

# TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

แนะนำลีดนักหุ้นกลุ่ม EM จากทิศทางนโยบายการเงินของ Fed ที่เข้มงวดขึ้น

เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นยุโรป เพราะ 1.นโยบายที่มีแนวโน้มผ่อนคลายกว่า Fed 2. Valuation ของตลาดหุ้นที่ยังถูกกว่าของสหรัฐฯ และ 3. มีปัจจัยบวกจากกองทุน EU Recovery Fund

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีปัจจัยเสี่ยงจากการขึ้นภาษีนิติบุคคลที่จะพิจารณาในช่วงไตรมาส 4

# CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY.....	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY .....	04
• ตลาดหุ้น.....	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	15
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	17
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT .....	22
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ.....	23
• เศรษฐกิจยุโรป .....	32
• เศรษฐกิจจีน .....	38
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	43
• เศรษฐกิจไทย .....	47

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : [wealth@tisco.co.th](mailto:wealth@tisco.co.th)

[www.tiscoverwealth.com](http://www.tiscoverwealth.com)

# EXECUTIVE SUMMARY

เรามองว่าตลาดหุ้นในช่วงที่เหลือของปี จะถูกขับเคลื่อนจาก 2 ประเด็นสำคัญ ได้แก่ การถอนนโยบายผ่อนคลายของ Fed และการพิจารณาปรับขึ้นภาษีนิติบุคคลในสหรัฐฯ

ประเด็นแรก การถอนนโยบายผ่อนคลายของ Fed เรามองว่าจะทำให้หุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EM) Underperform หุ้นในกลุ่มตลาดพัฒนาแล้ว (Developed Markets: DM) โดยข้อมูลการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในอดีตตั้งแต่หลังวิกฤต Subprime ปี 2010 ชี้ว่าช่วงที่ Fed มีทิศทางนโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะแข็งค่าขึ้น หุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่มักจะปรับตัวลง โดยเฉพาะตลาดหุ้นละตินอเมริกา ซึ่งอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ เป็นอย่างมาก ส่วนตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ยังสามารถให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้เป็นส่วนใหญ่ โดยเฉพาะตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นที่มักให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ

ส่วนประเด็นที่สอง การพิจารณาปรับขึ้นภาษีนิติบุคคลในสหรัฐฯ ซึ่งในขณะนี้กำลังถูกพิจารณาในสภาผู้แทนฯ และอาจมีการปรับเปลี่ยนรายละเอียดอีก โดยในกรณีเลวร้ายสุด คือ ปรับขึ้นภาษีตามที่ประธานาธิบดี Joe Biden เสนอก่อนหน้านี้ ซึ่งจะทำให้กำไรของ S&P500 ปี 2022 ลดลง -7pp และน่าจะจำกัดการเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงที่เหลือของปี

ขณะที่ ตลาดหุ้นยุโรปมีปัจจัยหนุนจาก 1) กองทุน EU Recovery Fund ซึ่งประเทศสมาชิกจะได้รับการจัดสรรเงินก้อนใหญ่ในปีหน้า 2) นโยบายการเงินที่มีแนวโน้มผ่อนคลายกว่า Fed 3) Valuation ที่ถูกกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในรอบกว่า 10 ปี เราจึงแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่ม EM และให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นยุโรป

# GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

## Key Recommendations

- เราแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่ม EM จากทิศทางนโยบายการเงินของ Fed ที่เข้มงวดขึ้น
- และให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นยุโรป จาก 1) นโยบายที่มีแนวโน้มผ่อนคลายกว่า Fed 2) Valuation ของตลาดหุ้นที่ยังถูกกว่าของสหรัฐฯ 3) มีปัจจัยบวกจากกองทุน EU Recovery Fund
- ขณะที่ ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีปัจจัยเสี่ยงจากการขึ้นภาษีนิติบุคคลที่จะพิจารณาในช่วงไตรมาส 4

# Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย	●				<ul style="list-style-type: none"> <li>- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี จากทิศทางนโยบายการเงินของ Fed ที่เข้มงวดขึ้น และอุปทานพันธบัตรสหรัฐฯ ที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นหลังสภาผ่านงบกระตุ้นเศรษฐกิจ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
ตราสารทุน					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางผลบวกที่ลดลงของการเปิดเศรษฐกิจ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง</li> <li>- นอกจากนี้ ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงจากแผนขึ้นภาษีนิติบุคคลที่อาจทำให้กำไรของ S&amp;P500 ปี 2022 ลดลงถึง -7pp</li> <li>- Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก ซึ่งการเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ถูกจำกัดโดยนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ ท่ามกลางการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown</li> <li>- การเพิ่มกรอบนโยบายการคลังเป็น 70% ของ GDP ช่วยหนุนให้ภาครัฐสามารถออกมาตราการกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างต่อเนื่อง</li> <li>- ความเสี่ยงจากปัญหาการเมืองภายในประเทศ</li> <li>- Earnings growth อาจถูปรับลดลง หลังการกลับมาระบาดของ COVID-19</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน			●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางการกลับมาใช้มาตรการ Lockdown</li> <li>- อย่างไรก็ตาม PBOC มีการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยลดอัตราดอกเบี้ย RRR ในกลางเดือน ก.ย. และเริ่มอัดฉีดสภาพคล่องเพิ่มในกลางเดือน ก.ย.</li> <li>- ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว ทำให้การออกกฎระเบียบเพิ่มเติมอาจกลับกลายเป็นข่าวดีที่จะสร้างความชัดเจนให้กับตลาดในระยะข้างหน้า</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		●	●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก</li> <li>- คาดการณ์ว่าได้รับขึ้นค่อนข้างมาก ตามสัดส่วนภาคการผลิตที่สูง เทียบกับขนาดเศรษฐกิจ</li> <li>- มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed</li> <li>- ลดน้ำหนักเป็น Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นอินเดีย		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- อินเดียกำลังเผชิญกับอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นแรง ในขณะที่เศรษฐกิจยังบอบช้ำจากการระบาดของ COVID-19 ซึ่งทำให้อินฟляцияยังคงจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายอยู่ ทำให้เป็นความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ Stagflation</li> <li>- การระบาดของ COVID-19 ทำให้หนี้เสีย (Non-performing loan) มีแนวโน้มสูงขึ้น ซึ่งอินเดียมีหนี้เสียเป็นสัดส่วนสูงอยู่แล้วตั้งแต่ก่อนการระบาด และหุ้นกลุ่มธนาคารยังเป็นสัดส่วนมากสุดในตลาดหุ้น (ที่ 23% ของมูลค่าตลาด)</li> <li>- Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ ท่ามกลางการต่อขยายมาตรการ Lockdown</li> <li>- เงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed</li> <li>- ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการถอนนโยบายการเงินของ Fed</li> <li>- เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป				●	<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวขึ้น หนุนโดยภาคบริการเป็นสำคัญ ตามการเปิดเศรษฐกิจ</li> <li>- กองทุน EU Recovery Fund เริ่มจัดสรรแล้วในเดือน ส.ค. และก่อนใหญ่กว่า 60% จะถูกจัดสรรต่อเนื่องในปี 2022</li> <li>- เยอรมนีมีการเลือกตั้งนายกฯ ในเดือน ก.ย. ซึ่งหากพรรคกร่วมรัฐบาลพลิกมาได้รับเลือกเป็นนายกฯ ก็จะสามารถสนับสนุนให้มีการใช้จ่ายกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น</li> <li>- Earnings มีแนวโน้มขยายตัวได้ดี</li> <li>- เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●				<ul style="list-style-type: none"> <li>- โครงสร้างทางเศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และทุนสำรองค่า</li> <li>- มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง</li> <li>- ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ	●				<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fed เปลี่ยนมาทำที่ Hawkish อย่างชัดเจน หลังการประชุมในเดือน มิ.ย.</li> <li>- นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะทำให้ราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงต่อจากนี้</li> <li>- แนะนำให้นักลงทุนขายทองคำ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
น้ำมัน		●	●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาน้ำมัน WTI อาจทรงตัวอยู่ที่ระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ท่ามกลางความต้องการใช้น้ำมันที่อ่อนแอลง และการประกาศลดระดับน้ำมันจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ของจีน</li> <li>- ซึ่งน่าจะชดเชยปัจจัยบวกจากการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่ยังไม่ฟื้นตัวหลังได้รับผลกระทบจากพายุเฮอริเคนไอดา และการเจรจานิวเคลียร์ดีลระหว่างอิหร่านกับสหรัฐฯ ยังไม่บรรลุข้อตกลง</li> <li>- เพิ่มน้ำหนักเป็น Neutral</li> </ul>
US REITs			●	●	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ</li> <li>- ได้ประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจ และราคาบ้านที่ปรับเพิ่มขึ้นแรง</li> <li>- อย่างไรก็ตาม มีความเสี่ยงจากการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed</li> <li>- ลดน้ำหนักเป็น Neutral</li> </ul>
J-REITs			●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น</li> <li>- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง</li> <li>- อย่างไรก็ตาม นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลก เริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>

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

# Past Performance

ASEAN	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Thailand SET	1,627	0.5%	0.3%	-0.3%	2.8%	2.2%	4.0%	28.7%	12.3%
Philippines PCOMP	6,915	0.4%	0.1%	-0.8%	4.9%	0.0%	7.3%	17.4%	-3.1%
Indonesia JCI	6,132	0.4%	0.8%	0.4%	0.4%	1.6%	-1.9%	24.7%	2.6%
Singapore STI	3,091	1.4%	-0.5%	0.9%	0.1%	-0.9%	-1.3%	24.6%	8.7%
Malaysia KLCI	1,536	0.4%	-0.1%	-1.3%	0.9%	-1.9%	-3.7%	2.6%	-5.6%
Asia	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
HK HSI	24,468	1.0%	0.0%	-2.3%	-1.5%	-13.6%	-15.3%	3.2%	-10.1%
China H HSCEI	8,725	1.0%	0.0%	-2.4%	-0.2%	-16.7%	-22.8%	-8.9%	-18.7%
MSCI China	89	0.0%	0.3%	-1.0%	0.8%	-16.9%	-19.3%	-7.6%	-17.6%
China CSI300	4,853	0.7%	-0.7%	-1.3%	0.4%	-5.7%	-3.1%	4.3%	-6.9%
Taiwan TWSE	17,078	0.9%	-2.0%	-2.0%	2.0%	-1.5%	5.6%	35.7%	15.9%
Korea KOSPI	3,128	-0.4%	0.0%	0.0%	2.2%	-4.3%	2.9%	29.6%	8.8%
MSCI Korea	948	0.0%	0.0%	0.3%	2.4%	-5.6%	-2.3%	26.8%	2.4%
India SENSEX	59,702	1.3%	-0.1%	0.9%	7.5%	14.1%	19.3%	58.5%	25.0%
MSCI India	2,048	0.0%	0.1%	-0.7%	7.2%	12.5%	20.8%	54.9%	28.0%
Developed Market	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Australia AS 200	7,370	1.0%	0.3%	-1.2%	-1.6%	1.0%	9.3%	24.4%	11.9%
Japan TOPIX	2,044	0.0%	-1.0%	-3.6%	6.7%	4.8%	3.7%	24.3%	13.2%
Japan Nikkei 225	29,639	0.0%	-0.7%	-3.4%	7.8%	2.6%	2.2%	27.0%	8.0%
Europe STOXX600	467	0.8%	1.0%	0.2%	-1.1%	3.0%	10.3%	29.8%	17.0%
Euro STOXX50	4,184	0.8%	1.3%	0.3%	0.2%	2.7%	9.3%	31.6%	17.8%
US Dow Jones	34,258	0.0%	1.0%	-1.6%	-3.0%	1.1%	5.7%	28.0%	11.9%
US S&P500	4,396	0.0%	1.0%	-1.9%	-1.9%	3.6%	12.4%	35.8%	17.0%
MSCI US REITs	1,420	0.0%	0.9%	-0.5%	0.1%	2.8%	16.6%	43.3%	24.9%
J-REITs	2,081	0.0%	-1.2%	-2.7%	-0.7%	-2.7%	5.2%	23.0%	16.7%
Europe	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
UK FTSE 100	7,114	0.4%	1.5%	1.2%	0.1%	0.6%	6.2%	20.6%	10.1%
Germany DAX	15,626	0.8%	1.0%	-0.2%	-1.4%	1.1%	6.6%	23.6%	13.9%
France CAC 40	6,687	0.7%	1.3%	1.0%	0.1%	2.1%	12.5%	39.2%	20.4%
Switzerland SMI	11,920	0.7%	0.4%	-0.9%	-4.5%	0.2%	7.4%	15.4%	11.4%
Portugal PSI 20	5,388	0.0%	2.2%	0.9%	0.5%	6.9%	10.5%	31.8%	10.0%
Spain IBEX 35	8,891	0.9%	0.6%	1.8%	-0.9%	-0.7%	6.0%	33.6%	10.1%
Italy FTSE MIB	25,906	0.7%	1.4%	-0.2%	-0.5%	3.3%	7.4%	36.9%	16.5%
Latin America	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Brazil BOVESPA	112,282	0.0%	1.8%	-2.4%	-4.4%	-12.6%	-0.9%	17.3%	-5.7%
Chile IPSA	4,384	0.0%	1.8%	-0.6%	-0.2%	0.3%	-8.7%	24.5%	5.0%
Mexico MEXBO	51,338	0.0%	1.0%	-0.9%	-1.4%	2.3%	10.0%	43.3%	16.5%
Regional	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
MSCI Asia Pac ex Japan	640	0.0%	-0.1%	-1.3%	1.0%	-7.8%	-6.4%	14.9%	-3.3%
MSCI Latin America	2,334	0.0%	2.1%	-2.8%	-2.1%	-11.9%	1.8%	27.3%	-4.8%
MSCI All Country World	724	0.0%	0.7%	-1.5%	-0.9%	1.3%	8.3%	31.2%	12.1%
Commodities	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
WTI Spot	72.39	0.2%	2.4%	-0.3%	10.3%	-0.9%	25.3%	81.3%	49.2%
Brent Spot	76.36	0.2%	2.5%	0.9%	11.1%	1.6%	25.6%	82.8%	47.4%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.97	0.01	0.16	0.91	0.86	1.86	0.94	2.13	0.69
Gold Spot	1763.27	-0.8%	0.1%	0.5%	-2.2%	-1.1%	2.0%	-5.5%	-6.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3100.33	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-1.4%	-1.5%	-10.2%	-6.9%
Bloomberg Agri Subindex	56.03	0.2%	1.3%	-0.8%	-1.4%	2.4%	8.4%	44.1%	16.7%
Thai Bond Index	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
ThaiBMA Govt Bond index	319.89	0.0%	0.0%	-0.4%	-1.2%	1.0%	2.3%	-1.8%	-3.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.33	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.7%	0.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	310.44	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.9%	0.2%	1.4%	1.1%	-0.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	414.85	0.0%	0.2%	-0.5%	-1.4%	1.1%	2.3%	0.0%	-1.4%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	263.00	0.0%	0.1%	-0.3%	-0.7%	0.4%	1.3%	0.8%	-0.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
1Y	0.50	0	0	2	4	2	2	-2	14
2Y	0.54	0	0	2	8	2	2	-2	15
5Y	0.94	0	0	9	26	6	-18	8	33
10Y	1.80	0	1	14	27	-6	-14	40	52
Spread 10Y-2Y	126	0	1	12	19	-8	-15	43	37
Foreign Bond Yields (bps)	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
US 10Y	1.34	4	-2	0	8	-15	-28	66	42
Japan 10Y	0.04	0	0	0	3	-2	-4	2	2
UK 10Y	0.83	3	-1	1	29	5	6	61	63
German 10Y	(0.29)	3	-1	1	19	-11	5	21	28
Spain 10Y	0.34	3	-1	0	11	-11	5	11	29
Italy 10Y	0.69	2	-3	-1	11	-21	9	-16	15
Others	Last	Today	-1D	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
VIX index	20.87	0.0%	-3.5	2.2	3.7	4.6	0.6	-7.7	-1.9
Dollar index	93.23	-0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	1.6%	1.0%	-1.2%	3.7%
USD/THB	33.43	-0.1%	0.0	0.8%	0.5%	5.0%	7.8%	5.9%	11.4%
EUR/USD	1.17	-0.2%	0.1%	-0.4%	-0.2%	-1.8%	-1.2%	0.3%	-4.2%
GBP/USD	1.37	0.0%	0.0	-0.9%	-0.5%	-2.2%	-0.8%	7.0%	0.0%
USD/JPY	109.95	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.9%	1.1%	4.3%	6.4%
USD/CNY	6.47	0.1%	0.0	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.7%	-5.0%	-0.9%
USD/CNH	6.47	0.2%	-0.3%	0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.7%	-5.0%	-0.5%

As of 9/23/2021 02:19:48 PM

# ตลาดหุ้น

เราแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่ม EM จากทิศทางนโยบายการเงินของ Fed ที่เข้มงวดขึ้น และ ใ้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นยุโรป จาก 1) ทิศทางนโยบายที่มีแนวโน้มอ่อนคลายกว่า Fed 2) Valuation ของตลาดหุ้นยุโรปที่ถูกกว่าตลาดสหรัฐฯ ในรอบกว่า 10 ปี 2) ผลประกอบการของบริษัทในยุโรปมีปัจจัยบวกจากกองทุน EU Recovery Fund ในขณะที่ 3) คาดการณ์กำไรของบริษัทในสหรัฐฯ อาจถูกปรับลดลง จากการขึ้นภาษีนิติบุคคล ที่จะพิจารณาในช่วงไตรมาส 4

## แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นยุโรป และลดน้ำหนักการลงทุนกลุ่ม EM

เรามองตลาดหุ้นในช่วงที่เหลือของปี จะถูกขับเคลื่อนจาก 2 ประเด็นสำคัญ ได้แก่ การถอนนโยบายผ่อนคลายของ Fed และการพิจารณาปรับขึ้นภาษีในสหรัฐฯ โดยทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอาจส่งผลให้หุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EM) Underperform ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets: DM)

ขณะที่ การพิจารณาปรับขึ้นภาษีในสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาส 4 อาจทำให้คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปี 2022 ถูกปรับลดลงอีก สวนทางกับตลาดหุ้นยุโรปที่มีปัจจัยหนุนจาก 1) กองทุน EU Recovery Fund ซึ่งประเทศสมาชิกจะได้รับ การจัดสรรเงินก้อนใหญ่ในปีหน้า 2) นโยบายการเงินที่มีแนวโน้มผ่อนคลายกว่า 3) Valuation ที่ถูกกว่าตลาดสหรัฐฯ ในรอบกว่า 10 ปี ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้นยุโรปน่าจะมี Upside มากกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงที่เหลือของปี

## การลด QE (QE Taper) ส่งผลจำกัดต่อตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

Fed มีการส่งสัญญาณว่าจะเริ่มลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE taper) ลง โดยประธาน Fed มีการแถลงในงานประชุมวิชาการ

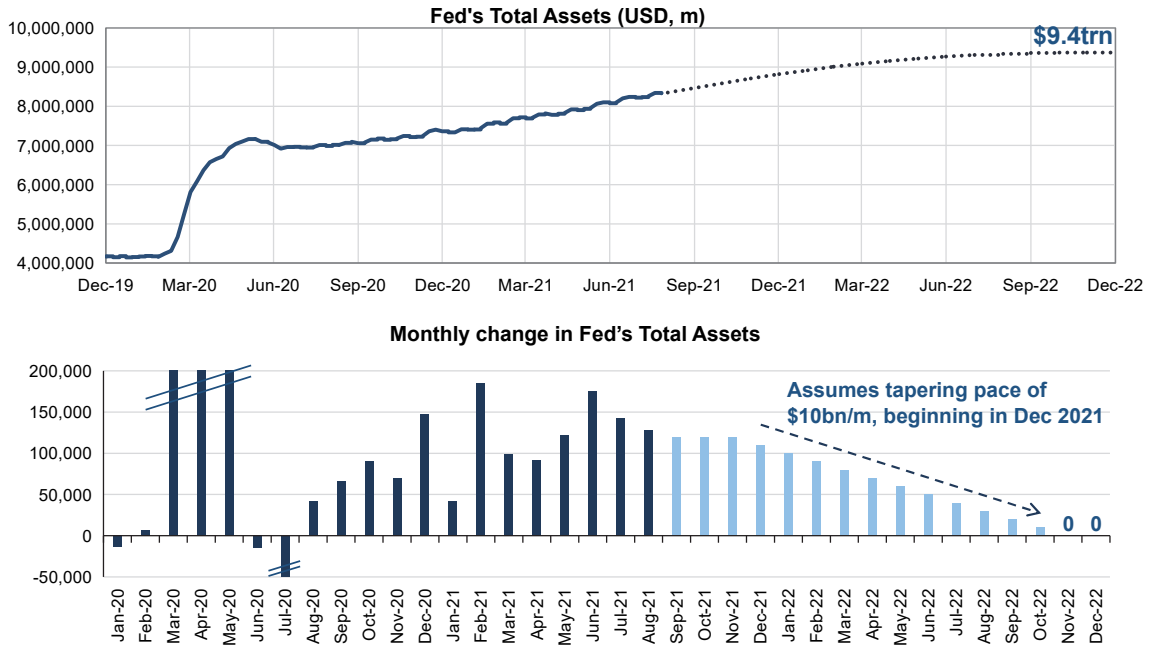
Jackson Hole ว่าอาจเริ่มลดภายในปีนี้ ซึ่งสอดคล้องกับความเห็นของคณะกรรมการนโยบายการเงินส่วนใหญ่ในรายงานการประชุม (Fed Minutes) เดือน ก.ค. ที่ผ่านมา

