more than expected. - Upside risks to inflation also stem from the heightened geopolitical tensions, which could push energy prices and freight costs higher in the near term and disrupt global trade.

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

เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต แต่ยอดค้าปลีกและการส่งออกขยายตัวได้ดีกว่าคาด โดยทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ครั้งใหญ่ในเดือน พ.ค. เพื่อลดสต็อกบ้านคงค้างและกระตุ้นอุปสงค์ของผู้ซื้อบ้าน ซึ่งมาตรการใหม่ของทางการจีนจะมีผลในการฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนได้มากนักหรือไม่ ขึ้นอยู่กับความมีประสิทธิภาพของการดำเนินงานภายใต้มาตรการดังกล่าวว่าจะสามารถช่วยลดอุปทานในตลาดอสังหาริมทรัพย์ได้มากนักเพียงใด และช่วยฟื้นความเชื่อมั่นกลับมาได้หรือไม่

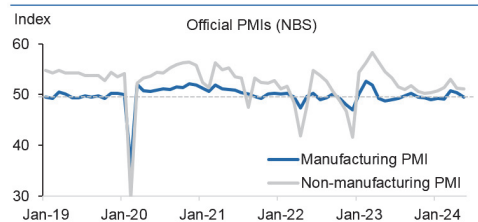
กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน พ.ค. ปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน พ.ค. ปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) ปรับลดลง -0.9 จุด เป็น 49.5 จุด ตามการหดตัวของคำสั่งซื้อใหม่และยอดขายต่างประเทศ ขณะที่ดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับลดลง -0.1 จุด เป็น 51.1 จุด โดยดัชนีนี้ดังกล่าวอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 17

ด้านอุปสงค์ภายในประเทศเร่งตัวขึ้น โดยยอดค้าปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 3.7% YoY จาก 2.3% ในเดือน เม.ย. ขณะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ชะลอตัวลงสู่ 5.6% YoY จาก 6.7% เดือนก่อน ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลง โดยการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์หดตัวมากขึ้น นอกจากนี้ ด้านภาคต่างประเทศ พบว่ามูลค่าการส่งออกสินค้า (Exports) ขยายตัว 7.6% YoY จาก 1.5% เดือนก่อน ขณะที่มูลค่าการนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงสู่ 1.8% YoY จาก 8.4% เดือนก่อน

แผนภาพที่ 42: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน พ.ค. ปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ แต่ยอดค้าปลีกขยายตัวดีกว่าคาด

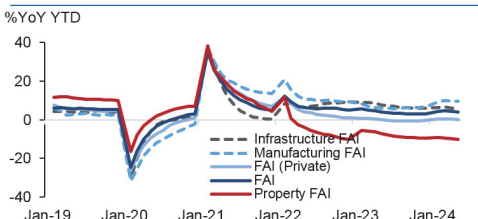
Manufacturing vs. non-manufacturing PMI



Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

จีนประกาศมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ครั้งใหญ่เพื่อลดสต็อกบ้านคงค้างและกระตุ้นอุปสงค์ของผู้ซื้อบ้าน

เมื่อวันที่ 17 พ.ค. 2024 จีนประกาศมาตรการขนานใหญ่เพื่อกระตุ้นตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ยังซบเซาต่อเนื่อง ซึ่งประกอบด้วย 1. การยกเลิกอัตราดอกเบี้ยจำนองขั้นต่ำทั่วประเทศและการลดดอกเบี้ยเงินกู้กองทุนสำรองเลี้ยงชีพด้านที่อยู่อาศัยลง 0.25% 2. การลดอัตราส่วนวงเงินดาวนิงลง 5% โดยจะเหลือ 15% สำหรับบ้านหลังแรกและเหลือ 25% สำหรับบ้านหลังที่สอง

จากอัตราส่วนก่อนหน้าที่กำหนดไว้ที่ 20% และ 30% ตามลำดับ 3. การให้เงินจำนวน 3 แสนล้านหยวนเพื่อสนับสนุนให้รัฐบาลท้องถิ่นเข้าซื้อบ้านที่สร้างเสร็จแล้วแต่ยังขายไม่ได้จากบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในราคาลดเพื่อเปลี่ยนเป็นที่อยู่อาศัยในราคาที่จับต้องได้ โดยการประกาศมาตรการดังกล่าวสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของทางการจีนในการจัดการกับปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยืดเยื้อต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและเป็นปัจจัยกดดันอุปสงค์ในประเทศ

แผนภาพที่ 43: จีนประกาศมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหลังภาคอสังหาริมทรัพย์ยังซบเซาต่อเนื่อง

A new round of housing policy relaxation		A shift in property policy focus	
	Details	Previous "supply-side oriented"	Recent "demand-side driven"
1) Mortgage rates	- Removing the floor restrictions for first and second-home mortgage rates. - Lowering mortgage rates from Home Provident Fund by 25bps	Developers' credit enhancement program (e.g. project "Whitelist" and "Three Arrows")	Government-led inventory acquisition
2) Down payment	Reducing minimum down payment requirement by 5% to 15% for first-home mortgages to 25% for second home mortgages	Promoting FAI (e.g. Urban village redevelopment program, three major projects development)	Lowering mortgage rate and down payment ratio
3) Purchasing unsold homes	The PBOC created a new re-lending facility of RMB 300bn to support local SOEs purchasing unsold homes from distressed developers at steep discounts and converting them into affordable housing.	Developers' project completion and project delivery support	Trade-in program

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

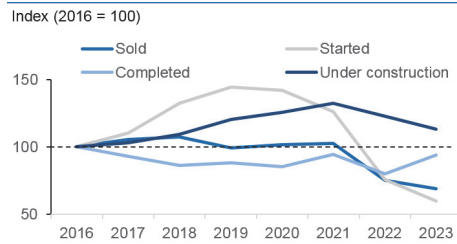
ภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังซบเซาต่อเนื่อง แม้ทางการเงินได้ประกาศมาตรการกระตุ้นในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา

นับตั้งแต่วิกฤตในภาคอสังหาริมทรัพย์ ทางการเงินได้ผ่อนคลายนโยบายกำหนดในการซื้อบ้านและออกมาตรการเพื่อลดปัญหบ้านคงค้างในตลาด ตลอดจนมาตรการเสริมสภาพคล่องให้แก่

บริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม วัฏจักรในภาคอสังหาริมทรัพย์ ทั้งยอดขายบ้าน ราคาส่ง การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ ตลอดจนปริมาณการระดมทุนของบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ยังคงหดตัวต่อเนื่องและยังไม่มีสัญญาณที่ดีขึ้น

แผนภาพที่ 44: ภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังซบเซาต่อเนื่อง แม้ทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา

