Outlook 2024 | Issue 099

# TIPS

## TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

Theme การลงทุนหลักในปี 2024 คือ แนวโน้มดอกเบี้ยขาลง

แนะนำให้กระจายพอร์ตการลงทุน Overweight ตราสารหนี้ และทองคำ และรอจังหวะเพิ่มกองทุนอสังหาฯ

ตลาดหุ้นอาจมี Upside จำกัด และมีความเสี่ยงปรับฐานแรงหากเกิด Recession แนะนำให้เลือกลงทุนเป็นรายอุตสาหกรรม เช่น Healthcare และ Tech

# CONTENTS


**EXECUTIVE SUMMARY** ..... 03

**GLOBAL INVESTMENT STRATEGY** ..... 04

- Special Issue ..... 07
- ตลาดหุ้น ..... 15
- ตลาดตราสารหนี้ ..... 21
- ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ..... 24

**GLOBAL ECONOMIC INSIGHT** ..... 32

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ..... 33
- เศรษฐกิจยุโรป ..... 38
- เศรษฐกิจจีน ..... 42
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น ..... 47
- เศรษฐกิจไทย ..... 55

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



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

# EXECUTIVE SUMMARY

เศรษฐกิจที่เริ่มชะลอตัวลง ตามผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา เป็นสัญญาณชี้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยน่าจะเพียงพอแล้ว เรามองว่าปี 2024 จะเป็นปีที่ตัดสินแล้วว่าเศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession หรือไม่ แต่ไม่ว่าเศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession หรือไม่ เราคาดว่า Fed น่าจะตัดสินใจทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง เพื่อพยุงเศรษฐกิจไม่ให้ชะลอตัวลงมากเกินไป นำไปสู่ Theme การลงทุน “ดอกเบี้ยขาลง” ในปี 2024

จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของระหว่าง Bond yield อายุ 10 ปี และราคาสินทรัพย์ต่างๆ พบว่าการลดลงของ Bond yield จะส่งผลบวกโดยตรงกับพันธบัตรรัฐบาลมากสุด รองลงมาเป็นหุ้นกู้ ทองคำ กองทุนอสังหาฯ แล้วจึงตามด้วยหุ้น

การลดลงของดอกเบี้ย จะเปิดโอกาสให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการเพิ่มขึ้นของราคาพันธบัตร (Capital gain yield) เพิ่มเติมจากอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Coupon yield) โดยเราประเมินว่าในกรณี Soft landing Bond yield ณ สิ้นปี 2024 จะปรับลดลงสู่ระดับ 3.9% คิดเป็นผลตอบแทนรวม 5-10% ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ จากระดับปัจจุบัน ส่วนในกรณี Hard landing Bond yield ณ สิ้นปี 2024 จะปรับลดลงสู่ระดับ 3.0% คิดเป็นผลตอบแทนรวมที่สูงถึง 10-15% ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ

ในขณะที่ ตลาดหุ้นอาจมี Upside ค่อนข้างจำกัด จากระดับ Valuation ของตลาดหุ้นที่แพงในปัจจุบัน และคาดการณ์กำไรที่อาจถูกปรับ เราประเมินดัชนี S&P 500 สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 4,500 จุดในกรณี Soft landing และ 3,600 จุดในกรณี Hard landing แต่อาจจำกัดความเสี่ยงขาลงได้ โดยเลือกลงทุนเป็นรายอุตสาหกรรม เช่น กลุ่มที่ผลประกอบการไม่ค่อยเคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Defensive) เช่น Healthcare และกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการลดลงของดอกเบี้ย เช่น Real estate และ Tech.

ดังนั้น กลยุทธ์การลงทุนในปี 2024 เรายังคงแนะนำให้ Overweight ตราสารหนี้และทองคำ หุ้นให้เลือกลงทุนเน้นรายอุตสาหกรรม เช่น Healthcare และ Tech ส่วนกองทุนอสังหาฯ แนะนำให้รอจังหวะเข้าซื้อ เมื่อตลาดมีการ price-in ความเสี่ยง Recession มากขึ้น

# GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

**Key Recommendations**

- Theme การลงทุนหลักในปี 2024 คือ แนวโน้มดอกเบี้ยขาลง
- แนะนำให้กระจายพอร์ตการลงทุน Overweight ตราสารหนี้ และทองคำ และรอจังหวะเพิ่มกองทุนอสังหาฯ
- ตลาดหุ้นอาจมี Upside จำกัด และมีความเสี่ยงปรับฐานแรงหากเกิด Recession แนะนำให้เลือกลงทุนเป็นรายอุตสาหกรรม เช่น Healthcare และ Tech

# Asset Allocation & Investment Themes

| Asset Class | Weighting | | | | | Themes |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Underweight | | Neutral | Overweight | | |
| **ตราสารหนี้** | | | | | ● | - ตลาดประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยค่อนข้างสูง สอดคล้องตามการส่งสัญญาณ 'Higher-for-longer' ของ Fed<br>- Bond yield 10 ปี มักจะลดลงทุกครั้ง หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย<br>- เรามอง Bond yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ณ สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 3.9% ในกรณี Soft landing<br>- แนะนำให้กระจายการลงทุนพันธบัตรระยะยาวมากขึ้น<br>- คงคำแนะนำ Overweight |
| **หุ้นรายประเทศ** | | | | | | |
| **ตลาดหุ้นสหรัฐฯ** | | | ● | | | - เศรษฐกิจเริ่มอ่อนแอลงชัดเจนขึ้น โดยเฉพาะในตลาดแรงงาน<br>- Fed อาจตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2024<br>- Valuation อยู่ในระดับที่แพง<br>- คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดลงเพิ่มเติม จากปัจจุบันที่ถูกมองว่าจะโตสูง เกินกว่าแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร<br>- คงคำแนะนำ Neutral |
| **ตลาดหุ้นไทย** | | | ● | | | - เศรษฐกิจส่งสัญญาณอ่อนแอลง จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่แผ่วลง<br>- แรงกดดันจากดอกเบี้ยสูงลดลง หลัง BoT ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 2.5% ในเดือน ก.ย. พร้อมส่งสัญญาณว่าเป็นระดับสูงสุด (Terminal rate) แล้ว<br>- เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ระดับ 2.5% ตลอดทั้งปี 2024 จากการส่งสัญญาณถึงระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ในการประชุมเดือน ก.ย. และอัตราเงินเฟ้อที่น่าจะยังอยู่ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของกนง. ในปี 2024<br>- คงคำแนะนำ Neutral |
| **ตลาดหุ้นจีน** | | | | ● | | - เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น ในภาคการผลิต และการบริโภค<br>- Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก<br>- ทางการส่งสัญญาณถึงความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจ ผ่านการปรับเป้าการขาดดุลการคลังขึ้นเป็น 3.8% จากปกติที่จะไม่เกิน 3% ของ GDP ยกเว้นช่วงวิกฤติ<br>- มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ข้อมรบในคาบสมุทร และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ<br>- คงคำแนะนำ Overweight |
| **ตลาดหุ้นญี่ปุ่น** | | | | ● | | - ภาคบริการซึ่งเป็นปัจจัยหนุนในช่วงที่ผ่านมา เริ่มชะลอตัวลง ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกยังคงอ่อนแอตามอุปสงค์โลก<br>- แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากค่าจ้างที่ถูกปรับขึ้นอย่างมีนัยยะ<br>- BoJ อาจตัดสินใจเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน หลังการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปี (Shunto Wage Negotiation) ในช่วงเดือน มี.ค. 2024<br>- คงคำแนะนำ Overweight |
| **ตลาดหุ้นยุโรป** | | | ● | | | - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะภาคบริการ เพิ่มความเสี่ยงที่จะเกิด Recession<br>- ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ<br>- ECB ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับ 4% ในการประชุมเดือน ก.ย. ซึ่งตลาดมองว่าอาจเป็นการปรับขึ้นครั้งสุดท้าย<br>- คงคำแนะนำ Neutral |
| **หุ้นรายอุตสาหกรรม** | | | | | | |
| **หุ้นกลุ่ม Tech** | | | | ● | | - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession<br>- ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง<br>- Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก<br>- คงคำแนะนำ Overweight |
| **หุ้นกลุ่ม Healthcare** | | | | | ● | - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession<br>- จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession<br>- ปรับขึ้นช้ากว่าตลาดรวม (Laggard) ตั้งแต่ปี 2023<br>- คงคำแนะนำ Overweight |
| **การลงทุนทางเลือก** | | | | | | |
| **ทองคำ** | | | | ● | | - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession<br>- มีปัจจัยบวกจากสงครามอิสราเอล-ฮามาส ในระยะสั้น แต่ค่อนข้างจำกัดเพราะยังถูกกดดันจากมาตรการ QT<br>- เราประเมินกรอบราคาต่ำสุดจากต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs + avd. spreads) ที่ $1,650/oz<br>- คงคำแนะนำ Overweight |
| **น้ำมัน** | | | ● | ● | | - มีฐานราคาที่ระดับ $70-80 /bbl จากการเติมน้ำมันเข้าคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (SPR) ของสหรัฐฯ<br>- ปัจจัยบวกจากกระแสความขัดแย้งระหว่างประเทศที่ปะทุขึ้นเป็นระยะ<br>- ถูกกดดันฝั่งอุปสงค์ จากความเสี่ยง Recession ตามแนวโน้มชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลก<br>- ลดน้ำหนักเป็น Neutral |
| **REITs** | | | ● | | | - Mortgage rate แตะระดับ 8% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 เป็นปัจจัยลบต่ออุปสงค์ในตลาดบ้าน<br>- มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และการลดการเข้าซื้อ MBS ผ่านมาตรการ QT ของ Fed<br>- Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO ยังอยู่ในระดับที่แพง<br>- คงคำแนะนำ Neutral |

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

# Past Performance

| ASEAN | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Thailand SET | 1,425 | 0.3% | 2.8% | 1.9% | -6.6% | -5.9% | -14.6% | -12.0% |
| Philippines PCOMP | 6,190 | -0.5% | 1.3% | 0.8% | -1.6% | -7.1% | -5.7% | -3.3% |
| Indonesia JCI | 6,959 | 0.2% | 1.4% | 1.6% | 1.4% | 3.9% | 1.6% | -1.5% |
| Singapore STI | 3,102 | -0.4% | -0.1% | 0.8% | -1.6% | -3.1% | -4.6% | -4.6% |
| Malaysia KLCI | 1,460 | -0.3% | 0.6% | 1.3% | 0.7% | 2.2% | -2.4% | 0.9% |
| **Asia** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| HK HSI | 17,839 | 1.9% | 2.5% | 3.9% | 1.2% | -8.3% | -9.8% | 1.0% |
| China H HSCEI | 6,122 | 2.2% | 2.6% | 4.3% | 1.5% | -7.2% | -8.7% | 2.0% |
| MSCI China | 59 | 2.0% | 2.2% | 5.3% | 0.7% | -6.3% | -9.2% | 1.5% |
| China CSI300 | 3,588 | 0.2% | 0.2% | 2.2% | -3.8% | -9.0% | -7.3% | -4.8% |
| Taiwan TWSE | 17,417 | 0.0% | 3.0% | 5.9% | 6.3% | 7.7% | 23.2% | 20.5% |
| Korea KOSPI | 2,510 | 0.9% | 3.2% | 5.7% | 0.1% | -1.1% | 12.3% | 3.8% |
| MSCI Korea | 774 | 0.8% | 2.3% | 4.8% | 0.1% | -1.4% | 15.5% | 6.1% |
| India SENSEX | 65,933 | -0.2% | 1.5% | 0.8% | 1.1% | 6.8% | 8.4% | 7.8% |
| MSCI India | 2,252 | -0.2% | 1.5% | 1.9% | 3.3% | 11.6% | 8.9% | 8.3% |
| **Developed Market** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| Australia AS 200 | 7,078 | 0.1% | 1.0% | 2.6% | -0.5% | -2.8% | 0.6% | -0.9% |
| Japan TOPIX | 2,368 | -0.8% | 1.0% | 5.0% | 5.6% | 9.5% | 25.2% | 20.0% |
| Japan Nikkei 225 | 33,354 | -0.6% | 2.0% | 6.7% | 5.7% | 8.3% | 27.8% | 19.4% |
| Europe STOXX600 | 456 | 0.1% | 2.2% | 5.2% | 1.7% | -2.7% | 7.4% | 5.4% |
| Euro STOXX50 | 4,342 | 0.0% | 2.6% | 7.9% | 2.8% | -1.2% | 14.5% | 11.1% |
| US Dow Jones | 35,151 | 0.6% | 2.4% | 6.1% | 2.0% | 5.2% | 6.0% | 4.3% |
| US S&P500 | 4,547 | 0.7% | 3.1% | 7.7% | 3.4% | 8.5% | 18.4% | 15.1% |
| MSCI US REITs | 1,121 | 0.7% | 5.6% | 7.4% | -1.4% | -1.2% | -2.2% | -5.5% |
| J-REITs | 1,830 | 0.0% | 0.3% | 0.4% | -0.9% | -2.2% | -3.4% | -6.9% |
| **Europe** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| UK FTSE 100 | 7,496 | -0.1% | 0.9% | 1.3% | 3.3% | -3.4% | 0.6% | 1.6% |
| Germany DAX | 15,901 | -0.1% | 3.6% | 7.5% | 1.9% | -2.3% | 14.2% | 10.6% |
| France CAC 40 | 7,247 | 0.2% | 2.3% | 6.3% | 0.7% | -3.3% | 11.9% | 9.2% |
| Switzerland SMI | 10,740 | 0.0% | 1.4% | 3.8% | -1.0% | -7.2% | 0.1% | -3.1% |
| Portugal PSI 20 | 6,325 | 0.7% | 0.4% | 4.7% | 5.4% | 4.7% | 10.5% | 9.7% |
| Spain IBEX 35 | 9,839 | 0.8% | 4.0% | 9.0% | 6.2% | 6.4% | 19.6% | 20.2% |
| Italy FTSE MIB | 29,542 | 0.1% | 2.1% | 8.0% | 5.6% | 7.3% | 24.6% | 21.3% |
| **Latin America** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| Brazil BOVESPA | 125,957 | 0.9% | 4.5% | 11.3% | 10.1% | 13.7% | 14.8% | 14.8% |
| Chile IPSA | 5,842 | 1.2% | 2.0% | 3.7% | -4.6% | 3.3% | 11.0% | 10.0% |
| Mexico MEXBO | 52,685 | 0.0% | 2.8% | 9.1% | -1.0% | -3.0% | 8.7% | 2.2% |
| **Regional** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| MSCI Asia Pac ex Japan | 505 | 0.9% | 2.7% | 5.6% | 2.5% | -1.6% | -0.1% | 3.8% |
| MSCI Latin America | 2,487 | 1.2% | 5.6% | 14.3% | 6.6% | 8.2% | 16.9% | 14.0% |
| MSCI All Country World | 690 | 0.7% | 1.5% | 7.5% | 3.2% | 5.2% | 14.0% | 12.9% |
| **Commodities** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| WTI Spot | 77.29 | 2.3% | -1.2% | -12.9% | -4.2% | 8.0% | -3.7% | -3.1% |
| Brent Spot | 81.76 | 2.1% | -0.9% | -11.3% | -3.2% | 8.2% | -4.8% | -6.5% |
| Brent-WTI Spread (USD/bbl) | 4.47 | -0.00 | 0.26 | 1.06 | 0.73 | 0.44 | -1.18 | -3.25 |
| Gold Spot | 1991.31 | -0.3% | 1.5% | 0.8% | 5.2% | 0.8% | 9.2% | 14.7% |
| Gold ETF Holdings (tonnes) | 2692.09 | 0.4% | 0.3% | 0.9% | -3.9% | -7.8% | -7.7% | -7.7% |
| Bloomberg Agri Subindex | 66.02 | 1.2% | -1.0% | 0.6% | -0.0% | 2.5% | -4.1% | -1.8% |
| **Thai Bond index** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| ThaiBMA Govt Bond index | 306.79 | 0.1% | 1.0% | 2.0% | -1.7% | -2.2% | 0.9% | 3.9% |
| ThaiBMA Govt Bond (1-3Y) | 215.32 | 0.1% | 0.2% | 0.5% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.9% |
| ThaiBMA Govt Bond (3-7Y) | 305.78 | 0.1% | 0.5% | 1.6% | 0.0% | -0.4% | -0.5% | 1.5% |
| ThaiBMA Govt Bond (7-10Y) | 401.49 | 0.1% | 1.2% | 3.3% | -1.0% | -2.1% | -0.4% | 1.6% |
| ThaiBMA Govt Bond (<10Y) | 260.32 | 0.1% | 0.5% | 1.5% | -0.1% | -0.5% | -0.2% | 1.3% |
| **Thai Bond Yields (bps)** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| 1Y | 2.38 | -1 | -2 | -8 | 19 | 45 | 102 | 100 |
| 2Y | 2.48 | -2 | -7 | -11 | 19 | 46 | 84 | 72 |
| 5Y | 2.62 | -1 | -16 | -32 | 14 | 43 | 66 | 26 |
| 10Y | 3.02 | -0 | -17 | -35 | 28 | 51 | 38 | 26 |
| Spread 10Y-2Y | 54 | 2 | -10 | -24 | 9 | 5 | -47 | -45 |
| **Foreign Bond Yields (bps)** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| US 10Y | 4.39 | -2 | -5 | -52 | 6 | 72 | 52 | 57 |
| Japan 10Y | 0.70 | -1 | -16 | -14 | 5 | 30 | 28 | 45 |
| UK 10Y | 4.13 | 2 | -19 | -53 | -55 | 13 | 45 | 89 |
| German 10Y | 2.61 | 2 | -10 | -28 | -1 | 18 | 4 | 60 |
| Spain 10Y | 3.60 | 0 | -17 | -40 | -8 | 13 | -6 | 59 |
| Italy 10Y | 4.35 | -1 | -22 | -58 | 2 | 7 | -37 | 45 |
| **Others** | **Last** | **1D** | **1W** | **1M** | **3M** | **6M** | **YTD** | **1Y** |
| VIX index | 13.41 | -0.4 | -1.4 | -8.3 | -3.7 | -3.4 | -8.3 | -9.0 |
| Dollar index | 103.32 | -0.5% | -0.7% | -2.7% | 0.0% | 0.1% | -0.2% | -4.2% |
| USD/THB | 35.15 | 0.3% | -1.1% | -3.3% | -0.2% | 2.0% | 1.6% | -3.2% |
| EUR/USD | 1.10 | 0.2% | 0.8% | 2.7% | 0.5% | 1.3% | 2.3% | 7.1% |
| GBP/USD | 1.25 | 0.3% | 0.3% | 2.4% | -1.8% | 0.8% | 3.7% | 6.2% |
| USD/JPY | 147.73 | -0.8% | -1.9% | -1.3% | 1.1% | 6.6% | 12.7% | 4.0% |
| USD/CNY | 7.14 | -0.7% | -1.5% | -2.4% | -2.0% | 1.6% | 3.5% | -0.3% |
| USD/CNH | 7.14 | -0.7% | -1.5% | -2.3% | -2.0% | 1.4% | 3.2% | -0.5% |

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU) As of 11/21/2023

SPECIAL ISSUE

# REVENGE OF THE BOND MARKET

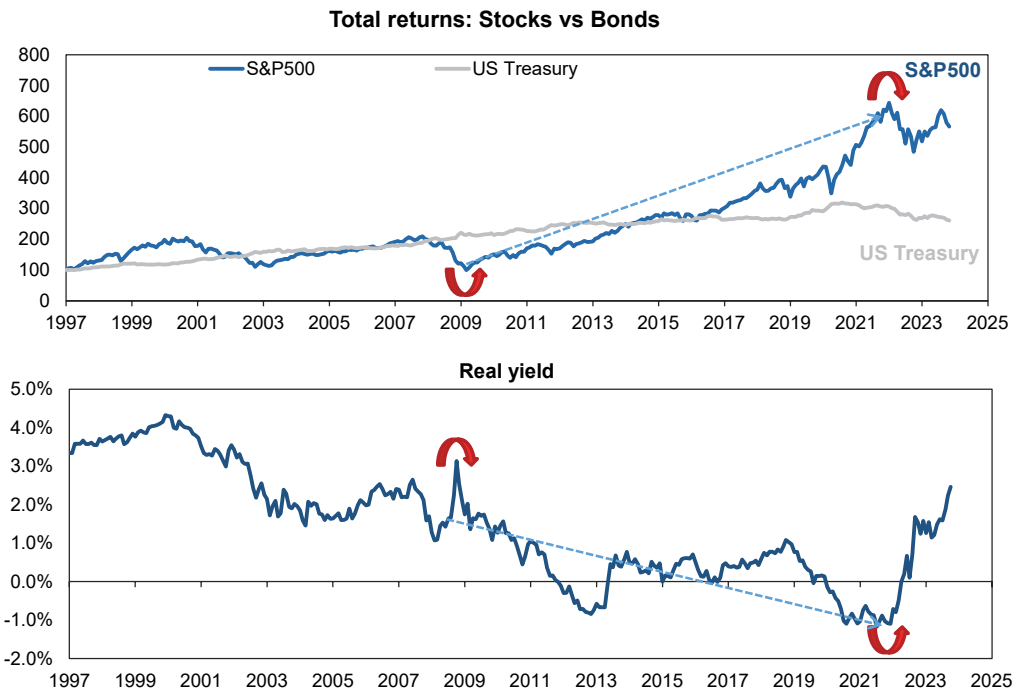
**ชัยชนะที่ยาวนานของตลาดหุ้น**

การริเริ่มใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงินในรูปแบบที่ไม่เคยมีมาก่อน (Unconventional monetary policy) อย่างการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงินของธนาคารกลางในปริมาณมหาศาล (Quantitative Easing: QE) ในช่วงปลายปี 2008 นอกจากจะช่วยฟื้นเศรษฐกิจขึ้นจากวิกฤติ Subprime ได้กดอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ลดลงจนติดลบเป็นครั้งแรก

เมื่อ Real yield ซึ่งก็คืออัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ลบกับคาดการณ์เงินเฟ้อ ติดลบ หมายความว่าผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไม่เพียงพอที่จะชดเชยเงินเฟ้อในอนาคต นักลงทุนจึงแสวงหาผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากสินทรัพย์อื่นที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น เช่น หุ้น และสินค้าโภคภัณฑ์

กระแสเงินทุนที่ไหลเข้าตลาดหุ้นผลักดันให้ผลตอบแทนจากการลงทุนตลาดหุ้น สูงกว่าผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลเป็นระยะเวลานานเกือบสองทศวรรษ มากกว่าวัฏจักรในอดีต

**แผนภาพที่ 1: มาตรการ QE ทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ลดลงจนติดลบเป็นครั้งแรก และส่งผลให้ตลาดหุ้นให้ผลตอบแทนรวมมากกว่าพันธบัตรมานานเกือบสองทศวรรษ**




*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); *ผลตอบแทนทั้งหมดจากการลงทุนตลาดหุ้นรวมส่วนต่างของราคาซื้อขายกับปันผล, ผลตอบแทนทั้งหมดจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล รวมส่วนต่างของราคากับดอกเบี้ยหน้าตั๋ว*

**การกลับมาของตลาดพันธบัตร**

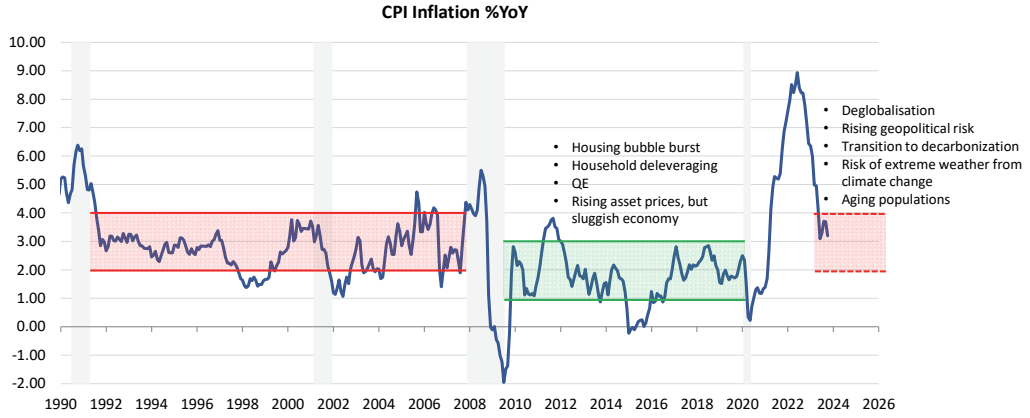
ความพยายามที่จะสกัดเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงในรอบ 40 ปี ทำให้ Fed ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสูง สะท้อนให้เห็นใน Real yield ที่ปรับขึ้นมาเป็นบวก สูงสุดตั้งแต่ปี 2008 ซึ่งใกล้เคียงกับระดับในช่วงก่อนการประกาศใช้ QE และเป็นการสิ้นสุดการเป็นปัจจัยบวกต่อสินทรัพย์เสี่ยงที่เป็นมาตลอดเกือบ 20 ปี

ในระยะข้างหน้า อัตราเงินเฟ้ออาจใช้เวลานานในการปรับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน ตามโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลง โดยเฉพาะหลังการระบาดของ COVID-19 ซึ่งหนุนให้อัตราเงินเฟ้อระยะยาวสูงขึ้น โดยการระบาดในปี 2020 ซึ่งเกิดปัญหาการหยุดชะงักของสายการผลิต (Supply-chain disruption) เป็นจุดเปลี่ยนสำคัญที่ทำให้กระแสหมุนกลับของการค้าระหว่างประเทศ และการผลิตชัดเจนขึ้น เพิ่มเติมจากปมความขัดแย้งระหว่างประเทศ ทั้งการกีดกันการค้าและเทคโนโลยีระหว่างจีน-สหรัฐฯ ความขัดแย้งประเด็นไต้หวัน-จีน-สหรัฐฯ รวมถึงสงครามรัสเซีย-ยูเครน และสงครามอิสราเอล-ฮามาส ทำให้นานาประเทศหันมาผลิตสินค้าภายในประเทศ ลดการพึ่งพาวัตถุดิบจากแหล่งที่มีความเสี่ยงสูง และกักตุนสินค้ามากขึ้น

นอกจากนี้ การเข้าสู่สังคมสูงวัย (Aging population) อาจทำให้เกิดการขาดแคลนแรงงาน ค่าจ้างอาจถูกปรับขึ้นในอัตราสูงกว่าช่วง 10 ปีก่อนหน้านี้ ในขณะที่การปรับเปลี่ยนมาใช้พลังงานสะอาดมากขึ้น จะให้ผลผลิตไม่แน่นอน ราคาพลังงานมีความผันผวนสูงขึ้น ปัจจัยเหล่านี้จะทำให้ต้นทุนทางการผลิตสูงขึ้น เงินเฟ้อในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นเป็นกรอบ 2-4% จาก 1-3% ในช่วงหลังปี 2008

อัตราเงินเฟ้อที่ทรงตัวในกรอบสูงจะเป็นอุปสรรคต่อการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ธนาคารกลางอาจหลีกเลี่ยงที่จะลดความเข้มงวดทางการเงินในหลายเครื่องมือพร้อมกัน เช่น Fed อาจยังคงใช้มาตรการลดขนาดงบดุล (Quantitative Tightening: QT) ในขณะที่เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อลดความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้น แนวโน้มนโยบายการเงินที่จะผ่อนคลายได้อย่างจำกัด จะทำให้ Real yield เป็นบวกอย่างต่อเนื่องในระยะข้างหน้า เป็นปัจจัยลบต่อสินทรัพย์เสี่ยง ต่างจากพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนแน่นอน ในอัตราที่สูงกว่าเงินเฟ้อ จึงมีโอกาสที่จะกลับมาให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้นในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 2: ปัจจัยด้านโครงสร้างเศรษฐกิจ อาจผลักดันให้กรอบเงินเฟ้อปรับสูงขึ้นจากระดับในช่วงก่อน COVID**




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

**Bond ระยะยาวให้ผลตอบแทนมากสุดในรอบสองทศวรรษ**

Bond yield อายุ 10 ปีที่เพิ่มขึ้นแตะระดับ 5% สูงสุดตั้งแต่ปี 2007 สะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนต่อปีจากดอกเบี้ยรับที่มากที่สุดในรอบเกือบสองทศวรรษ ซึ่งนับว่าให้ผลตอบแทนที่สูงมากเมื่อเทียบกับในอดีต และถูกมากเมื่อประเมินเทียบกับแนวโน้มตัวเลขอื่นๆ ได้แก่

1) **คาดการณ์เงินเฟ้อ** ซึ่งสะท้อนให้เห็นในอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) หรือ Bond yield ลบกับคาดการณ์การเงินเฟ้อในอนาคต ที่เพิ่มขึ้นจนเป็นบวก สูงสุดตั้งแต่ปี 2009 สะท้อนผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่พันธบัตรจะให้สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อในระยะยาว

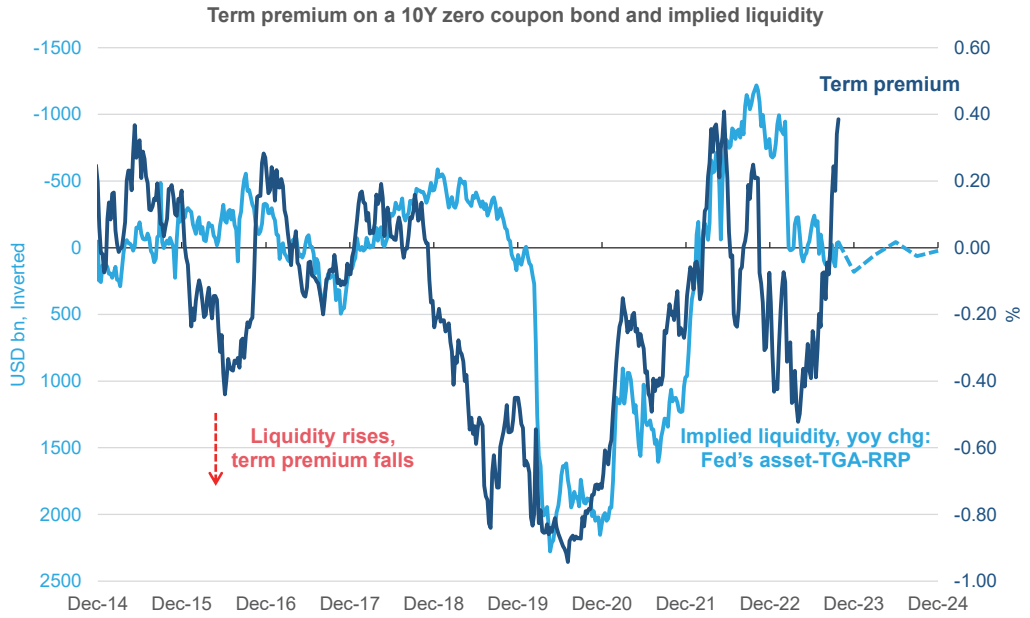
2) **อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น** ซึ่งสะท้อนให้เห็นจาก Term premium หรือผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการถือพันธบัตรระยะยาว แทนการถือพันธบัตรระยะสั้น แล้ว Rollover ไปเรื่อยๆ ซึ่งเปรียบเสมือนค่า Risk premium ของพันธบัตรยาว โดยในช่วงที่ผ่านมา Term premium ได้ปรับขึ้นมาสูงสู่ระดับที่ชี้ว่าหากซื้อ Bond อายุ 10 ปี และขายในอีก 1 ปีข้างหน้า จะมีโอกาสให้ผลตอบแทนมากกว่าการซื้อพันธบัตรระยะสั้น (Excess return) ถึง 2%

3) **สภาพคล่องในระบบ** ซึ่งเทียบเคียงจากขนาดสินทรัพย์ของ Fed ลบด้วยเงินคงคลังของรัฐบาล (Treasury General Account: TGA) และเงินกองทุนตลาดเงินระยะสั้น (Reverse Repo: RRP) เหลือเท่ากับมูลค่าเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจจริง เมื่อขนาดสินทรัพย์ลดลง เงินคงคลังหรือเงินกองทุนเพิ่มขึ้น เงินหมุนเวียนในระบบลดลง Term premium จะเพิ่มขึ้น โดยในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา Term premium ของ Bond ระยะยาวได้ปรับตัวขึ้นสูงกว่าสภาพคล่องในระบบที่ลดลงเป็นอย่างมาก สะท้อนว่าระดับ Term premium ในปัจจุบันสูงเกินไป หรือพันธบัตรในปัจจุบันให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับสภาพคล่องในระบบ

4) **คาดการณ์ผลตอบแทนในตลาดหุ้น** ซึ่งเห็นได้จาก Earnings yield gap หรือส่วนต่างระหว่างคาดการณ์อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้น และ Bond yield ที่ลดลงต่ำกว่า 1% ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2005 ซึ่งส่วนต่างความคาดหวังผลตอบแทนที่ไม่ถึง 1% นั้น อาจไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงที่จะสูญเสียเงินต้นจากราคาหุ้นที่จะลดลงในกรณีที่เกิด Recession