หากสมมติให้ Fed เริ่มลด QE ในเดือน ธ.ค. นี้ โดยทยอยลดการเข้าซื้อลงจากปัจจุบันที่ 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯต่อเดือน ลงเดือนละ 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ Fed จะสิ้นสุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในเดือน พ.ย. 2022 ซึ่งจะทำให้ขนาดงบดุล (Balance sheet) ของ Fed เพิ่มขึ้นอีกราว 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 9.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงสิ้นปีหน้า

สภาพคล่องที่จะถูกอัดฉีดน้อยลงไม่น่าส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นสหรัฐฯมากนัก เห็นได้จากช่วงที่ Fed ลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ครั้งก่อน หลังวิกฤติ Subprime ในระหว่างเดือน ธ.ค. 2013- ต.ค. 2014 ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ก็ยังสามารถทรงตัวในระดับสูงได้ต่อเนื่อง

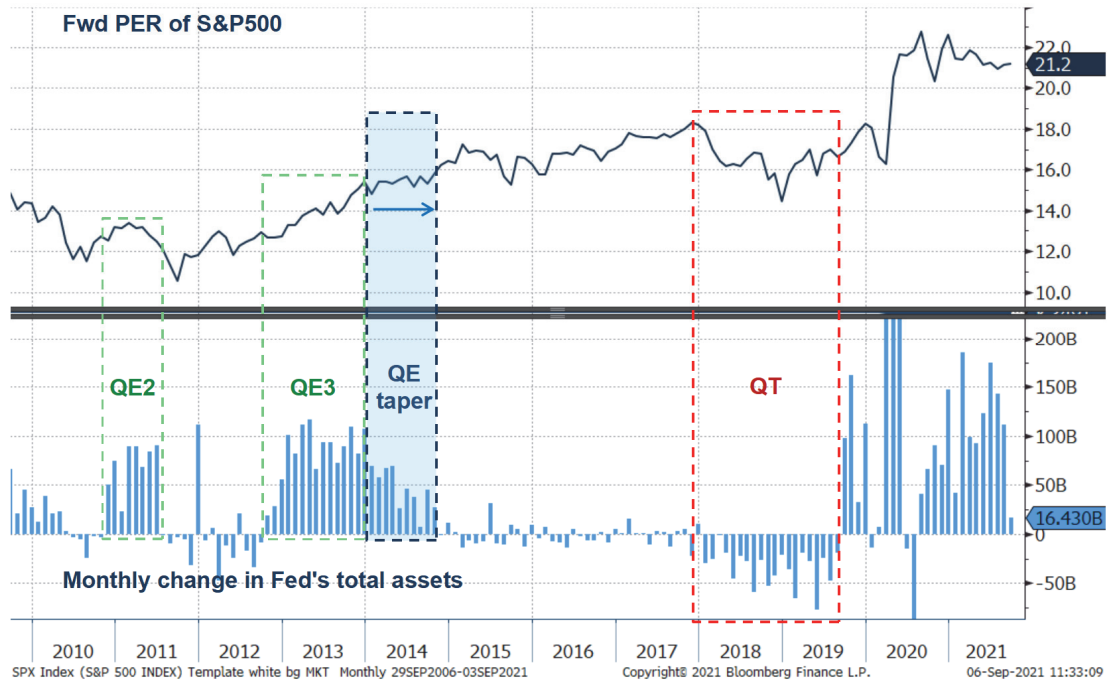
นอกจากนี้ การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นย้อนหลังตั้งแต่ปี 2010 ชี้ว่าช่วงที่ Fed ยังอัดฉีดสภาพคล่อง ดัชนี S&P500 จะมีการปรับฐานลงจากจุดสูงสุดก่อนหน้า (Drawdown) ไม่เกิน -10% ทำให้เรามองผลกระทบจากการลด QE ต่อตลาดหุ้นค่อนข้างจำกัด

**แผนภาพที่ 1: งบดุลของ Fed จะเพิ่มขึ้นเป็น 9.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในสิ้นปี 2022 หาก Fed ดำเนินการลด QE ตามคาด**



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

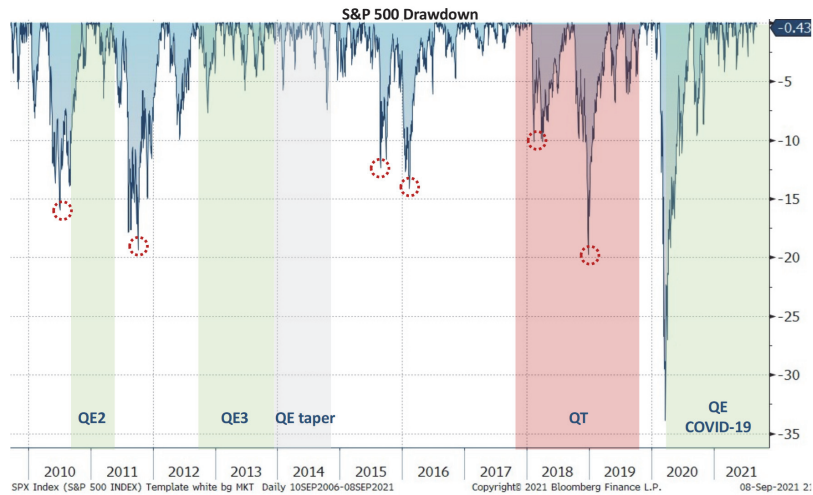
**แผนภาพที่ 2: ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ยังทรงตัวอยู่ในระดับ ในปี 2014 ที่ Fed ลด QE**



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



**แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) มีการปรับฐานลงจากจุดสูงสุดไม่เกิน -10% ในช่วงที่ Fed อัดฉีดสภาพคล่อง**



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

**หุ้นในตลาดเกิดใหม่ (EM) underperform หุ้นในตลาดพัฒนาแล้ว (DM) อย่างชัดเจน ในช่วงที่ Fed ลด QE**

ถึงแม้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดในช่วงที่ Fed ลด QE แต่ตลาดหุ้นประเทศอื่น โดยเฉพาะในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM) กลับถูกเทขายอย่างต่อเนื่อง

โดยหลังจากที่นาย Ben Bernanke ประธาน Fed สมัยนั้น เปิดเผยว่าคณะกรรมการนโยบายการเงินเริ่มมีการปรึกษากันถึงแนวทางในการลด QE ในเดือน พ.ค. 2013 ตลาดหุ้นทั่วโลกก็ตอบรับการส่งสัญญาณดังกล่าว และปรับตัวลงแรงจนเป็นเหตุการณ์ที่เรียกว่า Taper tantrum

โดยหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (MSCI EM) มีการปรับตัวลงมากถึง 10-20% ในช่วง 1-3 เดือนหลังการส่งสัญญาณ และยัง

ปรับตัวลงต่อเนื่องหลัง Fed เริ่มดำเนินการลด QE จริงในเดือนธ.ค.2013 ซึ่งสวนทางกับการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) และยุโรป (STOXX600) ที่มีการปรับตัวลง 5-10% แค่นี้ในระยะสั้นราว 1 เดือน ก่อนจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง และไม่ได้มีการปรับฐานลงที่รุนแรงช่วงที่ Fed เริ่มดำเนินการลด QE จริง ขณะที่ตลาดหุ้นญี่ปุ่น (Nikkei225) มีการปรับตัวลงแรงราว 20% ในช่วง 1 เดือนแรก ใกล้เคียงกับหุ้นในตลาดเกิดใหม่ (EM) แต่ก็มีการฟื้นตัวที่รวดเร็ว และกลับมาฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องเช่นเดียวกับหุ้นในกลุ่มตลาดพัฒนาแล้ว (DM) อื่นๆ เช่นกัน

**แผนภาพที่ 4: หุ้นในตลาดเกิดใหม่ (EM) underperform หุ้นในตลาดพัฒนาแล้ว (DM) อย่างชัดเจน ในช่วงที่ Fed ลด QE**



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

## ตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นมัก Outperform ในช่วงที่ Fed ใช้ นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น

Fed เริ่มส่งสัญญาณนโยบาย การเงินที่เข้มงวดขึ้น โดย อาจเริ่มลดการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE Taper) ปลายปีนี้ และ ขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะส่งผลให้ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield หรือ ผลตอบแทนพันธบัตร หักลบด้วยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ) ซึ่งปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำมาก ที่ราว -1.0% เริ่มปรับตัวขึ้น

หากพิจารณาการเคลื่อนไหวของราคา วาลินทรัพย์ในช่วงที่ Fed ปรับนโยบายการเงินให้เข้มงวดขึ้น ซึ่งสะท้อนผ่าน Real Yield ที่ปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เราสามารถตั้งข้อสังเกตได้ดังนี้

1. ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มักแข็งค่าขึ้น โดยแข็งค่าขึ้นในทุก ช่วงที่ Real Yield เป็นขาขึ้น
2. ตลาดหุ้น Emerging markets มักให้ผลตอบแทนต่ำ โดยเฉพาะตลาดหุ้นละตินอเมริกา ซึ่งอ่อนไหวต่อนโยบายการเงิน ของสหรัฐฯ เป็นอย่างมาก และให้ผลตอบแทนติดลบ 6 ครั้ง จากทั้งหมด 7 ครั้ง
3. ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ยังสามารถให้ผลตอบแทน เป็นบวกได้เป็นส่วนใหญ่ โดยเฉพาะตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นที่ มักให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงที่นโยบายการ เงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น

แผนภาพที่ 5: ในอดีตย้อนหลังไปตั้งแต่วิกฤติ Subprime ในปี 2009 มีช่วงที่ Real yield พุ่งขึ้นแรงทั้งหมด 7 ช่วง



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

แผนภาพที่ 6: ในช่วงที่ Real yield พุ่งขึ้น ตลาดหุ้น EM มักให้ผลตอบแทนติดลบ ในขณะที่ตลาดหุ้น DM ยังให้ผลตอบแทนเป็นบวก และ หุ้นยุโรปและญี่ปุ่นมักให้ผลตอบแทนดีกว่าสหรัฐฯ

Date		Real Yield %		Chg.		DX	S&P500	STOXX 600	TOPIX	MSCI AxJ	MSCI Latam
Start	End	Start	End	(bps)	chg/day						
30 Nov 09	2 Apr 10	1.08	1.60	52	0.4	8.4%	7.5%	11.9%	17.8%	7.2%	4.5%
8 Oct 10	10 Feb 11	0.41	1.37	97	0.8	1.2%	13.5%	9.3%	12.8%	-0.7%	-4.3%
1 May 13	5 Sep 13	-0.67	0.92	159	1.3	1.4%	4.6%	2.6%	0.0%	-6.3%	-16.8%
17 Apr 15	15 Nov 15	-0.03	0.73	75	0.4	1.5%	-2.8%	-8.5%	-0.2%	-19.9%	-24.3%
3 Oct 16	16 Dec 16	-0.01	0.71	72	1.0	7.6%	4.5%	4.9%	16.5%	-6.7%	-7.2%
2 Jan 18	2 Nov 18	0.46	1.15	70	0.2	5.1%	1.0%*	-6.2%	-8.7%	-15.6%	-6.4%
10 Feb 21	19 Mar 21	-1.07	-0.59	48	1.3	1.7%	0.1%	3.4%	4.2%	-6.5%	-2.2%

\* S&P500 earnings rose significantly more than other markets in 2018 due to corporate tax cut

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

## ค่าเงินในกลุ่มตลาดกำลังพัฒนา (EM) อาจอ่อนค่าอย่างรุนแรง ในช่วงที่ Fed ถอนสภาพคล่อง

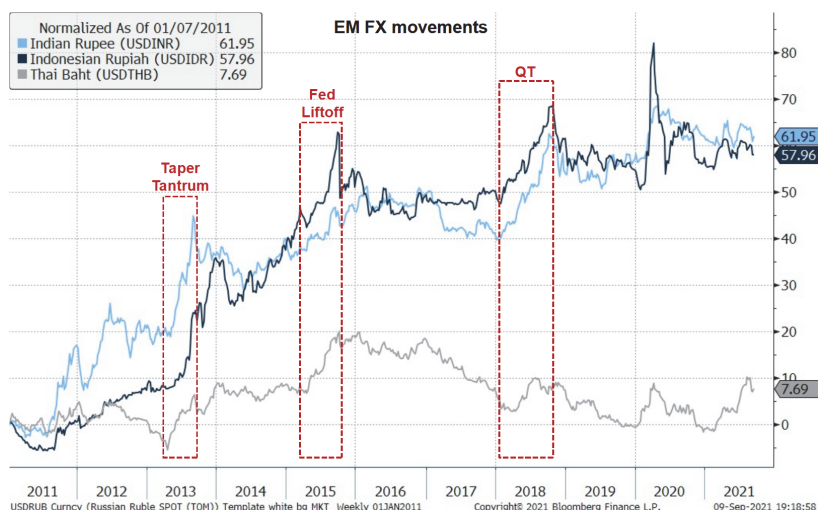
การถอนสภาพคล่องของ Fed ในอดีตมักจะส่งผลให้ค่าเงินของประเทศอื่นๆ อ่อนค่าลง โดยเฉพาะกลุ่มตลาดกำลังพัฒนา (EM) ที่มีพื้นฐานทางเศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ที่สูงมาก และมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Reserves) ต่ำ

เมื่อพิจารณาดุลบัญชีเดินสะพัด และเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศเหล่านี้ พบว่ามีพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าในอดีต ยกตัวอย่างเช่น กลุ่ม Fragile Five ซึ่งประกอบด้วย อินเดีย อินโดนีเซีย บราซิล ตุรกี และแอฟริกาใต้ ที่เผชิญกับค่าเงินที่อ่อนค่าอย่างรุนแรง 15-20% ทุกครั้งที่ Fed ถอนสภาพคล่อง ปัจจุบันมีดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP และเงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่อ GDP มากกว่าช่วงก่อนเกิด Taper tantrum ในปี 2013 ก่อน Fed ขึ้นดอกเบี้ยในปี 2015 และก่อน Fed ลดขนาดงบดุลในปี 2017

อย่างไรก็ดี ลัดส่วนหนี้ต่างประเทศ (External debt) ต่อ GDP กลับเพิ่มสูงขึ้น เช่น บราซิลอยู่ที่ราว 45% สูงกว่าในระดับอดีตที่ 20-30% และตุรกีที่ราว 75% สูงกว่าระดับในอดีตที่ 40-50% ซึ่งส่วนหนึ่งอาจมาจากผลกระทบของ COVID-19 ทำให้มีการกู้เงินมาพยุงเศรษฐกิจในประเทศเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ นักเศรษฐศาสตร์ (Bloomberg consensus) ยังคาดการณ์การเติบโตของ GDP ในปี 2022 ที่ใกล้เคียง หรือต่ำกว่า ช่วงที่ Fed ถอนสภาพคล่องในอดีต

ในระยะข้างหน้า เมื่อ Fed เปิดเผยรายละเอียดแผนการถอนสภาพคล่องที่ชัดเจนขึ้น อาจทำให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในตลาดปรับสูงขึ้น เงินทุนไหลออกจากประเทศ เป็นความเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจเช่นกัน เราจึงแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนหุ้นในตลาดเกิดใหม่ (EM)

**แผนภาพที่ 7: ค่าเงินในกลุ่มตลาดกำลังพัฒนา (EM) ที่พื้นฐานเศรษฐกิจอ่อนแอ มักจะอ่อนค่าอย่างรุนแรง ในช่วงที่ Fed ถอนสภาพคล่อง**



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

**แผนภาพที่ 8: กลุ่ม EM มีดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP และเงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่อ GDP มากกว่า ช่วงที่ Fed ถอนสภาพคล่องในอดีต แต่มีสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP สูงขึ้น**

	Current Account (% of GDP)				Reserves (% of GDP)				External debt (% of GDP)				GDP growth (%)			
	2012	2014	2017	2021 F	2012	2014	2017	2021 F	2012	2014	2017	2021 F	2013	2015	2018	2022 F
Argentina	-0.4	-1.6	-4.8	2.3	6.3	4.6	7.8	11.0	26.6	27.8	36.4	68.6	2.4	2.7	-2.6	2.5
Brazil	-3.4	-4.1	-0.7	-0.6	14.7	14.4	17.7	25.7	17.9	29.0	32.3	45.6	3.0	-3.5	1.8	2.1
Colombia	-3.1	-5.3	-3.4	-3.8	9.4	11.8	14.6	20.4	21.2	26.6	39.9	53.7	5.1	3.0	2.6	3.8
Chile	-4.4	-2.0	-2.3	0.3	14.9	14.9	13.7	14.9	45.1	58.4	65.1	79.6	4.0	2.3	3.7	2.9
Mexico	-1.6	-1.9	-1.8	1.8	12.8	14.1	14.2	17.7	28.9	32.5	37.7	42.8	1.4	3.3	2.2	3.0
Turkey	-5.4	-4.1	-4.8	-3.4	11.2	11.2	9.6	19.6	38.8	43.3	52.8	75.9	8.5	6.1	3.0	3.7
Russia	3.3	2.8	2.0	3.9	21.6	16.0	22.0	35.7	28.8	29.1	32.9	39.6	1.8	-2.0	2.8	2.5
India	-4.8	-1.3	-1.8	-1.2	14.3	14.5	14.5	18.4	21.6	22.5	19.4	20.6	6.4	8.0	6.5	7.7
Indonesia	-2.7	-3.1	-1.6	-1.3	11.5	11.9	12.2	11.8	27.5	33.0	34.8	38.2	5.6	4.9	5.2	5.2
Malaysia	5.1	4.3	2.8	3.8	42.3	32.6	31.0	27.6	62.6	63.3	68.3	65.1	4.7	5.1	4.8	5.7
Philippines	2.7	3.6	-0.7	-0.4	27.4	23.6	21.8	42.7	23.0	26.1	22.3	21.2	6.8	6.3	6.3	6.5
Thailand	-1.2	2.9	9.6	0.5	43.0	36.6	42.5	55.1	32.9	34.8	34.0	29.1	2.7	3.1	4.2	4.1

ที่มา: IMF, World Bank, BoT, Trading Economics, theglobaleconomy.com, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**เรามองตลาดหุ้นยุโรปมี Upside มากกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงที่เหลือของปี**

จากข้อมูลข้างต้น ชี้ว่าช่วงที่ Fed ถอนการผ่อนคลายนโยบายการเงิน หุ้นในตลาดพัฒนาแล้ว (DM) มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้น สวนทางกับหุ้นตลาดเกิดใหม่ (EM) ซึ่งในกลุ่มตลาดพัฒนาแล้วเรามองว่าตลาดหุ้นยุโรปน่าจะมี Upside มากสุด โดยเมื่อพิจารณาคาดการณ์กำไรปี 2022 ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) ตลาดหุ้นยุโรป (STOXX600) และตลาดหุ้นญี่ปุ่น (Nikkei225) พบว่านักวิเคราะห์คาดว่าจะโตในอัตราที่ใกล้เคียงกันราว 7-9%

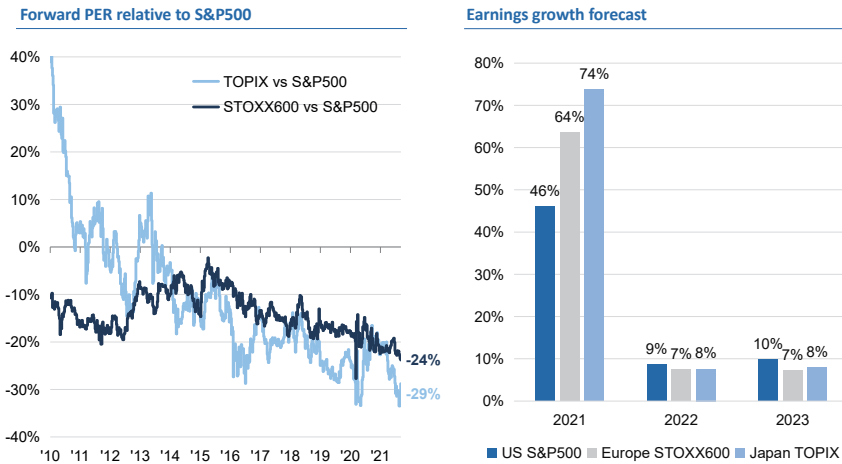
อย่างไรก็ดี เรามองว่ากำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลง เมื่อแผนขึ้นภาษีนิติบุคคลผ่านสภา โดยในขณะนี้สภาผู้แทนฯ กำลังพิจารณาแผนดังกล่าว และอาจมีการปรับเปลี่ยนรายละเอียดอีก ซึ่งในกรณีเลวร้ายสุด คือ ปรับขึ้นภาษีตามที่ประธานาธิบดี Joe Biden เสนอ ได้แก่ ขึ้นภาษีนิติบุคคลเป็น 28%จากปัจจุบันที่ 21%, ขึ้นภาษีกำไรจากนอกประเทศ (GILTI) เป็น 21% จากปัจจุบันที่ 10.5% และขึ้นภาษีกำไรจากการลงทุน (Capital gains tax) กับผู้ที่มีรายได้สูงเป็น 39.6% จากปัจจุบันที่ 20% ซึ่งเราประเมินว่าหากปรับขึ้นตาม

แผนของประธานาธิบดี Biden จะทำให้กำไรของ S&P500 ปี 2022 ลดลง -7pp ซึ่งจะทำให้กำไรเติบโตเพียง 2% จาก 9% ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ในปัจจุบัน

ขณะที่ กำไรของตลาดหุ้นยุโรปมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากกองทุนฟื้นฟูเศรษฐกิจ (EU Recovery Fund) วงเงินรวม 7.5 แสนล้านยูโร ซึ่งประกอบด้วยเงินให้เปล่า (Grants) จำนวน 3.9 แสนล้านยูโร และเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (Loans) จำนวน 3.6 แสนล้านยูโร โดยเงินให้เปล่าเริ่มทยอยจัดสรรให้กับประเทศสมาชิกแล้วในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา คิดเป็น 13% ของจำนวนทั้งหมด ซึ่งในปี 2022 น่าจะถูกจัดสรรอีกที่ราว 60% และที่เหลืออีก 30% ในปี 2023