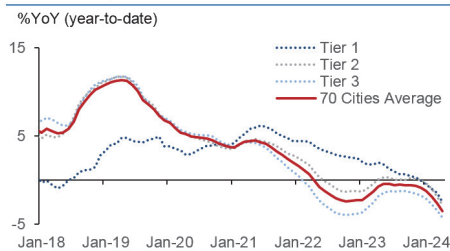
Floor space: Residential



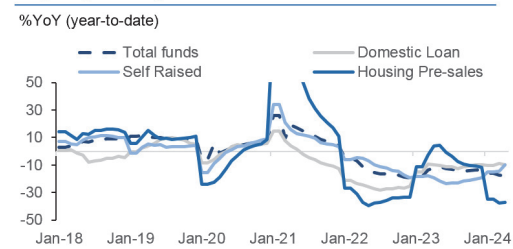
Housing policy and housing market activity



New home prices



Property developer source of funds



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

มาตรการ **Re-lending** ที่ประกาศล่าสุดอาจช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นในตลาดและเพิ่มสภาพคล่องให้แก่บริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้เร็วขึ้น แต่ผลในการลดปัญหา **oversupply** ยังมีแนวโน้มจำกัด เนื่องจากวงเงินมาตรการค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับสัดส่วนบ้านค้างสต็อกทั้งหมดในตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีน

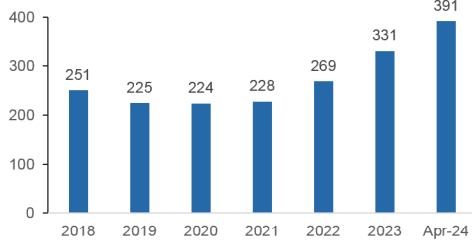
ณ สิ้นเดือน เม.ย. 2024 ปริมาณที่อยู่อาศัยที่สร้างเสร็จแล้วแต่ยังขายไม่ได้ (Completed but unsold inventory) ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 391 ล้านตารางเมตร โดยคาดว่าจะมีมูลค่าราว 4 ล้านล้านหยวน ทั้งนี้ หากเทียบกับปริมาณบ้านค้างสต็อกทั้งหมดในตลาด ซึ่งรวมถึงบ้านที่กำลังสร้าง (Under construction) ที่มี

อยู่เกือบ 5 พันล้านตารางเมตร (เป็นตัวเลขประมาณการสูงสุดเนื่องจากข้อมูลบ้านที่กำลังสร้างจะรวมบ้านที่ขายไปแล้วแต่ยังสร้างไม่เสร็จด้วย) พบว่าเงินทุนจำนวน 3 แสนล้านหยวนที่ธนาคารกลางจีนคาดว่าจะเกิดเป็นสินเชื่อจำนวน 5 แสนล้านหยวน คิดเป็นเพียง 1% ของปริมาณบ้านค้างสต็อกทั้งหมด ดังนั้นวงเงินของมาตรการล่าสุดที่ถูกประกาศโดยทางการจีนยังถือว่าค่อนข้างจำกัดและอาจยังไม่เพียงพอที่จะทำให้ราคาบ้านกลับมาฟื้นตัวได้เร็วในระยะสั้นนี้ นอกจากนี้ Bloomberg economics ประเมินว่า วงเงิน 5 แสนล้านหยวนจะช่วยเพิ่ม GDP จีนได้เพียง 0.14% ในปี 2024 และ 0.17% ในปี 2025

แผนภาพที่ 45: ขนาดวงเงินของมาตรการ Re-lending จำนวน 3 แสนล้านหยวนยังคงค่อนข้างจำกัดที่จะช่วยให้ตลาดอสังหาริมทรัพย์ฟื้นตัวได้

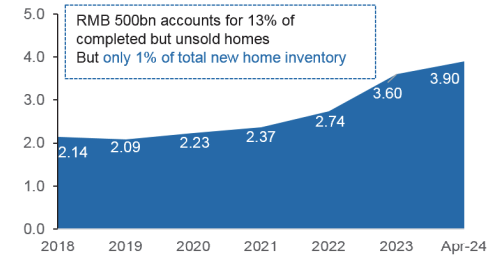
Residential floor space - completed but unsold inventory

Million sqm



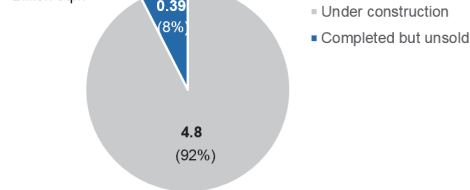
Value of completed but unsold inventory

RMB trillion



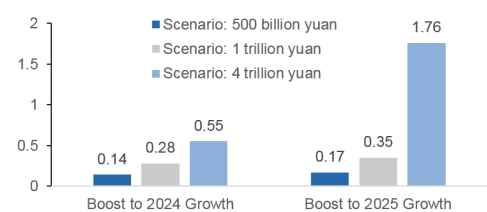
Share of completed unsold inventory

Billion sqm



Growth impact from the purchasing of unsold homes measure

Percentage points



ที่มา: Bloomberg, National Bureau of Statistics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ ยังมีความกังวลในเรื่องของประสิทธิภาพในการดำเนินงานภายใต้มาตรการล่าสุด

หลายเมืองในจีนได้มีการลดอัตราดอกเบี้ยจำนองขั้นต่ำและอัตราส่วนวงเงินดาวนมาอย่างต่อเนื่องก่อนการประกาศมาตรการล่าสุดจากทางการเงิน โดยพบว่าอัตราดอกเบี้ยจำนองเฉลี่ยสำหรับบ้านหลังแรกได้ถูกปรับลดลงมาต่อเนื่องจาก 5.5% ในปี 2022 สู่ระดับ 4% ในปี 2023 และปรับลดลงเหลือ 3.69% ในช่วงไตรมาสแรกของปีนี้ อย่างไรก็ตาม ทั้งยอดขายและราคาบ้านยังคงหดตัวต่อเนื่อง โดยการผ่อนคลายข้อกำหนดในการซื้อบ้านดังกล่าวจากทางการเงินอาจได้ผลในเมืองใหญ่ แต่คาดว่าจะมีผลจำกัดสำหรับเมืองอื่น ๆ โดยเฉพาะในเมืองขนาดกลาง-เล็ก เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยและอัตราส่วนวงเงินดาวนได้ถูกปรับลดลงมาต่ำสุดเป็นประวัติการณ์จนเริ่มส่งผลกระทบต่อ Net profit margins ของสถาบันการเงิน ซึ่งอาจทำให้เมืองขนาดกลาง-เล็กไม่สามารถผ่อนคลายข้อกำหนดดังกล่าวเพิ่มเติมได้มากนัก

นอกจากนี้ พบว่าผลการดำเนินงานในโครงการนำร่องที่ธนาคารกลางจีนประกาศให้วงเงินจำนวน 1 แสนล้านหยวนแก่รัฐบาลท้องถิ่นทั้ง 8 เมืองของจีนเพื่อเข้าไปซื้ออสังหาริมทรัพย์