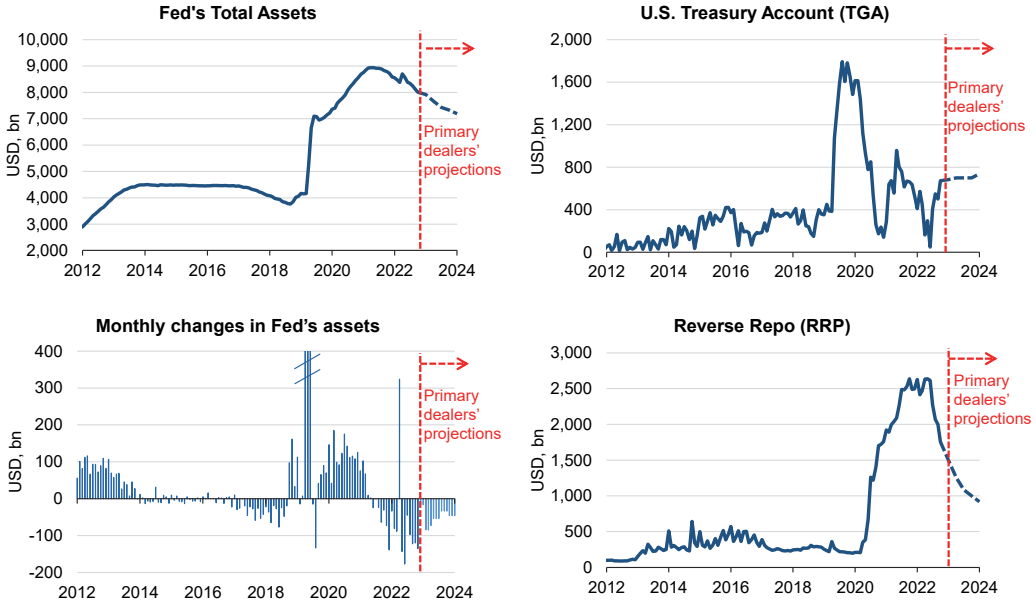
ดังนั้น ด้วยระดับ Bond yield ระยะยาวที่ปรับขึ้นสูงและอาจสูงเกินไปเมื่อเทียบกับ 1) คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต 2) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น 3) สภาพคล่องในระบบ และ 4) คาดการณ์ผลตอบแทนในตลาดหุ้น ทำให้ที่ระดับ Bond ในปัจจุบัน น่าดึงดูดมาก

**แผนภาพที่ 3: พันธบัตรในปัจจุบันให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเทียบกับสภาพคล่องในระบบ**




*ที่มา: Fed NY, FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

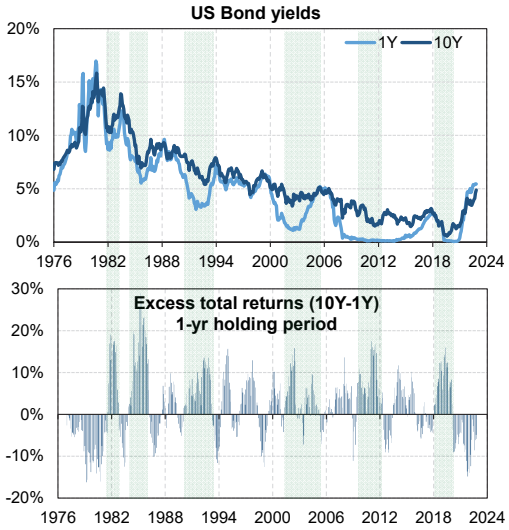
**แผนภาพที่ 4: สภาพคล่องในช่วง 1 ปีข้างหน้า มีแนวโน้มทรงตัว จากการถอนสภาพคล่องของ Fed ผ่านการลดขนาดงบดุล (QT) แต่ชดเชยด้วยการไถ่ถอนของกองทุนเงินระยะสั้น**



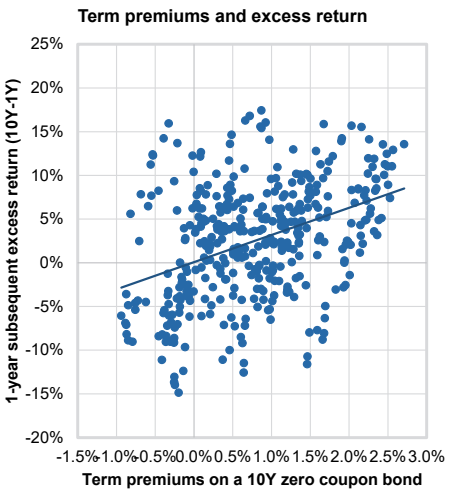

*ที่มา: Fed NY, FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 5: Term premium ได้ปรับขึ้นมาสูง ณ ระดับที่ชี้ว่าหากซื้อ Bond อายุ 10 ปี และขายในอีก 1 ปีข้างหน้า จะมีโอกาสให้ผลตอบแทนมากกว่าการซื้อ Bond yield อายุ 1 ปีและขายเมื่อครบอายุ (Excess return) ถึง 2%**

Higher initial yield and possible capital gain during fall in rates gave higher returns




Return from buying bonds with maturities longer than one's holding period represents term premium




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

**แผนภาพที่ 6: Earnings yield gap ลดลงต่ำกว่า 1% ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2005**

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

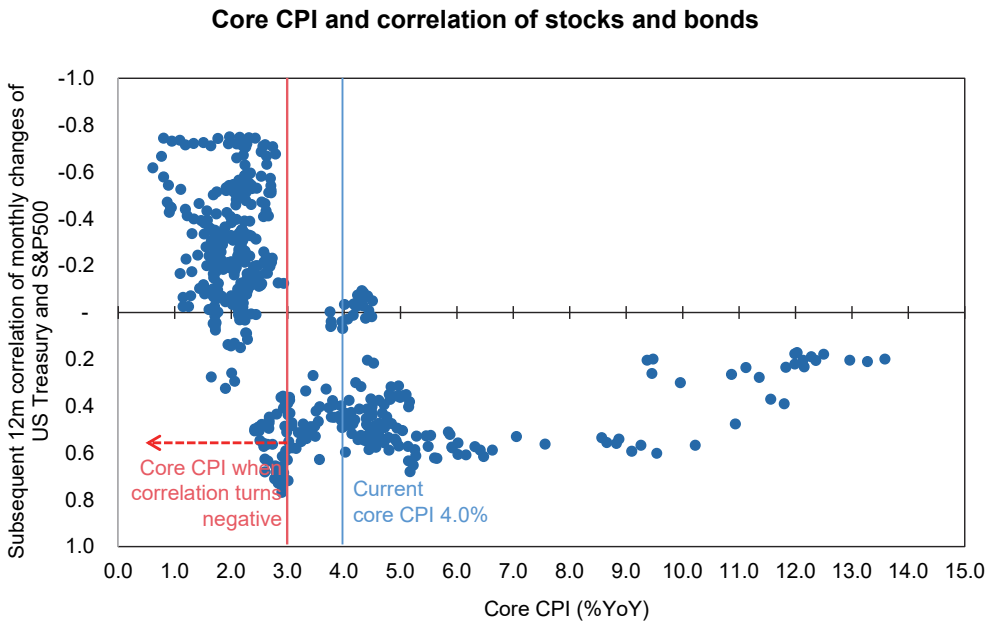
**Bond ช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้น**

ย้อนกลับไป ช่วงปี 2022 Fed เร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อสกัดเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบหลายสิบปี ตลาดหุ้นปรับตัวลง ตามนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ในขณะที่ Bond yield ปรับขึ้นตามแนวโน้มดอกเบี้ย และเงินเฟ้อ ราคาพันธบัตรรัฐบาล (US Treasury Bond) ปรับลดลงไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดหุ้น และสูญเสียคุณสมบัติในการเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe-haven) ที่ใช้จำกัดความเสี่ยง (Hedge) ขาลงของตลาดหุ้นไประยะเวลาหนึ่ง

อย่างไรก็ดี คุณสมบัตินั้นจะกลับมาในระยะข้างหน้า โดยจากการศึกษาค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างผลตอบแทนรายเดือนของตลาดหุ้น (S&P500 index) และตลาดพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (Bloomberg US Treasury Total Return index) กับอัตราเงินเฟ้อ (Core CPI) ตั้งแต่ปี 1979 พบว่าตลาดหุ้นและตลาดพันธบัตรมีค่าสหสัมพันธ์ติดลบเมื่ออัตราเงินเฟ้อ Core CPI อยู่ต่ำกว่าระดับ 3% และมีค่าสหสัมพันธ์มากขึ้น จนเป็นบวกที่อัตราเงินเฟ้อสูงกว่า 3% เป็นต้นไป หมายความว่า ตลาดหุ้นมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับราคาพันธบัตรที่อัตราเงินเฟ้อ Core CPI สูงกว่า 3% แต่จะเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามเมื่ออัตราเงินเฟ้อ Core CPI ลดลงต่ำกว่า 3%

อัตราเงินเฟ้อ Core CPI ในปัจจุบันลดลงจากจุดสูงสุดที่ 6.6% อย่างต่อเนื่องมาอยู่ที่ระดับ 4% เข้าใกล้ระดับ 3% มากขึ้น ซึ่งจะทำให้คุณสมบัติในการเป็น Safe haven กลับมาอีกครั้ง กลยุทธ์ที่ใช้พันธบัตรในการจำกัดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจะมีประสิทธิภาพสูงขึ้น

**แผนภาพที่ 7: Bond จะช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหุ้น หลังอัตราเงินเฟ้อลดลงเข้าใกล้ 3%**




*US Treasury using Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD Index

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

**Bond yield มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในปี 2024**

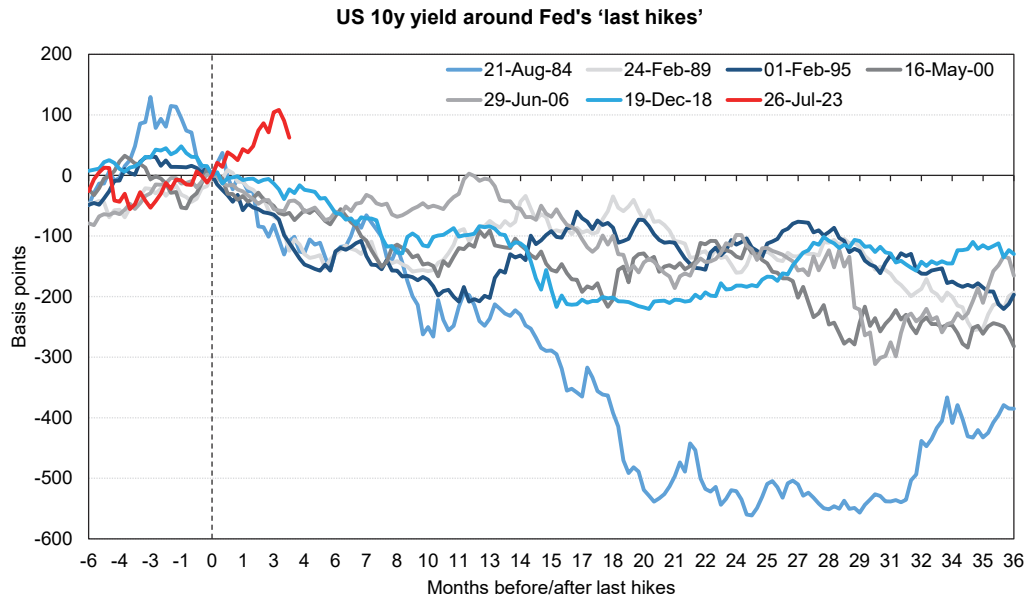
เศรษฐกิจที่เริ่มชะลอตัวลง ตามผลกระทบของการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา เป็นสัญญาณชี้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยน่าจะเพียงพอแล้ว และจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ Bond yield ปรับลดลงอย่างต่อเนื่องในระยะข้างหน้า

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

โดยในกรณีที่เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ส่วนกรณีที่ไม่เกิด Recession หรือที่เรียกว่า Soft landing ได้สำเร็จ ได้แก่ ปี 1966, 1984, 1995 และ 2018 Fed จะทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง แต่รักษาระดับไม่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ เพื่อไม่เป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจมากเกินไป

การเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยลง ทำให้ Bond yield น่าจะปรับลดลงได้อย่างต่อเนื่องในปี 2024 เปิดโอกาสให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการเพิ่มขึ้นของราคาพันธบัตร (Capital gain yield) เพิ่มเติมจากอัตราดอกเบี้ยหน้าตั๋ว (Coupon yield) โดยเราประเมินว่าในกรณี Soft landing Bond yield ณ สิ้นปี 2024 จะปรับลดลงสู่ระดับ 3.9% คิดเป็นผลตอบแทนรวม 5-10% ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ จากระดับปัจจุบัน ส่วนในกรณี Hard landing Bond yield ณ สิ้นปี 2024 จะปรับลดลงสู่ระดับ 3.0% คิดเป็นผลตอบแทนรวมที่สูงถึง 10-15% ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ

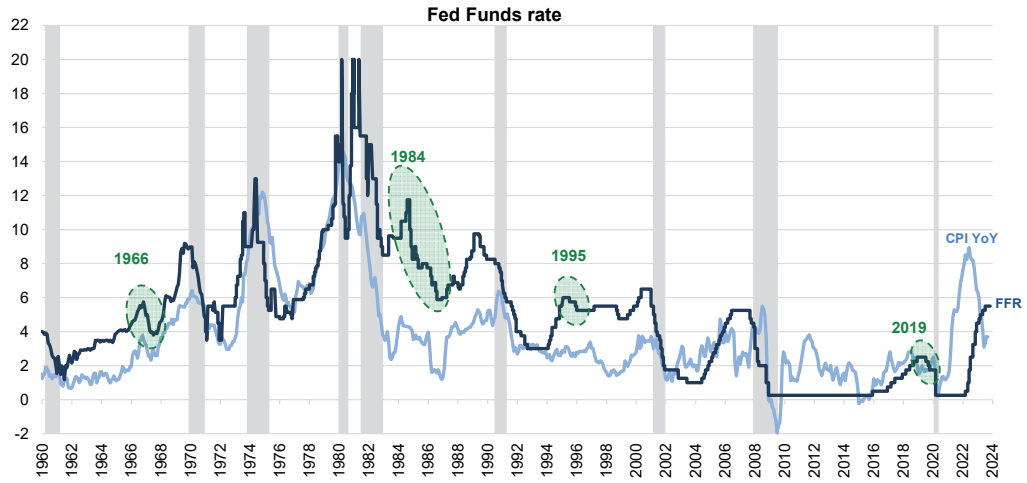
**แผนภาพที่ 8: Bond yield จะปรับลดลงทุกครั้ง หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย**




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

**แผนภาพที่ 9: Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงแรง ในกรณีที่เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession แต่จะทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง ไม่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ ในกรณี Soft landing**

In a soft-landing scenario, the Fed cuts but maintains a positive real rate; in a hard-landing scenario, it cuts more aggressively




*shaded areas are recession periods as defined by NBER

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

**แผนภาพที่ 10: เราประเมิน Bond yield จะปรับลดลงสู่ระดับ 3.9% ในกรณี Soft landing และระดับ 3.0% ในกรณี Hard landing**

| Scenarios | 2023 | 2024 | 2025 | Longer-run | 2024 Term premium | Implied US 10Y end-2024 | Expected total return |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Soft-landing (Base case) | 5.4% | 5.1% | 3.9% | 3.0% | 0.7% | 3.9% | 8.0% |
| Hard-landing (Recession) | 5.4% | 2.0% | 3.0% | 3.0% | 0.0% | 3.0% | 15.0% |

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

# ตลาดหุ้น

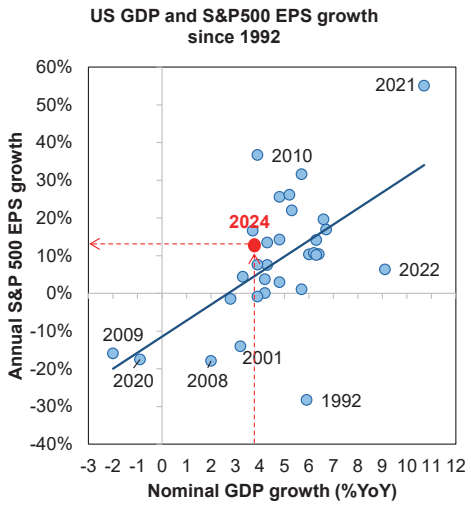
**แนวโน้มตลาดหุ้นในปี 2024 ขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจเป็นสำคัญ แต่ด้วยระดับ Valuation ที่แพงในปัจจุบัน และคาดการณ์กำไรที่อาจถูกปรับลดลง ทำให้ตลาดหุ้นมี Upside จำกัดในกรณี Soft landing แต่หากเป็น Hard landing ก็อาจปรับลดลงกว่า -20% เราประเมินดัชนี S&P 500 สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 4,500 จุดในกรณี Soft landing และ 3,600 จุดในกรณี Hard landing แนะนำให้ลงทุนเป็นรายอุตสาหกรรม แทนการลงทุนในตลาดรวม ได้แก่ กลุ่ม Defensive เช่น Healthcare และกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากขาลงของดอกเบี้ย เช่น Real estate และ Tech.**

**ตลาดมองกำไรปี 2024 โตสูง สวนทางกับแนวโน้มเศรษฐกิจ**

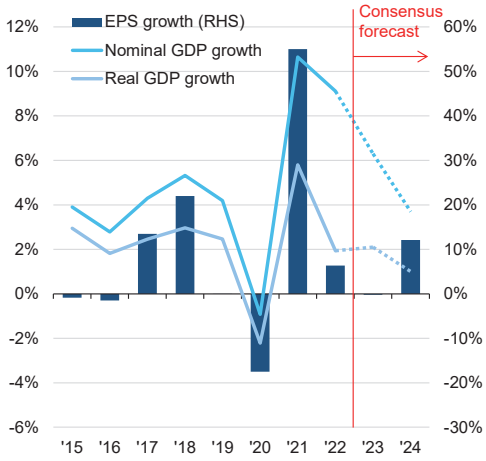
เศรษฐกิจที่เปราะบาง และอ่อนแอลง ทำให้นักเศรษฐศาสตร์ (Bloomberg consensus) ประเมิน Nominal GDP และ Real GDP growth ปี 2024 ชะลอตัวลงเป็น 3.7% และ 1% ตามลำดับ สวนทางกับคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นถึง 12% ซึ่งต่างจากความสัมพันธ์ในอดีตที่การเติบโตของเศรษฐกิจและกำไรบริษัทจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน และที่การเติบโตเศรษฐกิจที่อัตรานั้น กำไรมักจะโตเพียง 4-5% เท่านั้น ชี้ว่าคาดการณ์กำไรในปัจจุบันนั้นสูงเกินไป และอาจถูกปรับลดลงในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 11: ตลาดคาดกำไรจะโตสูงถึง 12% สวนทางกับการเติบโตของเศรษฐกิจ**

2024 consensus EPS growth looks overly optimistic

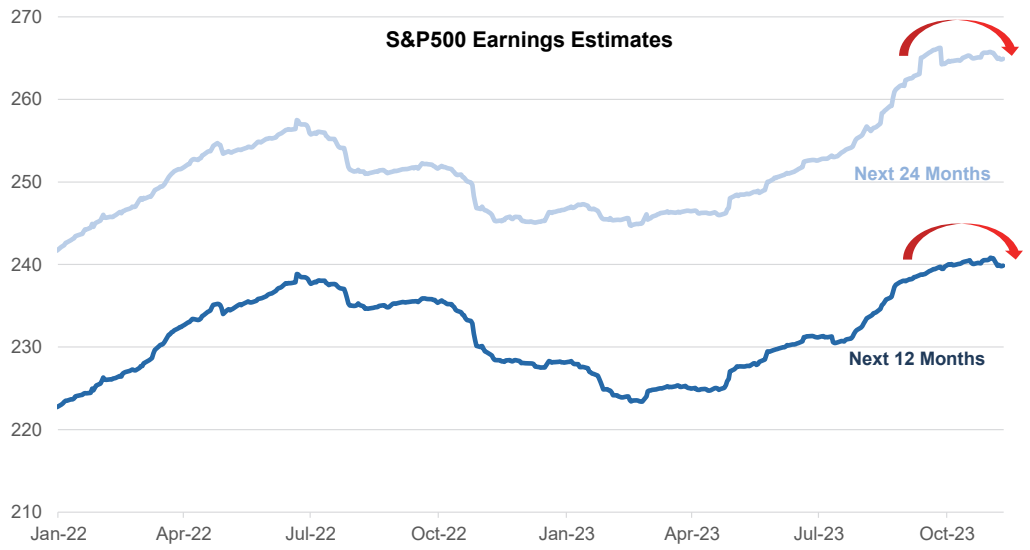



Real and nominal GDP growth are expected to slow in 2024, in contrast to EPS growth




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

**แผนภาพที่ 12: แนวโน้มกำไรชะลอตัวลง ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอ**



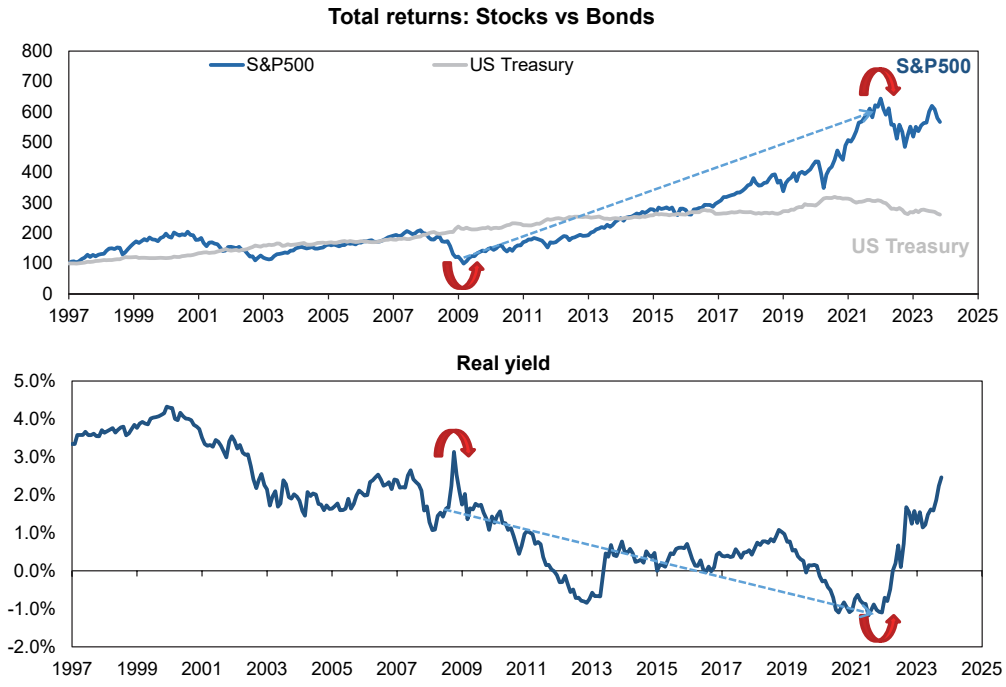

*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**Real yield ปรับเพิ่มขึ้นเป็นบวก เป็นปัจจัยลบต่อการเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นในระยะยาว**

มาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ในช่วงหลังวิกฤติ Subprime ทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงระดับ 0% และการเข้าซื้อสินทรัพย์ในปริมาณมหาศาล หรือที่เรียกว่า Quantitative Easing (QE) ทำให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ลดลงจนติดลบ และส่งผลให้สินทรัพย์เสี่ยงอย่างตลาดหุ้นให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจกว่าเมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากพันธบัตร และเป็นปัจจัยหนุนตลาดหุ้นให้ปรับตัวขึ้นแรงตลอดระยะเวลาเกือบ 20 ปี

อย่างไรก็ดี Real yield ที่กลับมาเป็นบวก ได้กลับกลายมาเป็นปัจจัยลบสำคัญต่อตลาดหุ้น ในขณะที่ปัจจัยทางโครงสร้างเศรษฐกิจและนโยบายการเงินมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่จะทำให้ Real yield เป็นบวกต่อเนื่องในระยะยาว มีความเสี่ยงที่หุ้นจะให้ผลตอบแทนน้อยกว่าพันธบัตรในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 13: Real yield ที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็นบวก เป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น**



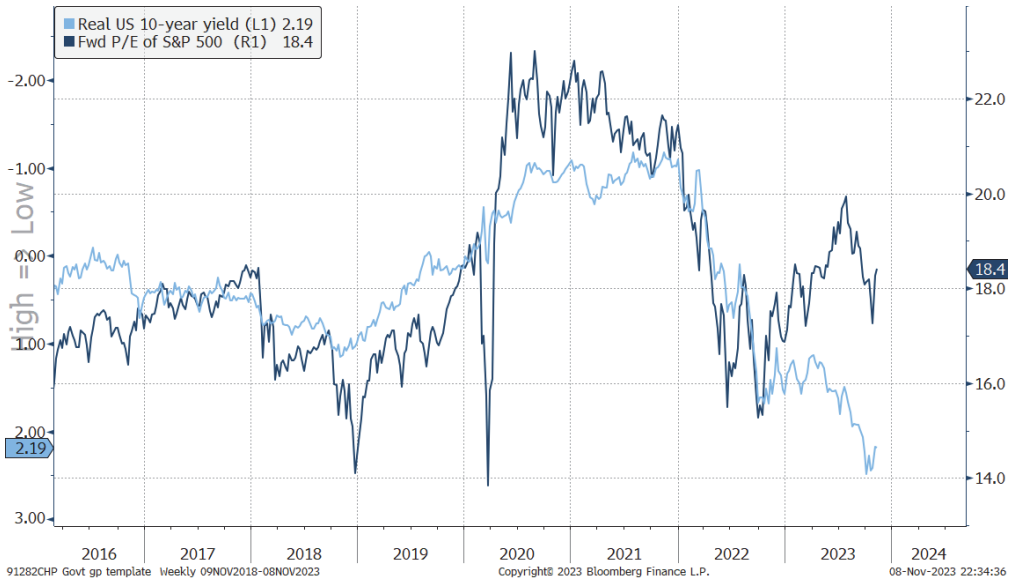

*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**Valuation ของตลาดหุ้นแพง ยังไม่น่าสะสม**

นอกจากคาดการณ์กำไรที่มีความเสี่ยงถูกปรับลดลงในข้างต้น Valuation ของตลาดหุ้นนับว่าแพง เมื่อเทียบกับ Real yield และสภาพคล่อง (รายละเอียดภายในเล่มส่วน Special: Revenge of the bond market) ซึ่งเทียงเคียงได้ว่าค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ควรอยู่ที่ระดับ 15-17 เท่า ซึ่งต่ำกว่าปัจจุบันที่ 18 เท่า

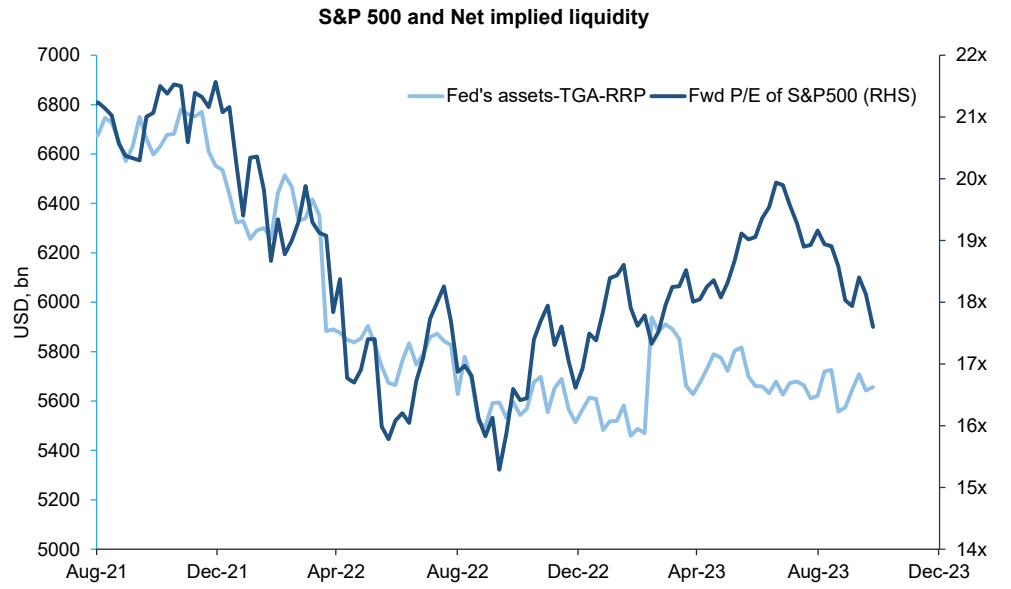
นอกจากนี้ เมื่อเทียบกับสินทรัพย์อื่นๆ เช่น พันธบัตรรัฐบาล ซึ่งจะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่า 4% ในขณะที่ตลาดหุ้นมีคาดการณ์ผลตอบแทนไม่ถึง 5% คิดอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการลงทุนในหุ้น (Equity Risk Premium) เพียง 0.8% น้อยสุดตั้งแต่ปี 2005 ซึ่งเรามองว่าเป็นเปอร์เซนต์ที่ไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงในกรณี Recession ที่ตลาดหุ้นอาจปรับตัวลงกว่า 20% ดังนั้น เทียบคาดการณ์ผลตอบแทนกับความเสี่ยง ตลาดหุ้นอาจยังไม่คุ้มค่าที่จะลงทุนในเวลานี้

**แผนภาพที่ 14: ระดับ Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันสูงไป เมื่อเทียบกับระดับ Real yield**




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

**แผนภาพที่ 15: ระดับ Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันสูงไป เมื่อเทียบกับสภาพคล่อง**




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

**แผนภาพที่ 16: คาดการณ์ผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากตลาดหุ้น (Equity risk premium) ลดลงต่ำสุดตั้งแต่ปี 2005**

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

**เราประเมินดัชนี S&P 500 สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 4,500 จุดในกรณี Soft landing และ 3,600 ในกรณี Hard landing**

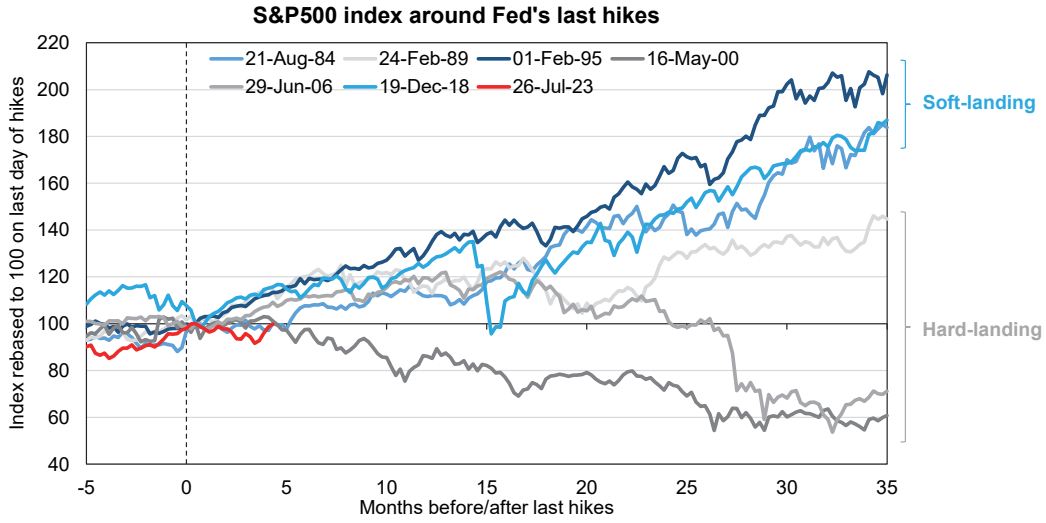
นับจากที่ Fed เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในต้นปี 2022 ตลาดหุ้นก็เคลื่อนไหวทรงตัวอยู่ในกรอบ 3,600-4,600 จุดมาโดยตลอด แต่ในปี 2024 เราเชื่อว่าจะเห็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญของทิศทางตลาดหุ้น ซึ่งจะขึ้นอยู่กับพัฒนาการทางเศรษฐกิจต่อจากนี้ ยกตัวอย่างจากการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในอดีต ช่วง 3-4 เดือนหลังการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกับปัจจุบัน ตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนในกรณีที่เศรษฐกิจไม่ได้ชะลอตัวลงแรง หรือเรียกว่า Soft landing ได้สำเร็จ แต่จะปรับตัวลงภายใน 1-2 ปีนี้ ราว -20% ในกรณีที่เศรษฐกิจหดตัวลงแรงเข้าสู่ Recession หรือที่เรียกว่า Hard landing