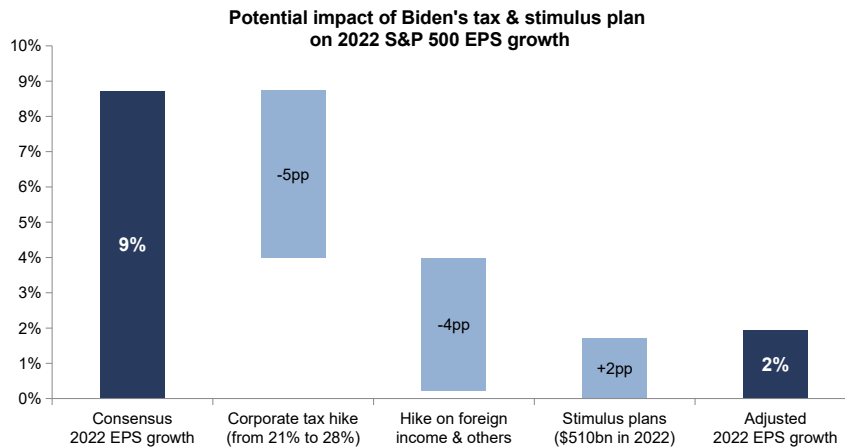
นอกจากนี้ Valuation ของตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่นยังเทรตในระดับที่ถูกกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก โดยค่า Forward P/E ของตลาดหุ้นยุโรป (STOXX600) และตลาดหุ้นญี่ปุ่น (Nikkei225) เทรตที่ Discount กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) มากถึง -24% และ -29% ตามลำดับ ซึ่งนับว่าเป็นระดับที่ Discount มากสุดในรอบกว่า 10 ปี

**แผนภาพที่ 9: ตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่นยังเทรดในระดับที่ต่ำกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก**



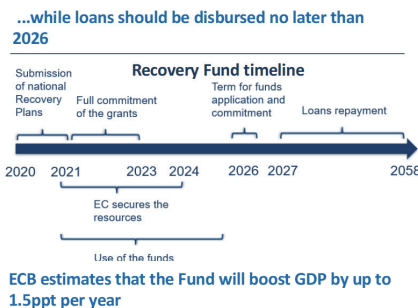
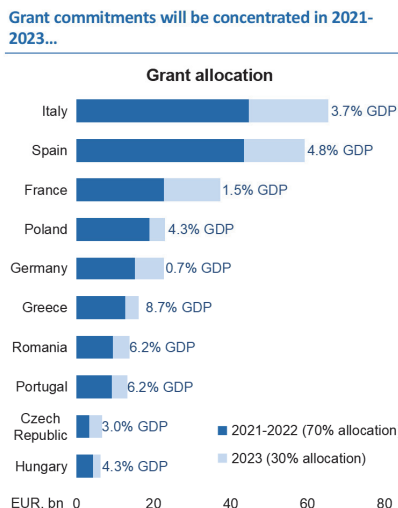
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 10: แผนขึ้นภาษีของประธานาธิบดี Biden จะทำให้กำไรของ S&P500 ปี 2022 ลดลง -7pp ซึ่งจะทำให้กำไรเติบโตเพียง 2% จาก 9% ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ในปัจจุบัน**



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

**แผนภาพที่ 11: กำไรของตลาดหุ้นยุโรปมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากกองทุนฟื้นฟูเศรษฐกิจ (EU Recovery Fund) วงเงินรวม 7.5 แสนล้านยูโร ซึ่งเริ่มทยอยจัดสรรให้กับประเทศสมาชิกแล้วในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา**



ที่มา: European Commission, ECB, ISPI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แนวโน้มเงินเฟ้อในยุโรป และญี่ปุ่น ที่ยังไม่เร่งตัวขึ้นแรง เปิดทางให้ใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายกว่าสหรัฐฯ**

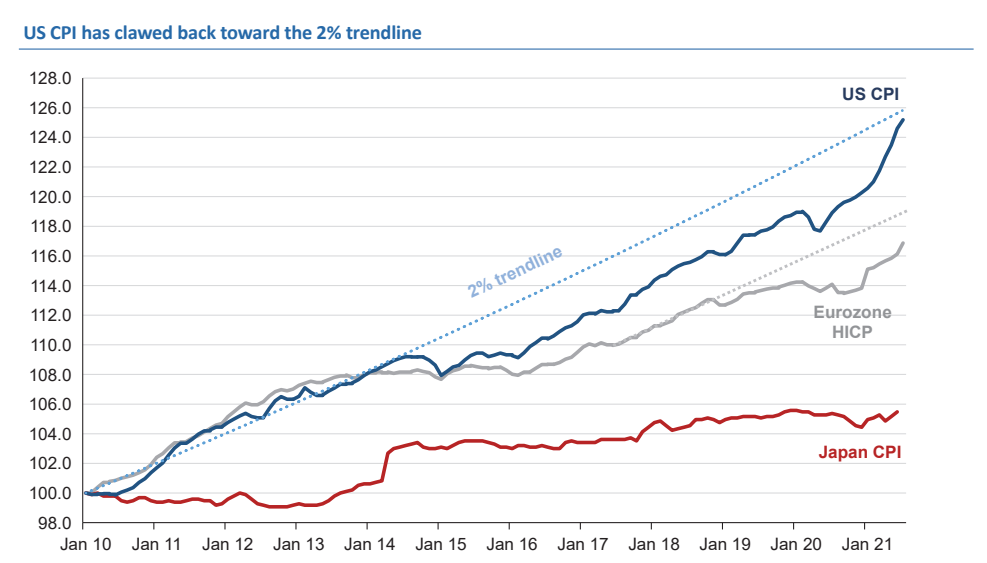
อัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นแรงในสหรัฐฯ ท่ามกลางมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง ซึ่งมีการแจกเงินให้เปล่า และการจ่ายสวัสดิการว่างงานเพิ่มเติมเป็นจำนวนมาก ทำให้การบริโภคขยายตัวสูง และเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ Fed เริ่มใช้นโยบายเข้มงวดก่อนประเทศอื่น

โดยเงินเฟ้อของสหรัฐฯ มีการเร่งตัวกลับสู่แนวโน้ม 2% ซึ่งเป็นแนวโน้มย้อนหลังไปตั้งแต่หลังวิกฤติ Subprime ปี 2010 แล้ว

ในขณะที่เงินเฟ้อของยุโรปและญี่ปุ่นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และยังต่ำกว่าแนวโน้ม 2% ค่อนข้างมาก

นอกจากนี้ ในระยะข้างหน้า หากปัญหา Supply disruptions และการขาดแคลนแรงงานในสหรัฐฯ ไม่คลี่คลายลง ก็อาจทำให้ราคาสินค้าถูกปรับสูงขึ้น และค่าจ้างขยายตัวสูงต่อเนื่อง เป็นความเสี่ยงให้อัตราเงินเฟ้อทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่อง Fed จึงจำเป็นต้องถอนการผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วกว่าประเทศอื่น เพื่อชะลอเงินเฟ้อ

**แผนภาพที่ 12: เงินเฟ้อของสหรัฐฯ เร่งตัวกลับสู่แนวโน้ม 2% แล้ว เร็วกว่ายุโรป และญี่ปุ่น**



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

ดังนั้น ด้วยทิศทางนโยบายการเงินของ Fed ที่จะเข้มงวดขึ้น และการพิจารณาขึ้นภาษีนิติบุคคลของสหรัฐฯ ในไตรมาส 4 ทำให้ตลาดหุ้นยุโรปน่าจะมี Upside มากสุดในช่วงที่เหลือของปี 📈

# ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เรามองผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว ยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปี ตาม Fed ที่เริ่มส่งสัญญาณแน่วแน่มโนนโยบายที่เข้มงวดขึ้น

ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยปรับตัวขึ้นจากราว 1.5% ในช่วงกลางเดือน ส.ค. มาอยู่ที่ราว 1.8% ในปัจจุบัน และส่งผลให้ส่วนต่าง

ระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 50bps สูงสุดตั้งแต่ในช่วงเดือน พ.ย. 2020

แผนภาพที่ 13: ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ของไทยปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



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

**กนง. มีมติคงดอกเบี้ย แต่เริ่มมีเสียงข้างน้อยสนับสนุนการลดดอกเบี้ย**

กนง. มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 0.50% ในการประชุมเมื่อวันที่ 4 ส.ค. อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการมีมติ 4 ต่อ 2 ในการคงดอกเบี้ย (โดยกรรมการ 2 ท่านนั้นสนับสนุนลดดอกเบี้ย ขณะที่กรรมการที่เหลืออีก 1 ท่านลาประชุม) ทั้งนี้ กนง. ยังคงเน้นย้ำที่จะดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายและมุ่งเน้นการสนับสนุนด้านสภาพคล่องและการลดภาระหนี้ของกลุ่มเป้าหมาย ซึ่งจำเป็นต้องดำเนินควบคู่ไปกับนโยบายการคลัง

เราจะคาดว่า ธปท. จะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ในระดับต่ำที่ 0.50% ตลอดทั้งปี หากแนวโน้มการระบาดของโควิดยังลดลงต่อเนื่องและการเปิดประเทศดำเนินไปได้ตามแผน แต่หากจำนวนผู้ติดเชื้อกลับมาเพิ่มขึ้น และทำให้รัฐบาลต้องกลับมาใช้นโยบาย Lockdown ที่เข้มงวดอีกครั้งจนทำให้

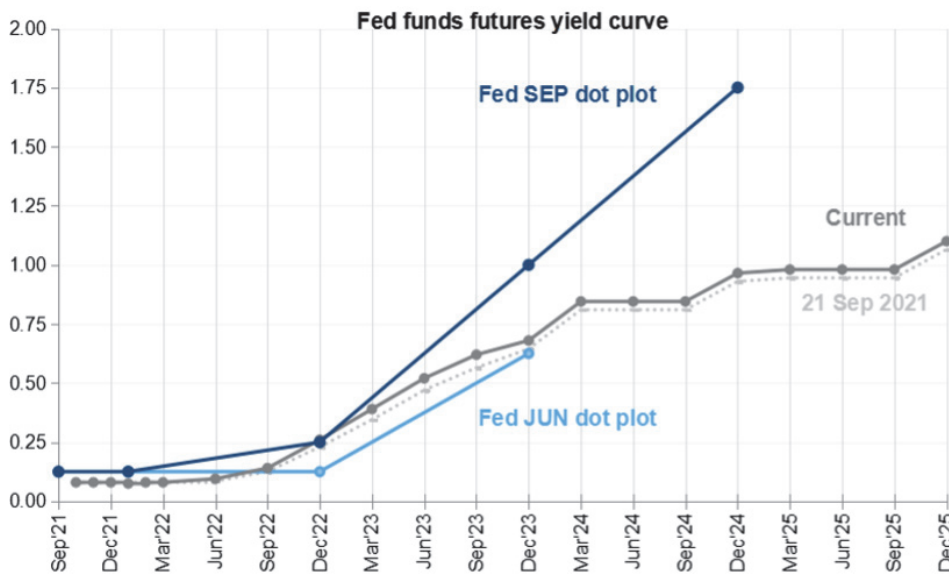
เศรษฐกิจไทยติดลบอย่างมีนัยยะ การปรับลดดอกเบี้ยเพิ่มอีก 1 ครั้งก็อาจมีความเป็นไปได้เพิ่มสูงขึ้น

**เรามองผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี**

Fed ส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นอย่างชัดเจนในการประชุมเดือน ก.ย. โดยคณะกรรมการ 9 จากทั้งหมด 18 ท่าน เห็นว่าควรเริ่มปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 (เพิ่มขึ้นจากการประชุมครั้งก่อนในเดือน มิ.ย. ที่มี 7 ท่าน) และในจำนวนนั้น 3 ท่านมองว่าขึ้นดอกเบี้ยถึง 2 ครั้งในปี 2022

สำหรับปี 2023 Fed ส่งสัญญาณจะปรับขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้ง เพิ่มขึ้นจากการประชุมครั้งก่อนที่ 2 ครั้ง และขึ้นต่อเนื่องอีก 3 ครั้ง ในปี 2024

**แผนภาพที่ 14: Fed ส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่ตลาดคาด**



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

ส่วนในด้านแผนการลด QE Fed ส่งสัญญาณว่าอาจเริ่มประกาศลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) ในการประชุมครั้งถัดไป (วันที่ 2-3 พ.ย.) และยุติการทำ QE ในกลางปี 2022 ซึ่งชี้ว่า Fed จะลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงเดือนละ USD15bn ซึ่งเร็วกว่าตลาดคาดว่า จะลด QE ในอัตราเดือนละ 10bn

การส่งสัญญาณของ Fed ที่เข้มงวดกว่าที่ตลาดคาดค่อนข้างมาก ทั้งในแง่ความเร็วของการขึ้นดอกเบี้ยและการลดการอัดฉีดสภาพคล่อง จะส่งผลให้ Bond yield ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่เหลือของปี โดยเรคาด Bond yield สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 1.5-1.6% ในช่วงปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรของไทยปรับตัวขึ้นตาม



# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ทิศทางนโยบายการเงินของ Fed ที่เข้มงวดขึ้น จะยังทำให้ราคาทองคำมีแนวโน้มเป็นขาลงต่อ ส่วนราคาน้ำมัน เรามองว่าน่าจะเคลื่อนไหวทรงตัวที่ระดับราว 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ท่ามกลางความต้องการใช้น้ำมันที่อ่อนแอลง และการประกาศระดับน้ำมันจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ของจีน ซึ่งน่าจะชดเชยปัจจัยบวกจากการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่ยังไม่ฟื้นตัวหลังได้รับผลกระทบจากพายุเฮอริเคนไอดา และการเจรจาเวกส์เลอร์ระหว่างอิหร่านกับสหรัฐฯ ยังไม่บรรลุข้อตกลง

## ทองคำ

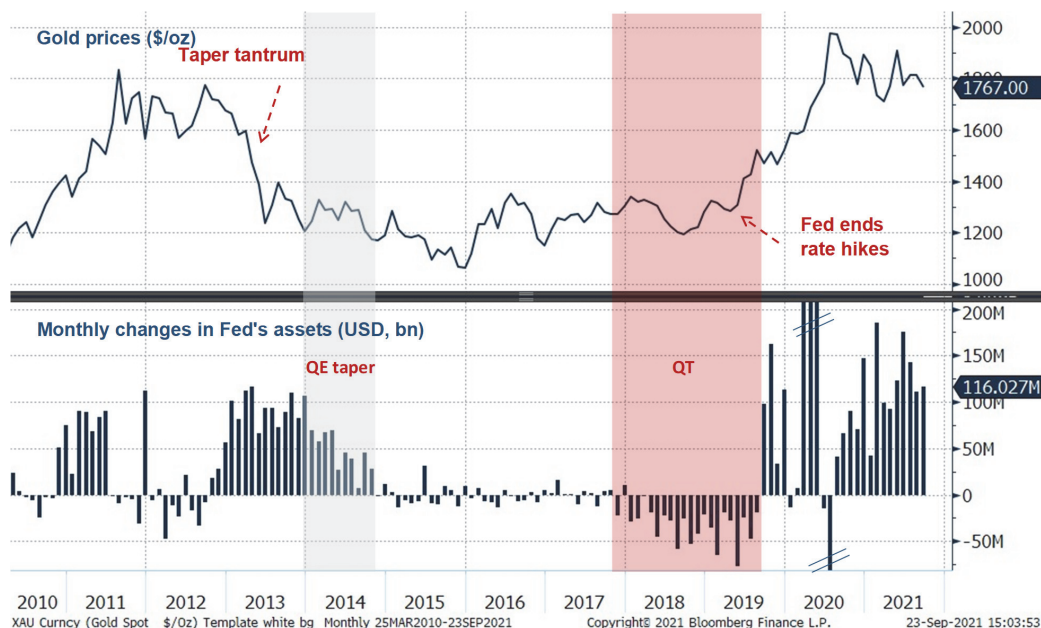
ราคาทองคำยังมีแนวโน้มเป็นขาลง จากนโยบายการเงินที่จะเข้มงวดขึ้น

การเคลื่อนไหวของราคาทองคำถูกขับเคลื่อนจากนโยบายการเงินเป็นสำคัญ หลังจากวิกฤต Subprime ในปี 2008 ราคาทองคำเป็นขาขึ้นอย่างชัดเจน โดยปรับตัวเพิ่มขึ้นจากราว 900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2009 มาทำจุดสูงสุดที่ราว 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2011 ตามแรงหนุนจากการอัดฉีดสภาพคล่องและอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำอย่างต่อเนื่อง จนมาถึงปี 2013 ราคาทองคำปรับฐานลงแรงจากความกังวลจากการลดการอัดฉีดสภาพคล่องของ Fed ซึ่งทำให้ราคาทองคำลดลงมา

อยู่ที่ราว 1350 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ และลดลงต่อเนื่องในช่วงปี 2014 - 2015 ท่ามกลางการดิ่งลงของราคาน้ำมันในตลาดโลกซึ่งทำให้คาดการณ์เงินเฟ้อลดลง จนมาทำจุดต่ำสุดที่ 1050 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงปลายปี 2015 ก่อนจะเริ่มฟื้นตัวอีกครั้งในปี 2016 หลังจาก Fed ตัดสินใจชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไป

ล่าสุด ประธาน Fed มีการแถลงว่าอาจเริ่มลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE taper) ลงภายในปีนี้ ซึ่งแสดงถึงนโยบายที่จะเข้มงวดขึ้นอย่างชัดเจน โดย Fed อาจเริ่มลดในเดือน ธ.ค. ลงเดือนละ 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และสิ้นสุดการเข้าซื้อในกลางปี 2022 ทำให้ราคาทองคำยังมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 15: นโยบายการเงินที่จะเข้มงวดขึ้น จะกดดันให้ราคาทองคำมีแนวโน้มลดลง



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

**น้ำมัน:**

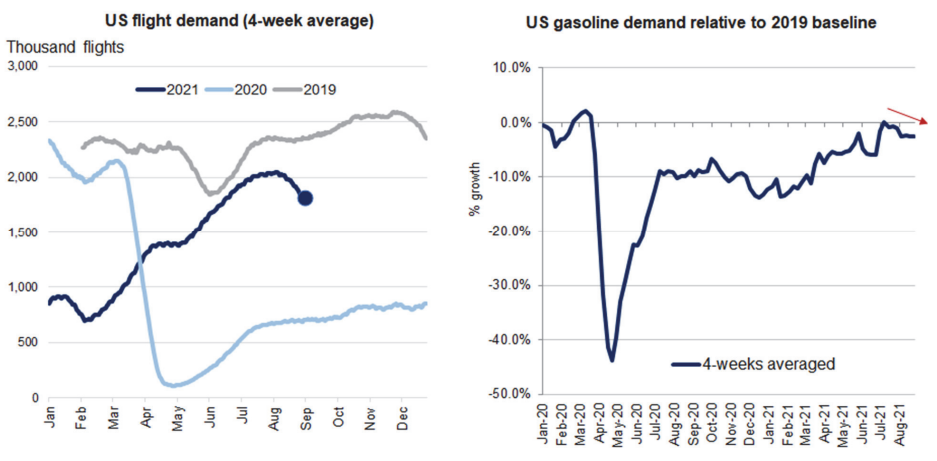
เรามองราคาน้ำมันยังคงซื้อขายในกรอบแคบแถวระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล หลังจากยังมีทั้งปัจจัยลบและบวกเข้ามาในช่วงครึ่งหลังของปี โดยปัจจัยลบมาจากความต้องการใช้น้ำมันที่กลับมาดูอ่อนแออีกครั้งหลังจากแต่ละระดับเดียวกับช่วงก่อนการแพร่ระบาดได้ไม่นาน กอปรกับการประกาศลดระดับน้ำมันจากคลังน้ำมันสำรองทางยุทธศาสตร์ของจีนก็อาจจะเป็นแรงกดดันต่อราคาน้ำมันในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันยังคงมีแรงสนับสนุนอยู่บ้างจาก การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่ยังไม่ฟื้นตัวหลังจากได้รับผลกระทบจากพายุเฮอริเคนไอดา ในขณะที่การเจรจานิวเคลียร์ดีระหว่างอิหร่านกับสหรัฐฯ ยังไร้วีแววบรรลุข้อตกลง

โดยเริ่มจากปัจจัยลบที่กดดันราคาน้ำมันดิบในปัจจุบันมาจาก..