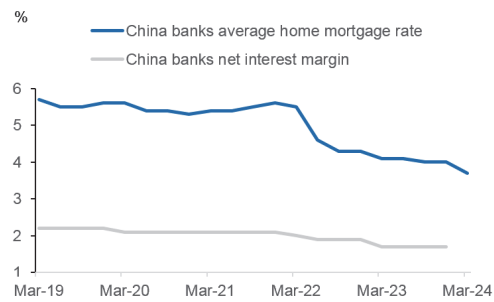
ดังกล่าวจากบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นไปได้ค่อนข้างช้า โดยทางการเงินประกาศมาตรการดังกล่าวตั้งแต่ต้นปี 2023 แต่พบว่าเพิ่งมีการเริ่มใช้สินเชื่อภายใต้โครงการดังกล่าวในไตรมาส 1/2024 สะท้อนการดำเนินงานที่ล่าช้า

อีกหนึ่งประเด็นสำคัญที่สะท้อนจากผลสำรวจภาคครัวเรือนจีน พบว่าอุปสรรคที่ส่งผลต่อความต้องการซื้อบ้านใหม่ของภาคครัวเรือน ซึ่งนอกเหนือจากประเด็นเรื่องอัตราดอกเบี้ยและอัตราส่วนวงเงินดาวนแล้วยังมีเรื่องของความไม่มั่นใจในกระแสรายได้ในอนาคต ความเสี่ยงที่บริษัทจะไม่สามารถส่งมอบบ้านได้ตามกำหนด และความเสี่ยงที่ราคาอสังหาริมทรัพย์จะปรับลดลงต่อเนื่อง เป็นต้น

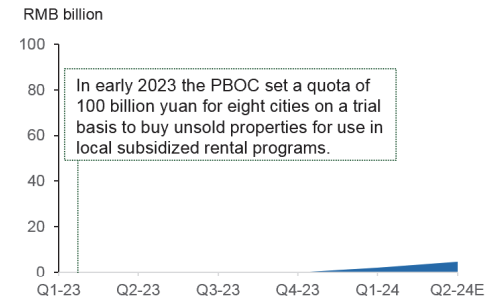
ดังนั้น มาตรการใหม่ของทางการเงินจะมีผลในการฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนได้มากน้อยแค่ไหนขึ้นอยู่กับความมีประสิทธิภาพของการดำเนินงานภายใต้มาตรการดังกล่าว โดยหากรัฐบาลท้องถิ่นสามารถเข้าซื้อบ้านค้างสต็อกได้อย่างรวดเร็วจนทำให้อุปทานในตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีนปรับลดลงได้อย่างต่อเนื่องก็คาดว่าจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ซื้อบ้าน และอาจช่วยให้ยอดขายบ้านทยอยฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 46: นอกจากข้อจำกัดในเรื่องขนาดของวงเงินมาตรการ Re-lending แล้ว ยังมีความกังวลในเรื่องของประสิทธิภาพในการดำเนินงานภายใต้มาตรการล่าสุด

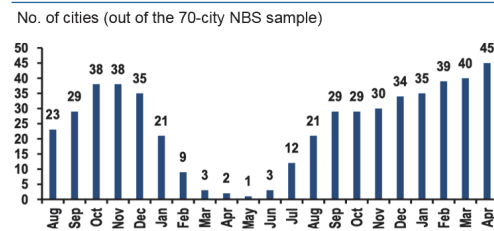
Average mortgage rate and bank net interest margin



Loans from banks under PBOC's pilot program



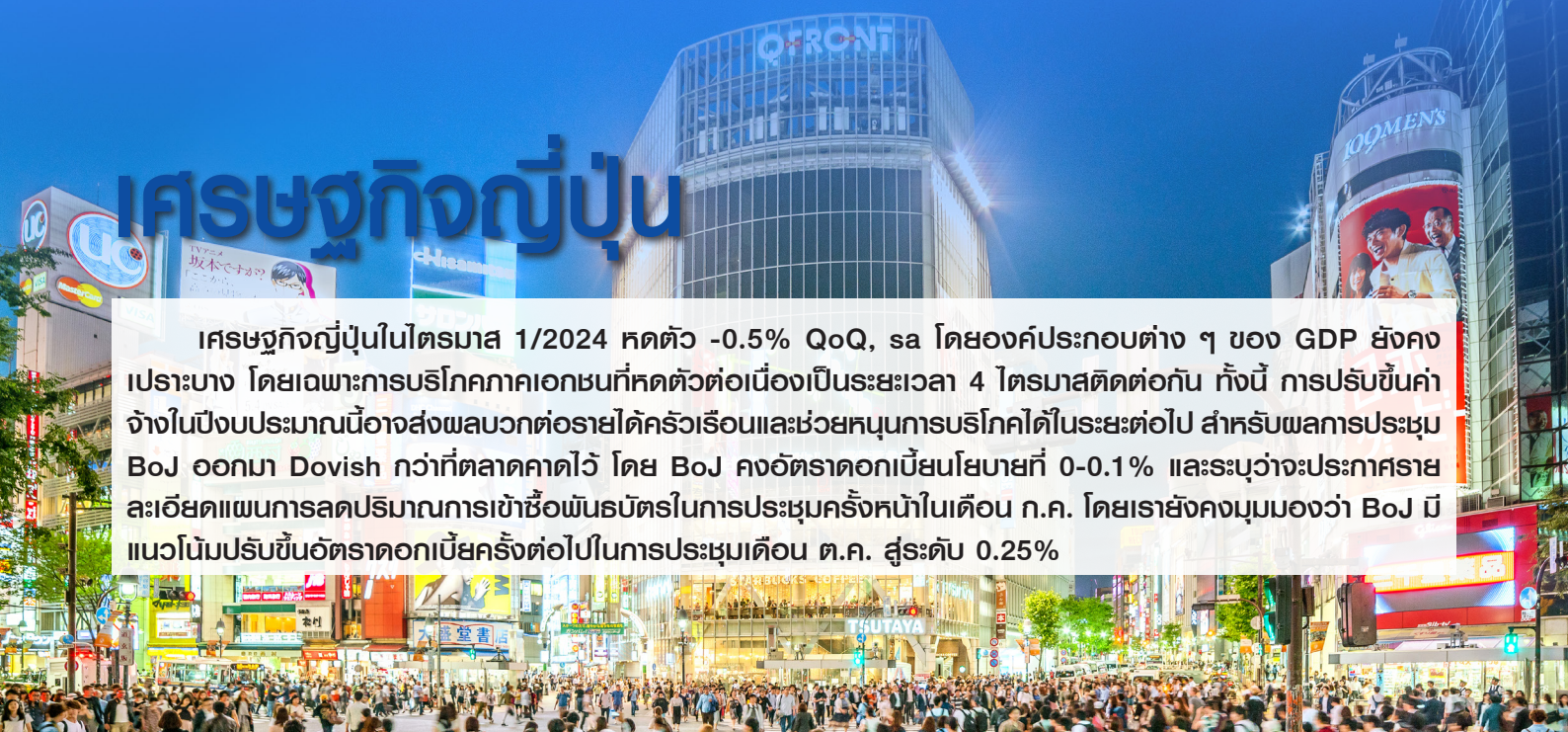
Cities eligible to lower 1st home minimum mortgage rate