เราประเมินระดับดัชนี S&P500 ณ สิ้นปี 2024 จากแบบจำลองจากสมการ Regression จากตัวแปร 4 ตัว ได้แก่ 1) ดัชนีคำสั่งซื้อใหม่ในภาคการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) 2) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปี 3) อัตราว่างงาน (Unemployment rate) และ 4) อัตราเงินเฟ้อ (CPI) โดยแบ่งเป็น 2 กรณี คือ Soft landing และ Hard landing

โดยกรณี Soft landing เศรษฐกิจไม่ได้ชะลอตัวมาก อัตราเงินเฟ้อใกล้เคียงปัจจุบัน อัตราว่างงานเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 4% จากปัจจุบันที่ 3.7% Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 2 ครั้ง (ครั้งละ 25 bps) ในช่วงปลายปี 2024 รวมเป็น -0.5% ในขณะที่ ค่า Forward P/E อยู่ใกล้เคียงปัจจุบันที่ 18 เท่า ดัชนี S&P500 จะอยู่ที่ระดับราว 4,500 จุด

ส่วนกรณี Hard landing เศรษฐกิจหดตัว อัตราเงินเฟ้อลดลงสู่ระดับ 2.5% อัตราว่างงานเพิ่มขึ้นเท่ากับช่วง Recession ในอดีตที่ราว 1 pp เป็น 5% Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 3 ครั้ง (ครั้งละ 50 bps) รวมเป็น -1.5% ในขณะที่ ค่า Forward P/E ลดลงเป็น 16 เท่า ดัชนี S&P500 จะลดลงสู่ระดับราว 3,600 จุด

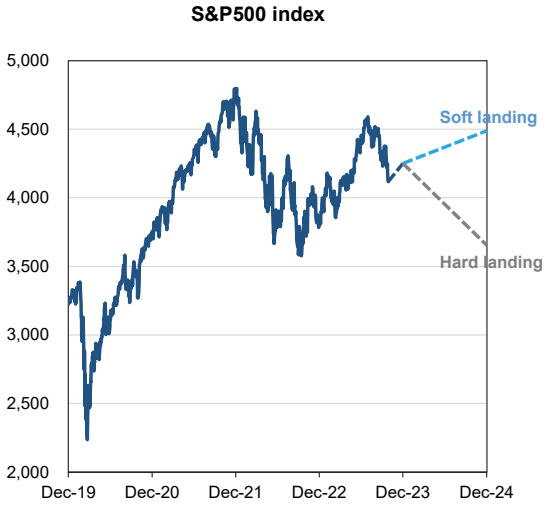
**แผนภาพที่ 17: ตลาดหุ้นจะปรับแนวโน้มเป็นขาขึ้นหรือขาลงอย่างชัดเจน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย 3-4 เดือน**




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

**แผนภาพที่ 18: เราประเมินดัชนี S&P 500 สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 4,500 จุดในกรณี Soft landing และ 3,600 ในกรณี Hard landing**

| | | 2024 Scenarios | |
|---|---|---|---|
| | Current | Soft landing | Hard landing |
| ISM New orders | 46 | 50 | 40 |
| US2Y | 5.0% | 4.0% | 3.7% |
| Unemployment rate | 3.7% | 4.0% | 5.0% |
| CPI YoY | 3.7% | 3.0% | 2.5% |
| 2024 EPS growth | 12.5% | 4.7% | -4.2% |
| 2024 EPS | $243 | $226 | $207 |
| 2024 EPS revisions | | -7% | -15% |
| 2025 EPS | $268 | $249 | $228 |
| Fwd P/E | | 18.0x | 16.0x |
| S&P500 estimates | | 4489 | 3652 |
| Upside/downside | | 7% | -13% |




*ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 19: แบบจำลองการเติบโตกำไรของ S&P500 จาก 4 ตัวแปร สามารถอธิบายการเติบโตของกำไรจริงได้ถึง 66%**

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

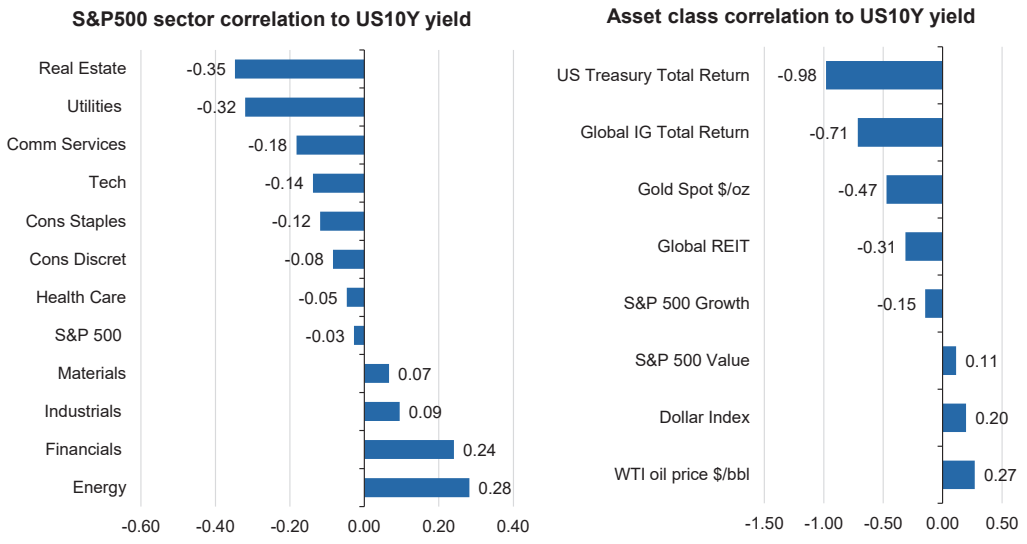
**ตราสารหนี้ ทองคำ และกองทุนอสังหาฯ มักจะให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้น เมื่อ Bond yield ลดลง**

แนวโน้มตลาดหุ้นที่อาจขึ้นอยู่กับทิศทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในดัชนีตลาดรวมคาดการณ์ได้ยาก แต่เราอาจจำกัดความเสี่ยงขาลงได้ โดยเลือกลงทุนเป็นรายอุตสาหกรรม เช่น กลุ่มที่ผลประกอบการไม่ค่อยเคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Defensive) เช่น Healthcare และกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการลดลงของดอกเบี้ย เช่น Real estate และ Tech. ตามแนวโน้มดอกเบี้ยที่จะลดลงในปี 2024 ไม่ว่าจะเกิด Recession หรือไม่

ส่วนรายสินทรัพย์ การลดลงของดอกเบี้ยจะส่งผลบวกโดยตรงกับพันธบัตรรัฐบาลมากสุด รองลงมาเป็นหุ้นกู้ ทองคำ กองทุนอสังหาฯ แล้วจึงตามด้วยหุ้น

กลยุทธ์การลงทุนในปี 2024 จึงมี Theme หลักเป็นแนวโน้มดอกเบี้ยขาลง เรายังคงแนะนำให้ Overweight ตราสารหนี้ และทองคำ หุ้นให้เลือกลงทุนเน้นรายอุตสาหกรรม เช่น Healthcare และ Tech ส่วนกองทุนอสังหาฯ แนะนำให้รอจังหวะเข้าซื้อ เมื่อตลาดมีการ price-in ความเสี่ยง Recession มากขึ้น

**แผนภาพที่ 20: ตราสารหนี้ ทองคำ และกองทุนอสังหาฯ มักจะให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้น เมื่อ Bond yield ลดลง**




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

# ตลาดตราสารหนี้

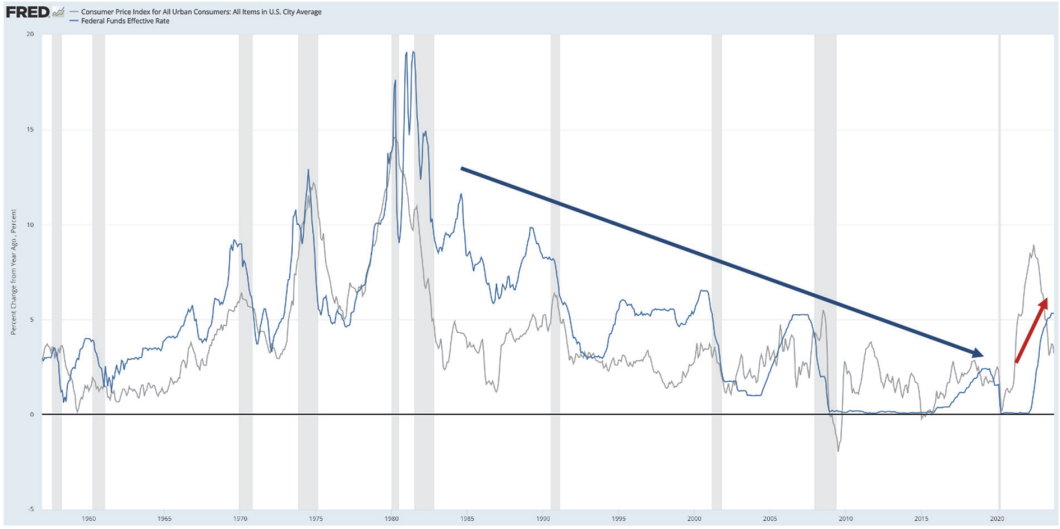
**ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ทยอยปรับตัวลงตามแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจและทิศทางอัตราดอกเบี้ยที่น่าจะถึงจุดสูงสุดแล้ว อย่างไรก็ดี เรามองว่า Bond yield ในระดับปัจจุบันที่ประมาณ 4.5% ยังคงเป็นระดับที่น่าสนใจลงทุน จากภูมิทัศน์โลกการลงทุนในระยะยาวที่กำลังเปลี่ยนแปลง และบทบาทของพันธบัตรที่จะมีประโยชน์มากขึ้นในฐานะสินทรัพย์ช่วยควบคุมความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนในภาพรวม (Hedging asset) เราจึงคงคำแนะนำทยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวเพื่อล็อคผลตอบแทนจาก Bond yield ที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง**

**บทบาทของตราสารหนี้จะกลับมามีความสำคัญมากขึ้นหลัง “Sea Change”**

หลังจากความสำเร็จในการควบคุมเงินเฟ้อของธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ Fed ในยุคของ Paul Volcker ช่วงปี 1980s ประกอบกับกระแสโลกาภิวัตน์ครั้งใหญ่ที่ถูกขับเคลื่อนโดยการเปิดประเทศของจีนและรัสเซีย ทำให้อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ในช่วงประมาณ 40 ปีต่อมา ลดลงมาเหลือราว 1-3% ใกล้เคียงกับอัตราเงินเฟ้อที่เป็นเป้าหมายของ Fed

อัตราเงินเฟ้อที่ค่อนข้างต่ำและไม่ผันผวนมากนักทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed อยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในช่วงเวลาดังกล่าว โดยเฉาะหลังจากวิกฤติการเงินโลก (Global Financial Crisis) ในปี 2008 ที่ทำให้ Fed หันมาใช้นโยบายการเงินเชิงผ่อนคลายอย่างมาก ไม่ว่าจะเป็นการอัดฉีดสภาพคล่องในปริมาณมาก (Quantitative Easing: QE) หรืออัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำถึงระดับ 0% (Zero Interest Rate Policy: ZIRP) ระหว่างปี 2009-2021

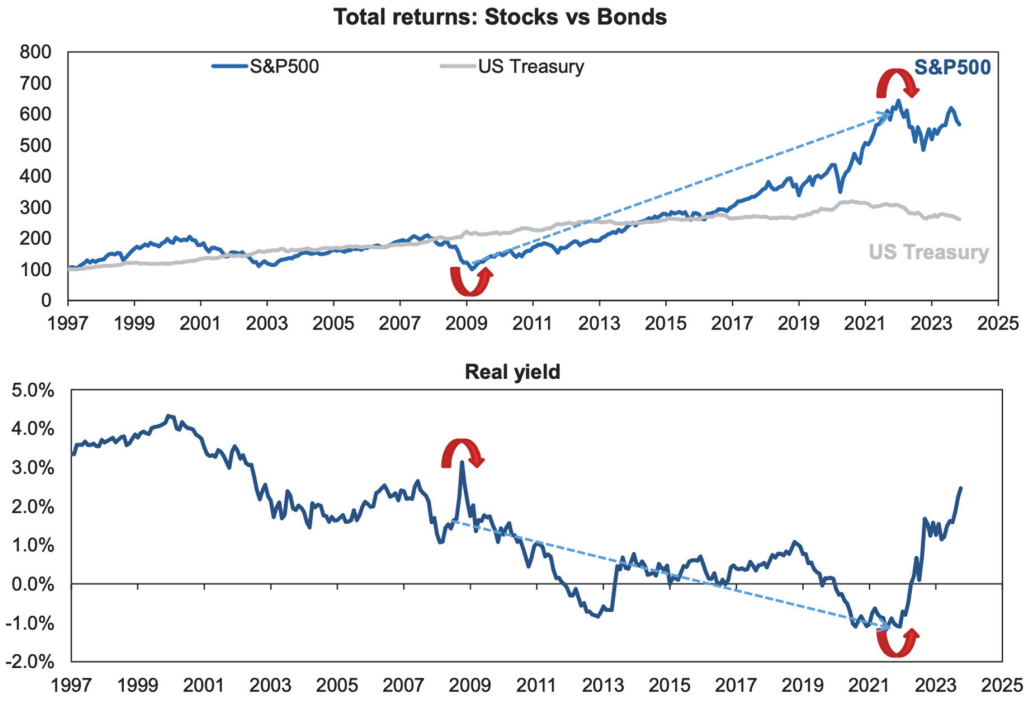
**แผนภาพที่ 21: เงินเฟ้อ (เส้นสีเทา) ที่ค่อนข้างต่ำและไม่ผันผวนมากนักทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed (เส้นสีน้ำเงิน) อยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่องใน 40 ปีที่ผ่านมา**




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

นาย Howard Marks นักลงทุนชื่อดัง และผู้ร่วมก่อตั้งบริษัทจัดการกองทุน Oaktree Capital Management หนึ่งในบริษัทจัดการกองทุนบำเหน็จบำนาญที่สำคัญที่สุดในสหรัฐฯ ได้แสดงความเห็นว่าการลดลงกว่า 2,000 basis points ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายใน 40 ปีที่ผ่านมา เป็นเหตุการณ์สำคัญที่สุดในโลกการลงทุน โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ “ผิดปรกติ” ระหว่างปี 2009-2021 ที่ทำให้นักลงทุนแสวงหาความเสี่ยงที่สูงเกินกว่าจะยอมรับได้ในสภาวะปรกติ เป็นปัจจัยหลักที่ทำให้สินทรัพย์เสี่ยงเช่นหุ้นให้ผลตอบแทนที่ดียาวนานต่อเนื่องอย่างที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อน

**แผนภาพที่ 22: สภาวะการเงินที่ผ่อนคลายมากผิดปรกติ สะท้อนผ่านอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ที่ลดลงจนติดลบ (ภาพล่าง) ทำให้สินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้นให้ผลตอบแทนที่ดีต่อเนื่องระหว่างปี 2009-2021 (ภาพบน)...**




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

**แผนภาพที่ 23: ...และทำให้หุ้น Outperformed พันธบัตรต่อเนื่องเป็นเวลายาวนานกว่า 15 ปี**

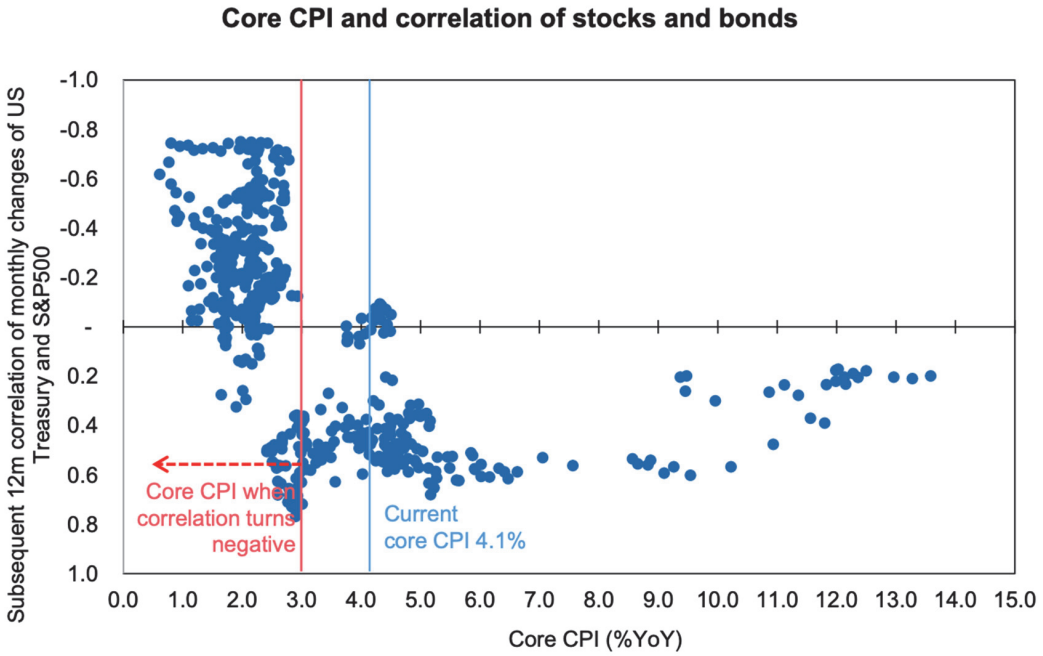
*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

อย่างไรก็ดี Marks มองว่าบรรยากาศที่เอื้ออำนวยต่อสินทรัพย์เสี่ยงมากที่สุดได้สิ้นสุดลงไปแล้ว และภูมิทัศน์ของโลกการลงทุนกำลังเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ที่สุดในรอบกว่า 40 ปี หรือที่ Marks เรียกว่า “Sea Change” หลังจาก Fed สามารถกลับมาดำเนินนโยบายการเงินเข้าใกล้ระดับ “ปรกติ” มากขึ้นได้สำเร็จ จากที่เคยล้มเหลวในการพยายามปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นในปี 2018-2019 จนก่อให้เกิดวิกฤติสภาพคล่องในตลาดเงินทุนสำรองของธนาคาร (Repo Crisis, 2019) เป็นเหตุให้ต้องกลับมาอัดฉีดสภาพคล่องพร้อมกับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง

Fed น่าจะเรียนรู้จากความผิดพลาดของการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย “มากเกินไป” และ “ยาวนานเกินไป” และไม่กลับไปทำผิดพลาดซ้ำเดิมอีก ทำให้ต้นทุนทางการเงินมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับปรกติ จากที่เคยอยู่ต่ำอย่างมากเป็นเวลานาน การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวน่าจะทำให้นักลงทุนเริ่มกลับมาให้ความสำคัญกับความสมเหตุสมผลของความเสี่ยงที่ต้องรับจากการลงทุน ซึ่งจะเป็นผลดีกับตราสารหนี้ซึ่งมีความเสี่ยงต่ำกว่าหุ้น และในปัจจุบันกลับมาให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมมากขึ้น สะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ที่กลับมาเป็นบวก

ด้วยปัจจัยระยะยาวที่กำลังเปลี่ยนแปลงในโลกการลงทุน เราจึงมองว่าการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯ ซึ่งนับเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย ท่ามกลางเงินเฟ้อที่กำลังชะลอตัวลง และภาวะเศรษฐกิจที่ยังมีความเสี่ยง Recession ในระยะข้างหน้า จะช่วยควบคุมความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน พร้อมทั้งให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 24: พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มักเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้ามกับหุ้นเมื่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) อยู่ต่ำกว่า 3% ทำให้ช่วยควบคุมความเสี่ยงของพอร์ตลงทุนได้ดี**




*US Treasury using Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD Index

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

# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

**เรามองราคาทองคำที่ระดับ 1,800-2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2024 จากระดับราคาทองคำที่สูงเมื่อเทียบกับ Real yield และการคงมาตรการ QT ของ Fed สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80-100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2024 จากปัจจัยพื้นฐานสำคัญอย่างคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) ของสหรัฐฯ ที่ถูกใช้เป็นเครื่องมือช่วยแทรกแซงราคาน้ำมันดิบในเชิงรุกมากขึ้น**

## ราคาทองคำ

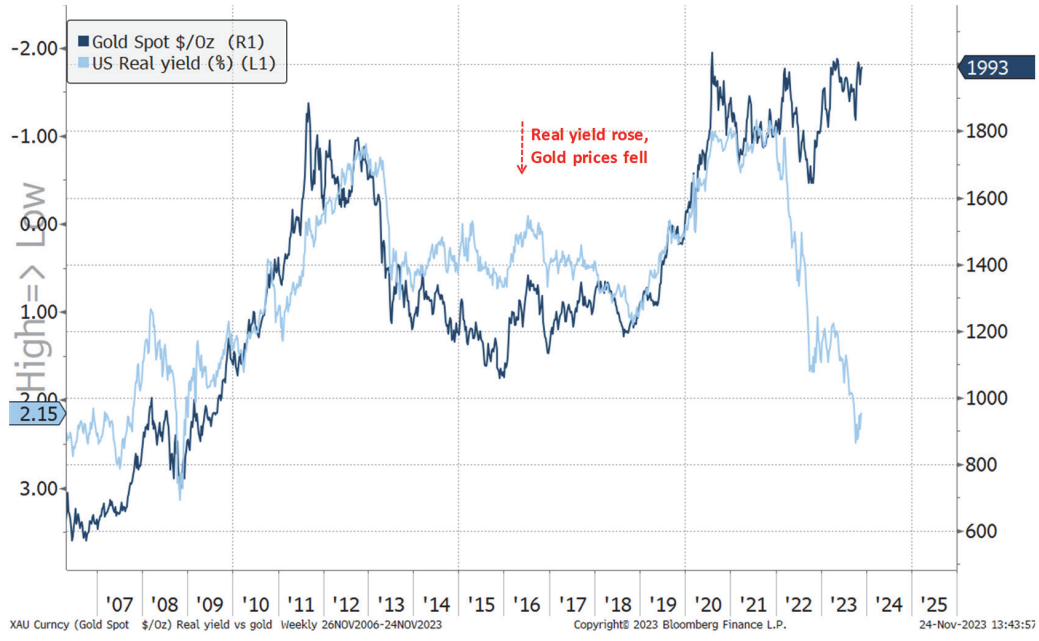
### Real yield ที่เป็นบวก จะจำกัดการปรับตัวขึ้นของราคาทองคำ

การปรับใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงิน ในช่วงวิกฤติ Subprime และการระบาดของ COVID ทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับ 0% และการเข้าซื้อสินทรัพย์ในปริมาณมหาศาล หรือที่เรียกว่า Quantitative Easing (QE) กดให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) หรืออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ลบด้วยคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต ลดลงจนติดลบ สะท้อนคาดการณ์ผลตอบแทนจากพันธบัตรที่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ ทำให้นักลงทุนแสวงหาผลตอบแทนจากสินทรัพย์อื่นที่ให้ผลตอบแทนมากขึ้น เช่น ทองคำ เป็นปัจจัยหนุนให้ราคาทองคำปรับขึ้นแรงในช่วงปี 2009-2012 และปี 2019-2021

อย่างไรก็ดี หลังจากที่ Fed เร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายใน Real yield ได้กลับขึ้นมาเป็นบวก ผลตอบแทนจากดอกเบี้ยจ่ายของพันธบัตรเพียงพอที่จะชนะเงินเฟ้อ เป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนเพิ่มการถือครองพันธบัตร ซึ่งได้รับผลตอบแทนที่สม่ำเสมอจากดอกเบี้ยทุกปี แทนการถือครองทองคำซึ่งไม่ให้ผลตอบแทนในระหว่างการถือครอง

ในระยะข้างหน้า ปัจจัยทางโครงสร้างเศรษฐกิจและนโยบายการเงินมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่จะทำให้ Real yield เป็นบวกต่อเนื่องในระยะยาว (รายละเอียดภายในเล่มส่วน Special: Revenge of the bond market) Real yield น่าจะยังคงติดลบต่อเนื่อง ทำให้ราคาทองคำปรับตัวขึ้นได้อย่างจำกัด

**แผนภาพที่ 25: Real yield ที่เป็นบวก จะจำกัดการปรับตัวขึ้นของราคาทองคำ**




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

**ราคาทองคำอาจปรับขึ้นได้จำกัด แม้ Fed จะลดดอกเบี้ย**

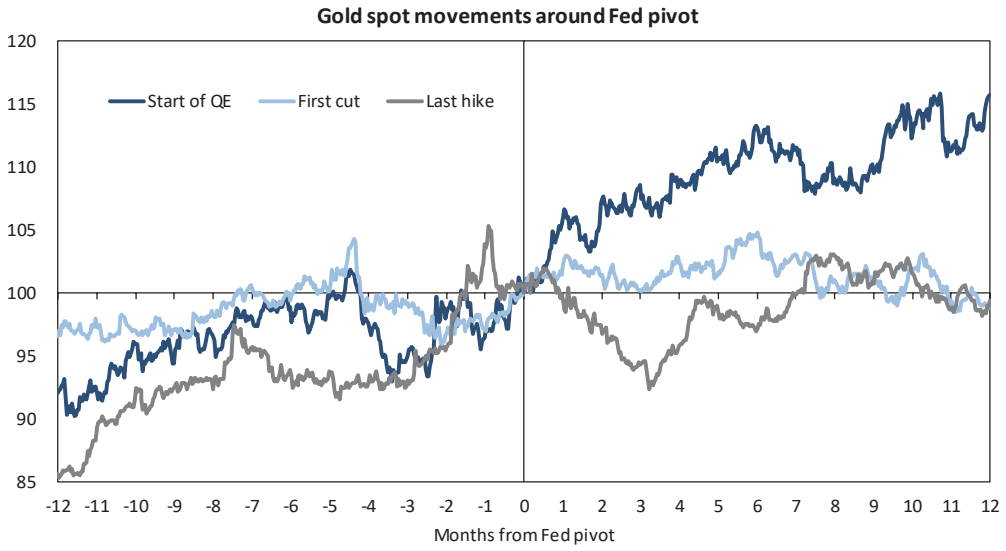
ทิศทางเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเนื่องในปี 2024 อาจส่งผลต่อทิศทางนโยบายการเงินที่เปลี่ยนมาผ่อนคลายมากขึ้น จากการศึกษาข้อมูลการเคลื่อนไหวของราคาทองคำย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1971 พบว่าราคาทองคำมักจะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 2 เดือนก่อนที่ Fed จะลดดอกเบี้ยราว +5% ก่อนจะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบราว 0-5% ในช่วง 6-12 เดือนหลังจากนั้น

ในขณะที่ มาตรการ Quantitative Easing (QE) ทำให้ราคาทองคำมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นชัดเจน โดยจะปรับเพิ่มขึ้นก่อนจะเริ่มทำ QE ราว 5% ใกล้เคียงกับการปรับลดดอกเบี้ย แต่จะปรับขึ้นต่อเนื่องอีกถึง 10-15% ในช่วง 6-12 เดือนหลัง Fed เริ่มต้นทำ QE การเคลื่อนไหวของราคาทองคำดังกล่าว ชี้ว่าราคาทองคำมีการตอบรับที่เป็นบวกต่อการทำ QE มากที่สุด รองลงมาเป็นการปรับลดดอกเบี้ย

ในปี 2024 ตลาดมองว่า Fed จะเริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงกลางปี แต่จะยังคงมาตรการ Quantitative Tightening (QT) ต่อเนื่องจนถึงสิ้นปี 2024 เป็นอย่างน้อย ซึ่งต่างจากในอดีตที่ Fed มักจะปรับลดดอกเบี้ย และยุติการทำ QT ควบคู่กัน ส่งผลให้การเพิ่มขึ้นของทองคำมีค่อนข้างจำกัด แม้ Fed จะเริ่มลดดอกเบี้ย

ดังนั้น ด้วยระดับราคาทองคำที่สูงเมื่อเทียบกับ Real yield และการคงมาตรการ QT ของ Fed ทำให้เรามองราคาทองคำที่ระดับ 1,800-2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2024

**แผนภาพที่ 26: ราคาทองคำมีการตอบรับที่เป็นบวกต่อการทำ QE มากที่สุด รองลงมาเป็นการปรับลดดอกเบี้ย**




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

## น้ำมัน

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80-100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2024 จากปัจจัยพื้นฐานสำคัญอย่างคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) ของสหรัฐฯ ที่ถูกใช้เป็นเครื่องมือช่วยแทรกแซงราคาน้ำมันดิบในเชิงรุกมากขึ้น ทั้งในฝั่งของอุปทานเมื่อตลาดมีความตึงตัวสูง และฝั่งของอุปสงค์เพื่อป้องกันไม่ให้ราคาปรับลดลงรุนแรงเกินไป ขณะที่อุตสาหกรรมสำรวจและผลิตน้ำมันมีความอ่อนไหวต่อราคามากขึ้น และมีแนวโน้มจะชะลอการผลิตเมื่อราคาน้ำมันดิบลดลงต่ำกว่าประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

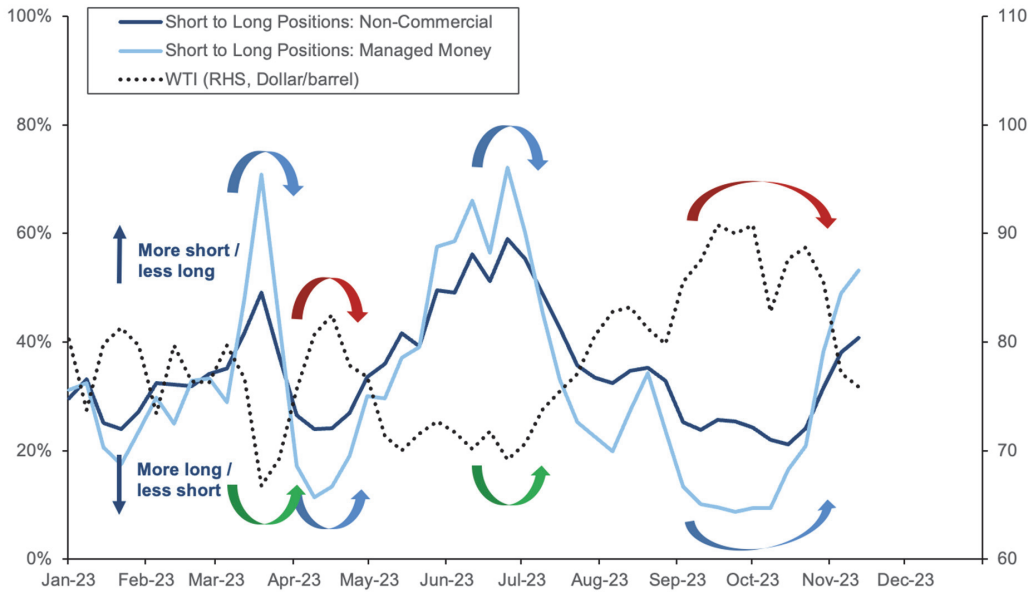
### Sentiment ของตลาดการเงินสวนทางกับปัจจัยพื้นฐานหลายครั้งในปี 2023

นักลงทุนและนักเก็งกำไรในตลาดการเงินมีความมั่นใจอย่างมากต่อแนวโน้มราคาน้ำมันหลายครั้งในปี 2023 สะท้อนผ่านรูปแบบการวาง Position ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันดิบ หรือ Futures ที่มักจะเอนเอียงไปในทิศทางใดทางหนึ่งอย่างสุดโต่ง เช่นในช่วงกลางปีที่เกิดการสะสมสัญญา Short เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องแม้ราคาน้ำมันดิบ WTI จะทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล หรือการแห่เข้าสะสมสัญญา Long ระหว่างเดือน ก.ย.-ต.ค. จากอานิสงส์แรงเก็งกำไรต่อเหตุการณ์สงครามอิสราเอล-ฮามาส

อย่างไรก็ดี ความมั่นใจอย่างมากของนักเก็งกำไรในตลาดการเงินในช่วงเวลาดังกล่าวกลับสวนทางกับปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) ในช่วงเวลานั้น อาทิ Sentiment ที่เป็นลบอย่างมากในช่วงกลางปี 2023 จากความกังวลต่อแนวโน้มอุปสงค์น้ำมันโลก ขณะที่อุปสงค์น้ำมันในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่เช่นสหรัฐฯ และจีนยังมีความแข็งแรงอย่างมาก จนต่อมาความตึงตัวในตลาดน้ำมันจริงก็ได้กลับมาเป็นปัจจัยผลักดันราคา และก่อให้เกิดการล้างสัญญาขายล่วงหน้า หรือ Short squeeze รอบใหญ่ เป็นปัจจัยหนุนการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดิบในช่วงไตรมาส 3/2023 ที่ผ่านมา