**อุปสงค์น้ำมันเริ่มดูอ่อนแออีกครั้งท่ามกลางการระบาดที่กลับมารุนแรง**

การกลับมาแพร่ระบาดของไวรัสกลายพันธุ์ (Delta Variant) นับตั้งแต่ช่วงต้นเดือน ก.ค. เป็นต้นมา ทำให้สหรัฐฯ จำเป็นต้องกลับมาใช้มาตรการจำกัดการเดินทางอีกครั้ง ซึ่งส่งผลให้จำนวนเที่ยวบินเริ่มกลับมาหดตัวแล้วหลังจากฟื้นตัวต่อเนื่องมาสามเดือนติด ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับความต้องการใช้น้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ (US Gasoline demand) ที่ได้กลับมาหดตัวลงจากระดับสูงสุดแล้วกว่า 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน หลังจากแต่ละระดับสูงสุดได้เพียง 2 สัปดาห์เท่านั้น ในขณะที่เดียวกันหากเทียบกับช่วงเดียวกันกับปี 2019 (Pre pandemic level) ก็ได้กลับลงมาต่ำกว่าปี 2019 ราว -2% (YoY) แล้ว

**แผนภาพที่ 16: อุปสงค์น้ำมันเริ่มกลับมาดูอ่อนแออีกครั้งท่ามกลางการระบาดที่กลับมารุนแรง**

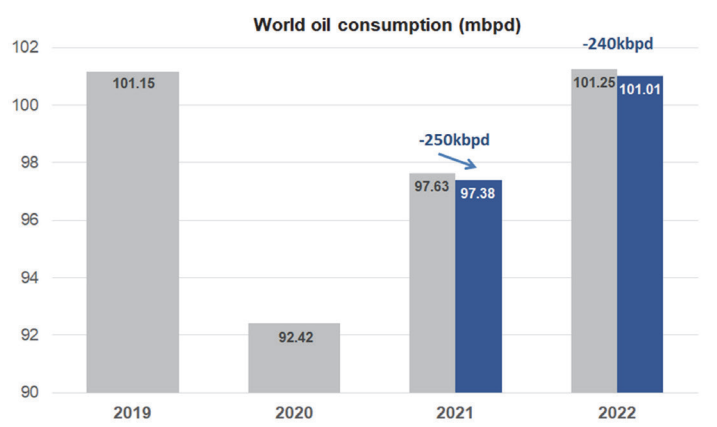


ที่มา: TSA, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนั้นแล้ว EIA ยังได้ออกรายงานเดือน ก.ย. ปรับลดคาดการณ์ความต้องการใช้น้ำมันของโลก ทั้งปีนี้และปีหน้าลง 2.5 และ 2.4 แสนบาร์เรลต่อวันตามลำดับ หลังจาก

คงประมาณการมานานกว่าสองเดือน บ่งชี้ถึงแนวโน้มความต้องการใช้น้ำมันที่อ่อนแอลง

**แผนภาพที่ 17: EIA ปรับลดคาดการณ์ความต้องการใช้น้ำมันของโลกในปีและปีหน้าลง 2.5 และ 2.4 แสนบาร์เรลต่อวันตามลำดับ**



ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**จีนเตรียมปล่อยน้ำมันออกจากคลังน้ำมันสำรองทางยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserve: SPR)**

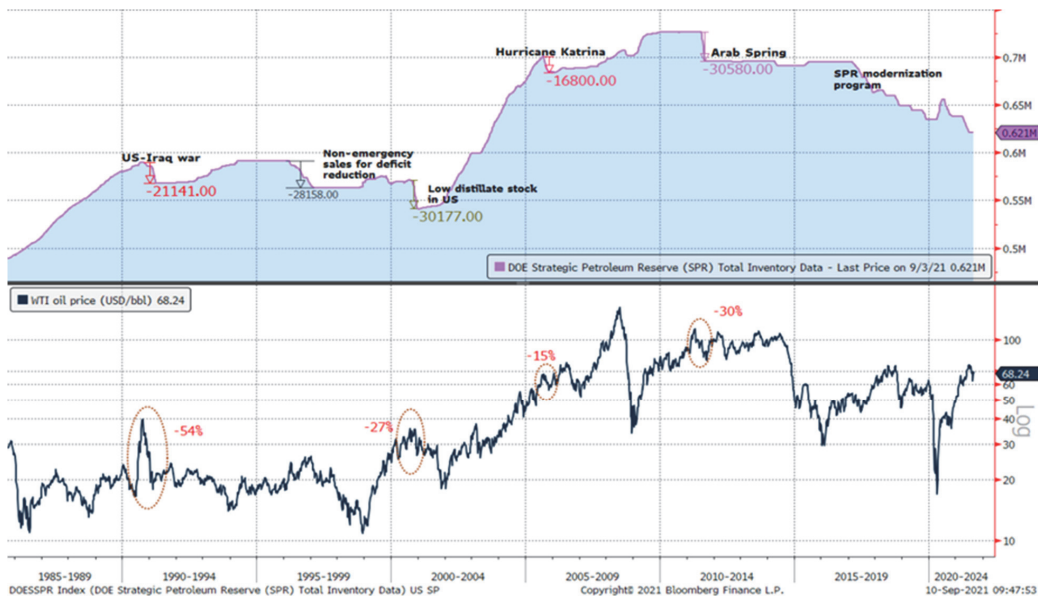
โดยในช่วงที่ผ่านมาราคาน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นมากกว่า 40% นับตั้งแต่ต้นปีจากการตรึงกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ท่ามกลางความต้องการใช้น้ำมันที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง จนทำให้กำไรของโรงกลั่นรวมถึงบริษัทผู้ผลิตในจีนซึ่งมีความอ่อนไหวต่อต้นทุนราคาน้ำมันได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ส่งผลให้ในช่วงต้นเดือนที่ผ่านมา รัฐบาลจีน (China's state reserves administration) ประกาศเตรียมปล่อยน้ำมันออกจากคลังน้ำมันสำรองทางยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserve: SPR) เป็นครั้งแรกในรอบกว่า 10 ปี เพื่อหวังลดระดับความร้อนแรงของราคาน้ำมันลง

ในขณะเดียวกันตามรายงานข่าวรายงานว่าจีนจะปล่อยน้ำมันดิบออกสู่ตลาดครั้งละราว 15 ล้านบาร์เรล อีกทั้งระบุว่าปริมาณน้ำมันสำรองทางยุทธศาสตร์ (SPR) ของจีนในเดือน ก.ค. ที่ผ่านมาอยู่ที่ระดับ 220 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเพียงพอต่อความต้องการใช้ราว 15 วัน

ในด้านผลกระทบต่อราคาน้ำมัน ราคาน้ำมันดิบอาจเกิดการปรับฐานในระยะสั้นเท่านั้น โดยหากเปรียบเทียบเหตุการณ์ที่คล้ายกันกับสหรัฐฯ ในช่วงปี 2005 สหรัฐฯ ได้ปล่อยน้ำมันดิบออกจากคลังน้ำมัน SPR ในปริมาณที่ใกล้เคียงกับจีนที่ราว 17 ล้านบาร์เรล เพื่อหวังลดความร้อนแรงของราคาน้ำมันดิบลงหลังจากผลกระทบจากพายุ Katrina ได้ส่งผลให้การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ หดตัวไปกว่า 30% โดยในช่วงเวลาดังกล่าว ราคาน้ำมันดิบ WTI ได้หดตัวลงราว 15% แต่หลังจากนั้นไม่นานก็สามารถฟื้นตัวกลับมาได้อีกครั้ง

**แผนภาพที่ 18: ในช่วงปี 2005 สหรัฐฯ ได้ปล่อยน้ำมันดิบออกจากคลังน้ำมัน SPR ในปริมาณที่ใกล้เคียงกับจีนที่ราว 17 ล้านบาร์เรล ซึ่งส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบ WTI ได้หดตัวลงราว 15%**



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

**ส่วนในด้านปัจจัยบวกมีดังนี้...**

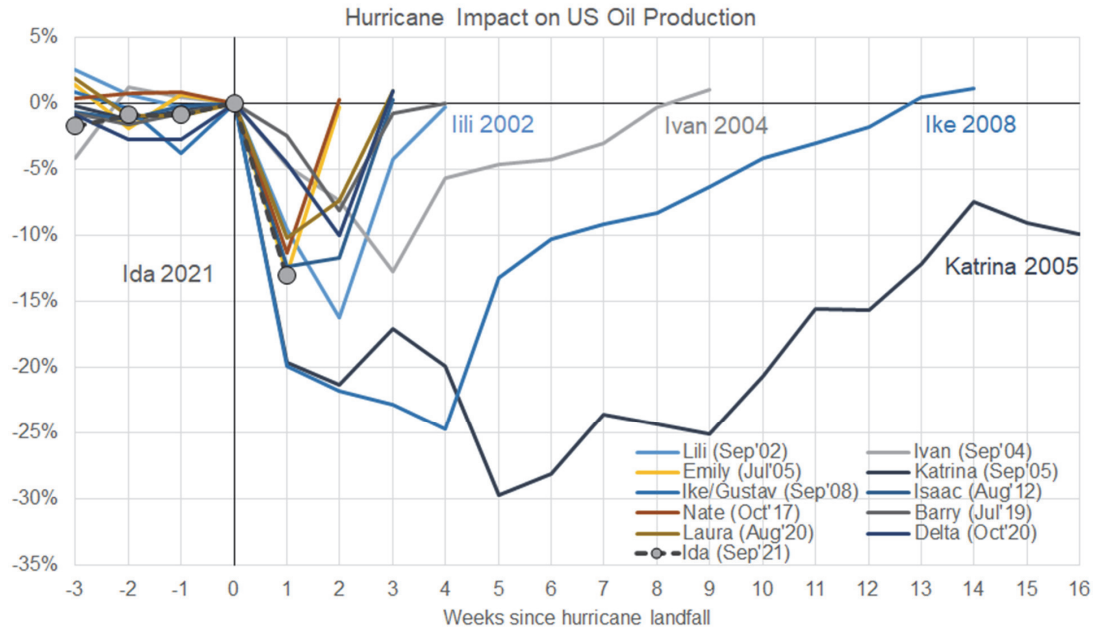
**การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่ยังไม่ฟื้นตัวหลังจากได้รับผลกระทบจากพายุเฮอริเคนไอดา**

ในช่วงต้นเดือนที่ผ่านมาพายุเฮอริเคนไอดา (Ida) ความรุนแรงระดับ 4 (สูงสุดระดับ 5) ได้เคลื่อนที่เข้าสู่ชายฝั่งรัฐหลุยเซียนา โดยจากผลกระทบของพายุผู้ผลิต Shale oil ได้เร่งอพยพแรงงานออกจากแท่นขุดเจาะน้ำมันจนทำให้ การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ราว 1.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน หรือกว่า 90% ในแถบอ่าวเม็กซิโกซึ่งอยู่ใกล้รัฐหลุยเซียนา จำเป็นต้องหยุดชะงัก

อย่างไรก็ตาม ล่าสุดผลกระทบกระทบจากพายุเฮอริเคนได้เริ่มคลี่คลายลงไป โดย EIA รายงานการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยราว 1 แสนบาร์เรลต่อวันจากระดับต่ำสุดที่ 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่ในปัจจุบันยังคงเหลือการผลิตน้ำมันดิบกว่า 30% ที่ยังคงไม่เปิดดำเนินงาน

โดยจากการศึกษาจากเหตุการณ์พายุถล่มของสหรัฐฯ ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา โดยปกติแล้วการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะใช้เวลาราว 3-4 สัปดาห์ในการฟื้นตัวกลับมาที่ระดับเดิมก่อนเกิดพายุ ทำให้เรามองว่าราคาน้ำมันในระยะสั้นอาจได้รับแรงหนุนจากการผลิตน้ำมันสหรัฐฯ ที่อาจฟื้นตัวล่าช้า

**แผนภาพที่ 19: การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ อาจใช้เวลาราว 3-4 สัปดาห์ในการฟื้นตัวกลับมาที่ระดับเดิมก่อนเกิดพายุ**



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

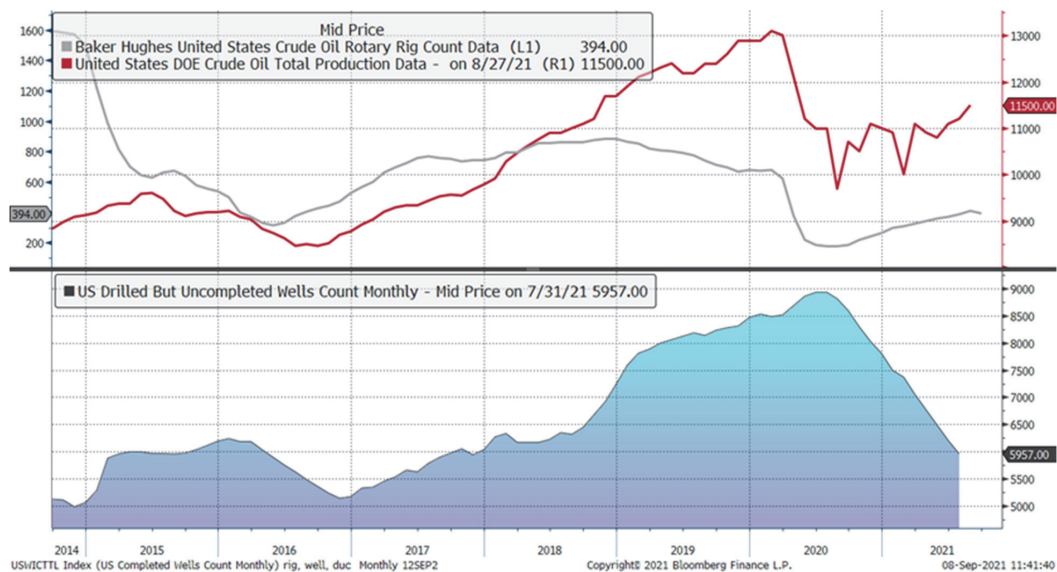
..และถึงแม้ผลกระทบจากพายุเฮอริเคนจะผ่านพ้นไป แต่การผลิตน้ำมันสหรัฐฯ ก็อาจฟื้นตัวช้ากว่าคาด

โดยอีกหนึ่งปัจจัยที่บ่งชี้ว่าการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ อาจฟื้นตัวช้ากว่าที่ตลาดคาดไว้ในระยะข้างหน้ามาจาก ในช่วงที่ผ่านมา การฟื้นตัวของการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ เกิดจากการที่ผู้ผลิตได้ขุดน้ำมันขึ้นมาจากหลุมที่ถูกขุดไว้ล่วงหน้าอยู่แล้วแต่ยังไม่ได้ผ่านกระบวนการทางเคมีเพื่อดึงน้ำมันออกมาใช้น้ำมัน

(Drilled but uncompleted well: DUC) จนทำให้สต็อก DUCs ปรับตัวลดลงแตะระดับต่ำสุดในรอบกว่า 4 ปี

โดยสาเหตุหลักมาจากความไม่มั่นใจต่อเสถียรภาพราคาน้ำมันในอนาคตของผู้ผลิต Shale oil ซึ่งทำให้ผู้ผลิตไม่กล้าขยายการลงทุนในแท่นขุดเจาะน้ำมันไปด้วย โดยสังเกตได้จากจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันที่แม้จะฟื้นตัวขึ้นมาบ้างแล้ว แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดการแพร่ระบาด

**แผนภาพที่ 20: การผลิตน้ำมันสหรัฐฯ ก็อาจฟื้นตัวช้ากว่าคาดหลังจากยังไม่มีการลงทุนใหม่อย่างชัดเจน ในขณะที่ทยอยใช้หลุม DUC ไปมากแล้ว**



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

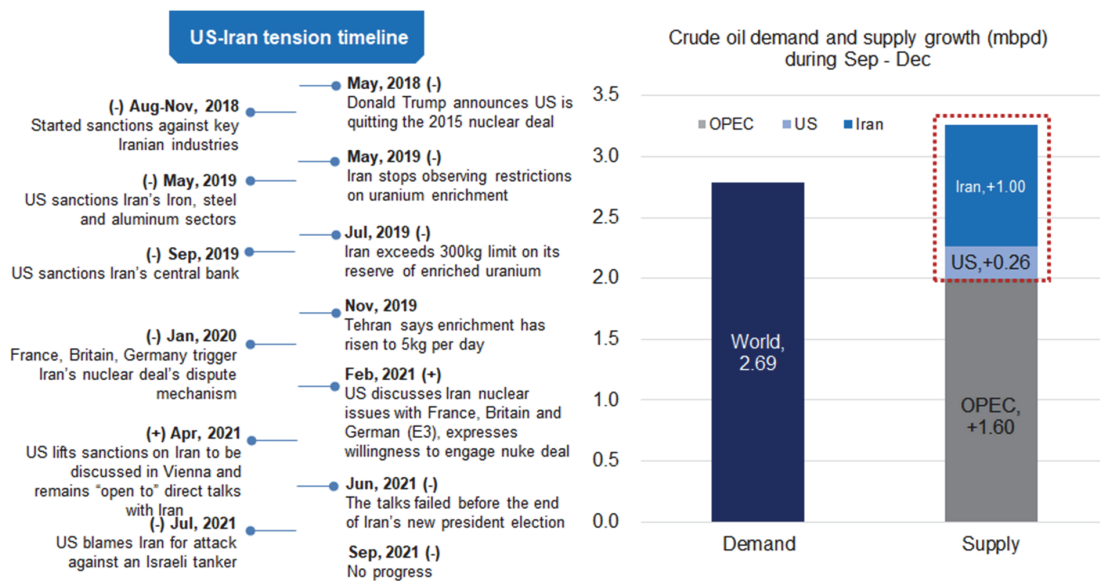
**ราคาน้ำมันอาจกลับมา Upside ส่วนเพิ่มได้หากการเจรจาโครงการนิวเคลียร์ดีระหว่างอิหร่านกับสหรัฐฯ ไม่เกิดขึ้นในปี**

เราประเมินว่าหากการเจรจาโครงการนิวเคลียร์ดีระหว่างอิหร่านกับสหรัฐฯ ไม่สามารถบรรลุข้อตกลงกันได้ภายในปีนี้ อาจทำให้อุปสงค์น้ำมันโลกกลับมาเติบโตเร็วกว่าอุปทานได้อีกครั้ง ซึ่งจะเป็ upside ส่วนเพิ่มให้กับราคาน้ำมันในช่วงที่เหลือของปี

โดยหากอ้างอิงคาดการณ์จาก EIA คาดการณ์ว่าการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกจะอยู่ที่ราว 2.69 ล้านบาร์เรลต่อวัน

นับตั้งแต่ ก.ย. - ธ.ค. ในขณะที่เมื่อเทียบกับฝั่งอุปทาน หากการเจรจาโครงการนิวเคลียร์ดีระหว่างอิหร่านกับสหรัฐฯ ไม่เกิดขึ้นภายในปีนี้ จะทำให้การผลิตน้ำมันดิบส่วนใหญ่มาจากแผนการเพิ่มการผลิตของกลุ่ม OPEC+ และการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ เท่านั้นที่ 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน และ 2.6 แสนบาร์เรลต่อวันตามลำดับ ซึ่งโดยรวมแล้วยังเติบโตช้ากว่าความต้องการใช้น้ำมันกว่า 8 แสนบาร์เรลต่อวัน

**แผนภาพที่ 21: ความต้องการใช้น้ำมันมีโอกาสกลับมาเติบโตเร็วกว่าการผลิตหากการเจรจาโครงการนิวเคลียร์ดีระหว่างอิหร่านและสหรัฐฯ ไม่สำเร็จ**



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

จากที่กล่าวมาข้างต้น มีทั้งปัจจัยลบและบวกเข้ามาในช่วงครึ่งหลังของปี โดยปัจจัยลบมาจากความต้องการใช้น้ำมันที่กลับมาดูอ่อนแออีกครั้งหลังจากแตะระดับเดียวกับช่วงก่อนการแพร่ระบาดได้ไม่นาน กอปรกับการประกาศลดระดับน้ำมันจากคลังน้ำมันสำรองทางยุทธศาสตร์ของจีนก็อาจจะเป็แรงกดดันต่อราคาน้ำมันในระยะข้างหน้าได้

อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันยังพอมีแรงสนับสนุนอยู่บ้างจากการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ หลังจากได้รับผลกระทบจากพายุเฮอริเคนไอดา (Ida) ในขณะที่การเจรจานิวเคลียร์ดีระหว่างอิหร่านกับสหรัฐฯ ยังไร้วิ้วบรรลุข้อตกลง ซึ่งก็จะทำให้ความเสี่ยงที่น้ำมันอีกราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวันจะล้นเข้าสู่ตลาด ลดน้อยลงไป

# GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

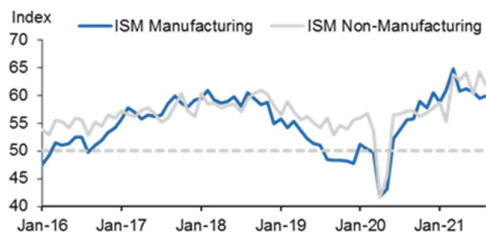
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงในไตรมาส 3 ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta แรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งหมดไป และปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย ด้านการจ้างงานเพิ่มขึ้นน้อยกว่าคาดอย่างมากในเดือน ส.ค. จากผลกระทบของไวรัส ซึ่งคาดจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น โดย การจ้างงานมีแนวโน้มดีขึ้น ส่วนหนึ่งจากอุปสงค์แรงงานที่ยังแข็งแกร่งอย่างมาก ขณะที่การระบาดของไวรัส ก็เริ่มคลี่คลาย ส่วนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 4.05 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ของประธานาธิบดี Biden ยังมีความไม่แน่นอนสูง และการเจรจาแนวโน้มลากยาวเข้าสู่ไตรมาส 4 ด้าน Fed มีท่าที Hawkish ขึ้น โดย Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะปรับขึ้นอย่างน้อย 3 ครั้ง ภายในปี 2023 ขณะที่การ QE Taper อาจเริ่มทันทีในเดือน พ.ย.
- เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มฟื้นตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว สะท้อนผ่านดัชนีความเชื่อมั่นเศรษฐกิจและดัชนี PMIs ที่ปรับตัวลดลงในเดือน ส.ค. หลังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องก่อนหน้านี้ ขณะที่ปัญหา Supply disruptions ยังไม่คลี่คลาย ด้านการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta มีพัฒนาการดีขึ้น โดยจำนวนผู้ติดเชื้อเริ่มลดลงในประเทศหลัก ส่วนนโยบายการเงิน ECB ส่งสัญญาณลดอัตราดอกเบี้ยซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP สำหรับไตรมาส 4 ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวได้ดีและเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นเกินเป้าหมาย 2% อย่างมาก ด้านการเมือง เยอรมนีจะมีการเลือกตั้งทั่วไปในวันที่ 26 ก.ย. ซึ่งนับเป็นจุดเปลี่ยนทางการเมืองสำคัญและนโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายขึ้น อย่างไรก็ตาม การจัดตั้งรัฐบาลอาจจะใช้เวลานาน
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มดีขึ้นเนื่องจากในปัจจุบันสามารถควบคุมการแพร่ระบาดในหลายมณฑลในช่วงเดือน ส.ค. ได้แล้ว ซึ่งน่าจะช่วยลดแรงกดดันต่อเศรษฐกิจไปได้บ้าง โดยเรามองว่าการดำเนินนโยบายการเงินการคลังจะมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงครึ่งแรกของปี ขณะที่นโยบายการเงินจะเน้นการให้ความช่วยเหลือกลุ่มเป้าหมาย เช่น กลุ่ม SMEs นอกจากนี้ หากตัวเลขเศรษฐกิจชะลอตัวต่อเนื่อง อาจมีการปรับลด RRR ลงอีกครั้งในช่วงที่เหลือของปี อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยังมีความเสี่ยงจากการระบาดใหม่ในเมือง Fujian ซึ่งอาจกดดันการบริโภคในระยะข้างหน้า รวมทั้งประเด็นความเสี่ยงที่อาจผิมนัดชำระหนี้ของ Evergrande
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มสดใสมากขึ้น โดยจำนวนผู้ติดเชื้อมีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว รวมถึงการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การขยายระยะเวลาประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินใน 19 จังหวัด (รวมถึงโตเกียว) ออกไปจนถึงวันที่ 30 ก.ย. อาจกดดันตัวเลขเศรษฐกิจให้ชะลอตัวต่อเนื่องในเดือน ก.ย. ด้านการเมืองหลังจากที่นาย Yoshihide Suga ประกาศไม่ลงสมัครชิงตำแหน่งหัวหน้าพรรค LDP ทำให้ญี่ปุ่นจะมีนายกรัฐมนตรีคนใหม่ ทั้งนี้ มีการคาดการณ์ว่าภายหลังการเลือกตั้ง รัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่าหลายสิบล้านเยนเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างช้าๆ โดยมีแรงหนุนจากการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown หลังจากจำนวนผู้ติดเชื้อลดลง อย่างไรก็ตาม เรายังคงเฝ้าระวังจำนวนผู้ติดเชื้อที่อาจเร่งตัวขึ้นหลังการทยอยผ่อนคลายมาตรการ Lockdown และการเปิดประเทศในระยะถัดไป นอกจากนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะได้านิสงส์จากนโยบายการเงินและการคลังที่ผ่อนคลาย โดย ธปท. ออกมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 เพิ่มเติม ขณะที่การเพิ่มกรอบนโยบายการคลังเป็น 70% ของ GDP ก็ช่วยหนุนให้ภาครัฐสามารถออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างต่อเนื่อง ด้านความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจยังเป็นปัจจัยกดดันต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า

# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

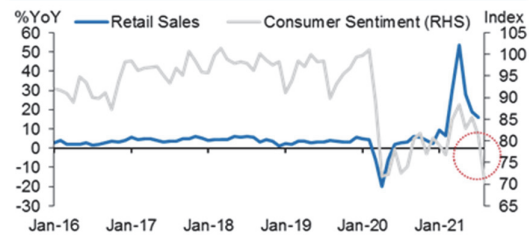
เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงไตรมาส 3 ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta ประกอบกับแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การแจกเงิน ที่หมดไป และปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย ด้านการจ้างงานเพิ่มขึ้นน้อยกว่าที่คาดอย่างมากในเดือน ส.ค. จากผลกระทบของไวรัสที่ระบาดรุนแรง ซึ่งคาดจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น โดยการจ้างงานมีแนวโน้มดีขึ้น ส่วนหนึ่งจากอุปสงค์แรงงานที่ยังแข็งแรงแรงอย่างมาก ขณะที่การระบาดของไวรัสก็เริ่มคลี่คลาย โดยจำนวนผู้ติดเชื้อมีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ส่วนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงิน 4.05 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ของประธานาธิบดี Joe Biden ยังมีความไม่แน่นอนสูง และการเจรจาในสภามีแนวโน้มลากยาวเข้าสู่ไตรมาส 4 ด้าน Fed มีท่าที Hawkish ขึ้น โดย Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะปรับขึ้นอย่างน้อย 3 ครั้ง ภายในปี 2023 ขณะที่การ QE Taper อาจเริ่มทันทีในเดือน พ.ย.

แผนภาพที่ 22: กิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ทยอยหมดไป โดยความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน ส.ค. ปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 10 ปี

ISM manufacturing vs. Non-manufacturing



Consumption



Investment



Trade



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

## กิจกรรมเศรษฐกิจแผ่วลงในไตรมาส 3 ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta และปัญหา Supply disruptions

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงไตรมาส 3 ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta ประกอบกับแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การแจกเงินที่หมดไป และปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย โดย Bloomberg Consensus คาด GDP ไตรมาส 3 จะชะลอลงเป็น 5.0% QoQ, saar (5.6% YoY) จาก 6.6% QoQ, saar (12.2% YoY) ในไตรมาสก่อน ทั้งนี้ การบริโภคและเครื่องใช้ภาคการผลิตออกมาดีกว่าที่คาดในเดือน ส.ค. แต่โดยรวมอ่อนแอลงจากไตรมาส 2

**การบริโภค** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. พลิกกลับมาขยายตัว 0.7% MoM สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะหดตัว -0.7% ขณะที่ตัวเลขในเดือนก่อนหน้าถูก Revised ปรับลดลง -0.7ppt เป็น -1.8% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 15.1% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน

ทั้งนี้ ยอดค้าปลีกขยายตัวสวนทางกับที่ตลาดคาดอย่างมาก ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta ที่รุนแรงในเดือนดังกล่าว ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากตัวเลขเดือนก่อนหน้าที่ถูก Revised ปรับลดลงอย่างมาก รวมทั้งได้ผลดีจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ (วงเงิน 1.9 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อนุมัติในเดือน มี.ค.) ที่ให้เงินลดหย่อนค่าเลี้ยงดูบุตร (Child Tax Credit payments)

เป็นรายเดือนระหว่างเดือน ก.ค.-ธ.ค. 2021 โดยครอบครัวจะได้รับ 300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบุตรที่มีอายุต่ำกว่า 6 ปี และ 250 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบุตรที่มีอายุ 6-17 ปี

อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอลงในไตรมาส 3 ท่ามกลางแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐอย่างการแจกเงินที่หมดไปแล้ว รวมทั้งอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงซึ่งนับเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันการใช้จ่ายทั้งในหมวดสินค้าและบริการ โดยผลกระทบดังกล่าวอาจสะท้อนผ่านความเชื่อมั่นของผู้บริโภคโดย U. of Michigan ที่ปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 10 ปีในเดือน ส.ค. (70.3 จุด)

**การผลิต** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing Index) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 59.9 จุด สวนทางกับที่ตลาดว่าจะลดลงเป็น 58.5 จุด จากยอดคำสั่งซื้อทั้งในประเทศ (+1.8, 66.7 จุด) และนอกประเทศ (+0.9, 56.6 จุด) รวมถึงผลผลิต (+1.6, 60.0 จุด) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม การจ้างงาน (-3.9, 49.0 จุด) ได้ชะลอตัวลงมาก นอกจากนี้ ดัชนียังสะท้อนปัญหา Supply disruptions ที่ยังคงอยู่ โดยได้รายงานถึงปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบสำคัญและบริการขนส่งที่แม้จะเริ่มผ่อนคลายลง แต่ก็ยังคงเป็นปัจจัยกดดันการฟื้นตัวของภาคการผลิตโดยรวม

**การบริการ** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการโดย ISM (ISM Services Index) เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลง -2.4 จุด เป็น 61.7 จุด แต่สูงกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 61.5 จุด โดยกิจกรรมทางธุรกิจ (-6.9, 60.1 จุด), ยอดคำสั่งซื้อในต่างประเทศ (-5.2, 60.6 จุด) และภายในประเทศ (-0.5, 63.2 จุด) รวมทั้งการจ้างงาน (-0.1, 53.7 จุด) ปรับตัวลดลง โดยรายงานได้ระบุถึงตลาดแรงงานที่ตึงตัวปัญหาการขาดแคลนวัตถุดิบ และปัญหาด้านโลจิสติกส์ ที่เป็นปัจจัยกดดันการฟื้นตัวของภาคบริการ

**การลงทุน** ยอดคำสั่งซื้อไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนี

ชี้้นำการลงทุนเดือน ก.ค. ขยายตัว 14.8% YoY ชะลอลงจาก 18.3% ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ของภาคการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.8 จุด เป็น 66.7 จุด

**ภาคต่างประเทศ** ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ค. ขยายตัว 24.5% YoY ชะลอตัวลงจาก 32.2% ในเดือนก่อน ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ขยายตัว 22.1% ชะลอตัวลงจาก 35.2% ในเดือนก่อน โดยกิจกรรมภาคต่างประเทศยังขยายตัวในระดับสูงจากผลของฐานที่ต่ำในช่วงที่เดียวกันปีก่อน

**สถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย โดยจำนวนผู้ติดเชื้อมีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ขณะที่การฉีดวัคซีนน่าจะเริ่มเร่งตัวหลังภาครัฐและเอกชนบังคับให้ฉีดมากขึ้นก่อนกลับเข้าทำงาน**

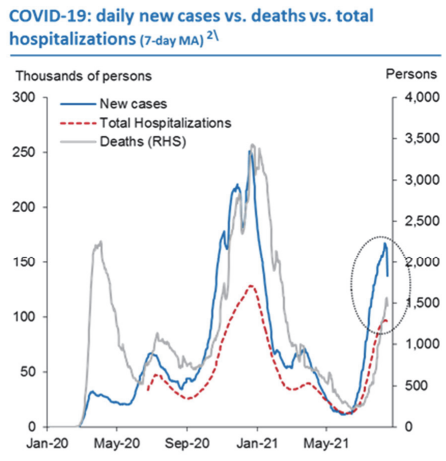
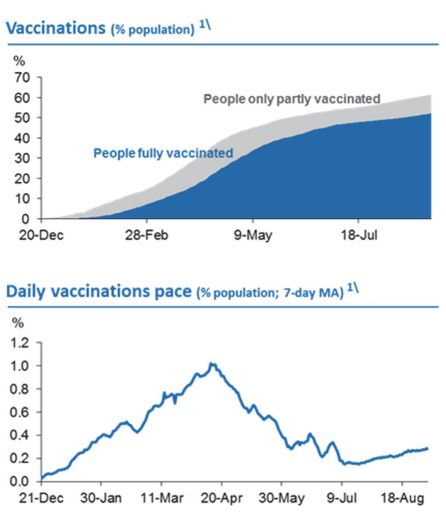
สถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลายลงไปบ้าง โดยจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่มีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในช่วงที่ผ่านมาและเริ่มชะลอตัวลง ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและการเข้าโรงพยาบาล (Hospitalizations) ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าการระบาดรอบก่อนอย่างมาก สะท้อนผลดีของการฉีดวัคซีน

โดยประชากรสหรัฐฯ ราว 61% ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 โดส (ณ วันที่ 4 ก.ย.) แล้ว แต่อัตราการฉีดวัคซีนไม่ค่อยเพิ่มขึ้นเท่าไร โดยเฉพาะในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากที่บางส่วนยังคงมีความกังวล และยังไม่ชัดเจนในเรื่องของผลข้างเคียงต่อสุขภาพ

อย่างไรก็ดี เรามองว่าอัตราการฉีดวัคซีนน่าจะปรับดีขึ้นต่อจากนี้ หลังจากที่ในช่วงปลายเดือน ส.ค. วัคซีนของ Pfizer-BioNTech ได้รับการอนุมัติอย่างเป็นทางการจากองค์การอาหารและยาของสหรัฐฯ (FDA) โดยภาครัฐและเอกชน คาดจะบังคับให้ฉีดมากขึ้น โดยเฉพาะในการกลับไปทำงาน เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินการได้ตามปกติ



**แผนภาพ 23: สถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย โดยจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ขณะที่ประชากรสหรัฐฯ ราว 61% ได้รับความคุ้มครองอย่างน้อย 1 โดส**



Note: 1\ As of 4 Sep. 2\ As of 5 Sep.  
ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**การฟื้นตัวของตลาดแรงงานหยุดชะงักในเดือน ส.ค. ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta แต่คาดจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น**

การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น 2.35 แสนตำแหน่ง ต่ำสุดในรอบ 7 เดือน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 7.33 แสนตำแหน่ง สะท้อนผลกระทบจากการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนหน้าถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้น 1.10 แสนตำแหน่ง เป็น 1.053 ล้านตำแหน่ง

โดยการจ้างงานในหมวดโรงแรมและพักผ่อนไม่เพิ่มขึ้น หลังจากเพิ่มขึ้นมาก่อนหน้านี้ (เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2.18 แสนตำแหน่งในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา) ส่วนการจ้างงานในหมวดค้าปลีก (-2.9 หมื่นตำแหน่ง), ก่อสร้าง (-3.0 พันตำแหน่ง), ภาครัฐ (-8.0 พันตำแหน่ง) และการบริการด้านสุขภาพและการให้ความช่วยเหลือทางสังคม (-4.6 พันตำแหน่ง) ลดลง

ขณะที่การจ้างงานเพิ่มขึ้นในหมวดการบริการด้านธุรกิจ (7.4 หมื่นตำแหน่ง), การขนส่งและคลังสินค้า (5.3 หมื่นตำแหน่ง), การบริการอื่นๆ เช่น ซ่อมรถ (3.7 หมื่นตำแหน่ง), ภาคการผลิต (3.7 หมื่นตำแหน่ง) และการจ้างงานภาคการศึกษาที่เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้น (1.4 หมื่นตำแหน่ง) แม้โรงเรียนจะเริ่มเปิดการเรียนการสอนตามปกติ

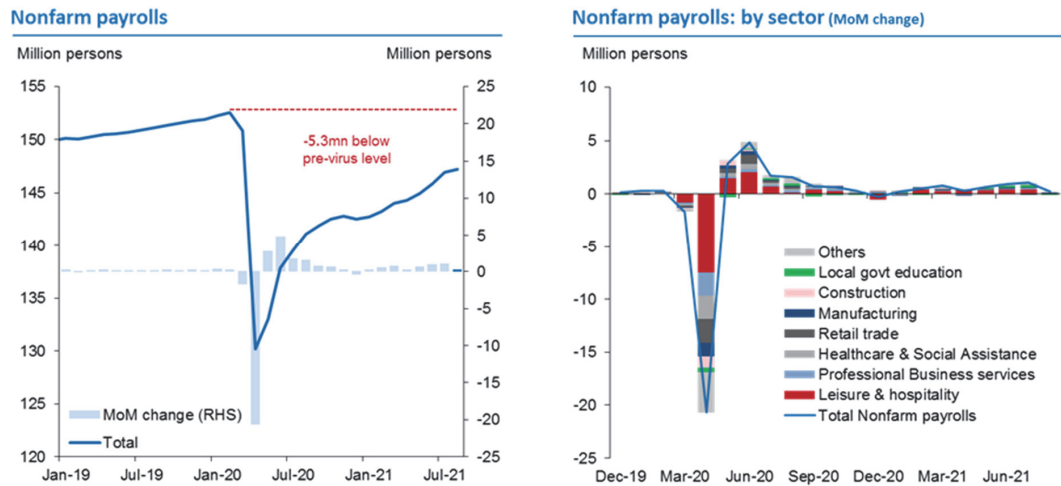
ด้านอัตราค่าจ้างแรงงาน (Average Hourly Earnings) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น 0.6% MoM ต่อเนื่องจาก 0.4% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.3% โดยอัตราค่าจ้างเพิ่มขึ้นใน

เกือบทุกหมวด นำโดยการโรงแรมและพักผ่อน (1.4%) และค้าปลีก (0.7%) ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราค่าจ้างแรงงานขยายตัว 4.3% YoY (vs. 4.1% เดือนก่อน) โดยค่าจ้างแรงงานยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอยู่ในระดับที่สูงมาก สูงกว่าก่อน COVID-19 เกือบ 10% (30.7 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อชั่วโมง vs. เฉลี่ยปี 2019 ที่ราว 28 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อชั่วโมง) สะท้อนปัญหาขาดแคลนแรงงานที่ยังคงอยู่ท่ามกลางอุปสงค์แรงงานที่อยู่ในระดับสูง

การจ้างงานนอกภาคเกษตรชะลอตัวอย่างมากในเดือน ส.ค. ท่ามกลางผลกระทบจากการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta (ผู้ติดเชื้อเร่งตัวขึ้นเกินระดับแสนรายต่อวัน ซึ่งสร้างความกังวลให้แก่แรงงานในการกลับเข้ามาทำงาน และทำให้การว่าจ้างแรงงานยังเป็นไปอย่างยากลำบาก) และหลังจากการจ้างงานมีการเร่งตัวขึ้นไปกว่า 1 ล้านตำแหน่งในเดือนก่อนหน้าภายหลังการเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ดี ผลกระทบจากการระบาดของไวรัสน่าจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น ขณะที่การจ้างงานโดยรวมมีแนวโน้มดีขึ้น โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตรยังเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 6.53 แสนตำแหน่งในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา อีกทั้งอุปสงค์แรงงานยังอยู่ในระดับสูง (สะท้อนผ่านตำแหน่งงานว่างหรือ Job Openings เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 10.9 ล้านตำแหน่งในเดือน ก.ค. รายละเอียดเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป) ทำให้เราคาดว่า Fed จะเริ่ม QE Taper ในปีนี้ โดยจะประกาศอย่างเป็นทางการในการประชุมเดือน พ.ย. เพื่อเริ่มต้นลดจริงในเดือน ธ.ค.

**แผนภาพที่ 24: การจ้างงานนอกภาคเกษตรเพิ่มขึ้นเพียง 2.35 แสนตำแหน่งในเดือน ส.ค. โดยการจ้างงานในหมวดการโรงแรมและพักผ่อน (กราฟขวามือ: แท่งสีแดง) ไม่เพิ่มขึ้น**



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

**ตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอยู่ในระดับสูงสุด ตั้งแต่มีการเก็บข้อมูล สะท้อนถึงอุปสงค์แรงงานที่ยังแข็งแกร่ง**

ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้นเพียง 2.35 แสนตำแหน่ง ต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้มาก ท่ามกลางการระบาดของ COVID-19 ที่รุนแรงขึ้นในเดือนดังกล่าว ซึ่งยังสะท้อนถึงความไม่สมดุลของอุปสงค์และอุปทานในตลาดแรงงาน โดยรายงานของ JOLTS สะท้อนอุปสงค์ของแรงงานที่ยังแข็งแกร่งอย่างมาก ตามการเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในภาคบริการ เช่น การโรงแรมและพักผ่อน แต่ในขณะเดียวกันอุปทานของแรงงานก็ยังไม่ปรับเพิ่มขึ้นตามได้ทัน ทำให้ผู้ประกอบการประสบปัญหาขาดแคลนแรงงาน ซึ่งส่งผลให้อัตราค่าจ้างแรงงานปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา

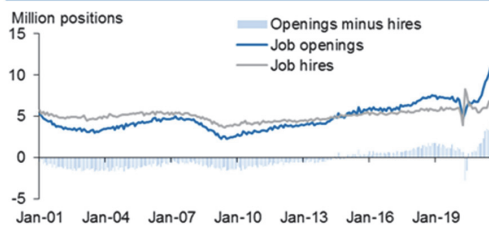
โดย JOLTS รายงานตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job Openings) เดือน ก.ค. เพิ่มขึ้น 7.49 แสนตำแหน่ง มาอยู่ที่ 10.9 ล้านตำแหน่ง สูงสุดนับตั้งแต่เก็บข้อมูลในปี 2000 และสวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะปรับลดลงมาอยู่ที่ 10.0 ล้านตำแหน่ง สะท้อนถึงอุปสงค์แรงงานที่ยังคงแข็งแกร่ง ซึ่งตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ ส่วนใหญ่อยู่ในหมวดบริการด้านสุขภาพและการให้ความช่วยเหลือทางสังคมที่เพิ่มขึ้น 2.94 แสนตำแหน่ง, บริการทางการเงินเพิ่มขึ้น 2.02 แสนตำแหน่ง และการโรงแรมและพักผ่อนเพิ่มขึ้น 1.34 แสนตำแหน่ง ขณะที่ตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ในหมวดค้าส่ง (-1.4 หมื่นตำแหน่ง) และค้าปลีก (-9.5 หมื่นตำแหน่ง) ลดลงเล็กน้อย

ขณะที่การจ้างงาน (Job Hires) ลดลง 1.6 แสนตำแหน่ง อยู่ที่ 6.7 ล้านตำแหน่ง ส่งผลให้ส่วนต่างระหว่างตำแหน่งงานว่างกับการจ้างงานเพิ่มขึ้นอย่างมากอยู่ที่ 4.27 ล้านตำแหน่ง ซึ่งนับเป็นส่วนต่างที่สูงที่สุดตั้งแต่มีการเก็บข้อมูล โดยส่วนต่างเพิ่มขึ้นในเกือบทุกหมวด (แผนภาพ 25 ด้านล่าง กราฟขวามือ) สะท้อนถึงอุปสรรคในการกลับไปทำงานของแรงงาน ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากความกังวลต่อการระบาด COVID-19 ภาระที่ต้องเลี้ยงดูบุตรเนื่องจากโรงเรียนยังไม่เปิด รวมถึงการให้สวัสดิการว่างงานเพิ่มเติมของรัฐบาลที่ยังคงมีอยู่ในหลายรัฐ (300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อสัปดาห์ หมดอายุวันที่ 6 ก.ย.) ส่งผลให้มีแรงจูงใจในการออกไปทำงานลดลง ทั้งนี้ ส่วนต่างในหมวดการโรงแรมและพักผ่อน (แท่งสีแดง) เพิ่มขึ้นมาตั้งแต่การเปิดเศรษฐกิจในไตรมาส 2 บ่งชี้ถึงการทยอยการกลับมาฟื้นตัวดีขึ้นในกลุ่มธุรกิจท่องเที่ยว