Urban Depositor Confidence: Income Sentiment



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



เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 1/2024 หดตัว -0.5% QoQ, sa โดยองค์ประกอบต่าง ๆ ของ GDP ยังคงเปราะบาง โดยเฉพาะการบริโภคภาคเอกชนที่หดตัวต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกัน ทั้งนี้ การปรับขึ้นค่าจ้างในฝั่งปริมาณนี้อาจส่งผลกระทบต่อรายได้ครัวเรือนและช่วยหนุนการบริโภคได้ในระยะต่อไป สำหรับผลการประชุม BoJ ออกมา Dovish กว่าที่ตลาดคาดไว้ โดย BoJ คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0-0.1% และระบุว่าจะประกาศรายละเอียดแผนการลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรในการประชุมครั้งหน้าในเดือน ก.ค. โดยเรายังคงมุมมองว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งต่อไปในการประชุมเดือน ต.ค. สู่ระดับ 0.25%

GDP ไตรมาส 1/2024 หดตัว -0.5% QoQ, sa ลดลงจาก 0.1% ในไตรมาสก่อน โดยการบริโภคภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกัน

GDP ไตรมาส 1/2024 หดตัว -0.5% QoQ, sa ลดลงจาก 0.1% ในไตรมาส 4/2023 โดยการบริโภคภาคเอกชนซึ่งมีส่วนมากกว่าครึ่งหนึ่งของ GDP ญี่ปุ่นหดตัว -0.4% QoQ, sa หดตัวต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนที่ -0.2% สะท้อนการบริโภคในประเทศที่ยังอ่อนแอ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงยังเป็นปัจจัยกดดันการบริโภคและฐานะการเงินของภาคครัวเรือน

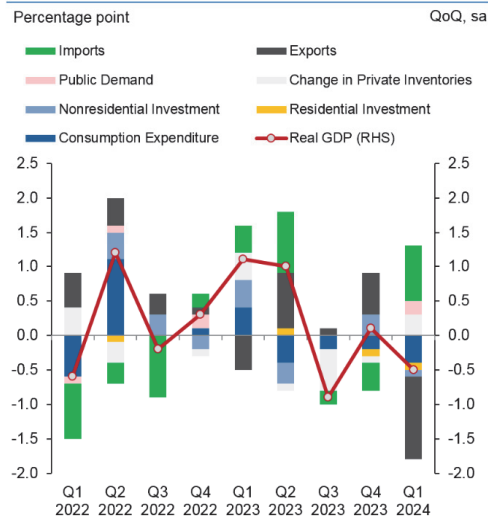
ด้านการลงทุนที่มีใช้ที่อยู่อาศัยหดตัว (-0.1% QoQ, sa vs. 0.3% ในไตรมาสก่อน) เช่นเดียวกับการลงทุนในที่อยู่อาศัยที่ยังหดตัวต่อเนื่อง (-0.1% vs. -0.1% ในไตรมาสก่อน) ด้านภาคต่างประเทศ การส่งออกหดตัวสูง (-1.2% vs. 0.6% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การนำเข้าเร่งตัวขึ้นมาก (0.8% vs. -0.4% ไตรมาสก่อน) ทั้งนี้ GDP ในไตรมาส 1 ได้รับผลกระทบจากการชะงักการผลิตและการจัดส่งรถยนต์ของผู้ผลิตรถยนต์ในญี่ปุ่น

ภาคธุรกิจญี่ปุ่นมีแผนเพิ่มการลงทุนในฝั่งปริมาณนี้ โดยจากแนวโน้มในอดีตพบว่า ภาคธุรกิจมักมีการปรับเพิ่มแผนการลงทุนขึ้นเพิ่มเติมในช่วงไตรมาส 2-3 ของปี อย่างไรก็ตาม ตัวเลขที่ออกมาจริงอาจไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนัก โดยจากผลสำรวจพบว่าภาคธุรกิจยังมีความระมัดระวังที่จะเพิ่มการลงทุนในญี่ปุ่นเนื่องจากอุปสงค์ในประเทศยังอ่อนแอต่อเนื่อง

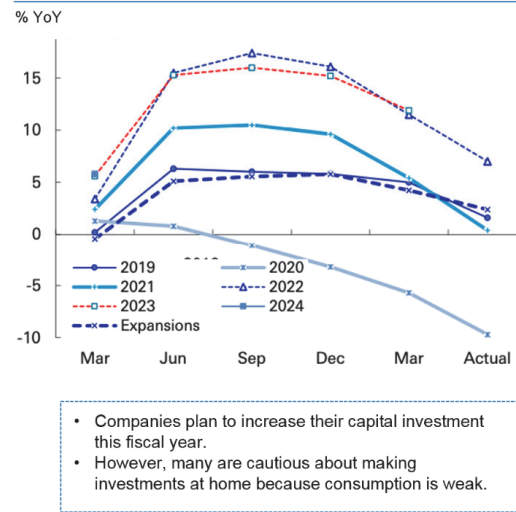
ด้านกิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน พ.ค. ที่สะท้อนผ่านดัชนี PMI พบว่าภาคการผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยปรับเพิ่มขึ้น 0.8 จุด เป็น 50.4 จุด พลิกกลับเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัวได้เป็นครั้งแรกในรอบเกือบปี ขณะที่ภาคบริการยังขยายตัวได้ต่อเนื่องแม้ปรับชะลอลงมาบ้าง โดยปรับลดลง 0.5 จุด สู่ 53.8 จุด อย่างไรก็ตาม ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังคงเปราะบาง โดยปรับลดลง 2 เดือนติดต่อกัน สู่ 36.2 จุดในเดือน พ.ค.

แผนที่ภาพ 47: GDP ไตรมาส 1/2024 หดตัว -0.5% QoQ, sa ลดลงจาก 0.1% ในไตรมาสก่อน โดยการบริโภคภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกัน ทั้งนี้ ภาคธุรกิจมีแผนเพิ่มการลงทุนในปีงบประมาณนี้

Contribution to change in Japan's real GDP (SA)



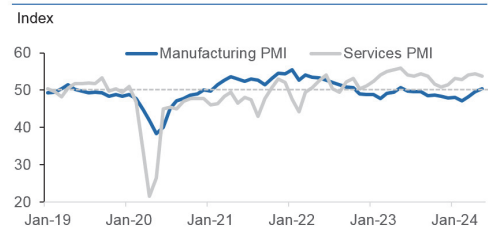
Business survey: revisions to capital investment plans



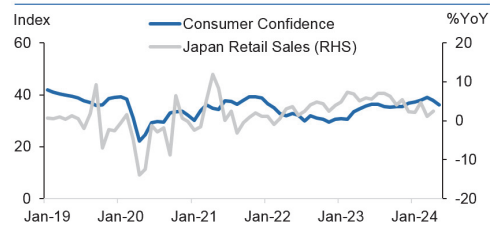
ที่มา: Bloomberg, BoJ Tankan survey, Deutsche Securities, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 48: กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นขยายตัวได้ทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ โดยภาคการผลิตพลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัวได้เป็นครั้งแรกในรอบเกือบปี ขณะที่ภาคบริการยังขยายตัวต่อเนื่องแม้ปรับชะลอลงเล็กน้อย