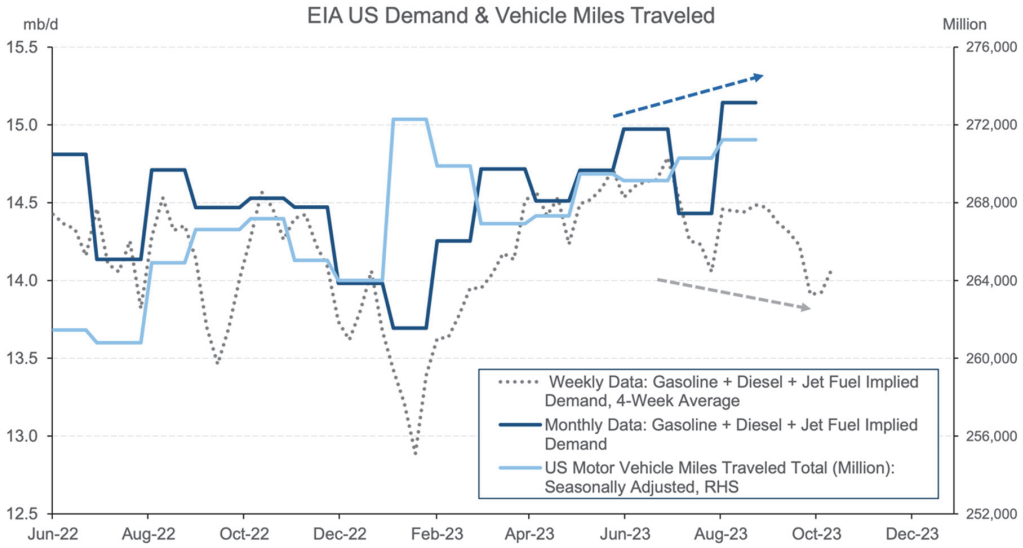
เรามองว่าบริบทของข่าวสารและข้อมูลระยะสั้นที่มีความผันผวนเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดภาพดังกล่าว ซึ่งส่วนหนึ่งอาจเป็นผลมาจากระบบห่วงโซ่อุปทานที่มีความซับซ้อนมากขึ้นในยุค Post-Covid ทำให้การคาดการณ์ระยะสั้นมีความท้าทายสูง การให้ความสำคัญกับปัจจัยเชิงโครงสร้างและแนวโน้มระยะยาวที่มีความมั่นคงมากกว่าจึงน่าจะช่วยให้นักลงทุนวิเคราะห์สถานการณ์ในระยะข้างหน้าได้อย่างเป็นกลางมากขึ้น

**แผนภาพที่ 27: การเก็งกำไรของนักลงทุนในตลาดการเงิน (เส้นสีฟ้าและน้ำเงิน) เป็นไปอย่างสุดโต่งหลายครั้งในปี 2023 และมักสวนทางกับปัจจัยพื้นฐาน**




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

**แผนภาพที่ 28: ข้อมูลรายสัปดาห์ (เส้นประสีเทา) ที่มีความรวดเร็ว แตกต่างจากข้อมูลรายเดือน (เส้นสีน้ำเงิน) ที่มีความแม่นยำสูงกว่ามากขึ้นเรื่อยๆ ทำให้การวิเคราะห์ภาพระยะสั้นมีความผันผวนสูง**




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

**SPR จะมีบทบาทมากขึ้นในการช่วยลดความสุดโต่งของราคาน้ำมัน**

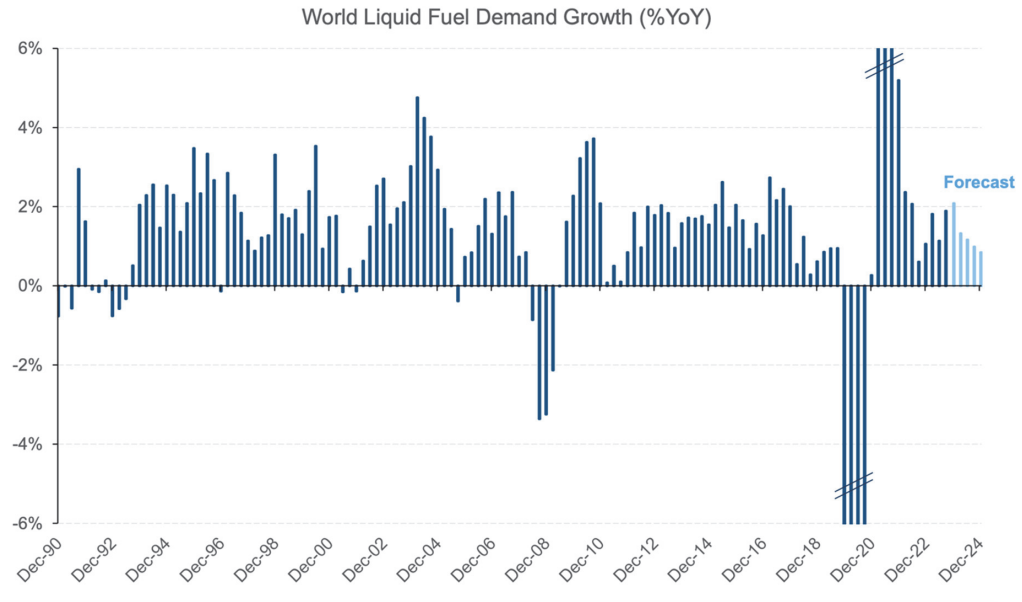
หนึ่งในปัจจัยเชิงโครงสร้างของตลาดน้ำมันโลกที่กำลังเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยยะ คือคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) โดยคลังสำรอง SPR ถือกำเนิดขึ้นในปี 1977 จากนโยบายของภาครัฐที่ต้องการเสริมสร้างความมั่นคงด้านพลังงาน หลังเหตุการณ์การคว่ำบาตรโดยกลุ่มประเทศตะวันออกกลางที่ปฏิเสธการส่งออกน้ำมันดิบให้กับสหรัฐฯ และพันธมิตรในช่วงปี 1970s หรือที่รู้จักกันในชื่อ Oil Embargo ซึ่งเป็นต้นเหตุให้ราคาพลังงานพุ่งสูงขึ้นทั่วโลก นำมาซึ่งภาวะเงินเฟ้อที่สูงและยืดเยื้อในเวลาต่อมา

หลังจากการก่อตั้งของ SPR สหรัฐฯ ได้มีการนำน้ำมันดิบในคลังของรัฐบาลออกจำหน่ายเพื่อบรรเทาวิกฤติในภาวะฉุกเฉินอยู่หลายครั้ง แต่มักจะนำออกจำหน่ายเพียงครั้งละประมาณ 30 ล้านบาร์เรล ก่อนจะทำการซื้อคืนในภายหลัง ทำให้น้ำมันดิบคงคลัง SPR ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 600-700 ล้านบาร์เรลมาตลอด

ภาพดังกล่าวเปลี่ยนไปอย่างสิ้นเชิงหลังวิกฤติ Covid-19 ที่สหรัฐฯ ระบายน้ำมันดิบออกจากคลังสำรอง SPR ออกมาต่อเนื่องจนระดับน้ำมันคงคลังลดลงมาเหลือที่ราว 350 ล้านบาร์เรล หรือประมาณกึ่งหนึ่งของความจุทั้งหมดเท่านั้น

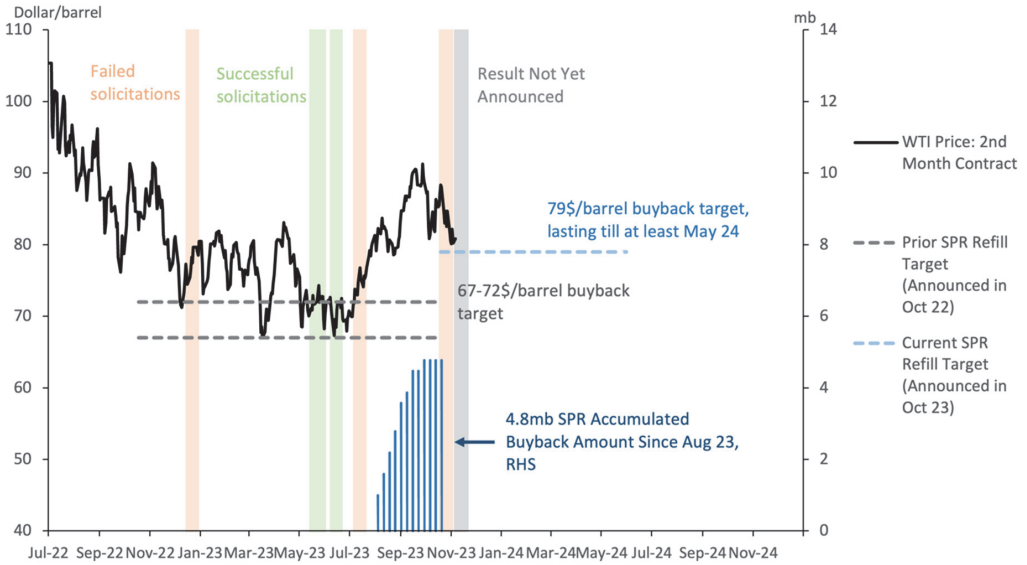
เรามองว่าในระยะข้างหน้า ภาครัฐฯ จะใช้ SPR เป็นเครื่องมือในการช่วยแทรกแซงราคาน้ำมันดิบโดยการนำออกจำหน่ายเพิ่มเติมหากราคาพุ่งสูงเกินกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลติดต่อกันเป็นเวลานาน ขณะเดียวกัน รัฐบาลสหรัฐฯ ก็มีแรงจูงใจที่จะช่วยพยุงราคาน้ำมันดิบให้ไม่ลดลงต่ำกว่าประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เนื่องจากความมั่นคงของพลังงานในสหรัฐฯ ในปัจจุบัน ได้เปลี่ยนมาขึ้นอยู่กับความสามารถในการผลิตที่พัฒนาขึ้นอย่างมากจากเทคโนโลยีการขุดเจาะ Shale oil มากกว่าจะเป็นปริมาณน้ำมันที่เก็บสำรองอยู่ในคลังเพียงอย่างเดียว

**แผนภาพที่ 29: ในภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวไม่มาก อุปสงค์น้ำมันโลกมักจะหดตัวเพียงเล็กน้อยไม่เกิน 0-1% YoY เท่านั้น...**




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

**แผนภาพที่ 30: ...ซึ่งหากเกิดภาพดังกล่าวขึ้น ก็จะเปิดโอกาสให้สหรัฐฯ ได้เข้าซื้อน้ำมันดิบเพื่อเติมคลังสำรอง SPR ซึ่งจะช่วยสร้างอุปสงค์เพิ่มเติมเพื่อพยุงราคาน้ำมันดิบไม่ให้ปรับลดลงรุนแรง โดยปัจจุบันกระทรวงพลังงานสหรัฐฯ ได้ประกาศจะเข้าซื้อน้ำมันดิบที่ราคา 79 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลหรือต่ำกว่า**



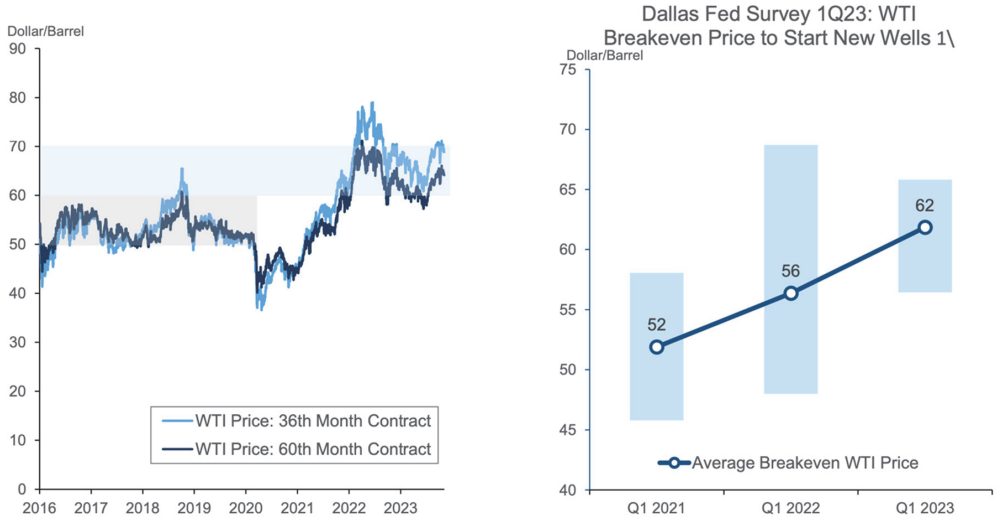

*ที่มา: Bloomberg, EIA, US Department of Energy TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**อุตสาหกรรมผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ต้องการราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้นในการขยายการผลิต**

อุตสาหกรรมสำรวจและผลิตน้ำมัน (Exploration and production: E&P) ในสหรัฐฯ ที่หันมาให้ความสำคัญกับวินัยทางการเงิน และอัตรากำไรมากขึ้น ประกอบกับต้นทุนการขุดเจาะที่เพิ่มสูงขึ้น จากประมาณ 50-60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงก่อน Covid-19 มาอยู่ที่ประมาณ 60-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปัจจุบัน ทำให้ระดับราคาน้ำมันดิบที่จะสร้างแรงจูงใจต่อการเพิ่มระดับการผลิต ขยับขึ้นมาอยู่สูงกว่า 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

ปัจจัยการผลิตที่เป็นอีกปัจจัยโครงสร้างสำคัญที่ได้เปลี่ยนแปลงไป ทำให้เรามองว่าราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ต่ำกว่า 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จะทำให้การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ซึ่งในปัจจุบันได้พัฒนามาเป็นผู้ผลิตปริมาณมากที่สุดอันดับหนึ่งของโลก ชะลอตัวลง ประกอบกับอุปสงค์เพิ่มเติมจาก SPR ที่เพิ่มข้ามา น่าจะทำให้แนวโน้มราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 80-100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2024

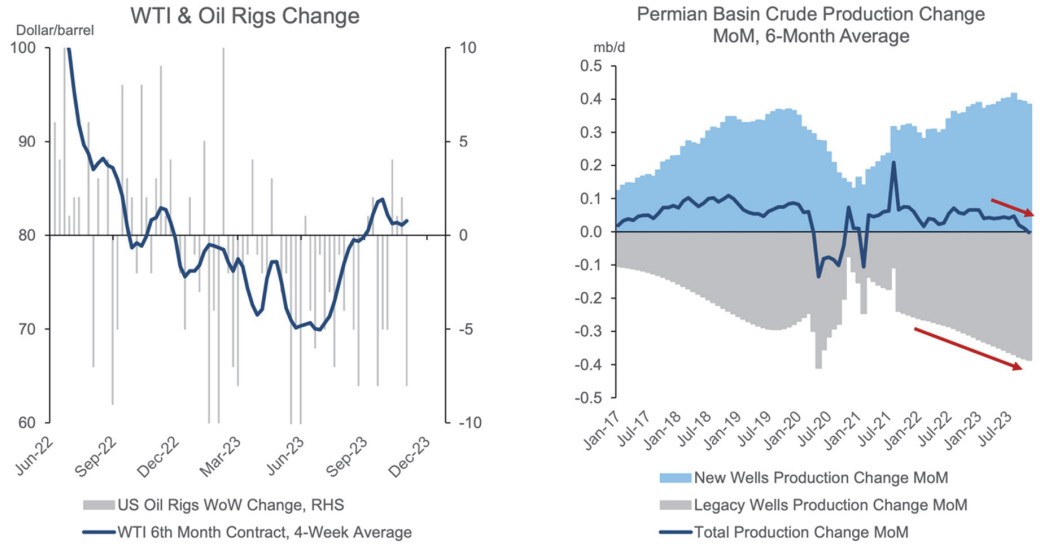
**แผนภาพที่ 31: ต้นทุนการขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นจากระดับประมาณ 50-60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในยุคก่อน Covid-19 มาอยู่ที่ประมาณ 60-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปัจจุบัน**




*Note: Executives from 80 E&P firms answered this question during the survey collection period, 15-23 March 2023*

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

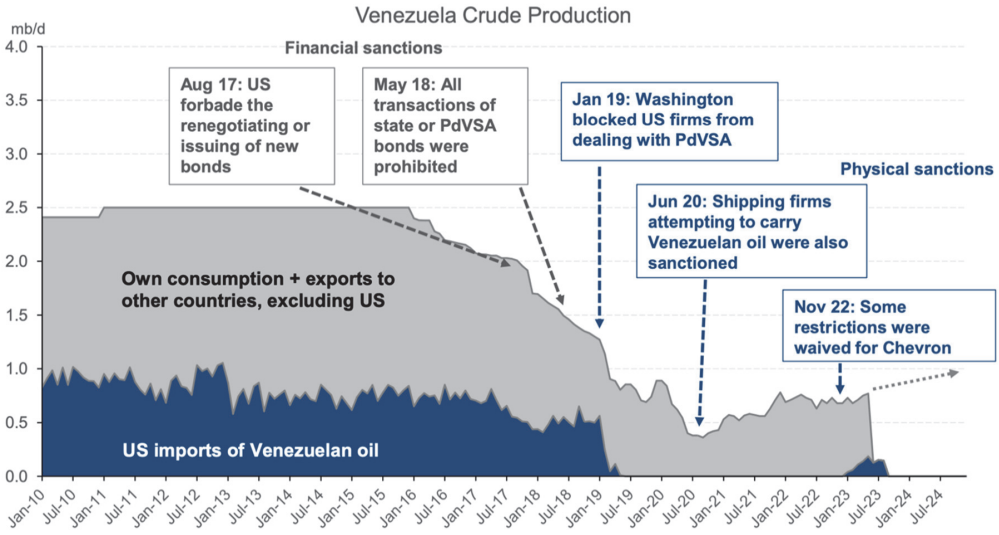
**แผนภาพที่ 32: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ปรับลดลงต่อเนื่องเมื่อราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่ต่ำกว่าระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล (ภาพซ้าย) ส่งผลให้ระดับการผลิตในพื้นที่สำคัญอย่าง Permian Basin เริ่มหดตัว (ภาพขวา)**




*Note: 1\ Legacy wells are wells that started producing before the latest month*

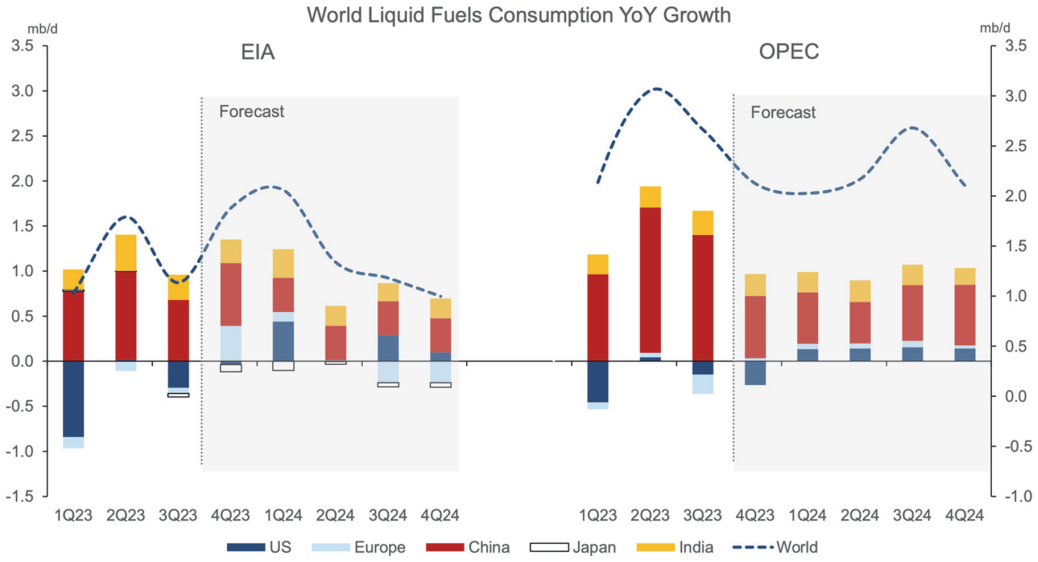
*ที่มา: Bloomberg, Baker Hughes, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 33: EIA คาดว่าผลของการยกเว้นมาตรการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันดิบของเวเนซูเอล่าโดยชั่วคราว น่าจะทำให้การผลิตน้ำมันดิบของเวเนซูเอล่าเพิ่มสูงขึ้นราว 200,000 บาร์เรลต่อวันในช่วงสิ้นปี 2024**




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

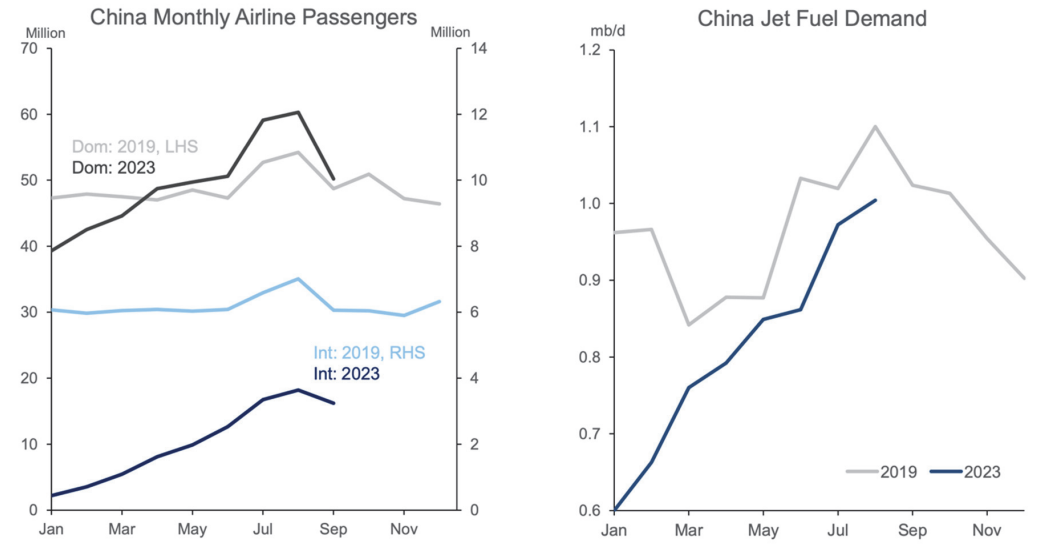
**แผนภาพที่ 34: EIA และ OPEC มองว่าประเทศจีน (แท่งสีแดง) และอินเดีย (แท่งสีส้ม) จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกในปี 2024**




*Note: EIA's forecast is taken from its November STEO, while OPEC's forecast is from October MOMR*

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

**แผนภาพที่ 35: จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศของสายการบินจีน (ภาพซ้าย) ที่ยังอยู่ในแนวโน้มฟื้นตัว อาจส่งผลให้ความต้องการบริโภคเชื้อเพลิงเครื่องบินของประเทศจีน (ภาพขวา) เติบโตทำจุดสูงสุดใหม่ได้ภายในปี 2024**




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

# GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงของการชะลอตัวมากขึ้นในปี 2024F เนื่องจากการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มถูกกดดันจากรายได้ที่แท้จริงเริ่มชะลอตัว ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น อัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับที่สูงกว่าเป้าหมายของ Fed อย่างไรก็ตาม ด้วยตลาดแรงงานที่ยังมีความแข็งแกร่งและตึงตัวอยู่มาก คาดว่าจะมีส่วนช่วยลดทอนผลกระทบเชิงลบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ หลังนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงมากขึ้น โดยโอกาสชะลอตัวของเศรษฐกิจที่มีมากขึ้น และแรงกดดันด้านบวกต่อเงินเฟ้อที่ลดลงต่อเนื่อง ทำให้เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ได้มาอยู่ที่จุดสูงสุดแล้ว อย่างไรก็ดี จากอัตราเงินเฟ้อที่หนืดและยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลาง และตลาดแรงงานที่ยังมีความตึงตัวสูง เราจึงคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ จะทรงตัวที่ระดับ 5.25-5.50% อย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกของปี 2024F
- เศรษฐกิจของยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง และมีโอกาสเข้าสู่ภาวะถดถอยสูงขึ้น โดยภาคการผลิตยังคงถูกกดดันจากเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่ชะลอตัวลง ส่วนกิจกรรมในภาคบริการเผชิญกับปัญหาต้นทุนที่ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่สินเชื่อภายในประเทศแทบไม่ขยายตัวหลังอัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกปรับขึ้นมาสู่ระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษ ขณะที่ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคส่งสัญญาณแผ่วลงต่อเนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับสภาพเศรษฐกิจและค่าครองชีพที่พุ่งสูง แม้อัตราเงินเฟ้อในยูโรโซนจะปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงอยู่สูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลางอยู่มาก ดังนั้น เราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับสูงไว้ยาวนาน อย่างน้อยตลอดช่วงครึ่งแรกของปี 2024F
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวลงและต่ำกว่าที่ตลาดคาดในไตรมาส 3 โดย GDP (เบื้องต้น) หดตัว -2.1% QoQ, saar จาก 4.5% ไตรมาสก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -0.4% เป็นอย่างมาก ส่วนหนึ่งจากการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังของภาคเอกชนที่ลดลงและการนำเข้าที่ฟื้นตัว (เป็นผลลบต่อ GDP) ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ฉุด GDP ในไตรมาสนี้ ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว สะท้อนอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังไม่แข็งแรง ด้านนโยบายการเงิน ในการประชุมวันที่ 30-31 ต.ค. ทาง BoJ มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ1 เสียง) ให้เปลี่ยนการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ผ่านการตั้งเพดานแบบอ้างอิงของอัตราผลตอบแทนที่ 1.0% ทั้งนี้ สำหรับในปี 2024F เรามองว่า BoJ มีแนวโน้มที่จะลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินลง ส่วนหนึ่งหลังจากที่เห็นความชัดเจนของการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปี (Shunto Wage Negotiation) ในช่วงเดือน มี.ค. 2024
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราที่ลดลงเป็น 4.2% ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะขยายตัว 5.0% ในปี 2023F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF) ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ จะยังเป็นปัจจัยที่คาดว่าจะกดดันเศรษฐกิจจีน โดยต้องติดตาม การกำหนดกรอบเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจและทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังของรัฐบาลจีน ที่โดยปกติจะประกาศในช่วงต้นปี (คาดว่าเดือน มี.ค. 2024F) ทั้งนี้ เรามองว่าทางการจีนจะตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจสำหรับปี 2024 ไม่เกินเป้าหมายปี 2023 ที่ “ราว 5%” โดยเรายังให้น้ำหนักในกรณีที่จีนจะยังคงมุ่งเน้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีคุณภาพ (Quality) มากกว่าการเติบโตในเชิงปริมาณ (Quantity) รวมทั้งยังมุ่งเน้นกับการให้ความมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินควบคู่ไปด้วย
- คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 3.5% YoY ในปี 2024F ด้วยแรงหนุนจากทั้งภาคการท่องเที่ยว การส่งออกสินค้า และอุปสงค์ในประเทศ ทั้งในส่วนของการบริโภคภาคเอกชนและการใช้จ่ายเพิ่มเติมจากทางภาครัฐ (ปรับเพิ่มเม็ดเงินใช้จ่ายในร่างงบประมาณ FY2024 ให้สูงขึ้นจากรัฐบาลชุดก่อน) ขณะที่ยังต้องรอความชัดเจนของโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจจากทางภาครัฐ ว่าจะสามารถดำเนินการได้จริงหรือไม่ และจะสามารถเริ่มดำเนินการได้เมื่อไหร่ ขณะที่เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ระดับ 2.50% ตลอดทั้งปี 2024F เนื่องจากเราประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อจะยังอยู่ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ กนง. อีกทั้ง กนง. ได้ระบุอย่างชัดเจนในการประชุมเมื่อเดือน ก.ย. ว่า “การทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่ผ่านมาจนถึงการประชุมครั้งนี้ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับที่เหมาะสมกับการขยายตัวของเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว”

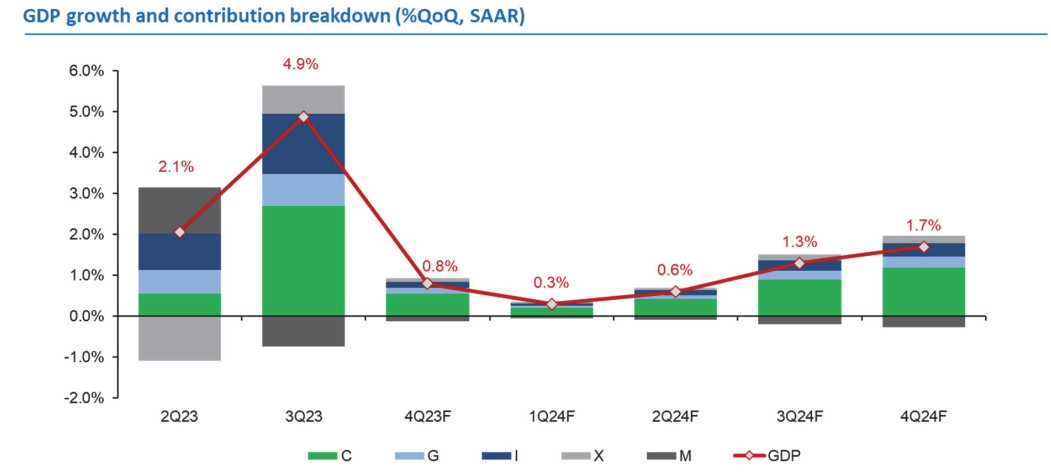
# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

**เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงของการชะลอตัวมากขึ้นในปี 2024F เนื่องจากการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มถูกกดดันจากรายได้ที่แท้จริงเริ่มชะลอตัว ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น อัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับที่สูงกว่าเป้าหมายของ Fed อย่างไรก็ตาม ด้วยตลาดแรงงานที่ยังมีความแข็งแกร่งและตึงตัวอยู่มาก คาดว่าจะมีส่วนช่วยลดทอนผลกระทบเชิงลบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ หลังนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงมากขึ้น โดยโอกาสชะลอตัวของเศรษฐกิจที่มีมากขึ้น และแรงกดดันด้านบวกต่อเงินเฟ้อที่ลดลงต่อเนื่อง ทำให้เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ได้มาอยู่ที่จุดสูงสุดแล้ว อย่างไรก็ดี จากอัตราเงินเฟ้อที่หนืดและยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลาง และตลาดแรงงานที่ยังมีความตึงตัวสูง เราจึงคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ จะทรงตัวที่ระดับ 5.25-5.50% อย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกของปี 2024F**

**เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2024F โดยการบริโภคภาคเอกชนจะยังเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก แม้สัญญาณของความเปราะบางมีมากขึ้น**

GDP สหรัฐฯ ในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา มีสัดส่วนหลักมาจากการขยายตัวของการบริโภคภาคเอกชน ขณะที่ในไตรมาสสาม การเพิ่มขึ้นของสินค้าคงคลังเป็นอีกหนึ่งปัจจัยหนุน ซึ่งโดยปกติแล้วมักจะตามมาด้วยภาวะการลดลงของสินค้าคงคลัง (Destocking) ที่จะมีผลกดดันการขยายตัวของ GDP ในอีก 1-2 ไตรมาสถัดมา โดยหากพิจารณาจากประมาณการ GDP ในช่วงต่อจากนี้ที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ (อิงจาก Bloomberg consensus) ยังคงมองว่า การบริโภคภาคเอกชนจะยังเป็นเครื่องยนต์หลักของเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้เริ่มมีสัญญาณของความเปราะบางที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องก็ตาม

**แผนภาพที่ 36: เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2024F โดยการบริโภคภาคเอกชนจะยังเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก แม้สัญญาณของความเปราะบางมีมากขึ้น**

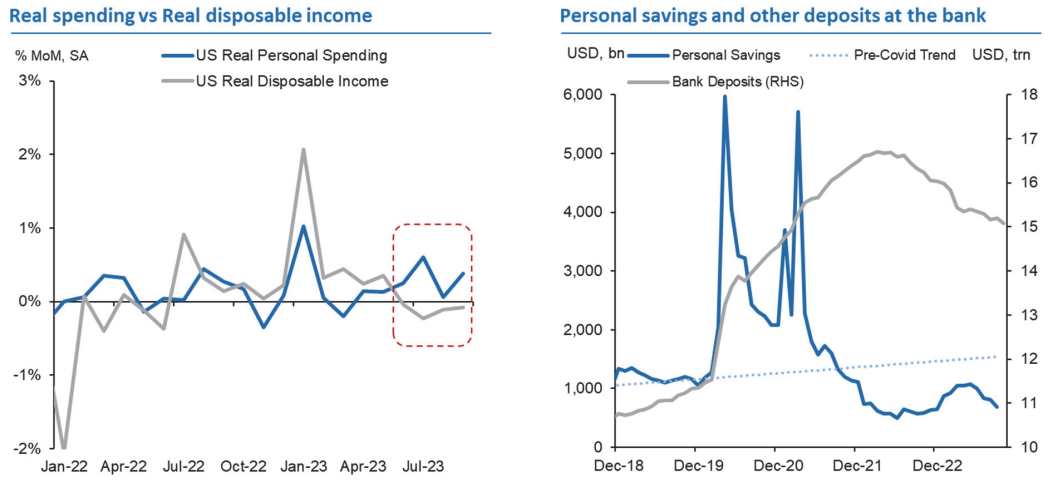



*ที่มา: BEA.gov, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**ครัวเรือนสหรัฐฯ ได้มีการนำเงินออมออกมาใช้จ่าย และก่อหนี้เพื่อการบริโภคมากขึ้น สะท้อนแรงกดดันต่อการใช้จ่ายที่จะปรับสูงขึ้นในระยะถัดไป หากรายได้มีการชะลอตัวลง**