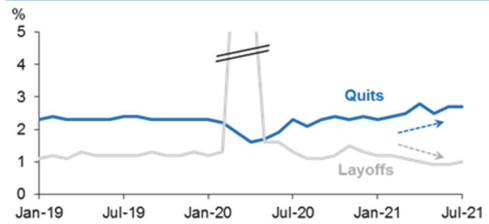
มองไปข้างหน้า เราคาดว่าอุปสงค์แรงงานโดยรวมจะยังคงอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งมากตลอดช่วงที่เหลือของปี โดยคาดว่าผลกระทบของไวรัสจะส่งผลกระทบเพียงชั่วคราวเท่านั้น ซึ่งจำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 รายใหม่ได้เริ่มชะลอลงแล้ว นอกจากนี้ การให้สวัสดิการว่างงานพิเศษที่ยุติลงเมื่อวันที่ 6 ก.ย. และการเริ่มกลับมาเปิดการเรียนการสอนตามปกติของโรงเรียน จะช่วยหนุนให้มีแรงงานกลับเข้าสู่ตลาดมากขึ้น และช่วยทำให้ตัวเลขการจ้างงานปรับตัวดีขึ้น

**แผนภาพที่ 25: ตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และส่วนต่างของตำแหน่งงานว่างกับการจ้างงานก็เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่กว่า 4 ล้านตำแหน่ง โดยส่วนต่างดังกล่าวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกหมวด (กราฟขวามือ)**

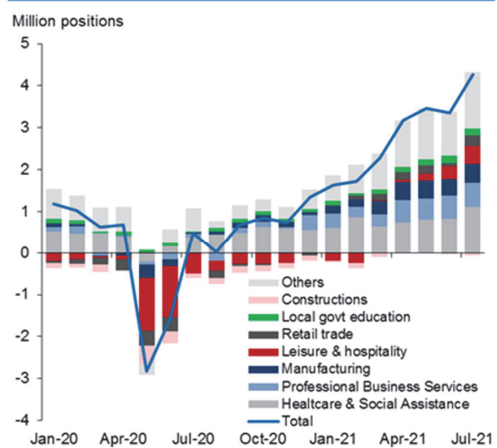
**Job openings vs. hires**



**Job separations rate: quits vs. layoffs**



**Job openings minus hires: by sector**



*Note: Job Openings refers to no. of jobs open to be filled, Job Hires refers to payrolls that have occurred, Job Separations refers to voluntary (i.e. quits) & involuntary (i.e. layoffs & discharges) departures from a job. Quits rate & layoffs rate are % of total employment.*

*ที่มา: Bloomberg, St. Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

**แผนกระตุ้นเศรษฐกิจระยะยาววงเงินรวมราว 4.05 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ของประธานาธิบดี Biden ยังมีความไม่แน่นอนสูงทั้งขนาดวงเงินและแผนการปรับขึ้นภาษี**

ในช่วงที่ผ่านมา สภาได้ดำเนินการพิจารณาแผนกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Joe Biden วงเงินรวม 4.05 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แบ่งเป็น 2 ฉบับสำคัญดังนี้

1) แผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน “Bipartisan Investment & Jobs Act” วงเงิน 5.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งผ่านชั้นวุฒิสภา (ส.ว.) ไปแล้วเมื่อต้นเดือน ส.ค. และอยู่ในระหว่างการพิจารณาในชั้นสภาผู้แทนฯ (ส.ส.) ซึ่งคาดว่าจะทำการโหวตภายในวันที่ 27 ก.ย. ตามที่นาง Nancy Pelosi ประธานสภาผู้แทนฯ ได้กำหนดไว้ โดยเมื่อโหวตผ่านในชั้น ส.ส. เรียบร้อยก็จะส่งต่อให้ประธานาธิบดี Biden ลงนามเพื่อบังคับใช้เป็นกฎหมาย เป็นลำดับถัดไป (รายละเอียดของมาตรการสามารถติดตามได้ใน TIPS ฉบับเดือน ก.ย.)

2) แผนกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ ซึ่งรวมมาตรการส่วนที่เหลือของประธานาธิบดี Biden เช่น มาตรการด้านสังคมและปัญหาสิ่งแวดล้อม วงเงินราว 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะผ่านสภาด้วยกระบวนการ Budget Reconciliation ที่ใช้เสียงของ ส.ว. เพียงครึ่งเดียว (51 เสียงขึ้นไป) ในการผ่านเท่านั้น โดยเมื่อ

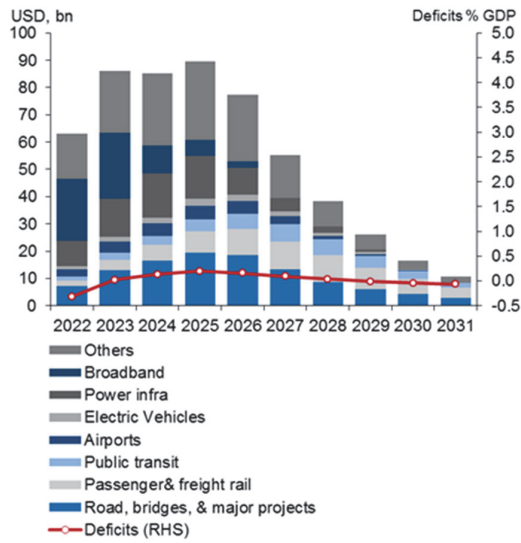
ปลายเดือน ส.ค. ทั้ง ส.ว. และ ส.ส. ได้เห็นชอบกรอบการใช้จ่ายวงเงิน 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ไปแล้ว ซึ่งในระหว่างนี้ คณะกรรมาธิการที่เกี่ยวข้องกำลังดำเนินการร่างรายละเอียดแผนการใช้จ่าย รวมทั้งแผนการปรับขึ้นภาษีด้วย

โดยเราคาดว่าแผนกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Biden จะไม่เพิ่มการขาดดุลงบกลางครั้งนัก (แผนภาพ 26 ด้านล่าง: กราฟเส้นสีแดง) เนื่องจากในส่วนของแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน ส่วนหนึ่งจะนำงบประมาณที่เหลืออยู่มาใช้จ่าย เช่น วงเงินเหลือจากมาตรการลดทอนผลกระทบจาก COVID, วงเงินเหลือจากการให้สวัสดิการว่างงานพิเศษ 300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อสัปดาห์ที่กว่า 20 รัฐได้ยุติการให้ก่อนกำหนดต้นเดือน ก.ย., รายได้จากการประมูลคลื่นความถี่, และการรายงานธุรกรรม Crypto currency ที่เข้มงวดขึ้น เป็นต้น

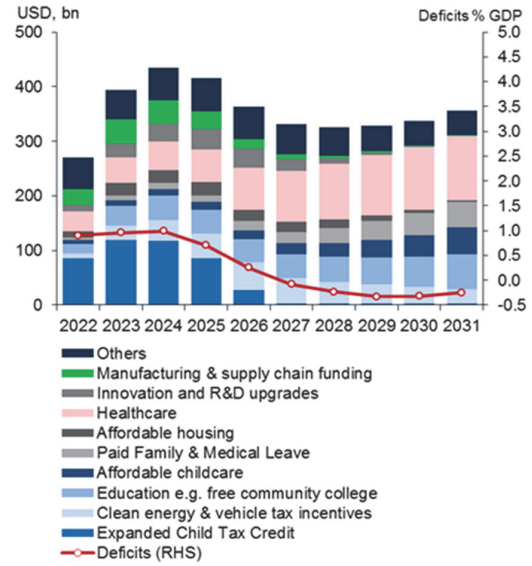
ขณะที่ในส่วนของแผนขนาดใหญ่วงเงิน 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะเน้นการปรับขึ้นภาษีกับภาคธุรกิจและผู้มีรายได้สูง เช่น ปรับขึ้นภาษีนิติบุคคลเป็น 28% จากปัจจุบันที่ 21% และปรับขึ้นภาษีรายได้จากการลงทุนเป็น 39.6% จากปัจจุบัน 20% เป็นต้น อย่างไรก็ตาม แผนการปรับขึ้นภาษียังมีความไม่แน่นอนสูง และต้องติดตามอย่างใกล้ชิด เนื่องจากสุดท้ายแล้วสภาอาจเลือกไม่ปรับขึ้นภาษีในอัตราที่สูงดังที่ประธานาธิบดี Biden เคยเสนอ

**แผนภาพที่ 26: แผนกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Biden จะไม่เพิ่มการขาดดุลการคลังมากนัก (กราฟเส้นสีแดง) เนื่องจากได้แรงหนุนจากแผนการจัดเก็บภาษีที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต**

**Bipartisan Infrastructure Investment & Jobs Act (USD550bn) <sup>1\</sup>**



**Democrat Reconciliation bill (USD3,500bn) <sup>1\</sup>**



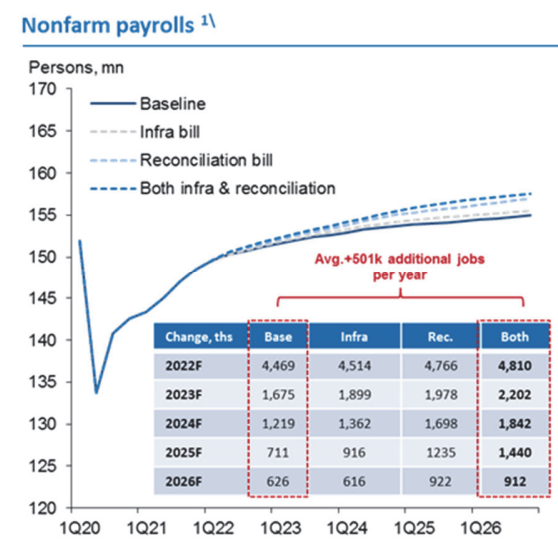
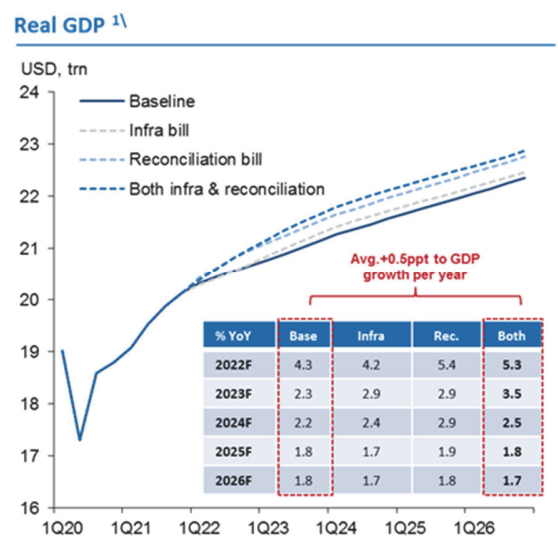
*Note: 1\ Based on Moody's estimated as of 21 July 2021; slight different from actual budget are anticipated. Moody's assume in the reconciliation bill that corporate tax rate will be increased to 25% from 21% currently.*

*ที่มา: Moody's Analytics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

สำหรับผลดีต่อเศรษฐกิจ หากทั้งแผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและแผนกระตุ้นเศรษฐกิจส่วนที่เหลือวงเงิน 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สามารถผ่านสภาและบังคับใช้เป็นกฎหมายได้สำเร็จ คาดจะเป็น Upside ส่วนเพิ่มให้ GDP รวบรวม 0.5% ต่อปี

ในช่วง 5 ปีข้างหน้า โดย GDP คาดจะโตเฉลี่ยที่ 3.0% YoY นอกจากนี้ คาดจะเป็น Upside ส่วนเพิ่มให้การจ้างงานราวอีก 5.01 แสนตำแหน่งต่อปี ในช่วง 5 ปีข้างหน้า

**แผนภาพที่ 27: หากแผนกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านสภาทั้ง 2 แผน คาดจะหนุนให้ GDP ขยายตัวเฉลี่ย 3.0% YoY ในช่วง 5 ปีข้างหน้า และเพิ่มการจ้างงานสุทธิ 11.2 ล้านตำแหน่ง**



*Note: Moody's estimated as of 21 July 2021. Key assumption: 1) Fiscal policies will become law by end-2021 and implemented in early-2022, 2) No other significant fiscal policy changes, 3) Assume Fed will not begin normalizing policy rate until the economy is at full employment and inflation has been consistently above the Fed's 2% target as indicated in FOMC statement, and 4) The worst of COVID-19 & its economic impacts are over, and the pandemic will continue to wind down.*  
 ที่มา: Moody's Analytics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ แผนกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Biden ยังมีความไม่แน่นอนอย่างมาก ทั้งรายละเอียดของมาตรการ วงเงิน และแผนภาษี ทำให้เราคาดศกียังต้องใช้ระยะเวลานานในการพิจารณาซึ่งมีความเสี่ยงที่จะลากยาวเข้าสู่ไตรมาส 4 นอกจากนี้ ในระยะใกล้ ศกียังมีประเด็นสำคัญที่ต้องพิจารณาคือ 1) การผ่านงบประมาณปี 2022 ก่อนเริ่มปีงบประมาณใหม่ในวันที่ 1 ต.ค. เพื่อหลีกเลี่ยงการปิดหน่วยงานภาครัฐบางส่วนเป็นการชั่วคราว (Government Shutdown) และ 2) การระงับหรือขยายเพดานหนี้สาธารณะ (Debt ceiling) เพื่อหลีกเลี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ (Default) ของภาครัฐ ที่อาจเกิดขึ้นเร็วสุดในเดือน ต.ค.

**Fed มีท่าที Hawkish ขึ้น โดย Dot plot ชี้ดอกเบี้ยจะปรับขึ้นอย่างน้อย 3 ครั้ง ณ สิ้นปี 2023F ขณะที่ QE Taper อาจเริ่มต้นทันทีในเดือน พ.ย. ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ขยายตัวในระดับสูง**  
 การประชุม FOMC ครั้งล่าสุดวันที่ 21-22 ก.ย. ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติเป็นเอกฉันท์ (11-0) คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Federal Funds Rate ไว้ที่ระดับต่ำ 0-0.25% และคงการเข้าซื้อสินทรัพย์ที่อัตราปัจจุบัน 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน เป็นอย่างน้อย แบ่งเป็นพันธบัตรรัฐบาล (Treasury) เดือนละ 8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกัน ซึ่งออกโดยหน่วยงานภาครัฐ (MBS) เดือนละ 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการคาดการณ์ของตลาด แต่มีท่าที Hawkish ขึ้นอย่างมากดังนี้

การเข้าซื้อสินทรัพย์ แฉงการณการประชุมระบุว่า “หากเศรษฐกิจยังฟื้นตัวต่อเนื่องตามที่คาดการณ์ไว้ คณะกรรมการเห็นว่าการชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) ใกล้ถึงจุดเริ่มต้นแล้ว (May soon be warranted)” ซึ่งเปลี่ยนแปลงไปจากแถลงการณ์การประชุมรอบก่อนที่ระบุเพียงว่า Fed จะทำการประเมินพัฒนาการการฟื้นตัวของเศรษฐกิจต่อไปในการประชุมเดือนข้างหน้า โดยนาย Jerome Powell ประธาน Fed ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า Fed อาจเริ่มต้น QE Taper ในการประชุมครั้งถัดไป (วันที่ 2-3 พ.ย.) และสิ้นสุดกระบวนการดังกล่าวกลางปี 2022 (ซึ่งจะเท่ากับว่า Fed จะลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงเดือนละ 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยใช้ระยะเวลา 8 เดือน)

แนวโน้มของดอกเบี้ย หรือ Dot plot สะท้อนว่า Fed มีท่าที Hawkish ขึ้นมาก โดยมีคณะกรรมการ 9 จากทั้งหมด 18 ท่านที่มองปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 (เพิ่มขึ้นจากคาดการณ์ครั้งก่อนในเดือน มิ.ย. ที่มี 7 ท่าน) สำหรับปี 2023 Dot plot ชี้จะปรับขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้ง ซึ่งเข้มงวดกว่าที่เคยส่งสัญญาณไว้ครั้งก่อนและที่ตลาดคาดไว้ที่ 2 ครั้ง และ Dot plot ปี 2024 ซึ่งมีการเปิดเผยเป็นครั้งแรก ชี้จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 3 ครั้ง เท่ากับที่ตลาดคาด ขณะที่คาดการณ์ดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run rate) ยังคงอยู่ที่ 2.5% เช่นเดิม

**ประมาณการเศรษฐกิจ** สอดรับกับแนวโน้มของดอกเบี้ย Fed ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเพื่อ Core PCE ของปี 2021-2023 ขึ้น โดยปรับขึ้นมากของปี 2021F เป็น 3.7% (vs. 3.0% คาดการณ์ครั้งก่อน) และปรับขึ้นเป็น 2.3% และ 2.2% ในปี 2022-2023F ตามลำดับ (เพิ่มขึ้นปีละ 0.2ppt และ 0.1ppt ตามลำดับ) สะท้อนปัญหา Supply disruptions ที่ยังคงอยู่ โดยคาดว่าจะขยายตัวที่ 2.1% ในปี 2024F

ส่วนคาดการณ์เศรษฐกิจ Fed ปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2021F ลงมากเป็น 5.9% (vs. 7.0% คาดการณ์ครั้งก่อน) ขณะที่ปรับขึ้นของปี 2022-2023F เป็น 3.8% และ 2.5% ตามลำดับ (เพิ่มขึ้นปีละ 0.5ppt และ 0.1ppt ตามลำดับ) และคาดว่าจะขยายตัว 2.0% ในปี 2024F

Fed มีท่าที Hawkish กว่าที่คาดไว้มาก ทั้งในส่วนของ Dot plot ที่ชี้จะปรับขึ้นดอกเบี้ยถึง 3 ครั้งในปี 2023 ทั้งยังมีโอกาสเพิ่มขึ้นที่การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกจะเกิดขึ้น

ตั้งแต่ปี 2022 รวมทั้งการ QE Taper ที่ Fed อาจเริ่มต้นลดทันทีในเดือน พ.ย. โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากความกังวลเรื่องเงินเพื่อที่ขยายตัวในระดับสูง ท่ามกลางปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลาย

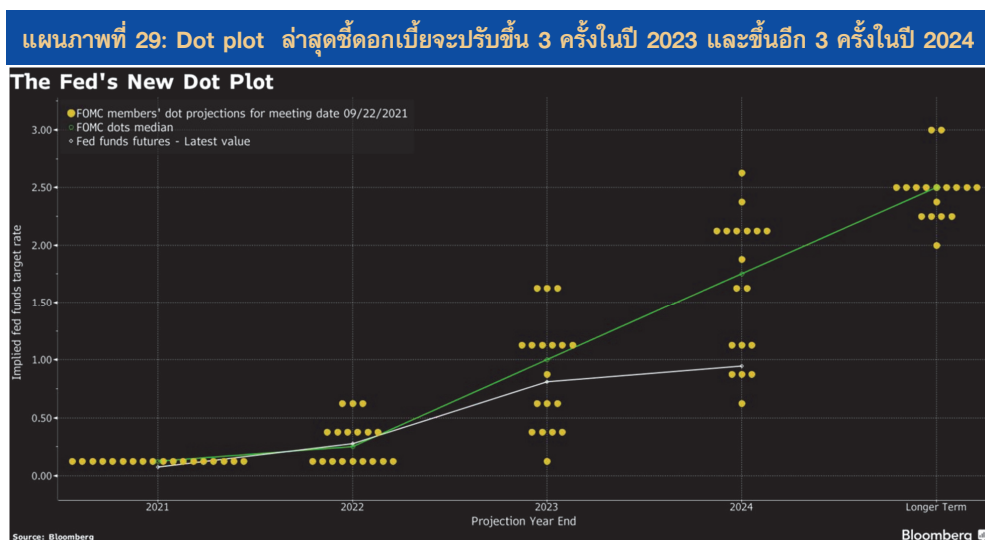
เรายังคงคาด QE Taper จะเกิดขึ้นภายในปีนี้ โดยอาจเกิดขึ้นเร็วสุดในเดือน พ.ย. ซึ่ง Fed อาจประกาศในการประชุมวันที่ 2-3 พ.ย. และเริ่มต้นลดการเข้าซื้อลงเลยในเดือนนั้น ส่วนอัตราดอกเบี้ย ท่าทีที่ Hawkish ขึ้นอย่างมากของ Fed ส่งผลให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก อาจเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เราเคยคาดไว้ว่าจะเป็นในช่วงครึ่งหลังของปี 2023

อย่างไรก็ดี เรามองประเด็นดังกล่าวยังไม่แน่นอนอยู่มาก และขึ้นอยู่กับพัฒนาการของปัจจัยเสี่ยงสำคัญ เช่น สถานการณ์ COVID-19 และการเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะปกติ (กระทบต่อการจ้างงานและปัญหา Supply disruption) เป็นต้น ซึ่งยังคงต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

**แผนภาพที่ 28: Fed ปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2021F ลงมาก และปรับขึ้นของปี 2022F ขณะที่ปรับคาดการณ์เงินเพื่อขึ้นของปี 2021-2023F โดยเฉพาะปี 2021F ที่ปรับขึ้นมาก**