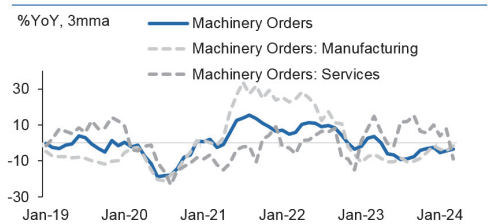
Manufacturing vs. Services PMI



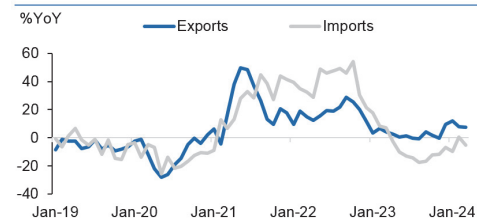
Retail sales



Investment



Trade



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

สัญญาณที่ดีของเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปีนี้ได้แก่การปรับขึ้นค่าจ้าง โดย Base pay เติบโตขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1994

จากข้อมูลล่าสุดในเดือน เม.ย. พบว่าค่าจ้างแรงงาน (Average cash earnings) ขยายตัว 2.1% YoY (vs. 1.0% ในเดือนก่อน) โดย Base pay เติบโตขึ้นต่อเนื่องสู่ 2.3% YoY (vs. 1.7% ในเดือนก่อน) ซึ่งถือเป็นการเติบโตขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี

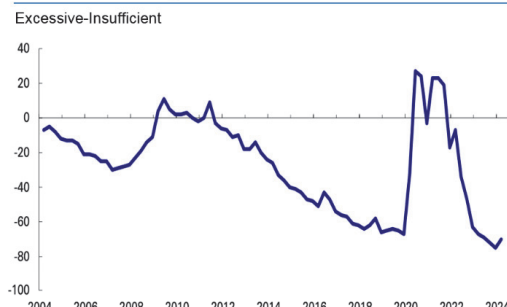
1994 สะท้อนผลของการเจรจาค่าจ้างประจำปีที่มีผลในเดือน เม.ย. 2024 นอกจากนี้ ปัญหาการขาดแคลนแรงงานในญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับสูง ซึ่งอาจส่งผลให้ภาคธุรกิจต้องมีการปรับขึ้นค่าจ้างเพื่อรักษาแรงงานเอาไว้ โดยค่าจ้างที่มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในปีนี้อาจช่วยหนุนการบริโภคของครัวเรือนญี่ปุ่นในระยะต่อไป

แผนที่ภาพ 49: Base pay เติบโตขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1994

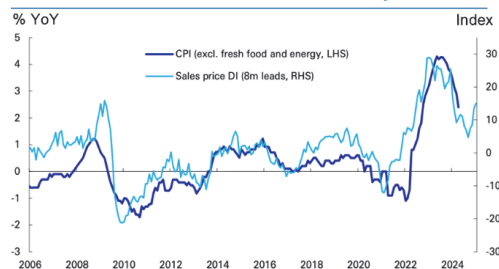
Average cash earnings and base pay



Worker availability in hotel and restaurant services



Core-core CPI and small business inflation expectation



Although labor shortage has eased, overall labor conditions remain unprecedentedly tight in the services sectors

ที่มา: Bloomberg, BoJ, Deutsche Securities, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

BoJ มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 0-0.1% และส่งสัญญาณว่าจะเปิดเผยแผนการลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรในการประชุมเดือนหน้า

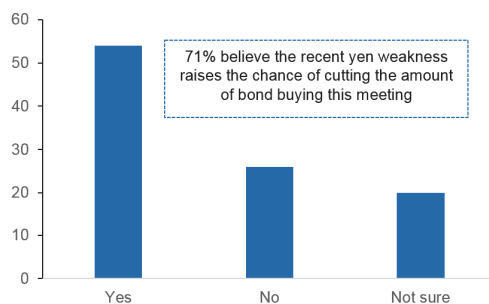
ผลการประชุม BoJ ในเดือน มิ.ย. ออกมา Dovish กว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยก่อนหน้านี้ ตลาดคาดว่า BoJ จะประกาศลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรในการประชุมเดือนนี้จากแรงกดดันด้านการอ่อนค่าของเงินเยน อย่างไรก็ตาม BoJ ระบุว่ายังเข้าซื้อพันธบัตรในระดับเดิมที่ราว 6 ล้านล้านเยนต่อเดือน โดยจะตัดสินใจและเปิดเผยแผนการลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรในการประชุมเดือน ก.ค. หลังจากที่ได้มีการรับฟังความคิดเห็นของผู้ร่วม

ตลาด และสำหรับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย BoJ อาจจะตัดสินใจในเรื่องดังกล่าวพร้อมกับการเปิดเผยแผนลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรในเดือน ก.ค. ได้ ขึ้นอยู่กับตัวเลขทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในขณะนั้น อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่า BoJ มีท่าทีระมัดระวังในเรื่องของการปรับเปลี่ยนนโยบาย โดยคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งต่อไปในการประชุมเดือน ต.ค. หลังมั่นใจว่าเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศจะสามารถฟื้นตัวได้อย่างชัดเจน ขณะที่อัตราเงินเฟ้อจะสามารถทรงตัวอยู่ใกล้เคียงกับกรอบเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

แผนที่ภาพ 50: ผลการประชุม BoJ ในเดือน มิ.ย. ออกมา Dovish กว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยส่งสัญญาณว่าจะเปิดเผยแผนการลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรในการประชุมเดือนหน้า

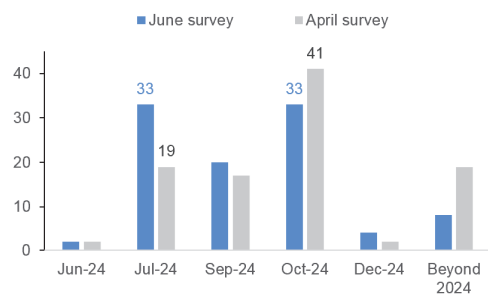
Q: Will there be a cut in bond buying at this meeting?

% of economists in Bloomberg survey



Q: When will the BOJ raise policy rate from 0 to 0.1%?

% of economists in Bloomberg survey



Q: Where do you see policy rate at the end of 2024?

	June survey	April survey
Median forecast	0.25%	0.25%

Q: What's the likely terminal rate for this hike cycle?