ในช่วงที่ผ่านมา การใช้จ่ายที่แท้จริง (Real Spending) ของครัวเรือนเริ่มมีการขยายตัวที่เร็วกว่ารายได้หลังหักภาษีที่ไม่รวมเงินออม (Real Disposable Income) โดยเราพบว่า หากพิจารณาจากยอดเงินฝากที่ไม่รวมเงินฝากประจำในธนาคาร (Other Deposits) ที่ปรับตัวลดลง สอดคล้องกับระดับของการออมเงินในแต่ละเดือนที่ได้ปรับตัวลดลงมาต่ำกว่าแนวโน้มในช่วงก่อน COVID แล้ว อาจเป็นการบ่งชี้ว่า ครัวเรือนสหรัฐฯ ได้มีการนำเอาเงินออมออกมาใช้จ่ายหรือลดการออมเงินลงในแต่ละเดือนแล้ว ซึ่งคาดว่าอาจส่งผลให้ครัวเรือนต้องมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากขึ้นในระยะข้างหน้า

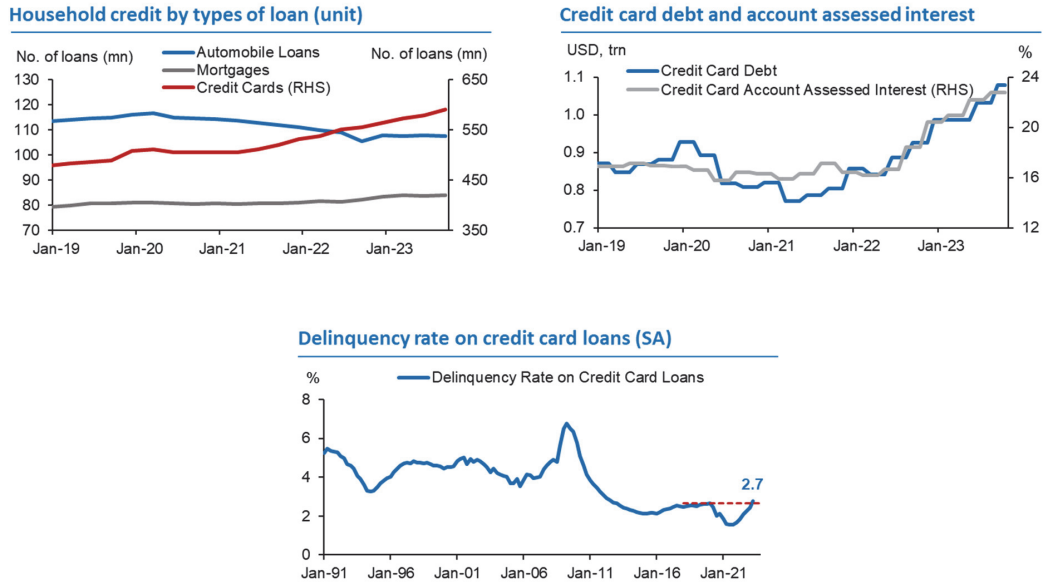
**แผนภาพที่ 37: ครัวเรือนสหรัฐฯ ได้มีการนำเอาเงินออมออกมาใช้จ่ายหรือลดการออมเงินลงในแต่ละเดือนแล้ว ซึ่งคาดว่าอาจส่งผลให้ครัวเรือนต้องมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากขึ้นในระยะข้างหน้า**




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

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในแง่ของการใช้สินเชื่อ (Credit Usage) ไม่ว่าจะเป็นจำนวนของการเปิดบัญชีบัตรเครดิตที่สูงขึ้นหรือยอดคงค้างของการใช้สินเชื่อบัตรเครดิตที่พุ่งทะยานสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ได้สะท้อนภาพเดียวกันว่าครัวเรือนสหรัฐฯ ได้มีการกู้เงินเพื่อนำมาบริโภคอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ช่วงปี 2021 โดยความน่ากังวลได้เริ่มปรับสูงขึ้นหลังจากที่อัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อบัตรเครดิตเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 22% ซึ่งเป็นระดับที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์ ขณะเดียวกัน อัตราการจ่ายชำระที่ล่าช้าและการผิดนัดชำระ (Delinquency Rate) เริ่มปรับสูงขึ้นต่อเนื่องและสูงกว่าระดับก่อนเกิดวิกฤต COVID แล้ว ทำให้เรามองว่าการบริโภคภาคเอกชน (มีขนาดราว 2 ใน 3 ของ GDP) จะมีความเปราะบางมากขึ้น และทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลง

**แผนภาพที่ 38: จำนวนบัญชีของบัตรเครดิตและยอดคงค้างสินเชื่อบัตรเครดิตปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่อัตราดอกเบี้ยพุ่งสูงขึ้นทำสถิติสูงสุดใหม่ ส่งผลให้การชำระหนี้มีความล่าช้ามากขึ้นอย่างต่อเนื่อง**

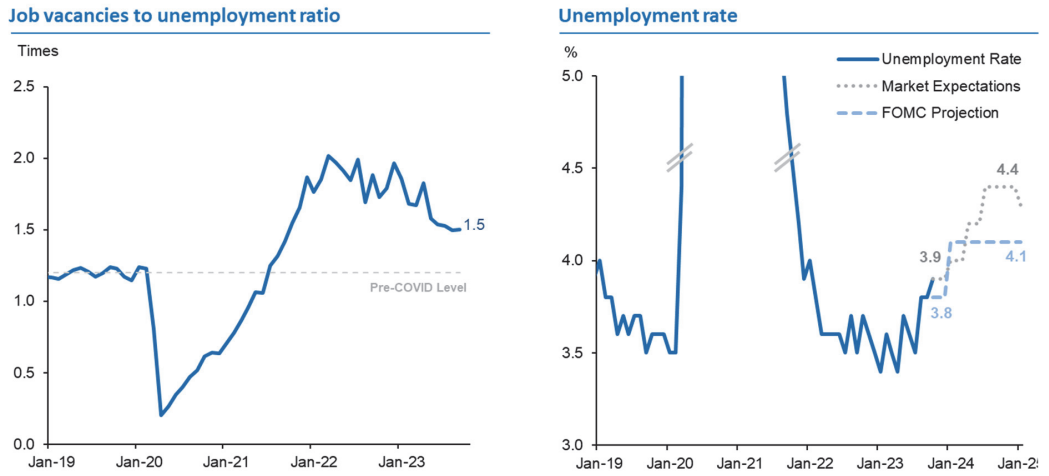



*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวน่าจะช่วยลดทอนผลกระทบเชิงลบจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากต่อภาคเศรษฐกิจจริงลง**

อย่างไรก็ดี แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะมีแนวโน้มชะลอตัวลง และโอกาสที่เศรษฐกิจอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยยังคงมีอยู่ แต่จากตลาดแรงงานที่ยังมีความแข็งแกร่ง สะท้อนจากอัตราส่วนงานที่เปิดรับต่อจำนวนผู้ว่างงาน (Job vacancies to unemployment ratio) ที่อยู่ระดับ 1.5 เท่า รวมถึงอัตราการว่างงานที่อยู่ระดับ 3.9% ที่แม้ปรับตัวสูงขึ้นมาบ้าง แต่ยังเป็นระดับที่ต่ำสุดในรอบหลายทศวรรษ ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดทอนผลกระทบในเชิงลบต่อเศรษฐกิจจากนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นมากได้

**แผนภาพที่ 39: ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวน่าจะช่วยลดทอนผลกระทบเชิงลบจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากต่อภาคเศรษฐกิจจริงลง**

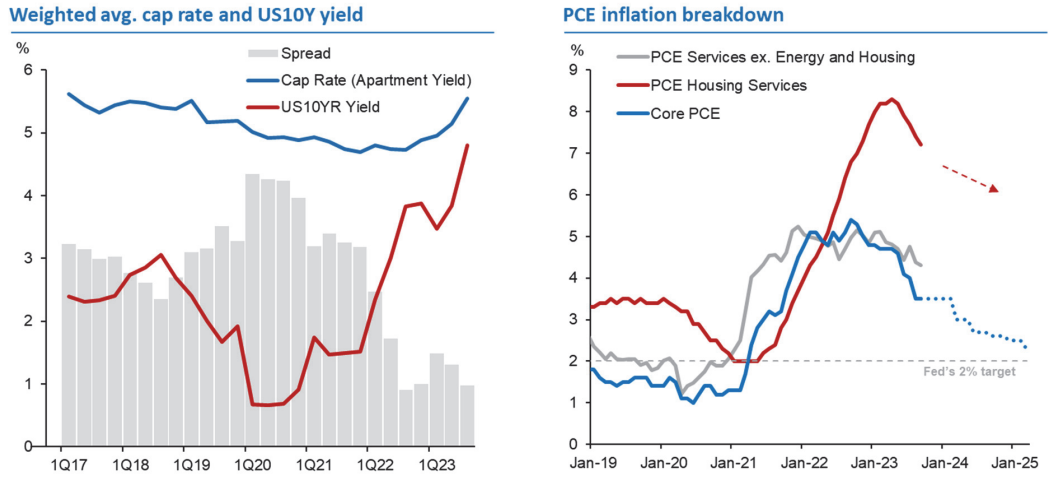



*ที่มา: Bloomberg, Federal Reserve, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**อัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับตัวลดลง ค่าเช่าบ้านจะมีผลด้านบวกต่อเงินเฟ้อลดลงในระยะข้างหน้า แต่ยังคงคาดว่าจะลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจำเป็นที่จะต้องยืนในระดับสูงต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง**

ด้านอัตราเงินเฟ้อ ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับการบริการ (PCE Services) และค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับบ้าน โดยเฉพาะค่าเช่า (PCE Housing Services) เป็น 2 ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เงินเฟ้อสหรัฐฯ มีความหนืด (Sticky) และปรับตัวลดลงมาช้ากว่าที่ประเมินไว้ แต่หากพิจารณาจากการที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US10Y) ปรับตัวสูงขึ้นมาอย่างต่อเนื่องสู่ระดับที่ใกล้เคียงกับผลตอบแทนจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หมวดอพาร์ทเมนท์ (Apartment Cap Rate) ทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ (Commercial Real Estate) ปรับตัวลดลง ซึ่งจะเป็นผลให้ในระยะต่อไปราคาค่าเช่ามีแนวโน้มจะทยอยปรับตัวลดลงตามมา และจะมีส่วนช่วยให้อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ปรับตัวลงสู่เป้าหมายของ Fed ได้

**แผนภาพที่ 40: ส่วนต่างผลตอบแทนระหว่างการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และพันธบัตรรัฐบาลที่ลดลงทำให้ในระยะข้างหน้าอัตราการเพิ่มขึ้นของค่าเช่าที่อาศัยมีแนวโน้มชะลอตัวลงและอาจหดตัว ซึ่งจะเป็นปัจจัยช่วยลดแรงกดดันด้านบวกของเงินเฟ้อ**



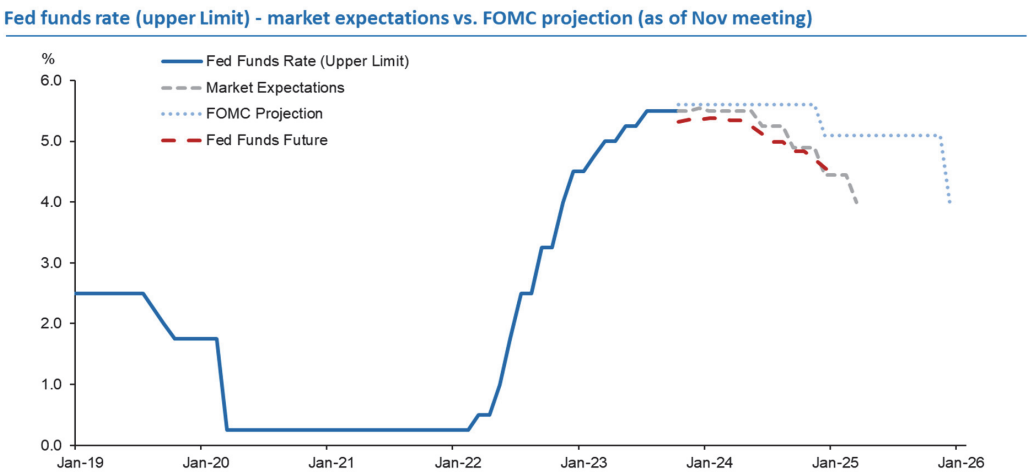

*Note: cap rate is an assessment of the yield of a property over one year.*
*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**ตลาดมีมุมมองที่ยังแตกต่างจาก Fed ค่อนข้างมาก โดยเชื่อว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าและในขนาดที่มากกว่าที่ Fed ได้ส่งสัญญาณไว้**

แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ น่าจะอยู่ในระดับสูงสุดไปแล้ว แต่ตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังสะท้อนภาพของความแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง (รวมถึงความตึงตัวของตลาดแรงงาน) และการปรับตัวลดลงของเงินเฟ้อที่ช้า ทำให้เรามองว่า Fed ยังมีแนวโน้มที่จะยังคงนโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไปยาวนานเพื่อให้แน่ใจว่าเงินเฟ้อจะไม่กลับมาเพิ่มขึ้นแบบที่เคยเกิดในอดีต อย่างน้อยจนกระทั่งช่วงครึ่งแรกของปี 2024F

หากอ้างอิงจาก Dot plot ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. และมุมมองของตลาด Futures จะพบว่า ตลาดมีมุมมองที่ยังแตกต่างจาก Fed ค่อนข้างมาก โดยเชื่อว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าและในขนาดที่มากกว่าที่ Fed ได้ส่งสัญญาณไว้ ดังนั้นเรามองว่าหาก Fed ยังคงยืนกรานในนโยบายการเงินที่เข้มงวดยาวนานกว่าที่ตลาดได้คาดหวังไว้ คาดว่าสิ่งนี้จะเป็นปัจจัยเสี่ยงที่กดดัน (Overhang) ในเชิงลบต่อตลาดการเงินและการลงทุนของสหรัฐฯ ในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 41: ตลาดมีมุมมองที่ยังแตกต่างจาก Fed ค่อนข้างมาก โดยเชื่อว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าและในขนาดที่มากกว่าที่ Fed ได้ส่งสัญญาณไว้**




*ที่มา: FRED, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU*

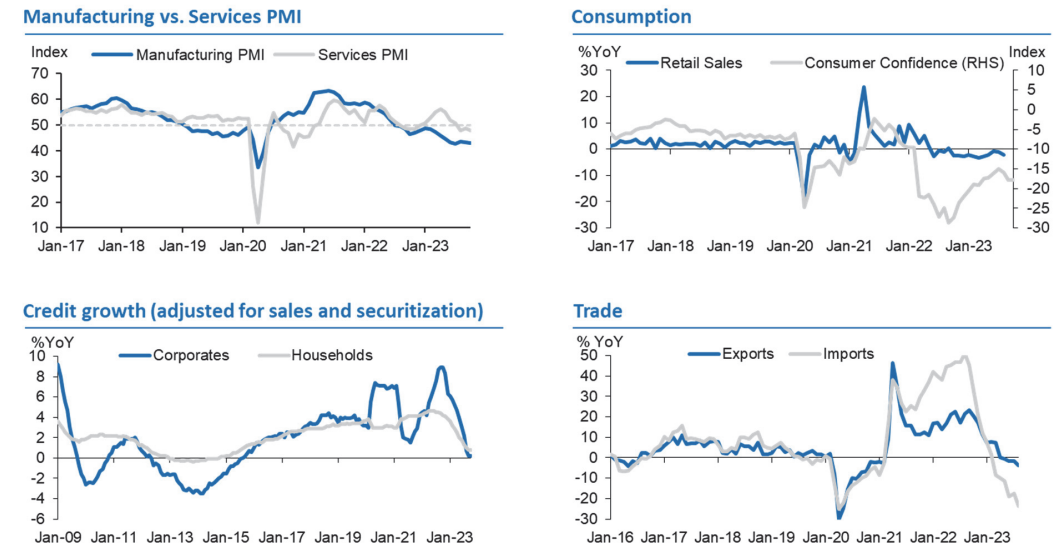
# เศรษฐกิจยุโรป

**เศรษฐกิจของยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง และมีโอกาสเข้าสู่ภาวะถดถอยสูงขึ้น โดยภาคการผลิตยังคงถูกกดดันจากเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่ชะลอตัวลง ส่วนกิจกรรมในภาคบริการเผชิญกับปัญหาต้นทุนที่ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่สินเชื่อภายในประเทศแทบไม่ขยายตัวหลังอัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกปรับขึ้นมาสู่ระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษ ขณะที่ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคส่งสัญญาณแผ่วลงต่อเนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับสภาพเศรษฐกิจและค่าครองชีพที่พุ่งสูง แม้อัตราเงินเฟ้อในยูโรโซนจะปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงอยู่สูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลางอยู่มาก ดังนั้น เราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับสูงไว้ยาวนาน อย่างน้อยตลอดช่วงครึ่งแรกของปี 2024F**

**เครื่องชี้เศรษฐกิจโดยรวมยังอ่อนแอในทุกภาคส่วน ทำให้ความเสี่ยงที่จะเผชิญภาวะถดถอยเพิ่มสูงขึ้น**

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศกลุ่มยูโรโซนยังคงอยู่ในแดนหดตัวทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ สะท้อนจาก ดัชนี Composite PMI ที่ต่ำกว่าระดับ 50.0 จุด นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคปรับตัวลดลงต่อเนื่อง สอดคล้องกับสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและมีความเสี่ยงถดถอยเพิ่มขึ้น ด้านการขยายตัวของสินเชื่อแทบไม่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้า บ่งชี้สภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นจากการปรับนโยบายการเงินให้เข้มงวดมากขึ้นอย่างต่อเนื่องของ ECB ด้านการค้าระหว่างประเทศยังซบเซาอย่างต่อเนื่องผลจากภาวะเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศคู่ค้าหลัก โดยเฉพาะจีนที่อ่อนแอต่อเนื่องด้วยแรงกดดันจากภาคอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ภาพรวมอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศที่อ่อนแอ รวมถึงอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ในระดับสูงส่งผลให้ GDP ในไตรมาสที่สามของกลุ่มยูโรโซนหดตัว -0.1%QoQ, sa อ่อนแอกว่าที่ตลาดคาดการณ์

**แผนภาพที่ 42: เครื่องชี้เศรษฐกิจโดยรวมยังอ่อนแอในทุกภาคส่วน ทำให้ความเสี่ยงที่จะเผชิญภาวะถดถอยเพิ่มสูงขึ้น**

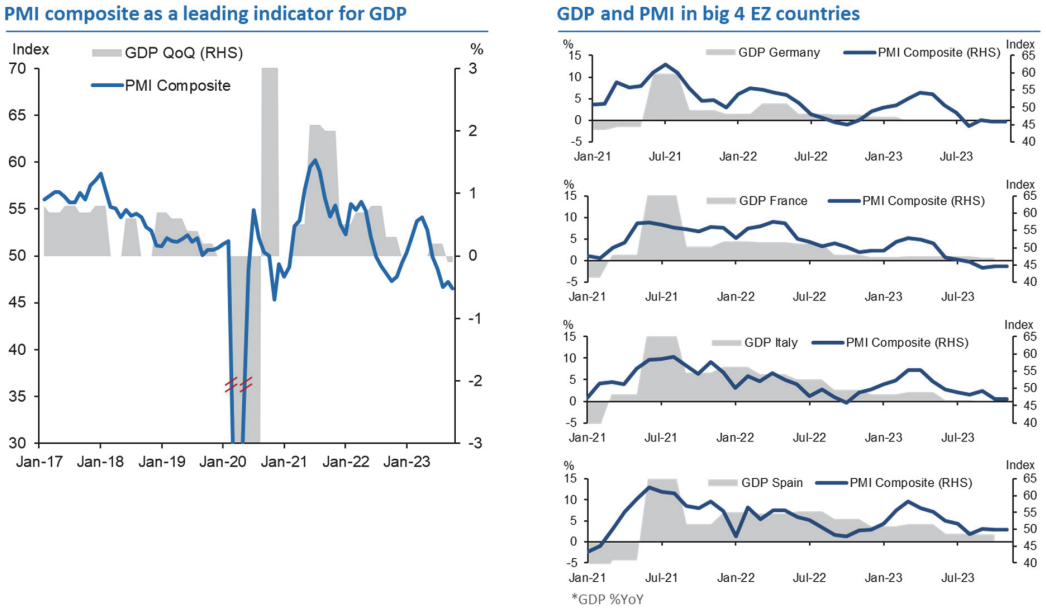



*ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศในยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะหดตัวต่อในช่วง 1-2 ไตรมาสข้างหน้า สะท้อนผ่านเครื่องชี้ Composite PMI ที่อยู่ในแดนหดตัวมาอย่างต่อเนื่อง**

ดัชนี Composite PMI อยู่ในแดนหดตัวมาอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ โดยยังไม่เห็นแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างชัดเจน ทำให้เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศในยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะหดตัวต่อในช่วง 1-2 ไตรมาสข้างหน้า ซึ่งเรามองว่ากลุ่มประเทศที่พึ่งพาภาคการผลิตเป็นหลัก มีแนวโน้มเปราะบางมากกว่ากลุ่มประเทศที่พึ่งพาภาคการบริการ (การท่องเที่ยว) เป็นหลัก จากต้นทุนแรงงานและต้นทุนด้านพลังงานที่สูงขึ้น ประกอบกับเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าหลัก (โดยเฉพาะจีน) ที่ชะลอตัวลง

**แผนภาพที่ 43: เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศในยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะหดตัวต่อในช่วง 1-2 ไตรมาสข้างหน้า สะท้อนผ่านเครื่องชี้ Composite PMI ที่อยู่ในแดนหดตัวมาอย่างต่อเนื่อง**



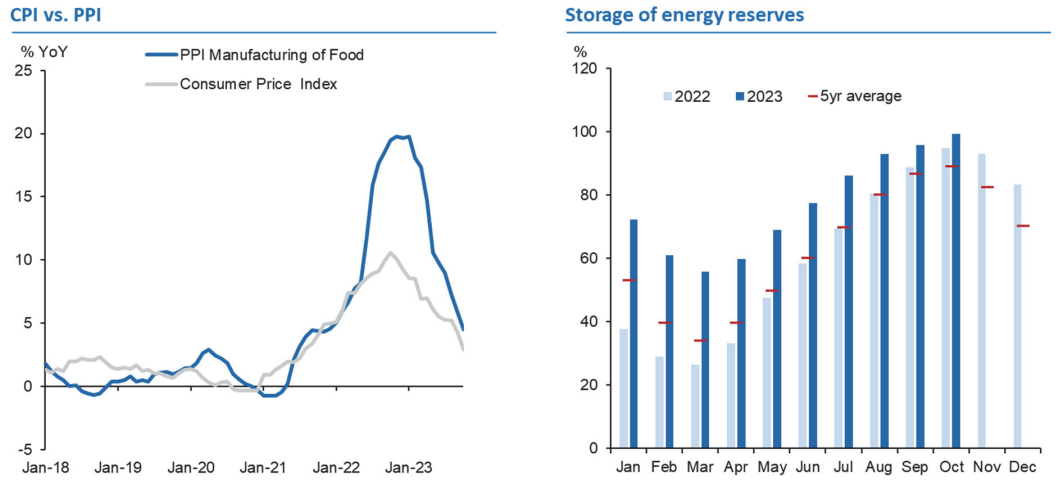

*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แม้เงินเฟ้อชะลอตัว แต่ยังสูงกว่าเป้าหมาย ECB อยู่มาก ด้านราคาพลังงานที่ได้ปรับตัวลดลง แต่นับว่ายังอยู่สูงกว่าในอดีตเท่าตัว**

แม้อัตราเงินเฟ้อได้ชะลอตัวลงมาจากระดับสูงสุดอย่างต่อเนื่อง แต่ยังอยู่สูงกว่าเป้าหมายของ ECB ที่ 2% อยู่มาก และยังมีโอกาสที่จะทรงตัวในระดับสูง ส่วนหนึ่งจากต้นทุนด้านการผลิตอาหารยังคงอยู่ในระดับที่สูง (สะท้อนผ่านดัชนีราคาผู้ผลิต) และต้นทุนในการจัดหาแหล่งพลังงานที่สูงขึ้นกว่าในอดีต อันมีสาเหตุหลักมาจากสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ส่งผลให้การนำเข้าพลังงานจากแหล่งเดิมที่มีราคาถูก (ผ่านท่อ Nord Stream I) ถูกปิดกั้น ประกอบกับการที่ยูโรโซนมีความต้องการที่จะลดการพึ่งพาการนำเข้าพลังงานจากรัสเซีย (แหล่งนำเข้าหลัก) ส่งผลให้ต้นทุนการนำเข้าพลังงาน (LNG) แหล่งใหม่จากตะวันออกกลางเพิ่มสูงขึ้น

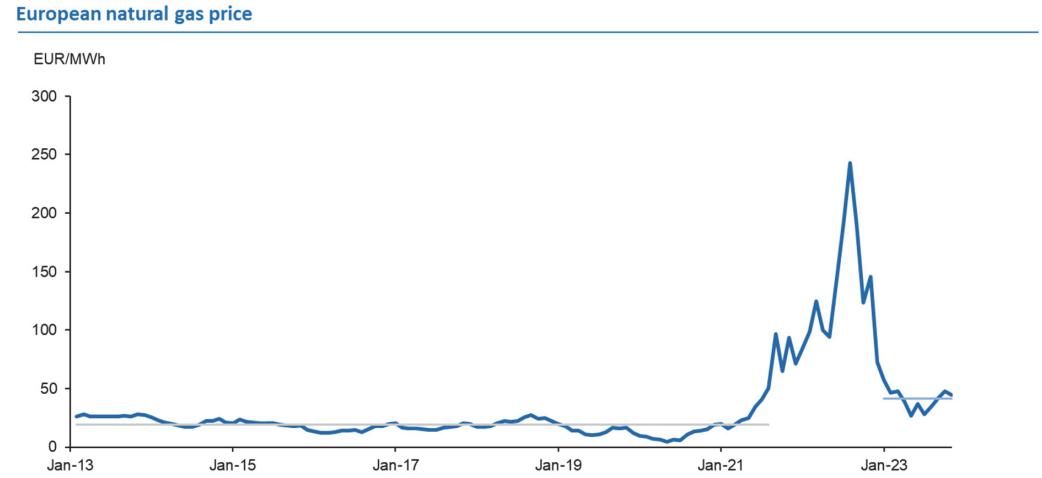
ทั้งนี้ แม้ว่าราคาพลังงานจะปรับตัวลดลงมาจากช่วงที่เกิดวิกฤติพลังงานขาดแคลนในปี 2022 ซึ่งส่งผลให้ราคาพุ่งขึ้นไปสูงกว่า 250 Euro/MWh ก็ตาม แต่ราคาพลังงานในปัจจุบันยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตย้อนหลัง 8 ปีอยู่กว่าหนึ่งเท่าตัว ด้านความกังวลเกี่ยวกับภาวะการขาดแคลนพลังงานในช่วงฤดูหนาวปี 2023/2024 เรามองว่าอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากทางการได้ทยอยสะสมพลังงานเข้าสู่คลังสำรองอยู่ในระดับที่เกือบเต็มคลังและอยู่ในระดับที่สูงกว่าปีก่อนและค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี

**แผนภาพที่ 44: แม้เงินเฟ้อชะลอตัว แต่ยังสูงกว่าเป้าหมาย ECB อยู่มาก ขณะที่ทางการได้ทยอยสะสมพลังงานเข้าสู่คลังสำรองอยู่ในระดับที่เกือบเต็มคลัง ทำให้ความกังวลเรื่องการขาดแคลนพลังงานในฤดูหนาวปี 2023/2024 อยู่ในระดับต่ำ**




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

**แผนภาพที่ 45: ด้านราคาพลังงานที่แม้ปรับตัวลดลง แต่นับว่ายังอยู่สูงกว่าราคาในอดีตเท่าตัว**

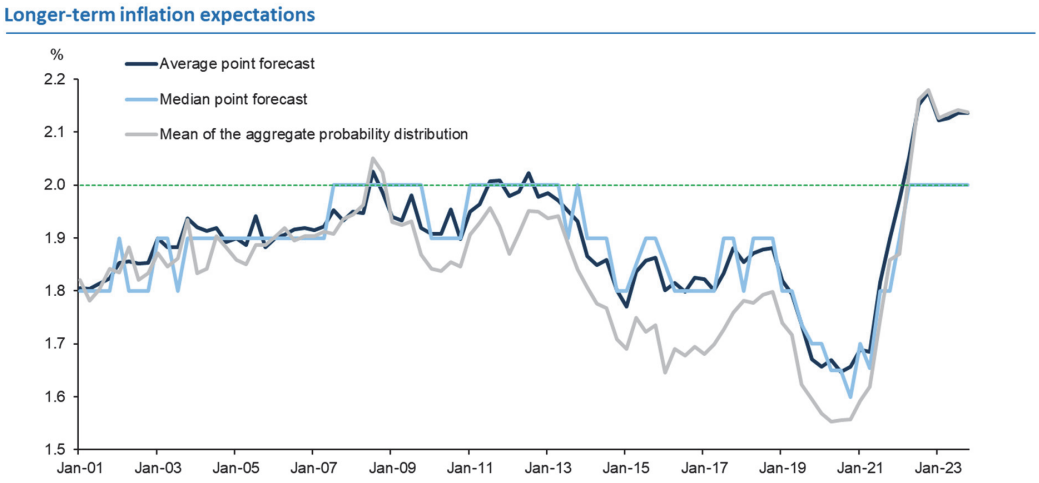



*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**คาดการณ์เงินเฟ้อยังทรงตัวเหนือเป้าหมายเงินเฟ้อของ ECB ส่งผลให้การปรับตัวลดลงของเงินเฟ้อจะยังเป็นไปได้ช้า บ่งชี้ความจำเป็นที่ ECB จะต้องคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับสูงต่อเนื่องเพื่อเหนี่ยวรั้งเงินเฟ้อคาดการณ์**

จากปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้น ได้ส่งผลให้ค่าคาดการณ์เงินเฟ้อ (Inflation Expectations) ในยูโรโซนยังทรงตัวในระดับสูงกว่าที่เคยเป็นในอดีตตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา และยังสูงกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อในระยะยาวของ ECB ที่ 2% ส่งผลให้ ECB ยังคงมีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้ในระดับที่สูงด้วยระยะเวลาที่ยาวนาน นับเป็นความเสี่ยงต่อตลาดการเงินและการลงทุนในระยะต่อไปที่อาจเกิดจากการที่ตลาดคาดหวังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วเกินไปได้

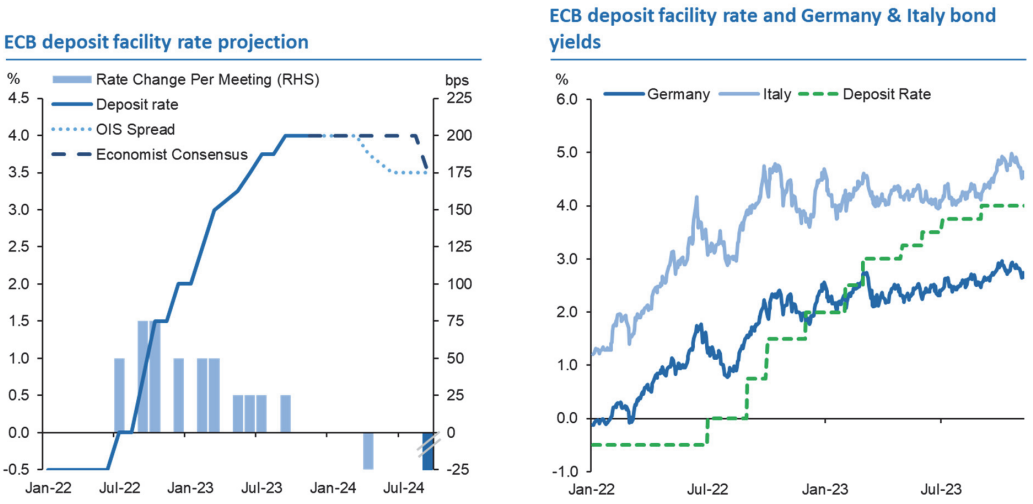
**แผนภาพที่ 46: คาดการณ์เงินเฟ้อยังทรงตัวเหนือเป้าหมายเงินเฟ้อของ ECB ส่งผลให้การปรับตัวลดลงของเงินเฟ้อจะยังเป็นไปได้ช้า บ่งชี้ความจำเป็นที่ ECB จะต้องคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับสูงต่อเนื่องเพื่อเหนี่ยวรั้งเงินเฟ้อคาดการณ์**