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

ที่มา: Federal Reserves

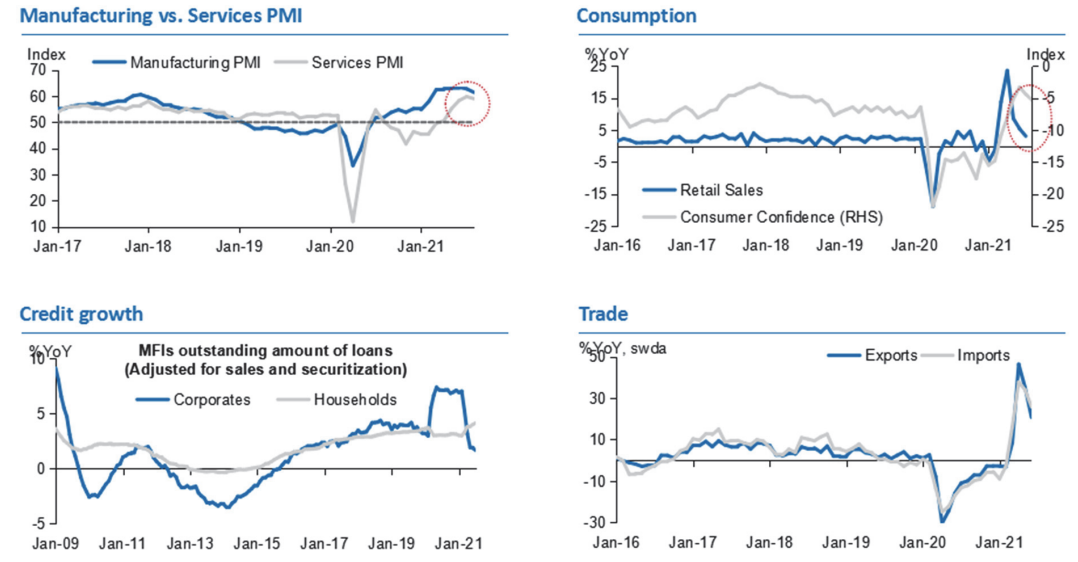


ที่มา: Bloomberg

# เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มฟื้นตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในช่วงที่ผ่านมา สะท้อนผ่านดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMIs ที่ปรับตัวลดลงในเดือน ส.ค. หลังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องก่อนหน้านี้ ขณะที่ปัญหา Supply disruptions ยังไม่คลี่คลาย ด้านการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta มีพัฒนาการดีขึ้น โดยจำนวนผู้ติดเชื้อเริ่มลดลงในประเทศหลัก ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและเข้าโรงพยาบาลยังต่ำกว่าการระบาดรอบก่อนๆ อย่างมาก ส่วนนโยบายการเงิน ECB ส่งสัญญาณลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP สำหรับไตรมาส 4 ในการประชุมล่าสุดต้นเดือน ก.ย. ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวได้ดีและเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นเกินเป้าหมาย 2% อย่างมาก (ขยายตัว 3% ในเดือน ส.ค.) ด้านการเมือง เยอรมนีจะมีการเลือกตั้งทั่วไปในวันที่ 26 ก.ย. ซึ่งนับเป็นจุดเปลี่ยนทางการเมืองสำคัญ และนโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายขึ้น อย่างไรก็ดี การจัดตั้งรัฐบาลอาจจะใช้เวลานาน ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงกดดันเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 30: โมเมนตัมเศรษฐกิจเริ่มชะลอลงสะท้อนผ่านดัชนี PMIs และดัชนีความเชื่อมั่น ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta และปัญหา Supply disruptions



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

**เศรษฐกิจฟื้นตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว สะท้อนผ่านดัชนี PMIs และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวลดลง ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta และปัญหา Supply disruptions**

เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่องในไตรมาส 3 ท่ามกลางแรงหนุนจากการเบิกจ่ายของกองทุน EU Recovery Fund และการใช้ Digital COVID Certificate ที่ชะงักภาคท่องเที่ยว โดย Bloomberg consensus คาด GDP ไตรมาส 3 จะขยายตัว 2.2% QoQ (3.4% YoY) ต่อเนื่องจาก 2.2% QoQ (14.3% YoY) ในไตรมาสก่อน

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว สะท้อนผ่านดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMIs ที่ปรับ

ตัวลดลงในเดือน ส.ค. หลังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องก่อนหน้านี้ นอกจากนี้การระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta ได้ส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายของผู้บริโภค อีกทั้งปัญหา Supply disruptions ที่ยังไม่คลี่คลายส่งผลกระทบต่อภาคการผลิต

**การบริโภค** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. พลิกกลับมาหดตัว -2.3% MoM จากที่ขยายตัว 1.8% ในเดือนก่อน และแย่กว่าที่ตลาดคาดว่าจะไม่ขยายตัว (0.0%) ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 3.1% YoY (vs. 5.4% เดือนก่อน) โดยยอดค้าปลีกได้รับผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ที่สร้างความไม่แน่นอนให้กับผู้บริโภค และมีแนวโน้มอ่อนแอต่อในเดือน ส.ค. สะท้อนผ่านความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer confidence) ที่ยังปรับตัว

ลดลงต่อในเดือน ส.ค. อยู่ที่ -5.3 จุด จากความกังวลต่อสภาวะเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าและตลาดแรงงาน

**การผลิต** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลง -1.4 จุด เป็น 61.4 จุด ชะลอตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 จากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน มิ.ย. โดยผลผลิตลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 6 เดือน ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและต่างประเทศ และการจ้างงานลดลงเล็กน้อยแต่ยังคงอยู่ในระดับสูง ด้านดัชนีราคาชะลอตัวลงบ้าง แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงท่ามกลางอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอย่างรวดเร็วและปัญหาในห่วงโซ่อุปทาน

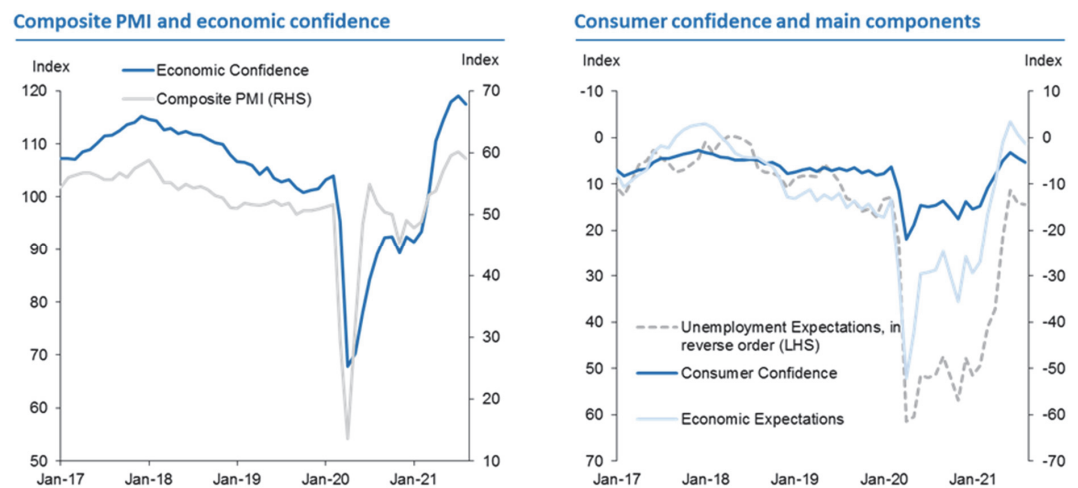
**การบริการ** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลง -0.8 จุด เป็น 59.0 จุด โดยการเติบโตของงานใหม่ชะลอตัวลงแต่ยังคงขยายตัวในระดับสูง ส่วนยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศขยายตัวสูงเป็นอันดับ 2 นับตั้งแต่

เริ่มทำการสำรวจในปี 2014 ขณะที่การจ้างงานยังคงอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี ท่ามกลางการเพิ่มขึ้นของงานค้างในมือ (Backlogs) ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ส่วนดัชนีราคาต้นทุนปัจจัยการผลิตยังคงอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์จากผลกระทบของปัญหา Supply disruptions

**ยอดปล่อยสินเชื่อ** ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว 4.2% YoY เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจาก 4.0% ในเดือนก่อน ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว 1.7% ชะลอตัวลงเล็กน้อยจาก 1.8% ในเดือนก่อน

**ภาคต่างประเทศ** ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. ขยายตัว 20.7% YoY ชะลอตัวลงจาก 35.1% ในเดือนก่อน ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ขยายตัว 25.8% ชะลอตัวลงจาก 33.9% ในเดือนก่อน โดยภาคต่างประเทศยังขยายตัวในระดับสูงจากผลของปัจจัยฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อน

**แผนภาพที่ 31: ความเชื่อมั่นเศรษฐกิจและดัชนี Composite PMI (กราฟซ้ายมือ) สะท้อนเศรษฐกิจฟื้นตัวผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2**



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

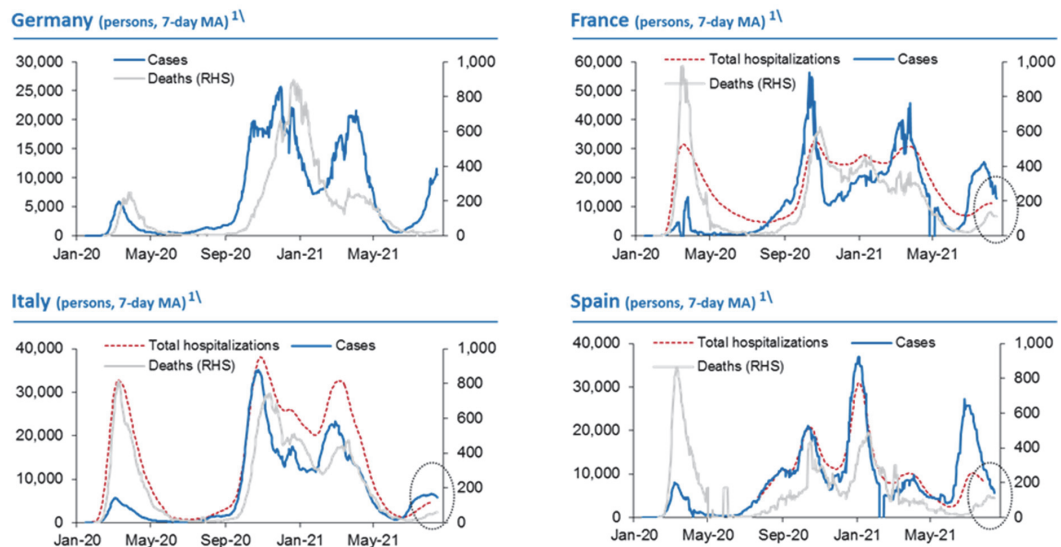
สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย โดยจำนวนผู้ติดเชื้อมีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในประเทศหลัก ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและเข้าโรงพยาบาลยังต่ำกว่าการระบาดรอบก่อน

สถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย โดยเฉพาะในประเทศหลักได้แก่ ฝรั่งเศส อิตาลี และสเปน ที่จำนวนผู้ติดเชื้อ

รายใหม่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และเริ่มชะลอตัวลง ส่วนยอดผู้ติดเชื้อในเยอรมนียังคงเร่งตัวขึ้นเนื่องจากการระบาดเกิดขึ้นซ้ำๆ แต่คาดใกล้ถึงจุดสูงสุดแล้ว ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและเข้าโรงพยาบาล (Hospitalization) มีการเร่งตัวขึ้นบ้าง แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าการระบาดรอบก่อนๆ อย่างมาก สะท้อนผลดีของวัคซีน



**แผนภาพที่ 32: จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 (เส้นสีน้ำเงิน) มีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในประเทศหลัก ขณะที่อัตราการเสียชีวิตและเข้าโรงพยาบาลยังต่ำกว่าการระบาดในรอบก่อน**

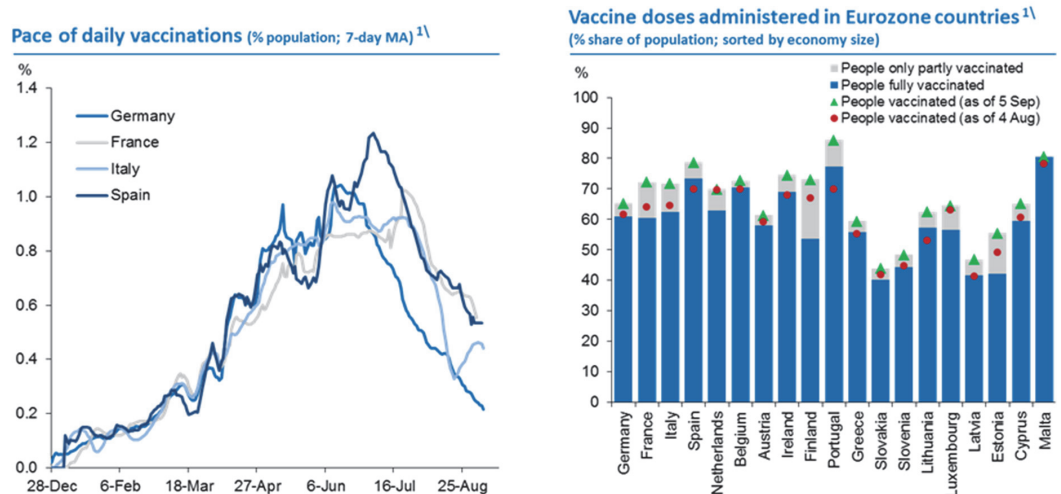


Note: 1\ Cases & deaths are as of 6 Sep, total hospitalizations as of 29 Aug.  
ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยประชากรยุโรปร้อยละ 66% ได้รับความคุ้มครองอย่างน้อย 1 โดส (ณ วันที่ 6 ก.ย.) แล้ว ซึ่งชนชั้นกลางที่มีประชากรได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 โดส 61% อย่างไรก็ดี อัตราการฉีดวัคซีนได้ชะลอตัว

ลงมากในทุกประเทศหลัก ซึ่งยังต้องติดตามตัวเลขดังกล่าวอย่างใกล้ชิดต่อไป เพราะจะกระทบต่อความราบรื่นในการกลับมาเปิดกิจกรรมเศรษฐกิจได้เหมือนก่อนวิกฤต COVID-19

**แผนภาพที่ 33: ประชากรในยุโรปร้อยละ 66% ได้รับความคุ้มครองอย่างน้อย 1 โดส แต่อัตราการแจกจ่ายวัคซีนชะลอลง**



Note: 1\ As of 6 Sep.  
ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**เงินเพื่อขยายตัว 3.0% YoY สูงสุดในรอบเกือบ 10 ปี ในเดือน ส.ค. ท่ามกลางการเปิดเศรษฐกิจ ปัญหาขาดแคลนด้านอุปทาน และการลดภาษี VAT ของเยอรมนีในช่วงครึ่งหลังปีก่อน**

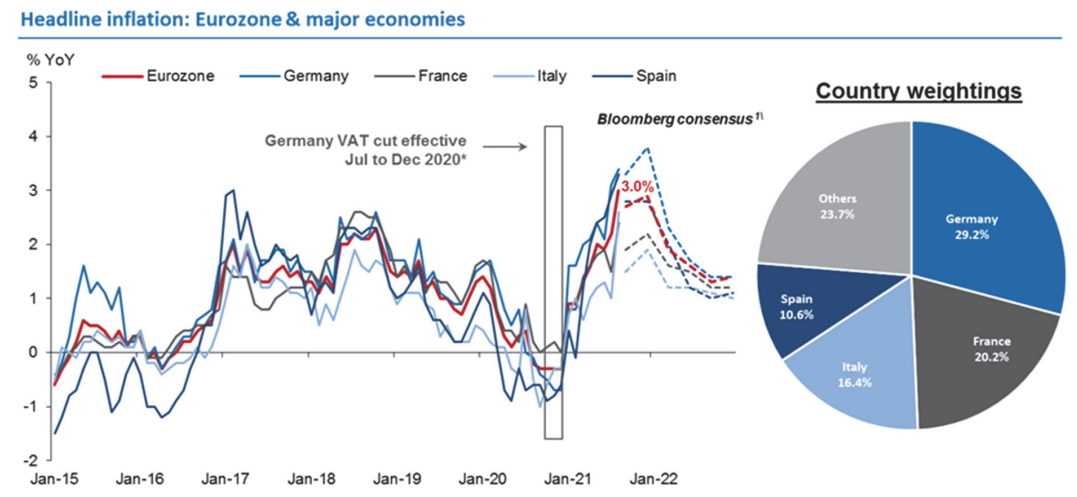
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP inflation) เบื้องต้นในเดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 3.0% YoY จาก 2.2% ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2011 และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 2.7% ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เร่งตัวขึ้นเป็น 1.6% YoY จาก 0.7% ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2012 และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเช่นเดียวกันที่ 1.5%

โดยการขยายตัวของเงินเฟ้อโดยหลักเป็นผลจากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยเฉพาะจากการลดภาษี VAT ชั่วโมงของเยอรมนีในช่วงเดือน ก.ค.-ธ.ค. 2020 ซึ่งเยอรมนีเป็น

ประเทศที่มีน้ำหนักในตระกร้าเงินเฟ้อมากที่สุด (29.2%) รวมทั้งผลจากการเปิดเศรษฐกิจที่หนักกิจกรรมภาคบริการท่องเที่ยว และปัญหาขาดแคลนด้านอุปทาน ซึ่งน่าจะเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น นอกจากนี้ เงินเฟ้อยังได้แรงหนุนจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก

เรามองว่าเงินเฟ้อมีแนวโน้มขยายตัวสูงเกินเป้าหมาย 2% ของ ECB อย่างมากตลอดช่วงที่เหลือของปี ซึ่งนับเป็นหนึ่งในปัจจัยที่จะหนุนให้ ECB ยุติมาตรการ PEPP ตามกำหนดในเดือน มี.ค. 2022 ซึ่งคาดว่าจะหรือในประเด็นดังกล่าวในการประชุมปลายปีนี้ ภายใต้สมมติฐานว่าเศรษฐกิจยังฟื้นตัวได้ดีต่อเนื่อง และสถานการณ์ COVID-19 ไม่แยลงจากนี้ (หรือนำไปสู่การ Lockdown รอบใหม่)

**แผนภาพที่ 34: เงินเฟ้อในยุโรปมีแนวโน้มขยายตัวสูงตลอดช่วงที่เหลือของปีนี้ จากผลกระทบฐานต่ำ**



Note: \* The temporary cut to Germany's VAT rates (to 16% and 5%) was introduced as part of a stimulus package to fight COVID-19. The cut came into effect on 1 Jul 2020 and last for 6 months (until 31 Dec 2020). As of 1 Jan 2021, the "old" VAT rates (19% and 7%) will come into effect.  
 1\ Bloomberg consensus as of 31 Aug.  
 ที่มา: Bloomberg, bdo.global, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**ECB ปรับเพิ่มคาดการณ์เศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ขณะที่ส่งสัญญาณชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP สำหรับไตรมาส 4**

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการ Pandemic Emergency Purchase (PEPP) สำหรับไตรมาส 4 ในการประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 9 ก.ย. โดยระบุว่าเมื่อประเมินสถานะทางการเงินและแนวโน้มของเงินเฟ้อ คณะกรรมการมีความเห็นว่าจะสามารถรักษาสถานะทางการเงินให้คงอยู่ในระดับที่น่าพึงพอใจได้ ด้วยการลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP เมื่อเทียบกับสองไตรมาสที่ผ่านมาที่เข้าซื้อเฉลี่ยราว 8.0 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน

ขณะที่คงวงเงินการเข้าซื้อผ่านมาตรการดังกล่าวไว้ที่ 1.85 ล้านล้านยูโร และระบุเช่นเดิมว่าจะเข้าซื้อจนถึงเดือน

มี.ค. 2022 เป็นอย่างน้อย และจนกว่าจะมั่นใจว่าวิกฤต COVID-19 ได้สิ้นสุดแล้ว

นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ยืนกรานในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า การตัดสินใจลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP นั้น ไม่ได้หมายความว่า ECB กำลังจะถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ได้ดำเนินการมาตั้งแต่การระบาดของ COVID-19 หรือ Tapering โดยกล่าวเสริมว่าการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของเศรษฐกิจยูโรโซนจะสามารถคงอยู่ได้ แม้จะมีการผ่อนคลายมาตรการทางการเงินลง

ในการประชุมรอบนี้ ECB ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปี 2021F ขึ้นเป็น 5.0% จากที่คาด 4.6% ในเดือน มิ.ย. โดยเฉพาะจาก GDP ไตรมาส 2 ที่ขยายตัวสูงกว่าคาด (2.2% QoQ

or 14.3% YoY) และคาดการณ์เศรษฐกิจจะขยายตัวดีต่อที่ 4.6% และ 2.1% ในปี 2022F และ 2023F ตามลำดับ ใกล้เคียงกับคาดการณ์ในเดือน มิ.ย.