	June survey	April survey
Median forecast	1.00%	0.75%

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

เศรษฐกิจไทย

ภาพรวมเศรษฐกิจยังเป็นการฟื้นตัวต่อเนื่อง นำโดยภาคบริการ จากการท่องเที่ยวเป็นหลัก ขณะที่อุปสงค์ในประเทศเดือน เม.ย. ปรับดีขึ้น โดยการใช้จ่ายสูงขึ้นจากเดือนก่อนหน้าในทุกองค์ประกอบย่อย ด้านการผลิต ภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาเป็นบวกครั้งแรกหลังจากที่หดตัวต่อเนื่องกว่า 18 เดือน ส่วนภาคการเกษตรได้รับผลกระทบจากภัยแล้ง มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจไทยยังมีโมเมนตัมของการฟื้นตัว การเบิกจ่ายงบประมาณคาดว่าจะทำได้ต่อเนื่องและช่วยหนุนเศรษฐกิจในช่วงที่การท่องเที่ยวเริ่มเข้าสู่ช่วงนอกฤดูกาล อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1 โตต่ำกว่าที่เราประเมินเล็กน้อย ทำให้เราปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยลงเป็น 2.8% ในปี 2024F (จากที่คาดไว้ 3.0%) ด้านมุมมองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่า กนง. จะไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในปี 2024F (จากเดิมที่มองไว้ว่าจะปรับลด 25 bps ในช่วงท้ายปี) โดยมีสาเหตุหลักมาจากอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวกลับมาเป็นบวกเร็วกว่าที่คาดและแนวโน้มยังบวกได้ต่อเนื่องและจะเร่งขึ้นในช่วงปลายปี ประกอบกับโมเมนตัมเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปีจะทยอยปรับดีขึ้นต่อเนื่อง

เศรษฐกิจไทยในเดือน เม.ย. ขยายตัวได้ดีขึ้น โดยภาคการบริการยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก ขณะที่ภาคการผลิตพลิกกลับเป็นบวกจากแรงส่งของภาคการส่งออกและอุปสงค์ในประเทศที่ดีขึ้น

ในเดือน เม.ย. จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทรงตัวจากเดือนก่อน อยู่ที่ 3.0 ล้านคน โดยนักท่องเที่ยวชาวจีน มาเลเซีย และอินเดีย มีสัญญาณที่ดีขึ้น ในขณะที่นักท่องเที่ยวจากยุโรป รัสเซีย และสหรัฐฯ ชะลอตัว ซึ่งหากขจัดผลของฤดูกาลออกไปจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะขยายตัว +4.4% MoM ขณะที่รายได้จากนักท่องเที่ยวส่งสัญญาณฟื้นตัวในเดือน เม.ย. (+7.1% MoM, sa vs. -10.1% เดือนก่อน) ด้านต่างประเทศ ภายใต้ระบบดุลการชำระเงิน (BoP) ไทยเกินดุลการค้าเล็กน้อยที่ 0.27 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. 0.98 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เดือนก่อน) การส่งออกพลิกกลับมาอยู่มาในเกณฑ์ขยายตัวในเดือนนี้ +5.8% YoY (vs. -10.2% เดือนก่อนหน้า) ในขณะที่การนำเข้ายังขยายตัวต่อเนื่อง +6.4% YoY (vs. +5.2% เดือนก่อนหน้า) ขณะที่เครื่องใช้ด้านการผลิตในภาคอุตสาหกรรมส่งสัญญาณแข็งแกร่งขึ้นทั้งในลักษณะ YoY (+3.4% vs. -4.9% เดือนก่อน) และ MoM (+3.5% MoM) โดยหากพิจารณารายสินค้าจะเห็นได้ว่าการฟื้นตัวดีขึ้นใน

หลายประเภท เช่น เครื่องใช้ไฟฟ้า (+19.9% YoY vs. -4.6% เดือนก่อน), อาหารและเครื่องดื่ม (+10.4% vs. 0.9% เดือนก่อน)

ด้านการบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่ 2.6% YoY (vs. +0.5% เดือนก่อน) และขยายตัวขึ้น 1.6% MoM, sa โดยเป็นการขยายตัวแบบเดือนต่อเดือนจากทุกองค์ประกอบหลัก ซึ่งสะท้อนพัฒนาการที่ดีขึ้นในเดือน เม.ย. โดยการใช้จ่ายในหมวดบริการที่ยังขยายตัวอย่างต่อเนื่อง (+6.1% YoY) ตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทน (+2.2% MoM) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับยอดขายสินค้าอุปโภคบริโภคที่เพิ่มขึ้น ด้านการใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทนเร่งตัวขึ้น +3.7% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดือนกันยายนปีก่อน การใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทนหดตัวในอัตราที่ลดลงเป็น -6.1% YoY (vs. -13.6% เดือนก่อน) ส่วนหนึ่งจากการส่งมอบรถยนต์ที่สั่งจองในงานจัดแสดงรถยนต์ (Motor Show) ระหว่างวันที่ 27 มี.ค. - 7 เม.ย. ที่ผ่านมา ส่วนรายได้เกษตรกรปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องที่ 2.9% YoY โดยหลักเป็นผลจากด้านราคาสินค้าเกษตร (+14.2% YoY) ที่ปรับสูงขึ้นเป็นสำคัญ ขณะที่ผลผลิตทางการเกษตรยังคงหดตัวเพิ่มขึ้น (-9.9%)

แผนภาพที่ 51: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของไทยในเดือน เม.ย. ภาคการบริการยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก ขณะที่ภาคการผลิตพลิกกลับเป็นบวกจากแรงส่งของภาคการส่งออกและอุปสงค์ในประเทศที่ดีขึ้น

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)						
	Utilisation in Case of Unemployment: Article 33 (%YoY)						
Investment	Private Investment Index (%YoY)						
	Capacity Utilization (%)						
Trade	Export: f.o.b. (%YoY)						
	Import: f.o.b. (%YoY)						
Supply	Agricultural Production Index (%YoY)						
	Manufacturing Production Index (%YoY)						
	Service Production Index (%YoY)						
Inflation	Producer Price Index (%YoY)						
	Headline Inflation (%YoY)						
	Core Inflation (%YoY)						
	Dubai Crude Oil Price (%YoY)						
Interest Rate	Policy Rate (%)						
	MLR: 5 Major Banks (%)						
FX	USD/THB (%YoY)						