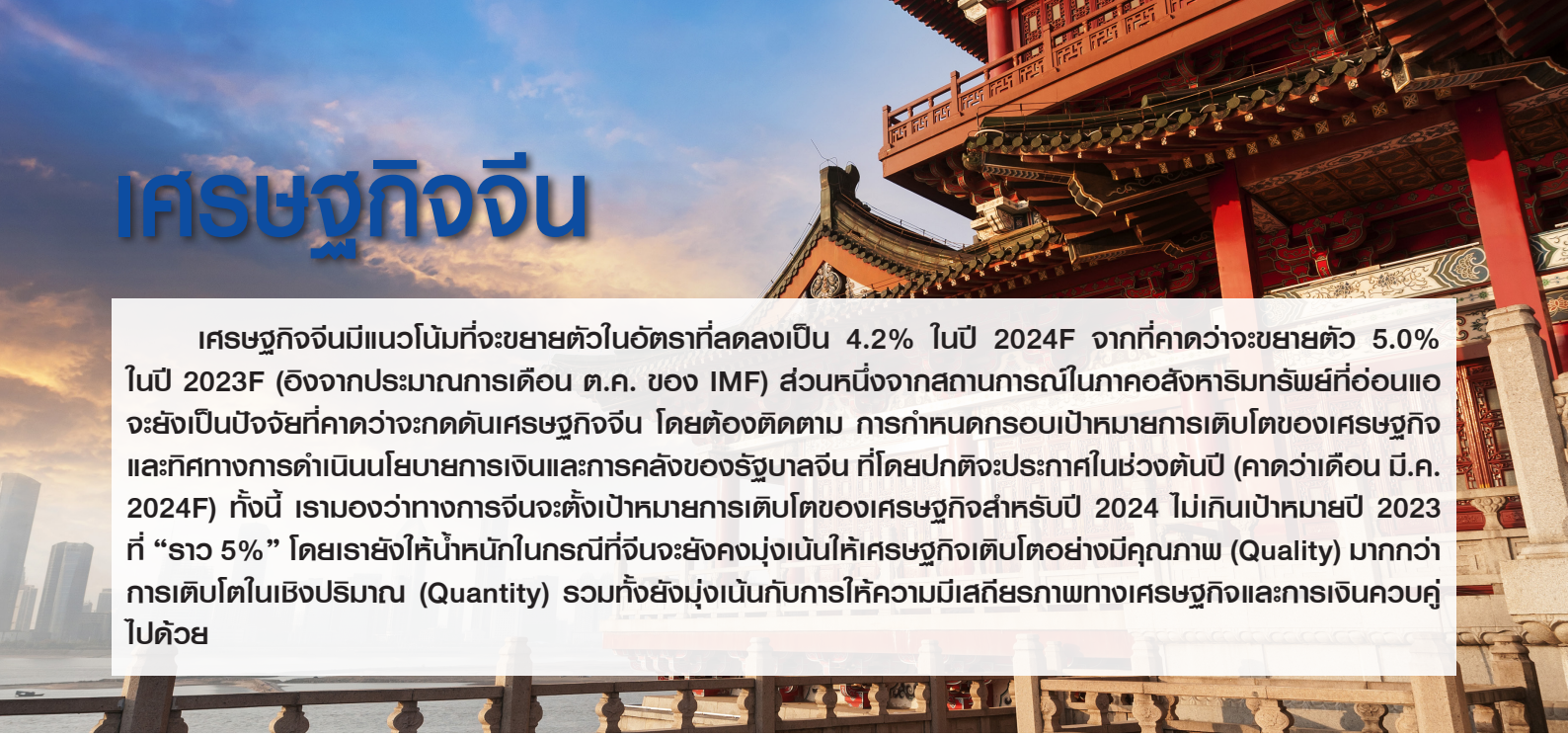

*ที่มา: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

อย่างไรก็ดี สาเหตุสำคัญที่ตลาดมองว่า ECB จะไม่สามารถคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ที่ระดับ 4.00% ต่อไปได้ยาวนาน เนื่องจากความกังวลต่อความเสี่ยงเชิงระบบและความแตกต่างกันของสภาพเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศสมาชิก (Fragmentation Risk) เนื่องจากประเทศที่มีวินัยทางการคลังต่ำ และมีอัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ในระดับสูงอย่างเช่น อิตาลี จะต้องเผชิญกับความยากลำบากที่มากกว่าประเทศที่มีวินัยสูงและหนี้ต่ำอย่างเช่น เยอรมนี สะท้อนจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลของแต่ละประเทศที่เพิ่มขึ้นอย่างไม่เท่าเทียมในช่วงที่ ECB มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น การตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับสูงเป็นระยะเวลาที่ยาวนานอาจเพิ่มความเสี่ยงของการหดตัวของเศรษฐกิจในประเทศสมาชิกที่มีความเปราะบางมากขึ้น และส่งผลกดดันภาพรวมของเศรษฐกิจยูโรโซนโดยรวม

**แผนภาพที่ 47: ตลาดมีความกังวลต่อความเสี่ยงเชิงระบบและความแตกต่างกันของสภาพเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศสมาชิก ทำให้ความหวังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงเร็วของ ECB**




*Note: OIS spread on 26 Sept; Germany and Italy's 10 years on 8 Nov.*
*ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*



# เศรษฐกิจจีน

**เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราที่ลดลงเป็น 4.2% ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะขยายตัว 5.0% ในปี 2023F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF) ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอจะยังเป็นปัจจัยที่คาดว่าจะกดดันเศรษฐกิจจีน โดยต้องติดตาม การกำหนดกรอบเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจและทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังของรัฐบาลจีน ที่โดยปกติจะประกาศในช่วงต้นปี (คาดว่าเดือน มี.ค. 2024F) ทั้งนี้ เรามองว่าทางการจีนจะตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจสำหรับปี 2024 ไม่เกินเป้าหมายปี 2023 ที่ “ราว 5%” โดยเรายังให้น้ำหนักในกรณีที่จีนจะยังคงมุ่งเน้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีคุณภาพ (Quality) มากกว่าการเติบโตในเชิงปริมาณ (Quantity) รวมทั้งยังมุ่งเน้นกับการให้ความมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินควบคู่ไปด้วย**

**กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้นในหลายภาคส่วนอาทิ ยอดค้าปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม อย่างไรก็ดี การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงเล็กน้อย ส่วนหนึ่งจากการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ**

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว โดยดัชนีปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 49.5 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 50.2 จุด ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.1 จุด เป็น 50.6 จุด ต่ำที่สุดในรอบ 10 เดือน สวนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 52.0 จุด จากดัชนีภาคก่อสร้าง (-2.7 จุด เป็น 53.5 จุด) และดัชนีภาคบริการ (-0.8 จุด เป็น 50.1 จุด) ที่ปรับตัวลดลง

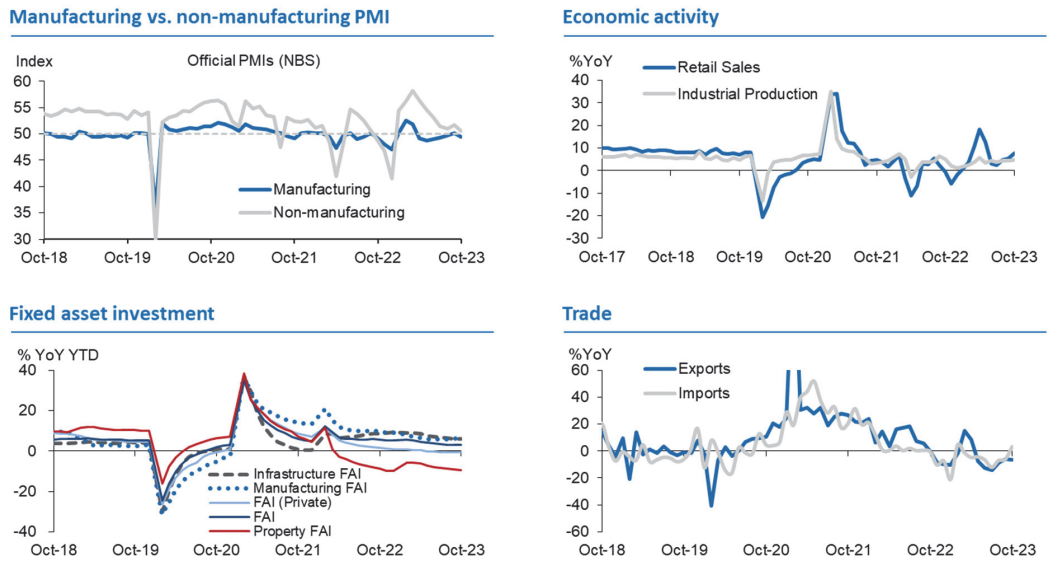
ด้านอุปสงค์ภายในประเทศเดือน ต.ค. ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เร่งตัวขึ้นเป็น 7.6% YoY จาก 5.5% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 7.0% นำโดย หมวดร้านอาหาร (17.1% vs. 13.8% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสาร (14.6% vs. 0.4% เดือนก่อน), รถยนต์ (11.4% vs. 2.8% เดือนก่อน) และเครื่องใช้ไฟฟ้า (9.6% vs. -2.3% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้น ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดเครื่องสำอาง (1.1% vs. 1.6% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 4.6% YoY สูงกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 4.5% นำโดยแผงวงจรรวม (34.5% vs. 13.9% เดือนก่อน), รถยนต์ (8.5% vs. 3.4% เดือนก่อน) และถ่านหิน (3.8% vs. 0.4% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้น ขณะที่ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (3.0% vs. 5.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงเป็น 2.9% YoY, YTD ต่ำกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 3.1% โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน นำโดยการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-9.3% vs. -9.1% เดือนก่อน) ที่หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (5.9% vs. 6.2% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ส่วนการลงทุนของภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 (-0.5% vs. -0.6% เดือนก่อน) สำหรับการลงทุนของรัฐวิสาหกิจ (SOEs) (6.7% vs. 7.2% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

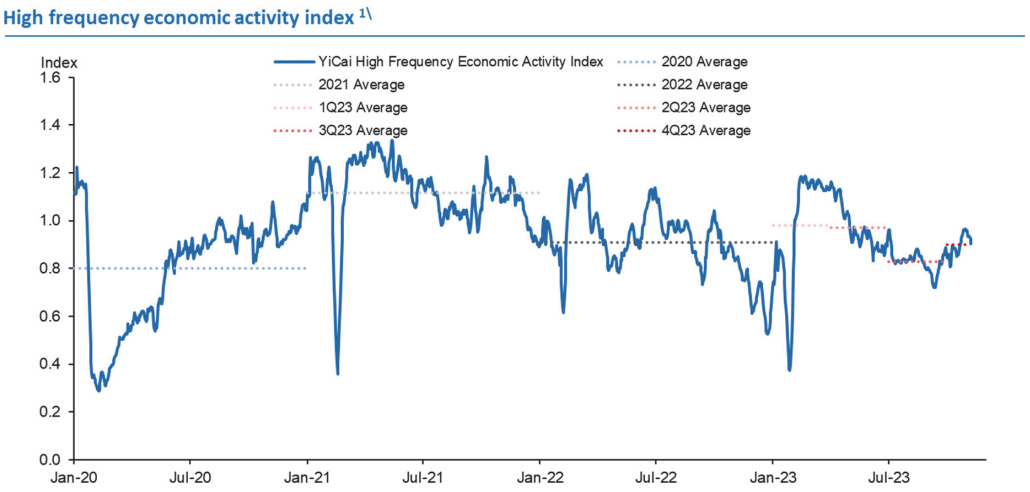
ภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ต.ค. หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 ที่ -6.4% YoY เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก -6.2% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าตลาดคาดที่ -3.5% ด้านยอดนำเข้า (Imports) พลิกกลับมาขยายตัว 3.0% YoY จาก -6.3% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ -5.0% ส่งผลให้ดุลการค้า เกินดุลลดลงมาที่ 56.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. 77.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เดือนก่อน) ทั้งนี้ สำหรับ 10 เดือนแรกของปี 2023 มูลค่าการส่งออกสินค้าหดตัว -5.6% YoY, YTD ส่วนมูลค่าการนำเข้าสินค้าหดตัว -6.5% YoY, YTD

**แผนภาพที่ 48: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้นในหลายภาคส่วน อาทิ ยอดค้าปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม อย่างไรก็ดี การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงเล็กน้อย ส่วนหนึ่งจากการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ**




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

**แผนภาพที่ 49: กิจกรรมทางเศรษฐกิจ สะท้อนผ่านเครื่องชี้วัดที่มีความถี่สูงปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ 4/2023**




*Note: 1\ YICAI has 8 sub-indexes, consisting of 1) "Traffic Congestion Index of 30 Cities", 2) "Commercial Housing Sales Index of 30 Cities", 3) "Subway Traffic Flow Index of 8 Cities", 4) "Air pollution Index of 8 Cities", 5) "Electricity Coal Index", 6) "Import Dry Bulk Freight Index", 7) "Unemployment Index" and 8) "Bankruptcy Index". Furthermore, since 22 March 2023, the "Traffic Congestion Index of 30 Cities" has no longer had an impact on the change of YICAI index.*

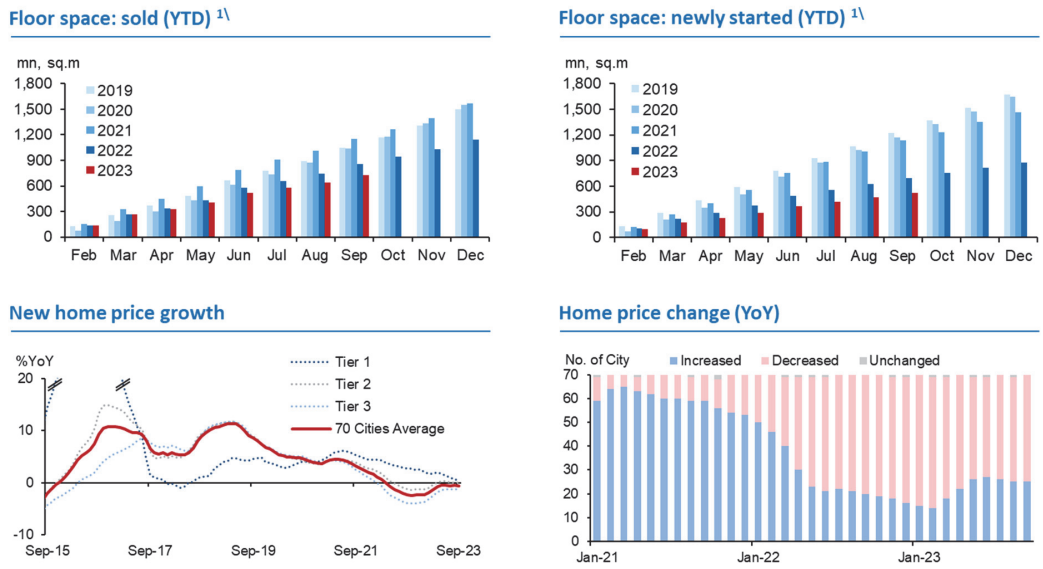
*ที่มา: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**กิจกรรมด้านภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงส่งสัญญาณของความอ่อนแอ**

กิจกรรมด้านภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงส่งสัญญาณของความอ่อนแอ โดยยอดขายและยอดก่อสร้างบ้านใหม่ปรับตัวลดลงในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2023 ส่วนราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ ในเดือน ก.ย. หดตัว -0.57% YoY จาก -0.55% เดือนก่อน โดยมีทั้งหมด 45 เมืองจากทั้งหมด 70 เมืองที่ราคาบ้านใหม่ปรับตัวลดลง ขณะที่ราคาบ้านมือสองเฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ หดตัว -3.25% YoY จาก -3.18% เดือนก่อน โดยมีทั้งหมด 67 เมืองจากทั้งหมด 70 เมืองที่ราคาบ้านมือสองปรับตัวลดลง โดยสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์สะท้อนถึงความเปราะบาง ถึงแม้ทางการจีนจะประกาศมาตรการกระตุ้นในช่วงเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งเรามองว่า ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับภาคอสังหาริมทรัพย์จากมาตรการกระตุ้นที่ประกาศออกมาในช่วงก่อนต้องใช้ระยะเวลากว่าจะเห็นผลที่เกิดขึ้นได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ดี ภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงเป็นหนึ่งในปัจจัยกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจจีน และเนื่องด้วยความอ่อนแอที่ยังคงปรากฏอย่างชัดเจน ทำให้เรามองว่าทางการจีนอาจพิจารณาออกมาตรการเพื่อรักษาเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหากมีความจำเป็น อาทิ มาตรการช่วยเหลือผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในด้านการส่งมอบบ้าน (Ensure Housing Delivery) หรือมาตรการหนุนด้านอุปสงค์สำหรับผู้ซื้อบ้าน เป็นต้น

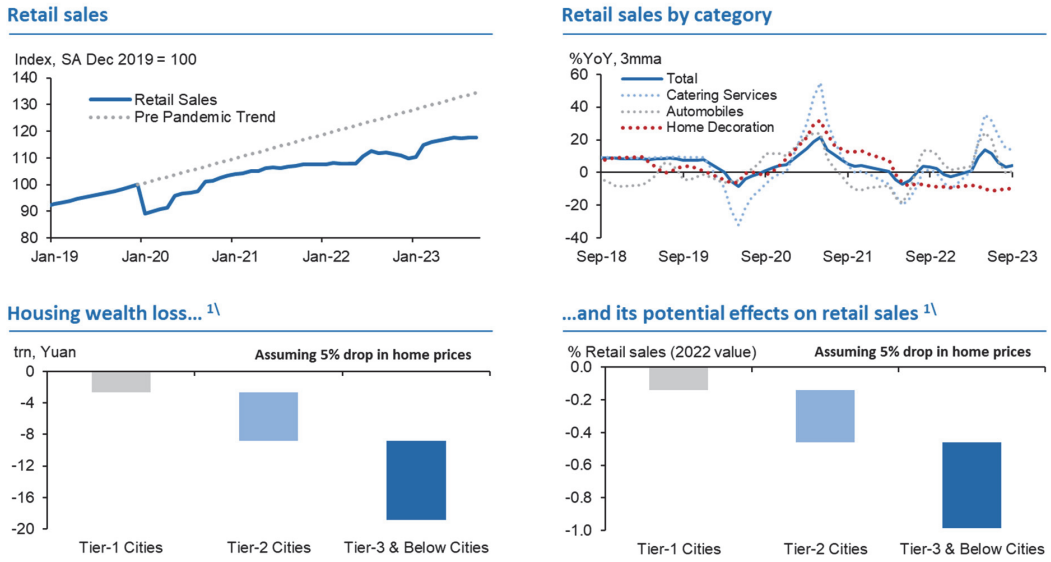
นอกจากนี้ เราได้ทำการประเมินถึงผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นต่อภาคส่วนอื่นของเศรษฐกิจ หากสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์อ่อนแอลงอย่างต่อเนื่อง โดยเราได้นำการคำนวณของ Bloomberg Economics ถึงทรัพย์สินที่เกี่ยวเนื่องกับภาคอสังหาริมทรัพย์ (Housing Wealth) ในจีนที่คิดเป็นมูลค่า 378 ล้านล้านหยวน และอิงความโน้มเอียงในการบริโภค (Propensity to Consume) ที่ 2.3% ซึ่งในกรณีที่ราคาบ้านปรับตัวลดลง 5% (จะกระทบกับความมั่งคั่งของทรัพย์สินที่คนจีนถือครอง) อาจกดดันการบริโภคภายในประเทศสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกที่ปรับลดลงราว 1% ดังนั้น ทำให้เรามองว่าสถานการณ์ที่ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอต่อเนื่อง จะเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่กดดันการบริโภคในประเทศให้เติบโตได้อย่างจำกัด

**แผนภาพที่ 50: ภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงเป็นหนึ่งในปัจจัยกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจจีน และเนื่องด้วยความอ่อนแอที่ยังคงปรากฏอย่างชัดเจน ทำให้เรามองว่าทางการจีนอาจพิจารณาออกมาตรการเพื่อรักษาเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหากมีความจำเป็น**




*Note: 1\ Floor space in this context refers to residential buildings.*
*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 51: ในกรณีที่ราคาบ้านปรับตัวลดลง 5% (ซึ่งจะกระทบกับความมั่งคั่งของทรัพย์สินที่คนจีนถือครอง) อาจกดดันการบริโภคภายในประเทศผ่านยอดค้าปลีกให้ปรับลดลงราว 1%**




*Note: 1\ Applying Bloomberg Economics estimation that housing wealth is equivalent of 378 trillion yuan, with every 100 yuan increase in housing wealth translating to marginal propensity to consume of 2.3 yuan by Painter, Yang and Zhong (2022).*
*ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

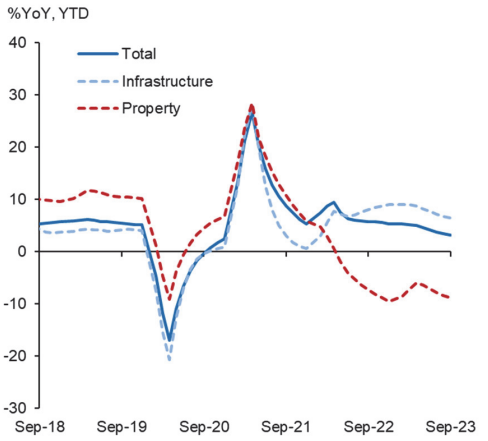
**เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะขยายตัว 4.2% ในปี 2024F ชะลอตัวลงจากที่คาดว่าจะขยายตัว 5.0% ในปี 2023F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF)**

ทางการจีน (NPC) อนุมัติการออกพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 1 ล้านล้านหยวน หรือคิดเป็นมูลค่าราว 0.8% ของ GDP ในเดือน ต.ค. ส่งผลให้เป้าหมายขาดดุลการคลัง (Fiscal Deficits) ที่กำหนดไว้ที่ 3.0% ในช่วงต้นปี 2023 จะถูกปรับเพิ่มขึ้นเป็น 3.8% ของ GDP โดยทางรัฐบาลจะกระจายเงินทุนไปยังรัฐบาลท้องถิ่นเพื่อนำไปใช้ในการก่อสร้างหรือปรับปรุงระบบโครงสร้างพื้นฐาน โดยมีเป้าหมายที่เกี่ยวเนื่องกับการป้องกันภัยธรรมชาติ และนำไปใช้เพื่อซ่อมแซมพื้นที่เสียหาย อาทิ พัฒนาระบบระบายน้ำในเมืองเพื่อเพิ่มศักยภาพในการรับมือกับภัยธรรมชาติในอนาคต เป็นต้น

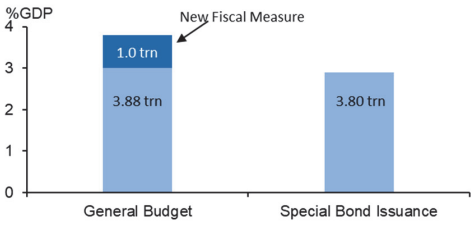
ทั้งนี้ เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราที่ลดลงเป็น 4.2% ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะขยายตัว 5.0% ในปี 2023F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF) ส่วนหนึ่งจากสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอจะยังเป็นปัจจัยที่คาดว่าจะกดดันเศรษฐกิจจีน โดยต้องติดตามการกำหนดกรอบเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจและทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังของรัฐบาลจีน ที่โดยปกติจะประกาศในช่วงต้นปี (คาดว่าเดือน มี.ค. 2024F) ทั้งนี้ เรามองว่าทางการจีนจะตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจสำหรับปี 2024 ไม่เกินเป้าหมายปี 2023 ที่ “ราว 5%” โดยเรายังให้น้ำหนักในกรณีที่จีนจะยังคงมุ่งเน้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีคุณภาพ (Quality) มากกว่าการเติบโตในเชิงปริมาณ (Quantity) รวมทั้งยังมุ่งเน้นกับการให้ความมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินควบคู่ไปด้วย อย่างไรก็ดี หากทางการจีนตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจสูงกว่า “5%” อาจมีนัยยะว่าทางการจีนจะดำเนินนโยบายการคลังเพิ่มเติมเพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโตได้ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้

**แผนภาพที่ 52: ทางการจีน (NPC) อนุมัติการออกพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 1 ล้านล้านหยวน หรือคิดเป็นมูลค่าราว 0.8% ของ GDP เพื่อนำไปใช้ในการก่อสร้างหรือปรับปรุงระบบโครงสร้างพื้นฐาน โดยมีเป้าหมายที่เกี่ยวเนื่องกับการป้องกันภัยธรรมชาติ และนำไปใช้เพื่อซ่อมแซมพื้นที่เสียหาย**

Fixed asset investment (3mma)




Fiscal deficit & new measure (2023)

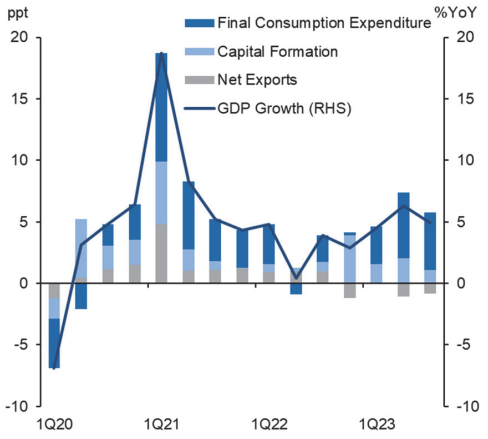



- National People's Congress approved the issuance of a sovereign bond worth 1 trillion yuan ($137bn), or 0.8% of GDP. The new issuance would raise the national fiscal deficit to ~3.8% of GDP for 2023 from 3.0% previously.
- The purpose of the measure is to fund new infrastructure projects. New sovereign bond would support the reconstruction of disaster-hit areas, improve urban drainage, flood prevention and natural disaster emergency response, etc.
- The government said it will allocate half of the new bond issuance in 2023 and the rest in 2024. Given time constraints, we assume that the impact from the bond issuance on construction projects is likely to take place next year.

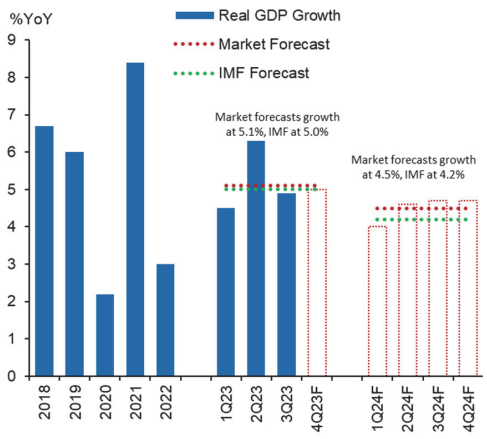
*ที่มา: Bloomberg, Reuters, China Briefing, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 53: เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราที่ลดลงเป็น 4.2% ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะขยายตัว 5.0% ในปี 2023F (อิงจากประมาณการเดือน ต.ค. ของ IMF)**

GDP: expenditure




GDP: growth 1\




*Note: 1\ Forecast are based on Bloomberg as of 2 Nov.*
*ที่มา: IMF, CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

**เศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวลงและต่ำกว่าที่ตลาดคาดในไตรมาส 3 โดย GDP (เบื้องต้น) หดตัว -2.1% QoQ, saar จาก 4.5% ไตรมาสก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -0.4% เป็นอย่างมาก ส่วนหนึ่งจากการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังของภาคเอกชนที่ลดลงและการนำเข้าที่ฟื้นตัว (เป็นผลลบต่อ GDP) ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ฉุด GDP ในไตรมาสนี้ ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว สะท้อนอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังไม่แข็งแรง ด้านนโยบายการเงินในการประชุมวันที่ 30-31 ต.ค. ทาง BoJ มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ1 เสียง) ให้เปลี่ยนการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ผ่านการตั้งเพดานแบบอ้างอิงของอัตราผลตอบแทนที่ 1.0% ทั้งนี้ สำหรับในปี 2024F เรามองว่า BoJ มีแนวโน้มที่จะลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินลง ส่วนหนึ่งหลังจากที่เห็นความชัดเจนของการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปี (Shunto Wage Negotiation) ในช่วงเดือน มี.ค. 2024**

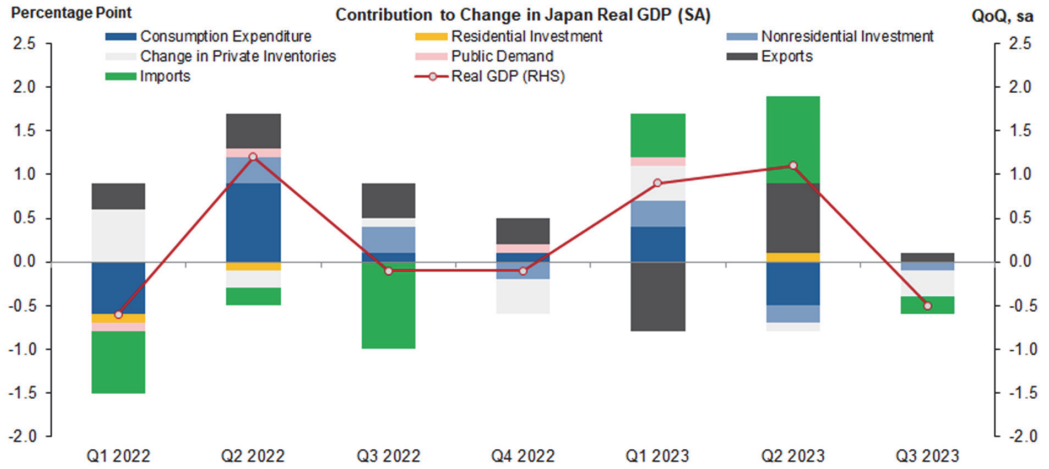
**กิจกรรมทางเศรษฐกิจส่งสัญญาณที่ไม่แข็งแรงในไตรมาสที่ 3/2023**

GDP ไตรมาส 3/2023 (เบื้องต้น) หดตัว -2.1% QoQ, saar จาก 4.5% ไตรมาสก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -0.4% เป็นอย่างมาก โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 1.2% YoY จาก 1.7% ไตรมาสก่อน ทั้งนี้ เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 3 พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวและต่ำกว่าตลาดคาด ส่วนหนึ่งจากการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังของภาคเอกชนที่ลดลงและการนำเข้าที่ฟื้นตัว (เป็นผลลบต่อ GDP) ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ฉุด GDP ในไตรมาสนี้ ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว สะท้อนอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังไม่แข็งแรง

โดยเมื่อเข้าสู่ไตรมาสที่ 4 กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศเดือน ต.ค. ส่งสัญญาณชะลอตัวลง โดยดัชนี Composite PMI ปรับตัวลดลง -1.6 จุด เป็น 50.5 จุด เป็นผลจากภาคบริการที่ปรับตัวลดลง (-2.2, 51.6 จุด) มาอยู่ที่ระดับต่ำสุดในปี 2023 โดยผลผลิต, ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและนอกประเทศ รวมถึงราคาผลผลิตปรับตัวลดลง ขณะที่การจ้างงานปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2023 ด้านภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น (+0.2, 48.7 จุด) สูงกว่าตัวเลขเบื้องต้นเล็กน้อยที่ 48.5 จุด ทั้งนี้ ดัชนีอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 โดยผลผลิต, ยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศ และการจ้างงานปรับตัวลดลง อย่างไรก็ดี ดัชนีราคาต้นทุนการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2023

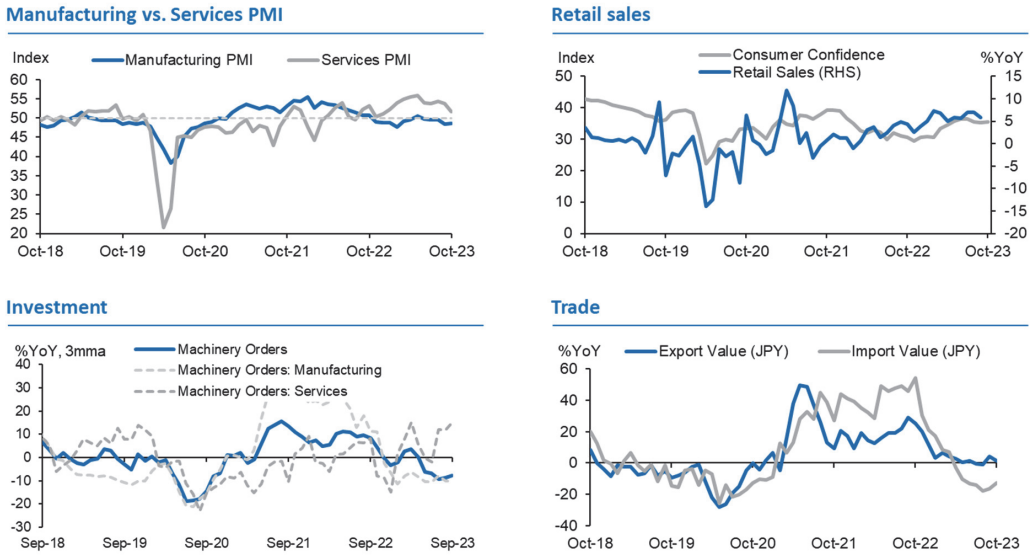
ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ต.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.6% YoY จาก 4.3% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 1.0% โดยมูลค่าการส่งออกสินค้าอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ขณะที่ยอดนำเข้า (Imports) หดตัวน้อยลงที่ -12.5% YoY จาก -16.6% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ -12.8% ส่วนดุลการค้า (Trade Balance) พลิกกลับมาขาดดุลที่ระดับ -663 พันล้านเยน จากเกินดุลที่ระดับ 72 พันล้านเยน เดือนก่อน