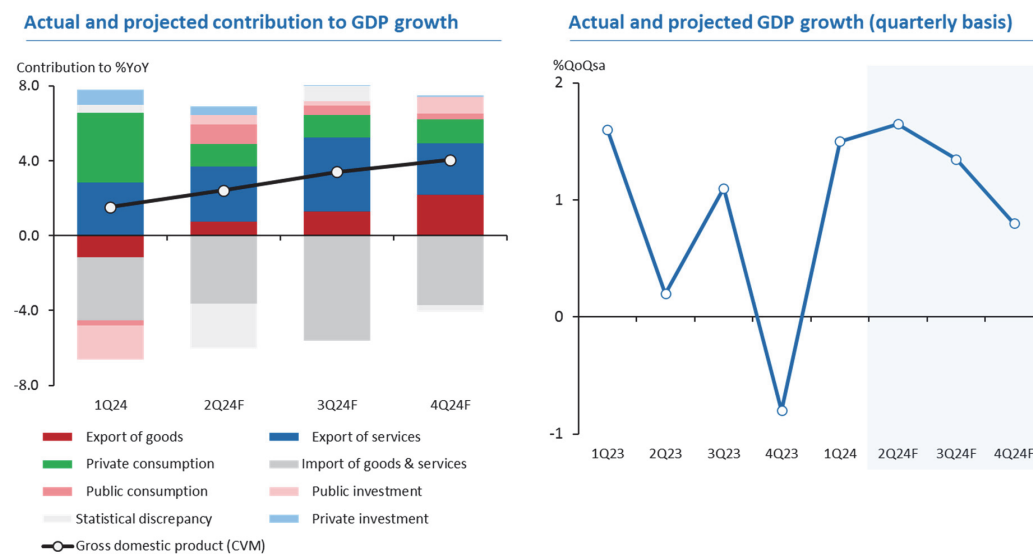
Note: 1\ Higher numbers should be taken as positive (green), except for unemployment rate, utilization in case of unemployment: article 33, inflation indicators, interest rate and USD/THB.

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

ภาคเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปี จากปัจจัยลบเชิงวัฏจักรอย่างงบประมาณภาครัฐ FY 24 ที่ล่าช้า และการส่งออกสินค้าที่หดตัวตามทิศทางตลาดโลกที่ได้คลี่คลายไปมากแล้ว เรามองว่าเศรษฐกิจไทยได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาสที่ 4/23 และจะมีโมเมนตัมของการฟื้นที่ดีขึ้น ขณะที่ความไม่แน่นอนของโครงการลงทุนต่างๆ จากภาครัฐ อาจเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะหากปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองกระทบต่อการเบิกจ่ายงบประมาณ อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เราคาดว่าภาคการท่องเที่ยวจะหนุนการใช้จ่ายและกิจกรรมใน

ภาคบริการให้ยังฟื้นตัวได้ต่อเนื่องและเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญต่อเศรษฐกิจไทยต่อไป ควบคู่กับภาคการส่งออกสินค้าที่จะปรับดีขึ้น โดยเฉพาะในช่วงครึ่งหลังของปี ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนแม้มีแนวโน้มชะลอจากปีก่อนที่ขยายตัวได้ในระดับ 7% จากปัญหาน้ำมันของครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น และคุณภาพสินเชื่อที่ด้อยลง แต่คาดว่าจะยังสามารถขยายตัวได้และเป็นแรงส่งที่สำคัญอีกทางหนึ่งในช่วงที่เหลือของปี 2024F นี้

แผนภาพที่ 52: โมเมนตัมของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย มีแนวโน้มที่จะเร่งขึ้น นำโดยการท่องเที่ยวที่ยังมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง การส่งออกสินค้าที่คาดว่าจะพลิกกลับมาเป็นขยายตัว และการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐรวมถึงผลของฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว



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

แผนภาพที่ 53: TISCO ESU ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยมาอยู่ที่ 2.8% ในปี 2024F จากเดิมที่มองขยายตัวราว 3.0%

Economic Indicator Forecasts

Indicators	Unit	2023	TISCO ESU		
			2024F	Revised	2025F
GDP	%	1.9	3.0	2.8	3.0
Private Consumption	%	7.1	3.2	3.2	1.6
Public Consumption	%	-4.6	1.5	2.6	3.2
Private Investment	%	3.2	3.9	2.1	4.7
Public Investment	%	-4.6	-2.3	-1.4	4.5
Exports (f.o.b)	%	-1.7	2.6	1.3	3.4
Imports (f.o.b)	%	-3.1	7.6	5.1	4.2
Tourist Arrivals	Million	28.1	35.0	36.0	39.5
Headline Inflation	%	1.2	1.5	1.0	1.5
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	82.0	85.0	85.0	87.0
Policy Rate (EoP)	%	2.5	2.25	2.50	2.00
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	34.8	36.0	35.8	34.8

ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

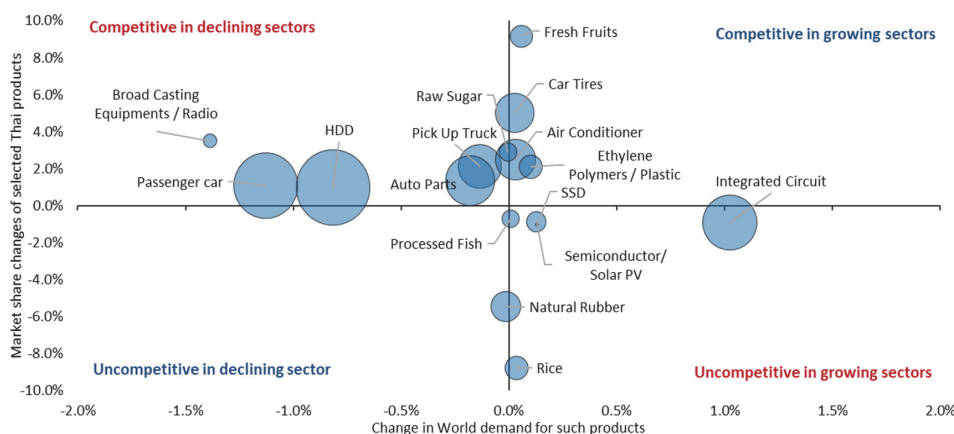
สินค้าไทยกำลังสูญเสียศักยภาพการแข่งขันในเวทีโลก เนื่องจากโครงสร้างอุตสาหกรรมที่ล้าหลัง และขาดการพัฒนาเป็นระยะเวลานาน

การส่งออกสินค้าของไทยในระยะข้างหน้า คาดว่าจะได้รับอานิสงส์จากการค้าโลกที่ฟื้นตัวในระดับที่น้อยลงเมื่อเปรียบเทียบกับในอดีต โดยสาเหตุหลักเรามองว่าเกิดจากโครงสร้างสินค้าส่งออก ซึ่งสินค้าส่งออกหลักของไทยที่เรามีศักยภาพในการแข่งขันสูงขึ้นกลับเป็นสินค้าที่โลกมีความต้องการลดลง อาทิ รถยนต์นั่งส่วนบุคคล รถกระบะ ชิ้นส่วนยานยนต์ และฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ (HDD) เป็นต้น ขณะที่ไทยมีศักยภาพในการแข่งขันลดลง ใน

สินค้าที่โลกมีความต้องการสูงขึ้น อาทิ แผงวงจรไฟฟ้า สารกึ่งตัวนำ (Semi-conductor) และ SSD (อุปกรณ์จัดเก็บข้อมูลที่มีความทันสมัยกว่า HDD) เป็นต้น ซึ่งในระยะต่อไป เรามองว่าเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่สำคัญต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย เนื่องจากเครื่องยนต์ทางเศรษฐกิจต่างๆ ขาดการพัฒนาให้ทันสมัย และมองเป็นโจทย์ใหญ่ที่ภาครัฐฯ จำเป็นต้องมีแนวทางในการแก้ปัญหาอย่างจริงจัง เพื่อพลิกฟื้นศักยภาพของเศรษฐกิจในด้านการผลิตให้กลับมาเป็นเครื่องจักรที่สำคัญต่อการขับเคลื่อนเศรษฐกิจได้อีกครั้ง