**แผนภาพที่ 54: เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 3 พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวและต่ำกว่าตลาดคาด ส่วนหนึ่งจากการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังของภาคเอกชนที่ลดลงและการนำเข้าที่ฟื้นตัว (เป็นผลลบต่อ GDP) ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่ฉุด GDP ในไตรมาสนี้**




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

**แผนภาพที่ 55: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการและภาคการผลิต (Services & Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลงในเดือน ต.ค.**




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

**BoJ มีมติในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และคงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" แต่ปรับความยืดหยุ่นให้กับมาตรการ YCC มากขึ้น**

ในการประชุมวันที่ 30-31 ต.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติที่สำคัญ ดังนี้ 1) มติเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) 2) มติเอกฉันท์ให้คงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" และมีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ1 เสียง) ให้เปลี่ยนการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ผ่านการตั้งเพดานแบบอ้างอิงของอัตราผลตอบแทนที่ 1.0% (Upper bound for 10-year yields as a reference at 1.0%) โดยยกเลิกการเสนอซื้อพันธบัตรรัฐบาลทุกวันที่อัตราผลตอบแทน 1.0% ("The Bank will determine the offer rate for fixed-rate purchase operations each time, taking account of market rates and other factors.") และ 3) มีมติเอกฉันท์ในการคงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ดังนี้

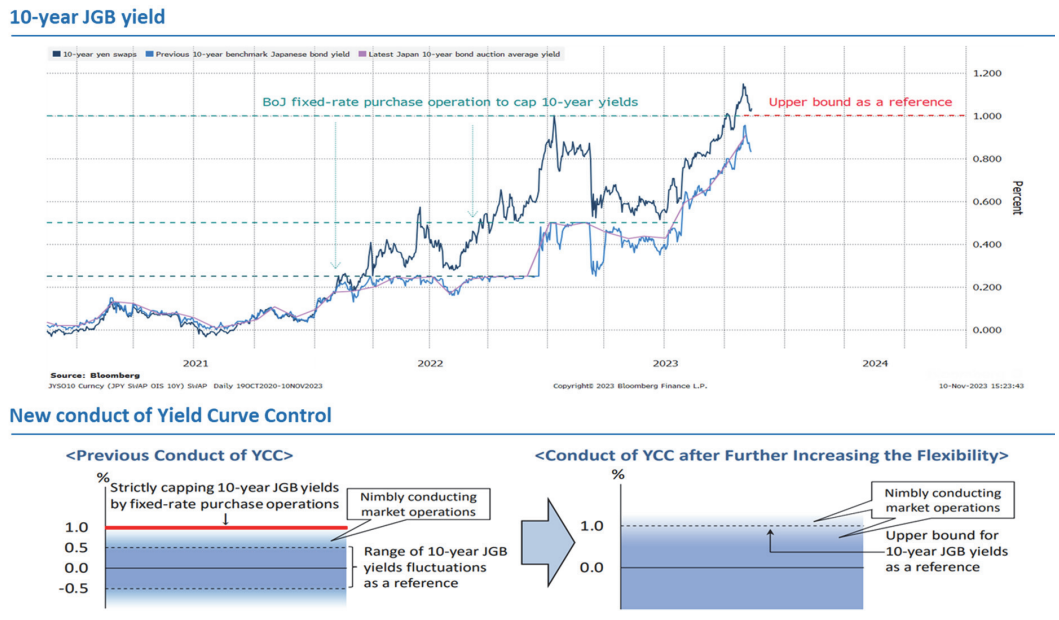
- คงวงเงินและการเข้าซื้อ ETFs และ J-REITs สูงสุดต่อปีที่ 12 ล้านล้านเยน และ 180 พันล้านเยน ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด
- คงการเข้าซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) ที่อัตรา 2 ล้านล้านเยน และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) ที่อัตรา 3 ล้านล้านเยน

ในส่วนของประมาณการเศรษฐกิจล่าสุด BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 2.0% เพิ่มขึ้นจากประมาณการครั้งก่อนเดือน ก.ค. ที่คาดว่าจะขยายตัว 1.3% โดยหลักจากตัวเลขนำเข้าที่หดตัวในช่วงที่ผ่านมา (เป็นผลบวกต่อ GDP) ขณะที่ปรับลดคาดการณ์ GDP ปีงบประมาณ FY2024F เป็น 1.0% จาก 1.2% ในประมาณการครั้งก่อน และคงประมาณการปีงบประมาณ FY2025F ที่ระดับ 1.0% ส่วนประมาณการราคา BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 2.8% เพิ่มขึ้นจากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 2.5% และปีงบประมาณ FY2024F คาดจะอยู่ที่ 2.8% เพิ่มขึ้นจาก 1.9% ในประมาณการครั้งก่อน ทั้งนี้ BoJ คาดเงินเฟ้อไม่นับรวมราคาอาหารสดจะปรับตัวลดลงในปีงบประมาณ FY2025F เป็น 1.7% แต่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 1.6% ในประมาณการครั้งก่อน

ภายหลังการประชุมนาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาระบุถึง โอกาสในการบรรลุเป้าหมายได้อย่างยั่งยืนมีเพิ่มขึ้นบ้าง ถึงแม้ปัจจัยสำคัญที่ดึงเงินเฟ้อขึ้นจะมาจากฝั่งของต้นทุน ("The main driver behind the recent inflation overshoot is prolonged cost-push inflation ... But the prospects of sustainably achieving our target have heightened somewhat.") อย่างไรก็ดี นาย Ueda ยังระบุเพิ่มเติมว่ายังไม่เห็นข้อมูลที่เพียงพอที่ทำให้มั่นใจได้ว่าแนวโน้มเงินเฟ้อ (Trend Inflation) จะสามารถบรรลุเป้าหมายได้อย่างยั่งยืนที่ 2%

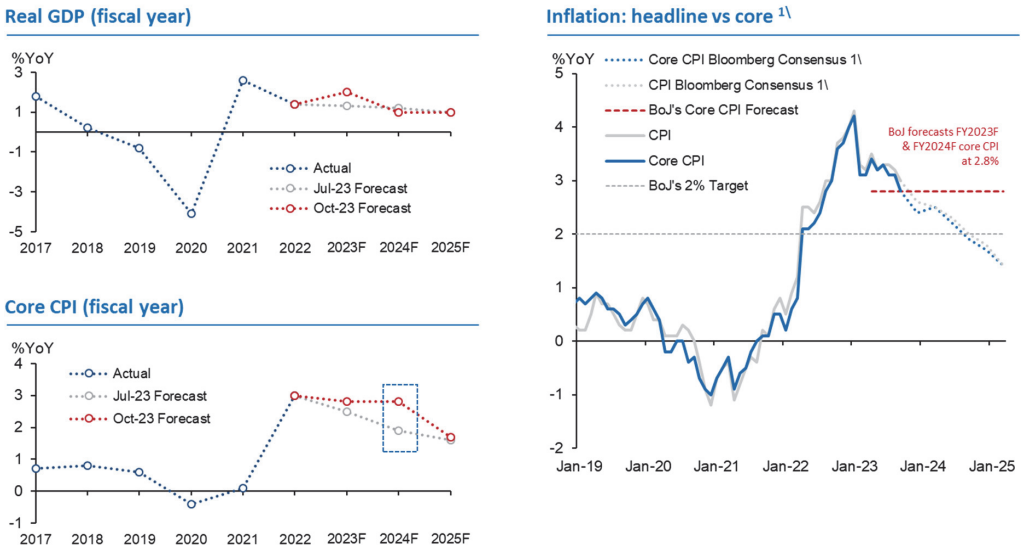
เรามองว่าการปรับเปลี่ยนนโยบายในครั้งนี้ ส่งผลให้ในทางปฏิบัติอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีสามารถปรับตัวขึ้นได้เกิน 1.0% เพื่อเป็นการเพิ่มความยืดหยุ่นให้กับการดำเนินนโยบายการเงิน และเป็นการป้องกันความเสี่ยงสำหรับผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นต่อความผันผวนในตลาดพันธบัตรและตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

**แผนภาพที่ 56: BoJ มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ1 เสียง) ให้เปลี่ยนการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ผ่านการตั้งเพดานแบบอ้างอิงของอัตราผลตอบแทนที่ 1.0%**




*ที่มา: Bank of Japan (Reference)'s Further increasing flexibility in the conduct of Yield Curve Control (YCC), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 57: BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 2.8% เพิ่มขึ้นจากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 2.5% และปีงบประมาณ FY2024F คาดจะอยู่ที่ 2.8% เพิ่มขึ้นจาก 1.9% ในประมาณการครั้งก่อน**




*Note: 1\ Consensus is based on Bloomberg as of 5 Nov.*
*ที่มา: Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

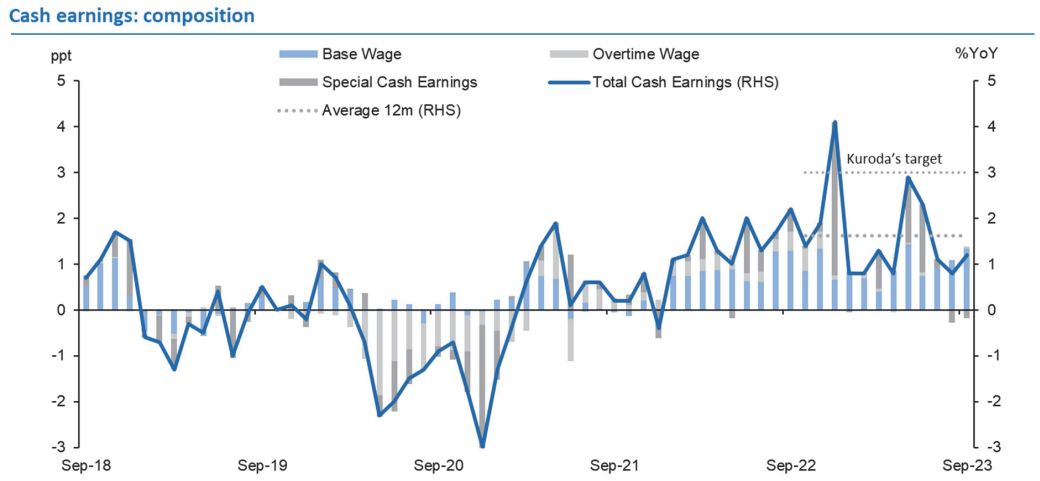
**เรายังคงมองว่า BoJ จะไม่เปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายการเงินในการประชุมครั้งหน้า (18-19 ธ.ค.) เนื่องด้วยเหตุผลหลักที่น่าจะต้องรอสัญญาณของความชัดเจนในการเจรจาปรับขึ้นค่าแรงก่อน**

เรายังคงมองว่า BoJ จะไม่เปลี่ยนแปลงการดำเนินนโยบายการเงินในการประชุมครั้งหน้า (18-19 ธ.ค.) เนื่องด้วยเหตุผลหลักที่น่าจะต้องรอสัญญาณของความชัดเจนในการเจรจาปรับขึ้นค่าแรงก่อน โดยตัวเลขผลตอบแทนรวมของแรงงาน (Cash Earnings) ล่าสุดในเดือน ก.ย. ขยายตัวเพียงแค่ 0.6% YoY ซึ่งยังห่างไกลเป้าหมายที่ระดับ 3% ตามที่อดีตผู้ว่าฯ BoJ เคยระบุไว้ว่าน่าจะเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อบรรลุเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

นอกจากนี้ ทาง BoJ ยังได้ระบุไว้ในรายงาน Outlook for Economic Activity and Prices ฉบับเดือน ต.ค. 2023 ว่า ในแง่ของเงินเฟ้อ เนื่องด้วยเหตุผลส่วนใหญ่ที่ว่าเศรษฐกิจที่เติบโตในระดับต่ำและเผชิญกับภาวะเงินฝืดเป็นระยะเวลานาน ส่งผลให้พฤติกรรมและกรอบความคิดในสังคมตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าค่าจ้างและเงินเฟ้อจะไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยง่าย (“In terms of prices, it should be noted that, mainly due to the experience of prolonged low growth and deflation, the behavior and mindset based on the assumption that wages and prices will not increase easily have taken hold in society.”) ดังนั้น ทำให้เรามองว่า BoJ จะยังรอความชัดเจนของการปรับตัวขึ้นของค่าจ้าง เพื่อให้มั่นใจได้ว่าเงินเฟ้อจะสามารถบรรลุเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

ถึงแม้ BoJ จะปรับประมาณการเงินเฟ้อขึ้นสูงกว่า 2% ที่เป็นเป้าหมายของธนาคารกลางในปีงบประมาณ 2023F และ 2024F แต่เหตุผลการปรับประมาณการเงินเฟ้อในการประชุมรอบเดือน ต.ค. มาจากฝั่งของต้นทุนเป็นหลัก (Supply Side) อาทิ 1) ผลการส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค 2) การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมา 3) ผลของแรงหนุนจากมาตรการช่วยเหลือของภาครัฐในด้านราคาพลังงานจะมีลดลง เป็นผลให้ประมาณการเงินเฟ้อถูกปรับขึ้นเป็นอย่างมาก แต่มิใช่การบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ได้อย่างยั่งยืนและมั่นคง ด้วยปัจจัยข้างต้นที่กล่าวมา เป็นอีกสาเหตุที่ทำให้เรามองว่า BoJ จะยังไม่ปรับนโยบายการเงินในการประชุมในเดือน ธ.ค.

**แผนภาพที่ 58: ตัวเลขผลตอบแทนรวมของแรงงาน (Cash Earnings) ล่าสุดในเดือน ก.ย. ขยายตัวเพียงแค่ 0.6% YoY ซึ่งยังห่างไกลเป้าหมายที่ระดับ 3% ตามที่อดีตผู้ว่าฯ BoJ เคยระบุไว้ว่าน่าจะเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อบรรลุเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน**




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

**แผนภาพที่ 59: การปรับประมาณการเงินเฟ้อในการประชุมรอบเดือน ต.ค. มาจากฝั่งของต้นทุนเป็นหลัก (Supply Side) อาทิ 1) ผลการส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค 2) การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมา 3) ผลของแรงหนุนจากมาตรการช่วยเหลือของภาครัฐในด้านราคาพลังงานจะมีลดลง**

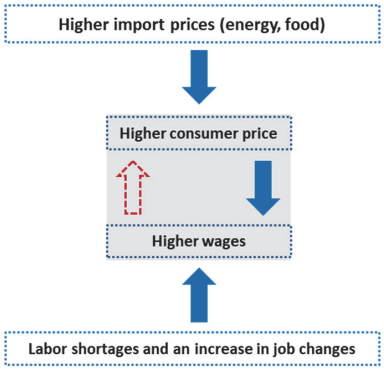
BoJ's quarterly "price" outlook (Jan, Apr, Jul and Oct)

| 18 Jan | 28 Apr |
|---|---|
| • Core CPI "**is likely to be relatively high in the short run** due to the effects of a pass-through to consumer prices..."<br>• "**The rate of increase is then expected to decelerate** toward the middle of fiscal 2023..."<br>• Risks to prices: "firms' price- and wage-setting behavior, FX, and international commodity prices" could lead prices to deviate either upward or downward from baseline. | • Core CPI "**had been increasing since last year** due to the effects of a pass-through to consumer prices..."<br>• "However, **the rate of increase has decelerated recently**, ..**is highly likely to decelerate** toward the middle of fiscal 2023."<br>• Risks to prices: "firms' price- and wage-setting behavior, FX, and international commodity prices" could lead prices to deviate either upward or downward from baseline. |
| **28 Jul** | **31 Oct (Latest)** |
| • Core CPI "**is likely to decelerate**, with a waning of the effects of the pass-through to consumer prices..."<br>• Comparing with previous report, the projected core CPI for FY2023 "**is significantly higher**, mainly due to the fact that cost increases led by the **past rise in import prices have been passed on to consumer prices to a greater extent than expected**."<br>• Risks to prices: "firms' wage- and price-setting behavior, FX, and international commodity prices" could lead prices to deviate either upward or downward from baseline. | • Core CPI "is likely to be **above 2%** through FY2024, mainly due to the **remaining effects of a pass-through** to consumer prices... and the effects of the **recent rise in crude oil prices**."<br>• Comparing with previous report, the projected core CPI for FY2024 "is significantly higher, mainly due to the effects of the **recent rise in crude oil prices** as well as to a **waning of the effects of the extended measures**..."<br>• "Toward the end of projection period, **underlying CPI inflation is likely to increase gradually toward achieving the price stability target**."<br>• Risks to prices: "firms' wage- and price-setting behavior, FX, and international commodity prices" could lead prices to deviate either upward or downward from baseline. |

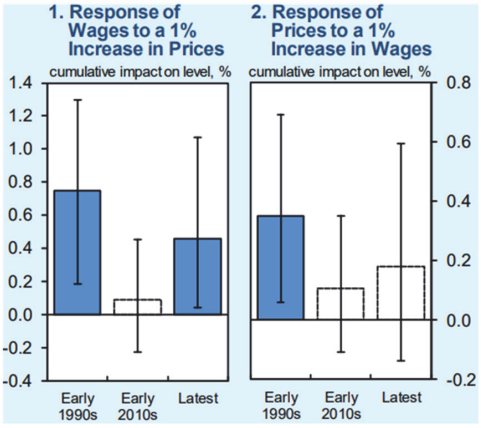
*ที่มา: Bank of Japan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 60: การปรับตัวขึ้นของค่าจ้างยังไม่ถูกส่งผ่านไปยังดัชนีราคาผู้บริโภคอย่างมีนัยยะสำคัญ**

Factors behind price and wage



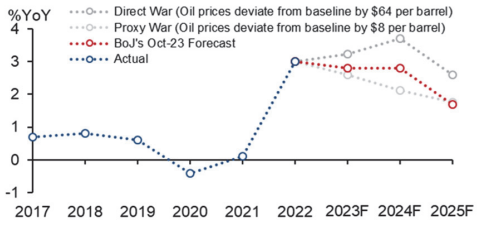

Linkage between "price" and "wage" 1\



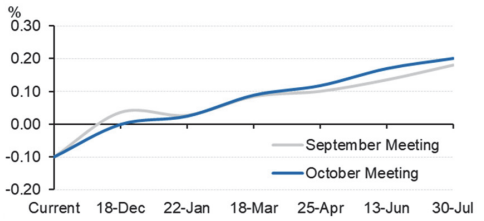

*Note: 1\ The graph shows the estimated results of time-varying parameters on the VAR model, consisting of output gap, nominal wages, and Core CPI. The graphs are 4-quarter cumulative impulse responses. The bands indicate the 75 percent confidence intervals, while the broken lines indicate that the results are not statistically significant.*
*ที่มา: Bank of Japan, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 61: ในแง่ของเงินเฟ้อ เนื่องด้วยเหตุผลส่วนใหญ่ที่ว่าเศรษฐกิจที่เติบโตในระดับต่ำและเผชิญกับภาวะเงินฝืดเป็นระยะเวลานาน ส่งผลให้พฤติกรรมและกรอบความคิดในสังคมตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าค่าจ้างและเงินเฟ้อจะไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยง่าย ดังนั้น ทำให้เรามองว่า BoJ จะยังรอความชัดเจนของการปรับตัวขึ้นของค่าจ้าง เพื่อให้มั่นใจได้ว่าเงินเฟ้อจะสามารถบรรลุเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน**

**Core CPI vs. oil price shock (fiscal year) 1**




**Market implied policy rate: OIS spread**




**BoJ's Minutes (Sep)**

| | |
|---|---|
| One member | To achieve the target of 2%, "it was necessary that it be **accompanied by wage increases** – with a pass-through of these increases – that price rises, particularly for services, take root." |
| One member | "Achievement of 2% inflation… seemed to have clearly come in sight, and the Bank might be able to **determine around January to March 2024**, whether it would be achieved." |
| One Member | "large firms,…, had increased confidence in their earning power; small and medium-sized firms, however, had lagged behind in these reforms on the whole and **a large number of them had insufficient capacity to raise wages**." |

**BoJ's outlook (Oct)**

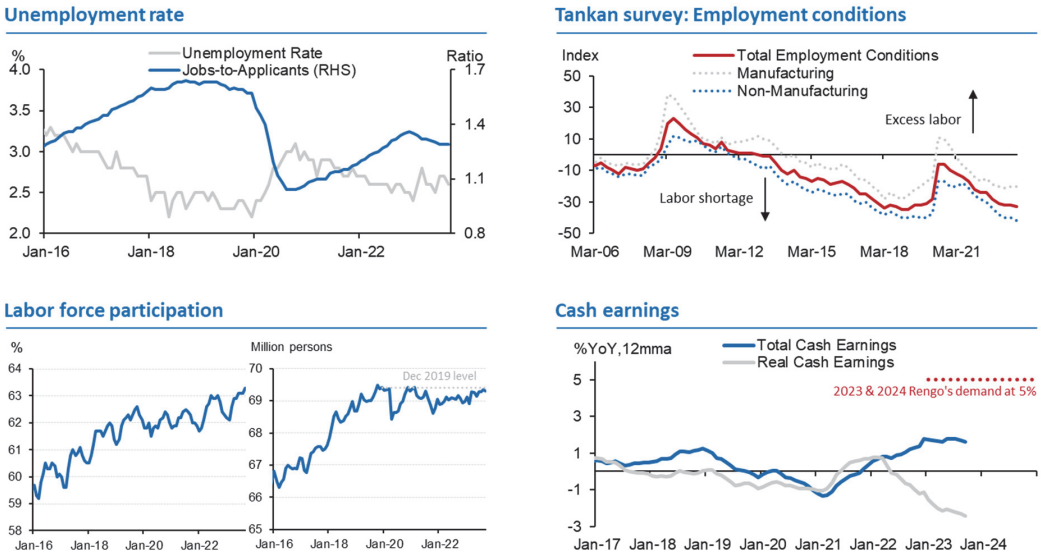
| |
|---|
| "In terms of prices, it should be noted that, mainly due to the experience of **prolonged low growth and deflation**, the behavior and mindset based on the assumption that **wages and prices will not increase easily have taken hold in society**." |
| "Considering this, it is important to closely monitor whether a virtuous cycle between wages and prices will intensify." |

*Note: 1\ Proxy war refers to the escalation of conflict between Israel and Hamas to Lebanon and Syria, becoming a proxy war between Iran and Israel. A direct war is between Iran and Israel.*
*ที่มา: Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**BoJ อาจจะมีการลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินลงในปี 2024F**

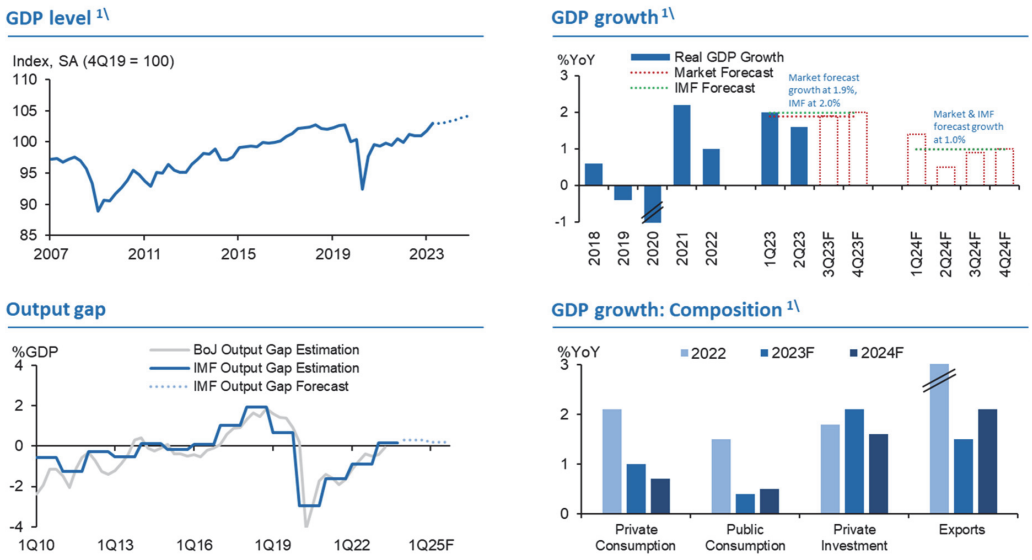
สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินในปี 2024F เรามองในกรณีฐานว่า BoJ อาจจะมีการลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินลง หลังจากที่เห็นความชัดเจนของการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปี (Shunto Wage Negotiation) ซึ่งสหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่น (Japanese Trade Union Confederation: RENGO) ตั้งเป้าหมายการขึ้นของค่าจ้างให้ได้ "อย่างน้อย" ที่ 5% ในปี 2024 (vs. ประมาณ 5% ปี 2023) และตลาดแรงงานในประเทศญี่ปุ่นที่ยังมีความตึงตัว จะเป็นปัจจัยที่ช่วยหนุนให้ตัวเลขผลตอบแทนรวมของแรงงานในปี 2024 สูงกว่าการปรับตัวขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา อีกทั้ง แนวโน้มของเศรษฐกิจญี่ปุ่นอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัวต่อเนื่อง โดย BoJ ได้คาดว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวสูงกว่าแนวโน้ม (หรือ Output Gap เป็นบวก) ในปี 2024F

**แผนภาพที่ 62: สหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่น (Japanese Trade Union Confederation: RENGO) ตั้งเป้าหมายการขึ้นของค่าจ้างให้ได้ “อย่างน้อย” ที่ 5% ในปี 2024**



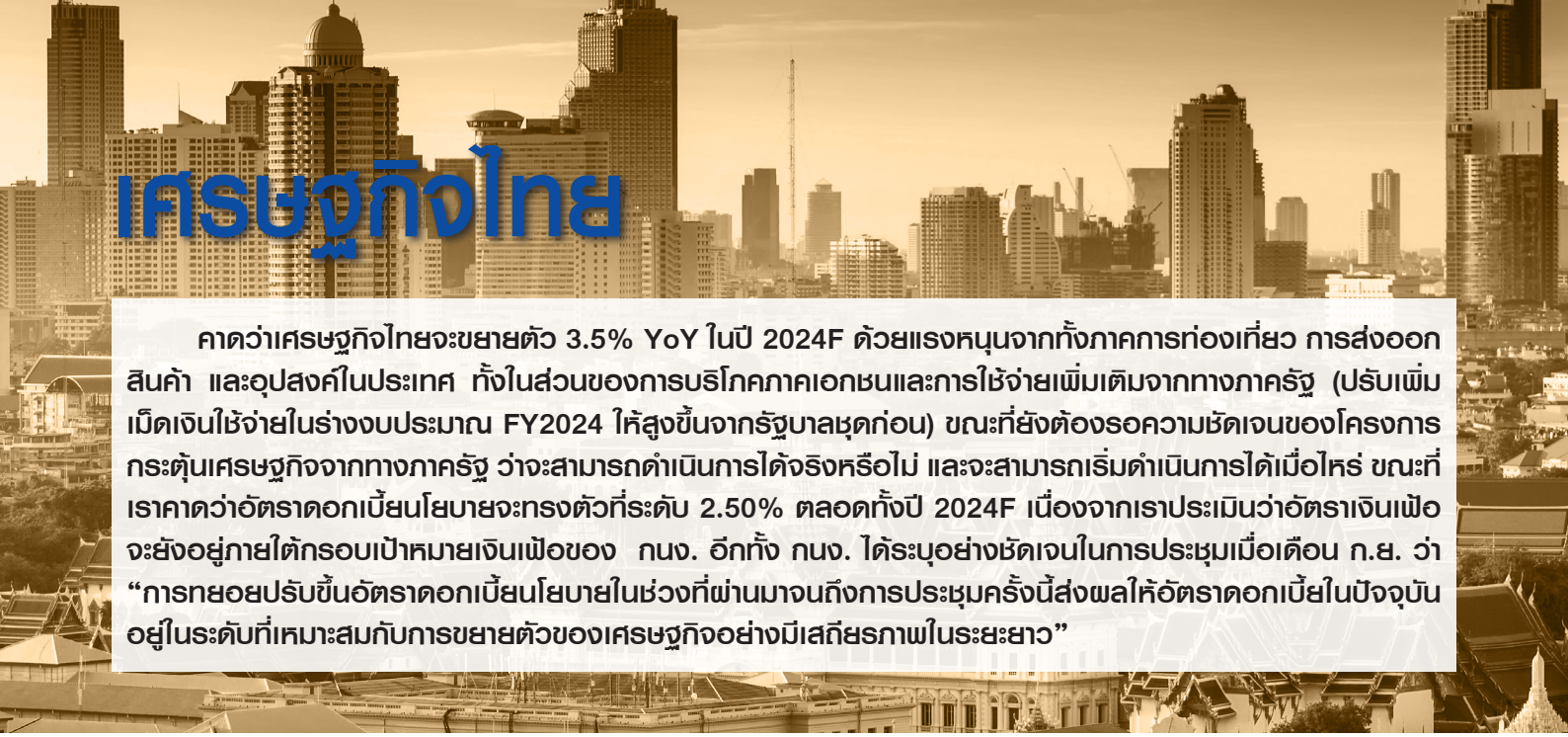

*ที่มา: Bloomberg, JTUC-Rengo, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 63: แนวโน้มของเศรษฐกิจญี่ปุ่นอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัวต่อเนื่อง โดย BoJ ได้คาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะขยายตัวสูงกว่าแนวโน้ม (หรือ Output Gap เป็นบวก) ในปี 2024F**




*Note: 1\ Forecast are based on Bloomberg as of 5 Nov.*

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



# เศรษฐกิจไทย

**คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 3.5% YoY ในปี 2024F ด้วยแรงหนุนจากทั้งภาคการท่องเที่ยว การส่งออกสินค้า และอุปสงค์ในประเทศ ทั้งในส่วนของการบริโภคภาคเอกชนและการใช้จ่ายเพิ่มเติมจากทางภาครัฐ (ปรับเพิ่มเม็ดเงินใช้จ่ายในร่างงบประมาณ FY2024 ให้สูงขึ้นจากรัฐบาลชุดก่อน) ขณะที่ยังต้องรอความชัดเจนของโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจจากทางภาครัฐ ว่าจะสามารถดำเนินการได้จริงหรือไม่ และจะสามารถเริ่มดำเนินการได้เมื่อไหร่ ขณะที่เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ระดับ 2.50% ตลอดทั้งปี 2024F เนื่องจากเราประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อจะยังอยู่ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ กนง. อีกทั้ง กนง. ได้ระบุอย่างชัดเจนในการประชุมเมื่อเดือน ก.ย. ว่า "การทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่ผ่านมาจนถึงการประชุมครั้งนี้ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับที่เหมาะสมกับการขยายตัวของเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว"**

**GDP ไตรมาสสามขยายตัว +1.5% YoY ต่ำกว่าตลาดคาด**

GDP ไตรมาสสาม ขยายตัว 1.5% YoY จาก 1.8% ไตรมาสก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 2.2% (ESU คาด 3.3%) ดังนั้นส่งผลให้ในช่วง 9 เดือนแรกของปี GDP ขยายตัว 1.9% ทั้งนี้หากเทียบกับไตรมาสก่อนหลังปรับฤดูกาลจะพบว่า GDP ยังมีโมเมนตัมที่เป็นบวก (+0.8% QoQ, SA vs. +0.2% ไตรมาสก่อน)

ด้านการผลิต: ทั้งการผลิตภาคเกษตรและนอกภาคเกษตรชะลอลงจากไตรมาสสอง

- ภาคเกษตร: การผลิตหมวดเกษตรขยายตัว 0.9% YoY ชะลอลงจาก 1.2% ไตรมาสก่อน ตามการชะลอลงของผลผลิตในหมวดปศุสัตว์และหมวดประมง ขณะที่ผลผลิตในหมวดพืชหลักลดลง อาทิ ข้าวเปลือก ปาล์มน้ำมัน มันสำปะหลัง เป็นต้น
- ภาคนอกเกษตร: หมวดบริการขยายตัว 3.9% (vs. +4.0% ไตรมาสก่อน) ตามการชะลอลงในกิจกรรมสาขาหลัก อาทิ สาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร (+14.9% vs. +15.1% ไตรมาสก่อน) สาขาการขนส่งและสถานที่เก็บสินค้า (+6.8% vs. +7.4% ไตรมาสก่อน) และสาขาการขายส่งและการขายปลีก (+3.3% vs. +3.4% ไตรมาสก่อน) ส่วนหมวดอุตสาหกรรมหดตัว -2.8% (vs. -2.0% ไตรมาสก่อน) จากการผลิตสินค้าอุตสาหกรรมที่เกี่ยวเนื่องกับภาคการส่งออกที่อ่อนแอลง

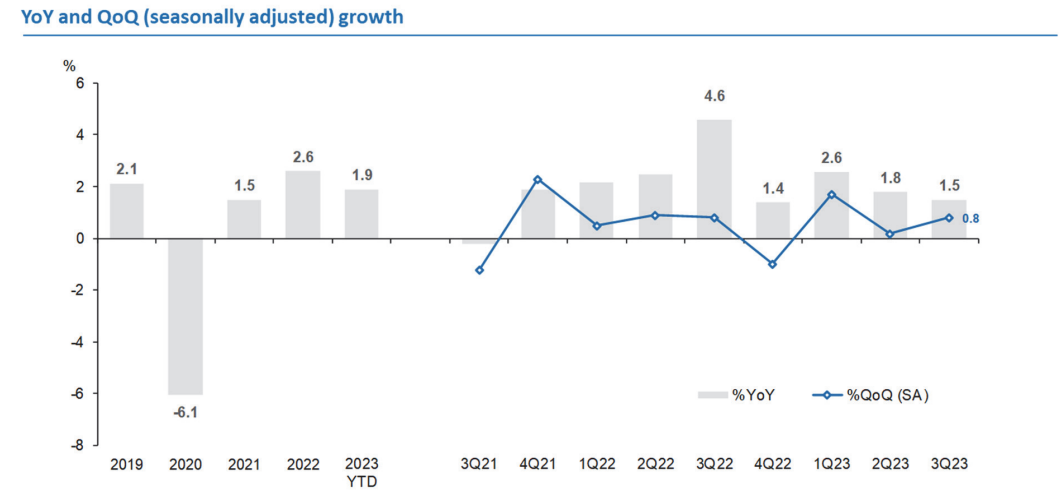
ด้านการใช้จ่าย: การใช้จ่ายภาครัฐอ่อนแอ ขณะที่การใช้จ่ายภาคเอกชนเติบโตได้ดีกว่าโดยเปรียบเทียบ ด้านสินค้าคงคลังเป็นปัจจัยหลักฉุด GDP

- อุปสงค์ต่างประเทศ: การส่งออกสินค้ายังคงหดตัว (-3.1% vs. -5.7% ไตรมาสก่อน) ส่วนการส่งออกบริการแผ่วลง แต่ยังขยายตัวในระดับสองหลัก (+23.1% vs. +53.4% ไตรมาสก่อน)
- อุปสงค์ในประเทศ: การใช้จ่ายภาครัฐอ่อนแอ (การลงทุน -2.6% YoY vs. -1.1% ไตรมาสก่อน, การบริโภค -4.9% vs. -4.3% ไตรมาสก่อน) ส่วนการใช้จ่ายภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้นทั้งในส่วนการบริโภค (+8.1% vs. +7.8% ไตรมาสก่อน) และการลงทุน (+3.1% vs. +1.0% ไตรมาสก่อน)
- ส่วนเปลี่ยนสินค้าคงคลัง: ส่วนเปลี่ยนสินค้าคงคลังฉุด GDP ในไตรมาสนี้ 7.1ppt อิงจากการคำนวณของเราพบว่า

ในส่วนประมาณการเศรษฐกิจ สศช. ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจในปีนี้ลงมาอยู่ที่ 2.5% จากในกรอบ 2.5-3.0% จากการปรับลดคาดการณ์ในส่วนการใช้จ่ายภาครัฐ (ทั้งการบริโภคและการลงทุน) และการส่งออกสินค้า ขณะที่ได้เปิดเผยประมาณการปีหน้าเป็นครั้งแรก คาด GDP ขยายตัวในกรอบ 2.7-3.7%

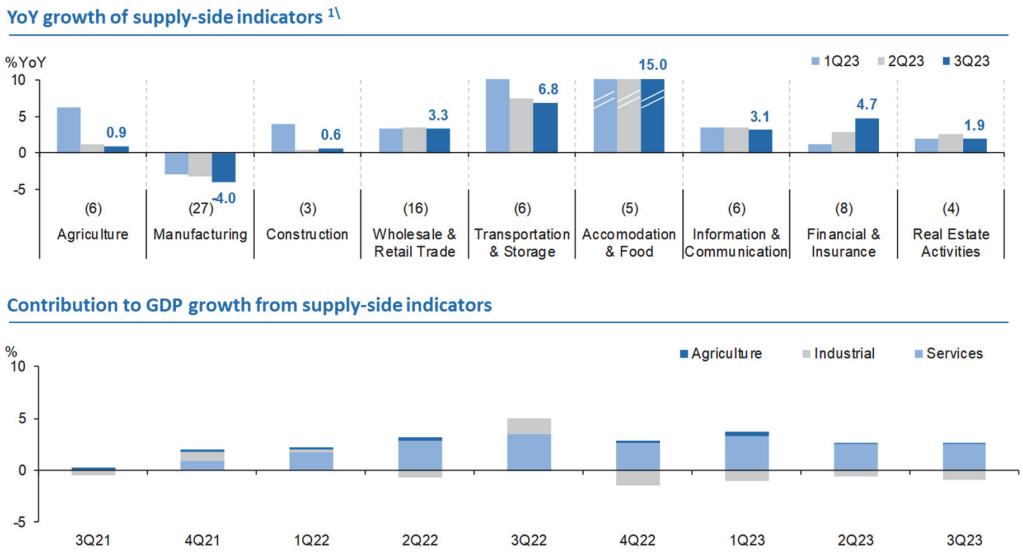
โดยเรามองว่าสาเหตุที่ GDP ออกมาแย่กว่าที่เราคาด เกิดจากการฉุดของส่วนเปลี่ยนสินค้าคงคลังและการบริโภคภาครัฐเป็นหลัก ทั้งนี้ หากเรายังคงประมาณการ GDP ใน 4Q23F ไว้เช่นเดิมที่ 4.4% จะส่งผลให้ GDP ในปีนี้ขยายตัวที่ 2.6% (vs. จากเดิมคาด 3.0% ในเดือน ส.ค.) สำหรับในปี 2024F คาดเศรษฐกิจจะขยายตัว 3.5% ทั้งนี้ ในปีหน้า เรามองว่าการใช้จ่ายภาครัฐจะเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ โดยมีประเด็นสำคัญที่ต้องติดตาม กล่าวคือ 1) ความรวดเร็วในการอนุมัติงบประมาณ FY2024 (ปัจจุบันคาดบังคับใช้ภายในเดือน พ.ค. 2024) และ 2) การผลักดันมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม (กล่าวคือ Digital Wallet, กองทุนเพิ่มขีดความสามารถ และ e-Refund) ให้สำเร็จ

## แผนภาพที่ 64: GDP ไตรมาสสามขยายตัว +1.5% YoY ต่ำกว่าตลาดคาด




*ที่มา: xxx, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

## แผนภาพที่ 65: ทั้งการผลิตภาคเกษตรและนอกภาคเกษตรชะลอลงจากไตรมาสสอง

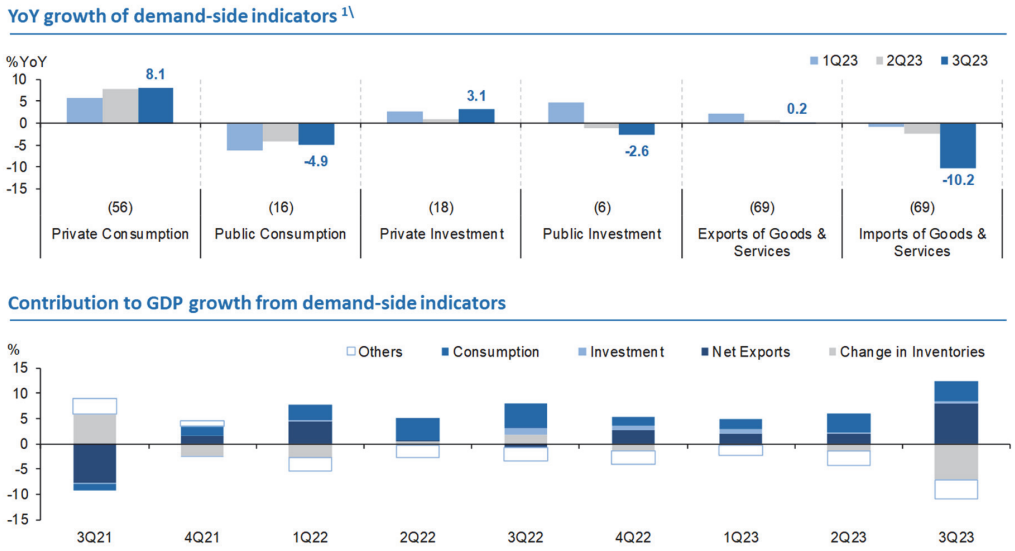






*Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2022 GDP (CVM).*
*ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนภาพที่ 66: การใช้จ่ายภาครัฐอ่อนแอ ขณะที่การใช้จ่ายภาคเอกชนเติบโตได้ดีกว่าโดยเปรียบเทียบ ด้านสินค้าคงคลังเป็นปัจจัยหลักฉุด GDP**




*Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2022 GDP (CVM).*
*ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**หากรัฐบาลสามารถเร่งการอนุมัติร่างงบประมาณ FY2024 ได้เร็วขึ้นกว่าแผนที่วางกรอบไว้ จะทำให้มีเม็ดเงินจากภาครัฐสามารถกลับมาอัดฉีดเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจได้ดีขึ้น**

เรามองว่าการใช้จ่ายภาครัฐจะเป็นหนึ่งในตัวแปรสำคัญต่อทิศทางเศรษฐกิจในปี 2024 ทั้งในส่วนของการเร่งรัดอนุมัติร่างงบประมาณประจำปี FY2024 และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม (หากสามารถผลักดันได้สำเร็จ)

- โดยในส่วนของร่างงบประมาณฯ นั้น ปัจจุบันได้เข้าสู่ปีงบประมาณใหม่ (FY2024) แล้วตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2023 แต่ร่างงบประมาณฯ ยังไม่ได้รับการอนุมัติ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการจัดตั้งรัฐบาลที่ล่าช้าหลังการเลือกตั้งผ่านพ้นไปในเดือน พ.ค. 2023 ทำให้ในระหว่างนี้ทางสำนักงบประมาณได้เสนอกรอบวงเงินงบประมาณใช้ไปพลางก่อนในช่วง 8 เดือน (ต.ค. 2023 - พ.ค. 2024) ไม่เกิน 1.8 ล้านล้านบาท โดยสามารถเบิกใช้จ่ายได้ในส่วนของงบประจำ ขณะที่ในส่วนของงบลงทุนนั้นต้องมีการสร้างภาระผูกพันไว้ก่อนแล้ว ดังนั้น หากรัฐบาลสามารถเร่งการอนุมัติร่างงบประมาณฯ ได้เร็วขึ้นกว่าแผนที่วางกรอบไว้ (ก่อนเดือน พ.ค. 2024) จะทำให้มีเม็ดเงินจากภาครัฐสามารถกลับมาอัดฉีดเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจได้ดีขึ้น นอกเหนือไปจากที่จะมีการเร่งเบิกจ่ายชดเชยในส่วนที่การเบิกจ่ายงบประมาณหยุดชะงักไปช่วงก่อนหน้า

ทั้งนี้ ในอดีตช่วงที่มีการเบิกจ่ายงบประมาณล่าช้าในปีงบประมาณ FY2020 (ต.ค. 2019 - ก.ย. 2020) ราว 5 เดือน จะเห็นได้ว่า การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณในช่วงหลังร่างงบประมาณฯ มีผลบังคับใช้แล้ว ได้ส่งผลให้อัตราการเบิกจ่ายโดยรวมของทั้งปีงบประมาณไม่ได้ลดลงอย่างมีนัยยะสำคัญ ทั้งในส่วนของการเบิกจ่ายงบประจำและงบลงทุน

## แผนภาพที่ 67: ร่างงบประมาณฯ FY2024 ใหม่มีแผนขาดดุลเพิ่มขึ้นราว 1 แสนล้านบาท และคาดว่าจะเบิกจ่ายได้ภายในไม่เกินเดือน พ.ค. 2024

**Timeline of FY2024 budget process (as of 21 Nov)**

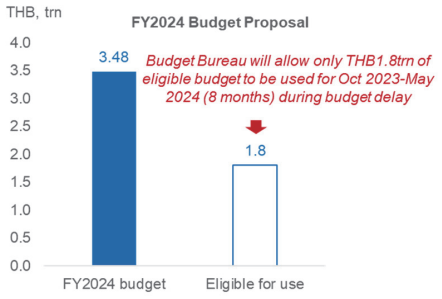
| | |
|---|---|
| 1 Oct | New fiscal year (FY2024 begins) |
| 21 Nov | Cabinet approved the budget details (revised version) |
| 3 - 4 Jan 2024 | Lower House to consider the draft (1st reading) 2\ |
| 3 - 4 Apr 2024 | Lower House to consider the draft (2nd and 3rd readings) 2\ |
| 9 - 10 Apr 2024 | Upper House to consider the budget draft 2\ |
| 17 Apr 2024 | Budget is expected to be proposed for royal endorsement |
| May 2024 | Expected Disbursement |

**Fiscal budget framework: FY2023-2024 (as of 21 Nov)**

| THB, trn | 2023 | 2024 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | previous | latest | chg. |
| Budget | 3.19 | 3.35 | 3.48 | +0.13 |
| Current | 2.40 | 2.51 | 2.54 | +0.03 |
| Capital | 0.69 | 0.69 | 0.72 | +0.03 |
| Other | 0.09 | 0.15 | 0.24 | +0.09 |
| Revenue | 2.49 | 2.76 | 2.79 | +0.03 |
| Deficit | 0.70 | 0.59 | 0.69 | +0.10 |

**Budget Procedures Act, B.E. 2561 1**

**Budget Procedures Act, B.E. 2561**
(Article 2, Section 12)
*"If there is late approval of the budget, the govt is allowed to use the previous fiscal year's budget"*

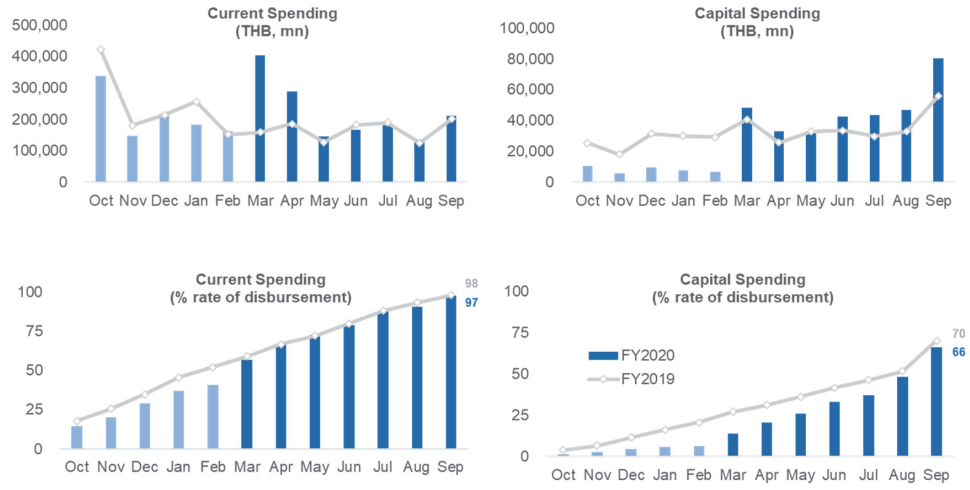



*Note: 1\ A limited amount of the previous fiscal year's budget can be used for current and already-obligated capital expenditures during the approval delay period. Changes to ceiling conditions depend on Budget Bureau Director's consideration and approval by the prime minister.*

*ที่มา: Press, Flaticon, Royal Thai Government, Budget Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (TISCOESU)*

## แผนภาพที่ 68: การเบิกจ่ายงบประมาณที่ล่าช้าในปีงบประมาณ FY2024 ไม่มีผลกระทบในเชิงลบต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ

**Budget disbursement: FY2020 vs. FY2019**




*ที่มา: FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**ยังต้องรอความชัดเจนของโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจจากทางภาครัฐ ว่าจะสามารถดำเนินการได้จริงหรือไม่ และจะสามารถเริ่มดำเนินการได้เมื่อไหร่**

สำหรับในส่วนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้น ล่าสุด (10 พ.ย.) รัฐบาลได้มีการเปิดเผยรายละเอียดแผนการกระตุ้นเศรษฐกิจ 3 โครงการ ซึ่งมีรายละเอียดสำคัญ ดังนี้

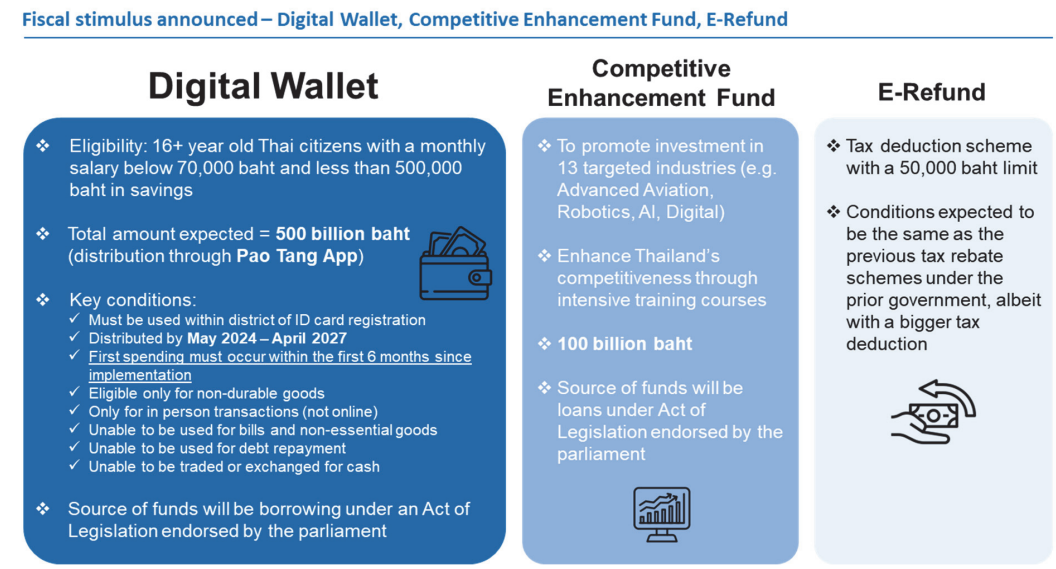
1) โครงการ Digital Wallet (งบประมาณ 500,000 ล้านบาท) ผู้ที่จะเข้าร่วมโครงการนี้จะต้องเป็นประชาชนที่มีอายุตั้งแต่ 16 ปีขึ้นไป และมีรายได้ไม่เกิน 70,000 บาทต่อเดือน และ/หรือ มีเงินฝากไม่เกิน 500,000 บาทในทุกบัญชีรวมกัน โดยเงินจากโครงการ Digital Wallet นี้จะต้องใช้สิทธิครั้งแรกในระยะเวลา 6 เดือนนับตั้งแต่เริ่มโครงการ ภายในรัศมีอำเภอของผู้ลงทะเบียน (ตามบัตรประชาชน) ซึ่งสามารถใช้ซื้อเฉพาะสินค้าอุปโภคบริโภคเท่านั้น ไม่สามารถใช้กับบริการต่างๆ ได้ นอกจากนี้ การใช้ชำระหนี้ ซื้อสินค้ามึนเมา (เหล้า เบียร์ บุหรี่ กัญชา กระท่อม) บัตรกำนัล บัตรเงินสด ทองคำและเครื่องประดับ รวมถึงค่าใช้จ่ายเพื่อการศึกษาและค่าสาธารณูปโภคจะไม่สามารถทำได้ โดยโครงการนี้คาดว่าจะเริ่มดำเนินการในเดือน พ.ค. 2024 จนถึงเดือน เม.ย. 2027

2) โครงการเสริมสร้างขีดความสามารถ (งบประมาณ 100,000 ล้านบาท) โดยโครงการนี้ตั้งเป้าจะเพิ่มขีดความสามารถและส่งเสริมการลงทุนในเทคโนโลยีใหม่ๆ อาทิ เทคโนโลยียานยนต์สมัยใหม่ อุตสาหกรรมดิจิทัล เกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ และการพัฒนาบุคคลากรทางการศึกษา เป็นต้น โดยโครงการนี้คาดว่าจะเริ่มดำเนินการในเดือน มิ.ย. 2024 ทั้งนี้ รัฐบาลยังไม่ได้เปิดเผยรายละเอียดที่ชัดเจนสำหรับโครงการนี้

3) โครงการ e-Refund (ไม่ได้ระบุงบประมาณ) โครงการนี้จะให้ประชาชนสามารถนำค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าและบริการมาลดหย่อนภาษีได้ไม่เกินรายละ 50,000 บาท โดยโครงการนี้คาดว่าเริ่มดำเนินการในเดือน ม.ค. 2024 อย่างไรก็ดี ยังไม่ได้มีการระบุระยะเวลาสิ้นสุดโครงการ (หากอิงจากมาตรการที่ใกล้เคียงกันในอดีต คาดว่าอาจมีระยะเวลาดำเนินการราว 1-3 เดือน) ทั้งนี้ ผู้ที่จะเข้าร่วมโครงการนี้ จะต้องเป็นผู้ที่ไม่ได้รับสิทธิในโครงการ Digital Wallet เท่านั้น โดยจะสามารถใช้จ่ายทั้งสินค้าและบริการในร้านค้าที่อยู่ในระบบฐานภาษีเฉพาะที่ออกใบกำกับภาษีในรูปแบบ Electronics เท่านั้น

โดยทั้ง 3 โครงการข้างต้นจะใช้งบประมาณจากการออก พ.ร.บ. เงินกู้จำนวน 500,000 ล้านบาท และงบประมาณประจำปี FY2024-26 อย่างไรก็ดี ความไม่แน่นอนของการผ่านร่าง พ.ร.บ.ฯ ดังกล่าวยังมีความไม่แน่นอนสูงว่าจะสามารถดำเนินการได้หรือไม่ เช่น ภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันมีความจำเป็นต้องออก พ.ร.บ. กู้เงินจำนวนมากดังกล่าวหรือไม่ ซึ่งอาจนำไปสู่ข้อเรียกร้องให้มีการพิจารณาจากศาลรัฐธรรมนูญ

**แผนภาพที่ 69: รายละเอียดเพิ่มเติมของนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมจากรัฐบาลใหม่ที่คาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในปี 2024**




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

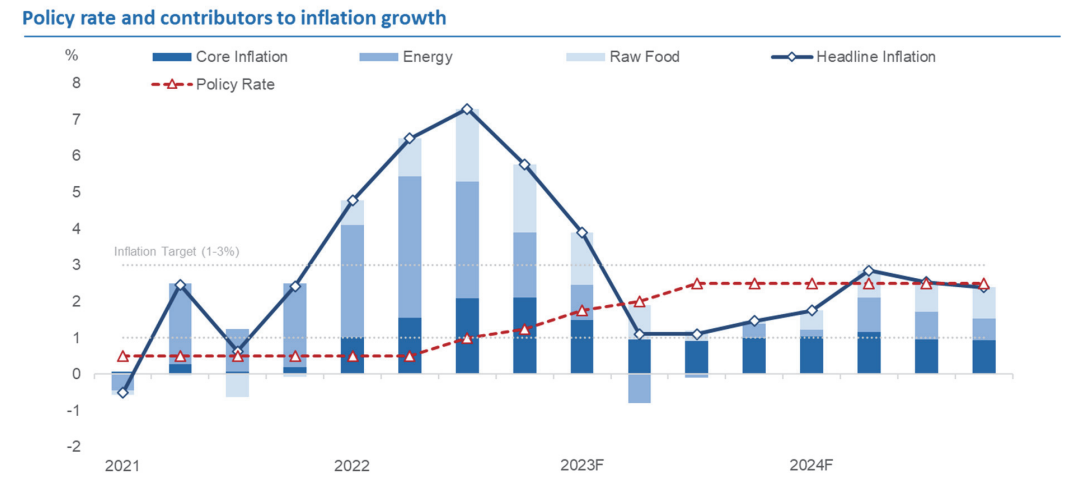
**คาด กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 2.50% จากอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะยังอยู่ในกรอบเป้าหมาย ด้านค่าเงินบาทคาดเฉลี่ยที่ 35 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2024F**

เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในช่วงไตรมาสสองของปี 2024F ส่วนหนึ่งจากผลของฐานสูงที่หมดไป มาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพ (อุดหนุนค่าไฟฟ้าและค่าพลังงาน) ที่หมดอายุลง และสมมติฐานราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่จะปรับสูงขึ้น เช่น ราคาหมวดอาหารจากผลของภัยแล้ง อย่างไรก็ดี เราคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อในภาพรวมปี 2024F จะอยู่ที่ 2.0% ซึ่งยังอยู่ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ กนง. ในช่วง 1-3% อีกทั้ง ในการประชุมเมื่อวันที่ 27 ก.ย. กนง. ได้ประเมินว่า “การทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่ผ่านมาจนถึงการประชุมครั้งนี้ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับที่เหมาะสมกับการขยายตัวของเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว” ดังนั้น ทำให้เราคาดในกรณีฐานว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ระดับ 2.50% ตลอดทั้งปี 2024F

ทั้งนี้ ความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อจะมาจากฝั่งอุปทานเป็นหลัก โดยเฉพาะการปรับสูงขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อาจมากกว่าคาด จากประเด็นภัยแล้งและประเด็นสงคราม เช่น อิสราเอล-ฮามาส ที่อาจลุกลามในวงกว้าง เป็นต้น ขณะที่ความเสี่ยงด้านต่ำจะมาจากฝั่งอุปสงค์เป็นสำคัญ โดยเฉพาะกำลังซื้อของครัวเรือนที่อ่อนแอกว่าที่คาด ส่วนหนึ่งจากระดับหนี้ครัวเรือนที่สูงและภาระดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เป็นต้น

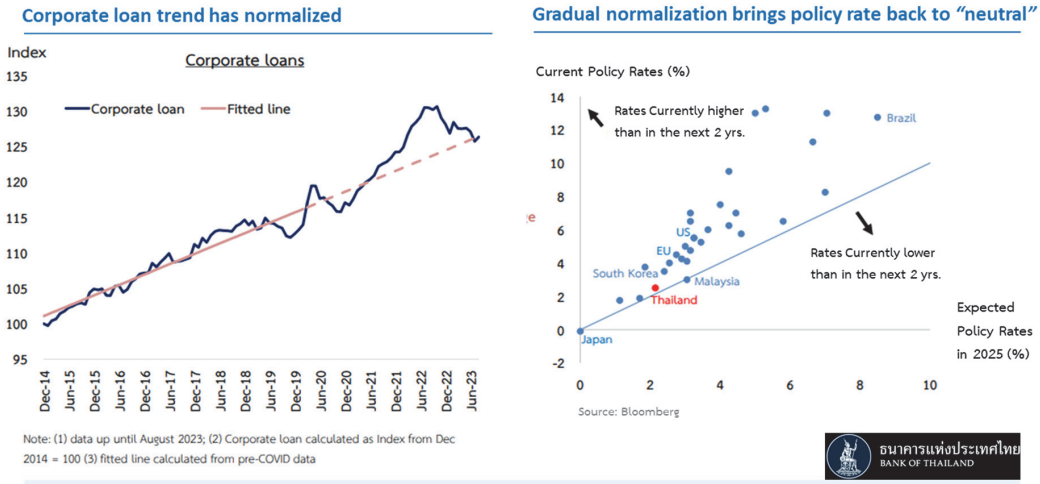
ด้านค่าเงินบาท เราคาดว่าจะอยู่ที่ระดับเฉลี่ยราว 35 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยมีปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนมาจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและดุลบัญชีเดินสะพัดที่ดีขึ้น อย่างไรก็ดี ค่าเงินบาทอาจได้รับแรงกดดันจากความผันผวนของดุลบัญชีทุนตามประเด็นอ่อนไหวในประเทศและต่างประเทศ อาทิ ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ เช่น รัสเซีย-ยูเครน อิสราเอล-ฮามาส และสหรัฐฯ-จีน-ไต้หวัน, ความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยในประเทศหลักจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในอัตราที่สูง เช่น ยุโรปและสหรัฐฯ, การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่นให้มีความเข้มงวดมากขึ้น หลังจากใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างมากเป็นระยะเวลานาน, ความล่าช้าของการอนุมัติร่างงบประมาณประจำปี FY2024, ความไม่แน่นอนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งอาจขัดต่อข้อกฎหมายและไม่ผ่านความเห็นชอบหากมีการพิจารณาของศาลรัฐธรรมนูญ และความเป็นไปได้ที่การก่อหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้นอาจกระทบต่อความแข็งแกร่งทางการคลัง รวมทั้งความเสี่ยงต่อการถูกปรับลดแนวโน้ม (Outlook) และอันดับความน่าเชื่อถือ (Rating) ที่จัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

**แผนภาพที่ 70: อัตราเงินเฟ้อในประเทศแม้มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในปี 2024F แต่คาดว่าจะยังอยู่ในกรอบเป้าหมายของ กนง.**




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

**แผนภาพที่ 71: สินเชื่อภาคธุรกิจโน้มกลับเข้าสู่แนวโน้มในอดีตต และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยที่ปรับขึ้นมาอยู่ในจุด “สมดุล” ในปัจจุบัน**

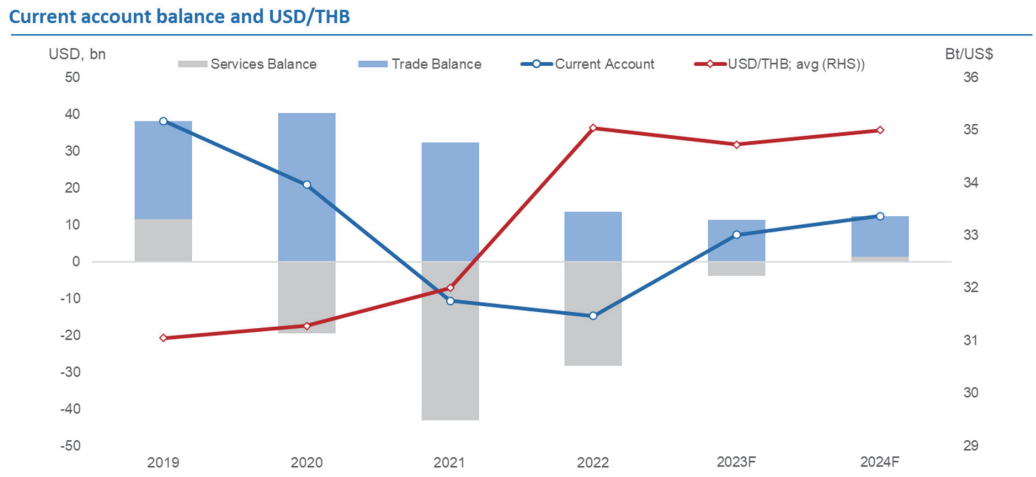



*“Having normalized policy gradually up to the current meeting (policy rate at 2.50%), the Committee deems the current policy interest rate to be appropriate for supporting long-term sustainable growth”*

- MPC meeting (27 Sep 2023) -

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

**แผนภาพที่ 72: ดุลบัญชีเดินสะพัดที่คาดว่าจะเกินดุลมากขึ้นในปี 2024F จะช่วยหนุนค่าเงินบาท อย่างไรก็ดี ยังต้องติดตามปัจจัยเสี่ยงทั้งนอกและในประเทศ ที่จะกระทบต่อดุลบัญชีทุนและความผันผวนของค่าเงินบาท**




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

TISCO | ESU
Economic Strategy Unit

# Our Team

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

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

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

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

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

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

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

## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

## สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

**เปิดทำการทุกวัน**

| | | | |
|---|---|---|---|
| เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3 : 02 477 9934 | เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2 : 02 454 9854 | เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3456 |
| เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4 : 02 646 1571 | เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017 | เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360 |
| เมกาบางนา ชั้น 1 : 02 105 2080 | เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909 | เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4 : 02 193 8080 |
| เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4 : 02 884 5161 | ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556 | เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411 |
| เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G : 02 416 0811 | ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2 : 02 958 0820 | เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998 |
| อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311 | เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5 : 02 550 1335 | พรอมานาด ชั้น 3 : 02 947 5315 |
| ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168 | | |

**จันทร์ - ศุกร์**

| | | |
|---|---|---|
| สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217 | เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717 | อาคารภคินท์ : 02 633 4333 |
| ศรีนครินทร์ : 02 006 5000 | วรจักร : 02 621 0141 | เยาวราช : 02 623 2212 |
| ราชวงศ์ : 02 622 8220 | ดิโอลด์สยาม ชั้น 1 : 02 623 9141 | |

## สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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