แผนภาพที่ 54: สินค้าส่งออกหลักของไทยมีความสามารถในการแข่งขันสูงขึ้น ในอุตสาหกรรมที่มีความต้องการของโลกปรับลดลง ขณะที่สินค้าที่โลกมีความต้องการมากขึ้น ไทยยังแข่งขันได้ไม่ดีพอ และเป็นสัดส่วนที่น้อยเมื่อเทียบกับการส่งออกทั้งหมด

Change in Thailand's market share of exports vs. changes in global trade share (2001-2006 vs 2016-2022)



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

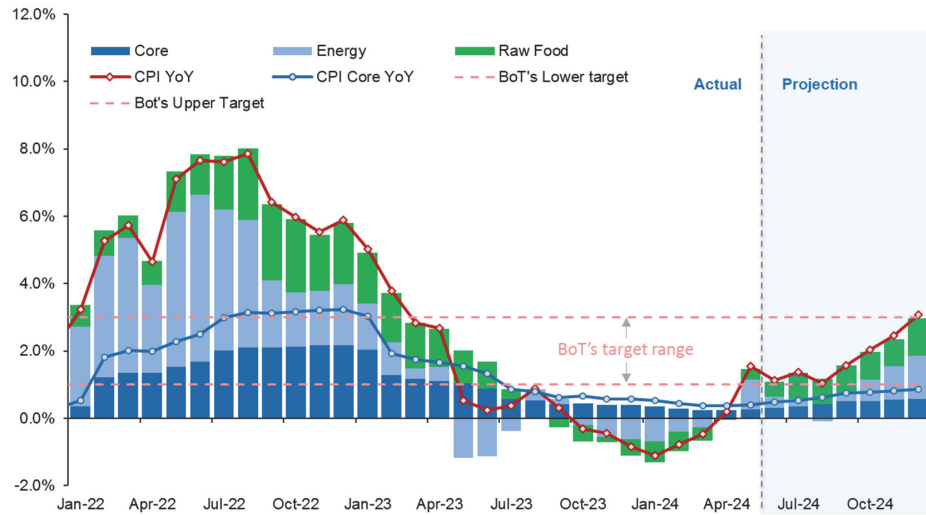
เงินเฟ้อไทยเดือน พ.ค. สูงกว่าที่ตลาดคาดต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง ผลจากภัยแล้งที่ดันราคาอาหารสดขึ้น และราคาพลังงานที่ปรับสูงขึ้นหลังภาครัฐทยอยลดมาตรการอุดหนุนค่าครองชีพ

เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี และคงคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่ระดับ 1.0% และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ 0.6% ในปี 2024F ตามเดิม โดยมองปัจจัยความเสี่ยงด้านบวกจาก 1.) ผลของฐานสูงที่จะหมดไป 2.) ค่าเงินบาทที่อ่อนเป็นอันดับ 2 ของภูมิภาครองจากญี่ปุ่นซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนการนำเข้าพลังงานสูงขึ้น 3.) การลดมาตรการอุดหนุนค่าครองชีพของภาครัฐ ทั้งการทยอยปรับขึ้นราคาน้ำมันดีเซล และราคาไฟฟ้าในระยะถัดไป และ 4.) แนวโน้มราคาสินค้าเกษตรที่จะเร่งตัวสูงขึ้นจากผลผลิตที่จะลดลงจากทั้งปัญหาภัยแล้ง และโอกาสที่จะเกิดอุทกภัยในหลายพื้นที่เพาะปลูกทางการเกษตรภายหลังจากที่ฤดูกาลกำลังเปลี่ยนแปลงเข้าสู่ฤดูฝน ซึ่งสภาพอากาศที่เปลี่ยนจากเอลนีโญเป็นลานีญ่ามักส่งผลให้เกิดปรากฏการณ์น้ำท่วมฉับพลันและน้ำป่าไหลหลาก รวมถึงปริมาณน้ำฝนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย

ดังนั้น เราจึงคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทย (BoT) จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 2.5% ตลอดทั้งปีและไม่มีการปรับลดแต่อย่างใดในปี 2024F (จากเดิมที่มองว่าจะปรับลด 1 ครั้ง หรือ -25bps ในช่วงปลายปี 2024F) เนื่องจากเงินเฟ้อพลิกกลับเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัวได้ตั้งแต่เดือน เม.ย. และต่อเนื่องมายังเดือน พ.ค. อีกทั้งโมเมนตัมในช่วงที่เหลือของปีก็จะเป็นการเร่งตัวขึ้น ประกอบกับภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยที่จะดีขึ้นตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 จึงมองว่า กนง. ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง นอกจากนี้ เราคาดว่ามีโอกาสที่ กนง. จะปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจไทยขึ้นเล็กน้อยหลังตัวเลขการเติบโตในไตรมาสที่ 1 ออกมาดีกว่าที่ ธปท. และ ตลาดคาดการณ์ อีกทั้งโมเมนตัมเศรษฐกิจในช่วงต้นไตรมาส 2 ยังคงออกมาดีต่อเนื่อง ซึ่งหากมีการปรับเพิ่มคาดการณ์จริงในการประชุมรอบ ส.ค. ก็จะเป็นการสะท้อนว่า กนง. มองว่าไม่มีความจำเป็นที่จะต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่เหลือของปีแต่อย่างใด

แผนภาพที่ 55: อัตราเงินเฟ้อในประเทศไทยมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นและขึ้นในแดนบวกตลอดช่วงที่เหลือของปี ผลจากการอุดหนุนราคาพลังงานของภาครัฐที่ทยอยปรับลดลง และผลกระทบจากสภาพอากาศที่แปรปรวนต่อปริมาณผลผลิตของสินค้าเกษตร

Thailand's Inflation Contribution – actual and the rest of 2024F projection



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

Our Team



คมสรุ 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



นิชนันท์ โลภวิฑู
Economist
(66) 2633 6474
nichananl@tisco.co.th



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



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



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

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทีเอสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทีเอสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

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
	เซ็นทรัลอินทผลัม ชั้น 4	: 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	: 02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	: 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2	: 02 958 0820	เกตเวย์ 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	เพชรบุรีดิดีโม	: 02 318 3717	อาคารกสินท์	: 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	โลตัส โคราช	: 044 012 000	สุรินทร์	: 044 068 000
อุดรธานี	: 042 155 000	อุบลราชธานี	: 045 995 000	ตรัง	: 075 825 000	ภูเก็ต	: 076 635 000
ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 815 000	ถนนนพรัตนรอุทิศ 2 หาดใหญ่			: 074 238 855
สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633						