ด้านเงินเพื่อ ECB ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเพื่อของปี 2021F ขึ้นเป็น 2.2% จากที่คาด 1.9% ในเดือน มิ.ย. ท่ามกลางการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและปัจจัยชั่วคราว เช่น การลดภาษี VAT ของเยอรมนีในช่วงครึ่งหลังของปี 2020 และปัญหาขาดแคลนด้านอุปทาน แต่คาดเงินเพื่อจะชะลอลงในปีหน้าหลังปัจจัยชั่วคราวทยอยหมดไป หรือจากผลของฐาน YoY ที่สูงในปีนี้ โดย ECB คาดเงินเพื่อจะขยายตัวลดลงเป็น 1.7% และ 1.5% ในปี 2022F และ 2023F ตามลำดับ ซึ่งเท่ากับว่าเงินเพื่อจะยังขยายตัวต่ำกว่าเป้า 2% ในระยะกลาง และการผ่อนคลายนโยบายทางการเงินยังมีความจำเป็น

ทั้งนี้ ECB ได้มีมติคงมาตรการผ่อนคลายทางการเงินอื่นๆ ไว้เช่นเดิม ได้แก่

- คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับต่ำในปัจจุบัน ได้แก่ Deposit Facility Rate ที่ -0.50%, Main Refinancing Rate ที่ 0.0% และ Marginal Lending Rate ที่ 0.25% และระบุว่าคงอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ระดับนี้หรือต่ำกว่า “จนกว่าจะเห็นเงินเพื่อขยายตัวที่ 2% ได้ภายในช่วงของการทำประมาณการและคงอยู่ที่ระดับดังกล่าวได้ตลอดช่วงที่ทำประมาณการ รวมทั้งเมื่อ ECB ตัดสินว่าเงินเพื่อได้เร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนและจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 2% ได้ในระยะกลาง โดยอาจมีบางช่วงที่เงินเพื่อขยายตัวเกินเป้าไปบ้างเล็กน้อย”
- คงการเข้าซื้อสินทรัพย์แบบปกติ (APP) คงไว้ที่อัตรา 2.0 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน โดยยังระบุว่า จะทำการซื้อไป

เรื่อยๆ ตามความจำเป็น เพื่อหนุนผลดีจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ และจะยุติมาตรการดังกล่าวก่อนที่จะทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเล็กน้อย

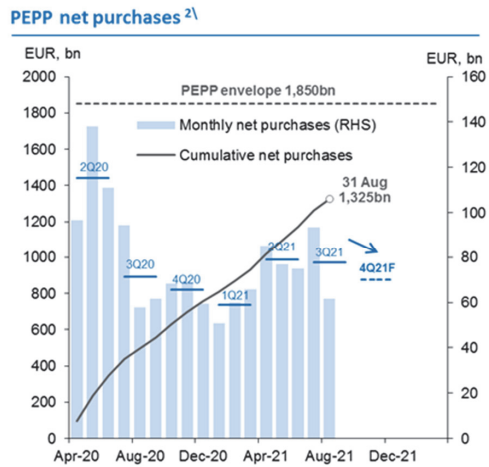
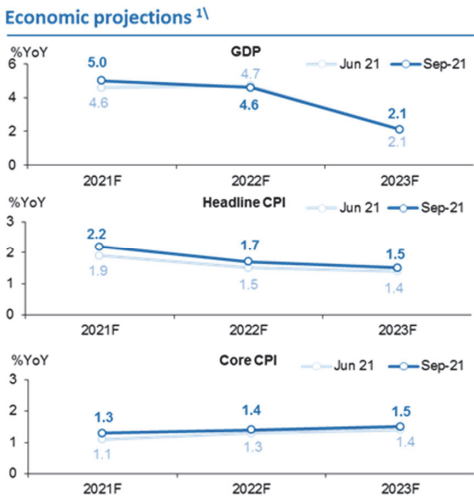
- ระบุว่ายังคงเพิ่มสภาพคล่องให้ธนาคารพาณิชย์ผ่านโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ โดยเฉพาะ TLTRO-3 ที่จะดำเนินการจนถึงเดือน มิ.ย. 2022

การตัดสินใจลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP ของ ECB ก่อนข้างเป็นไปตามคาดการณ์ของตลาด ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวได้ดีและแนวโน้มเงินเพื่อที่ดีขึ้น ขณะที่สถานะทางการเงินโดยรวมยังคงผ่อนคลาย โดยลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP ในไตรมาส 4 จะอยู่ที่ราว 7.0 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ลดลงจากเฉลี่ยที่ 8.0 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนในไตรมาส 2 และ 3

ท่ามกลางเศรษฐกิจและเงินเพื่อที่ฟื้นตัวจากสถานการณ์ COVID-19 ได้ดี ทำให้เราคาดว่า ECB จะยุติมาตรการ PEPP ตามกำหนดในเดือน มี.ค. 2022 แต่คาดจะมีการใช้มาตรการอื่นๆ เพื่อทดแทน เช่น การเพิ่มอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการปกติหรือ APP ที่ปัจจุบันเข้าซื้อที่อัตรา 2.0 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ท่ามกลางเงินเพื่อที่คาดว่าจะยังขยายตัวต่ำกว่าเป้า 2% ในระยะกลาง (ECB คาดจะขยายตัว 1.5% ปี 2023F) โดยคาด ECB จะประกาศในการประชุมเดือน ธ.ค. ภายใต้สถานการณ์ COVID-19 ที่ไม่แย่งลงจากนี้

ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย คาด ECB จะยังไม่ปรับขึ้นจนถึงปี 2023 เป็นอย่างน้อย สวนทางกับธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่ Dot plot ระบุว่าปรับขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งในปี 2023 ส่วนหนึ่งจากแรงกดดันเงินเพื่อในยุโรปที่ต่ำกว่ามาก

**แผนภาพที่ 35: ECB ปรับเพิ่มคาดการณ์เศรษฐกิจและเงินเพื่อขึ้น (กราฟซ้าย) ขณะที่ส่งสัญญาณชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP**



Note: 1\ Based on ECB September forecast. 2\ As of 5 September. ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

## การเลือกตั้งทั่วไปของเยอรมนีในวันที่ 26 ก.ย. นับเป็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญทางการเมือง ด้านนโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น

ประเทศเยอรมนีมีกำหนดจัดการเลือกตั้งทั่วไปในวันที่ 26 ก.ย. ซึ่งนับเป็นจุดเปลี่ยนทางการเมืองสำคัญ เนื่องจากนาง Angela Merkel นายกรัฐมนตรีคนปัจจุบันจากพรรค Christian Democratic Union (CDU) จะหมดวาระลงหลังจากดำรงตำแหน่งมายาวนานถึง 16 ปี โดยนาย Armin Laschet ได้ถูกรับเลือกขึ้นมาดำรงตำแหน่งหัวหน้าพรรค CDU รวมทั้งลงชิงตำแหน่งนายกฯ ในการเลือกตั้งครั้งนี้แทน

ผลสำรวจล่าสุดชี้ว่าพรรค SPD (สีแดง ในแผนภาพ 36 ด้านล่าง) นำโดยนาย Olaf Scholz รมว.คลังปัจจุบันมีคะแนนนิยมเป็นอันดับ 1 ตามมาด้วยพรรค CDU (สีดำ) เป็นอันดับ 2 และพรรค Greens (สีเขียว) นำโดยนาง Anna Baerbock เป็นอันดับ 3

โดยนโยบายของพรรค SPD กับพรรค Greens (ตารางในแผนภาพ 36 ด้านล่าง) มีจุดยืนที่คล้ายกันในส่วนของการผ่อนคลายนโยบายการคลัง หรือให้ใช้จ่ายภาครัฐเพิ่มขึ้น แต่ก็ใช้จ่ายผ่านการปรับขึ้นภาษีกับผู้มีรายได้สูง ขณะที่พรรค CDU กับพรรค FDP จะมีแนวโน้มไปในทางอนุรักษ์นิยม (Conservative) มากกว่า กล่าวคือไม่ชอบเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ แต่อยากเร่งให้งบดุลกลับเข้าสู่สมดุล (Balanced budget) และจะไม่มีการปรับขึ้นภาษี ดังนั้น หากพรรค SPD ขึ้นเป็นแกนนำรัฐบาล ก็คาดว่าจะ

ว่านโยบายการคลังจะมีความผ่อนคลายมากขึ้น รัฐบาลจะใช้จ่ายมากขึ้น ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยบวกกับเศรษฐกิจ เพียงแต่จะมีความเสี่ยงจากอัตราภาษีที่จะถูกปรับเพิ่มขึ้น

ด้านการจัดตั้งรัฐบาล เนื่องจากไม่มีพรรคใดมีแนวโน้มที่จะได้คะแนนเสียงเพียงพอในการจัดตั้งรัฐบาลเดี่ยว (เกิน 50%) การจัดตั้งรัฐบาลจึงน่าจะเป็นในรูปแบบของพรรคร่วม ซึ่งมีความเป็นไปได้ใน 2 รูปแบบ คือ

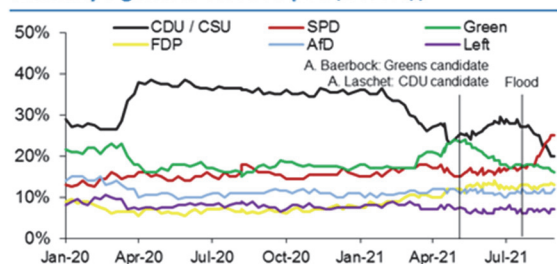
- 1) Traffic light: พรรค SPD เป็นแกนนำรัฐบาล ร่วมกับพรรค Greens และพรรค FDP
- 2) Jamaica: พรรค CDU เป็นแกนนำรัฐบาล ร่วมกับพรรค Greens และพรรค FDP

ส่วนการจัดตั้งรัฐบาลร่วมกันระหว่างพรรค SPD กับพรรค CDU อย่างในปัจจุบัน มีความเป็นไปได้ต่ำมาก (หากไม่มีการเปลี่ยนท่าทีในอนาคต) เนื่องจากพรรค SPD ได้ยื่นกรณมาตลอดว่าไม่ต้องการจัดตั้งรัฐบาลร่วมกันอีก

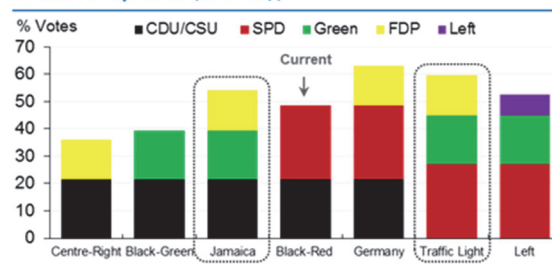
ทั้งนี้ ท่ามกลางนโยบายบางส่วนที่แตกต่างกัน เช่น พรรค SPD กับพรรค Greens อยากเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ แต่พรรค FDP ไม่ต้องการ ทำให้การจัดตั้งรัฐบาลมีแนวโน้มที่จะใช้เวลานานและค่อนข้างยาก ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจ โดยในการเลือกตั้งครั้งก่อนในปี 2017 รัฐบาลใช้เวลาในการจัดตั้งกว่า 6 เดือน ซึ่งค่าเงินยูโรได้ตอบรับในเชิงลบ โดยอ่อนค่าลงราว 3% ในช่วง 1-2 เดือน หลังจัดการเลือกตั้ง

**แผนภาพที่ 36: ผลสำรวจการเลือกตั้ง และนโยบายสำคัญของพรรคการเมืองหลัก ซึ่งปัจจุบันพรรค SPD มีคะแนนนิยมมากที่สุด**

Germany's general election poll (as of 4 Sep)



Coalition options (as of 4 Sep)<sup>1)</sup>



Policy area	CDU/CSU	SPD	Greens	FDP
Fiscal	Re-imposition of debt brake, quick return to a balanced budget	Looser approach to balancing budgets, continuation of more generous spending	10-year public investment worth EUR500bn, seeks to reform the debt brake	Wants to reduce debt to 60% GDP as soon as possible, calls for "turbo repayment"
EU	Reinstate EU fiscal rules, rejects joint debt	Rejecting austerity policies of the past, modifying the Stability & Growth Pact	Ease the Stability & Growth Pact, completion of EU's banking union	Calls for a full re-implementation of EU rules on debt and deficits
Taxes	No tax increases	Increase tax on high earners	Increase tax on high earners, capital gains & wealth	Cut taxes for companies & high earners
Climate	Aims for a carbon neutral economy by 2045	Aims for a carbon neutral economy by 2045, carbon neutrality for electricity production by 2040	Aims for a carbon neutral economy in 20 years, no new combustion cars by 2030, faster rise in CO2 prices	Aim for a carbon neutral economy by 2050, wants to promote new technologies to counter climate change

Note: 1) Re-weighted to sum to 100% as we excl. parties with less than 5% support threshold to be represented in parliament and AfD.

ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, Goldman Sachs, INSA/YouGov, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มดีขึ้นเนื่องจากในปัจจุบันประเทศจีนสามารถควบคุมการแพร่ระบาดในหลายมณฑลในช่วงเดือน ส.ค. ได้แล้ว ซึ่งน่าจะช่วยลดแรงกดดันต่อเศรษฐกิจไปได้บ้าง โดยเรามองว่าการดำเนินนโยบายการเงินการคลังจะมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงครึ่งแรกของปี ขณะที่นโยบายการเงินจะเน้นการให้ความช่วยเหลือกลุ่มเป้าหมาย เช่น กลุ่ม SMEs หรือกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดรุนแรง นอกจากนี้หากตัวเลขเศรษฐกิจยังคงชะลอต่อเนื่องอาจมีการปรับลด RRR ลงอีกครั้งในช่วงที่เหลือของปี หลังจากที่มีการลดไปแล้วครั้งหนึ่งในช่วงต้นเดือน ก.ค. อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนยังคงมีความเสี่ยงของการระบาดระลอกใหม่ในเมือง Fujian ทำให้มีการปิดโรงเรียนและควบคุมการเดินทาง ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันการบริโภคในระยะข้างหน้า รวมถึงประเด็นความเสี่ยงที่อาจพุดน็ดชำระหนี้ของบริษัท Evergrande ซึ่งสร้างความกังวลว่าอาจก่อให้เกิดปัญหาลูกกลม (Spillover effect) ในวงกว้าง

## กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ส.ค. ชะลอตัวลงมากกว่าคาด โดยเฉพาะการบริโภค ท่ามกลางการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta ขณะที่การส่งออกยังคงขยายตัวแข็งแกร่ง

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลง -0.3 จุด เป็น 50.1 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2020 ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 50.2 จุด ส่วนดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -5.8 จุด เป็น 47.5 จุด ต่ำกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 52.0 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2020 จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -7.3 จุด เป็น 45.2 จุด ท่ามกลางการ Lockdown และใช้มาตรการควบคุมการเดินทางในพื้นที่เสี่ยงเกือบตลอดทั้งเดือน ส.ค. ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +3.0 จุด เป็น 60.5 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 2.5% YoY ชะลอตัวลงอย่างมากจาก 8.5% ในเดือนก่อน และ

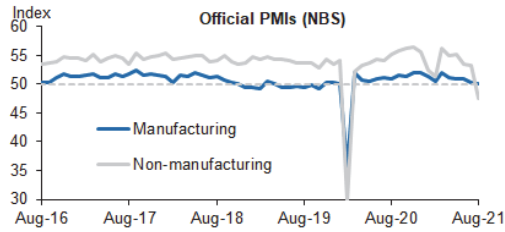
ต่ำกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 7.0% สะท้อนผลกระทบของการระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Delta

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 5.3% YoY ชะลอตัวลงจาก 6.4% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 5.8% ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) ขยายตัว 8.9% YoY YTD ชะลอตัวลงจาก 10.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยที่ 9.0%

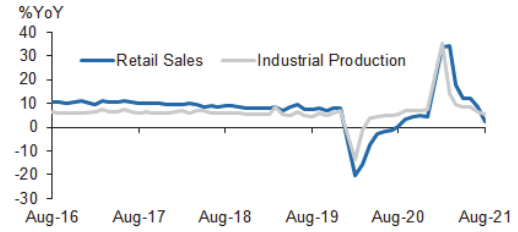
ด้านอุปสงค์ต่างประเทศยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง โดยยอดส่งออก (Exports) ขยายตัว 25.6% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 19.3% ในเดือนก่อน สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะชะลอลงเป็น 17.9% ท่ามกลางการระบาดของ COVID-19 ในประเทศที่นำไปสู่การปิดสถานี Meishan ของท่าเรือ Ningbo ซึ่งเป็นท่าเรือส่งออก-นำเข้าสินค้าสำคัญของจีนเป็นเวลา 2 สัปดาห์

**แผนภาพ 37: PMI ของทางการจีนเดือน ส.ค. ชะลอตัวลงต่อเนื่องทั้งในและนอกภาคการผลิต จากผลกระทบของการแพร่ระบาดของไวรัส เช่นเดียวกับเครื่องชี้วัดเศรษฐกิจภายในประเทศอื่นๆ ส่วนยอดส่งออกมีการเร่งตัวขึ้น**

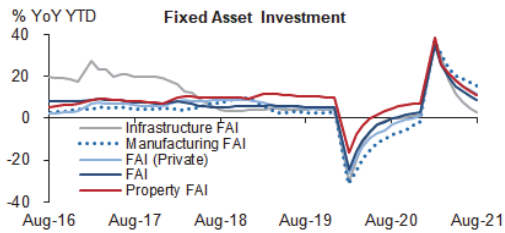
**Manufacturing vs. Services PMI**



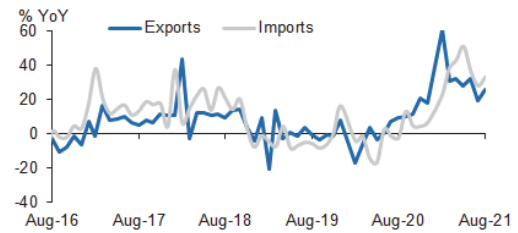
**Economic activity**



**Fixed asset investment (3MMA)**



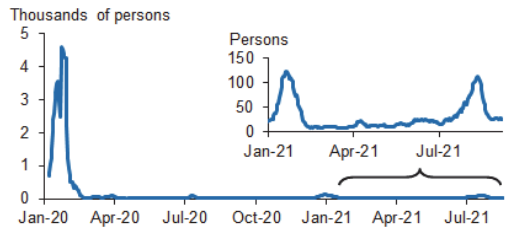
**Trade**



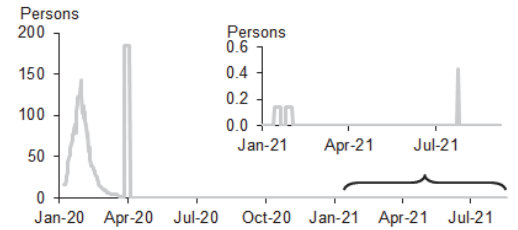
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพ 38: จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ลดลงจากการ Lockdown ที่มีประสิทธิภาพ ด้านวัคซีนมีจำนวนผู้ได้รับวัคซีนแล้วราว 70% ของประชากร โดยในปัจจุบันสามารถแจกจ่ายได้ราววันละ 0.5% ของประชากร แต่ยังคงมีความเสี่ยงของการแพร่ระบาดใหม่ในเมือง Fujian**

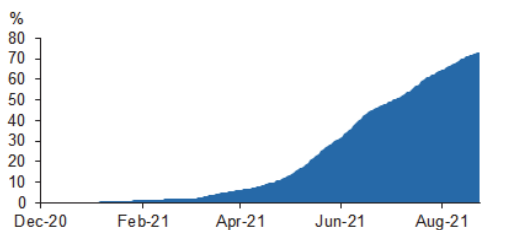
**COVID-19 daily new cases (7-day MA) <sup>1\</sup>**



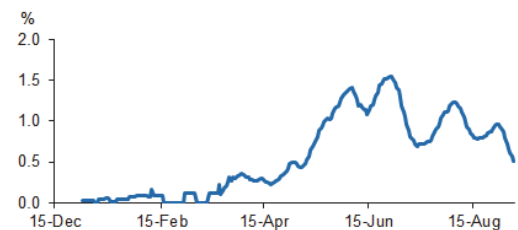
**Daily new deaths (7-day MA) <sup>1\</sup>**



**Vaccinations (% population) <sup>2\</sup>**



**Daily vaccinations pace (% population; 7-day MA) <sup>1\</sup>**



Note: 1\ As of 7 Sep. 2\ Assumes a population needs two doses of vaccine (around 2.80 billion doses needed to achieve 100%).

ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลจีนได้ผ่านกฎหมายคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล ซึ่งคาดว่าจะเริ่มจุดเริ่มต้นของการออกกฎหมายเพื่อปกป้องผู้บริโภคและควบคุมภาคเอกชนในด้านอื่นๆ

รัฐบาลจีนได้ผ่านร่างกฎหมาย Personal Information Protection Law (PIPL) ซึ่งจะเริ่มบังคับใช้ในวันที่ 1 พ.ย. โดยกฎหมายดังกล่าวระบุว่า ผู้ให้บริการต้องขอความยินยอมในการเปิดเผยข้อมูลของลูกค้า และมีการควบคุมการไหลออกของข้อมูลไปยังต่างประเทศ ซึ่งถือได้ว่าเป็นการสร้างความชัดเจนให้กับบริษัทเอกชนในเรื่องนโยบาย และน่าจะลดความเสี่ยงด้าน

กฎเกณฑ์ (Regulatory risk) รวมทั้งส่งเสริมการปรับตัวได้ในระยะยาว ส่วนกฎหมายสำคัญอื่นๆ อย่าง Anti-trust law ยังคงอยู่ในช่วงของการทบทวนภายในสภา

นอกจากความปลอดภัยของข้อมูลแล้ว ประเทศจีนได้ออกกฎหมายที่ควบคุมความบันเทิง การศึกษาภาคเอกชน การเล่นเกมส์ ทรัพย์สิน และการประกันภัย และยังเน้นย้ำถึง “ความเจริญรุ่งเรืองร่วมกัน (Common Prosperity)” ซึ่งคาดว่าจะเป็นที่ประจักษ์สำหรับการควบคุมภาคเอกชนตั้งแต่นั้นเป็นต้นไป

**แผนภาพ 39: จีนได้ผ่านร่างกฎหมาย PIPL แล้ว ซึ่งคาดว่าจะช่วยทำให้เกิดความชัดเจนเรื่องกฎเกณฑ์ในระยะยาว**

**Data security law**

**China has passed the Personal Information Protection Law (PIPL)**

-  ✓ Lays out for the first time a comprehensive set of rules around data collection.
-  ✓ Data collectors must get user consent to collect data and users can withdraw that consent at any time.
-  ✓ Strict requirements for transferring Chinese citizens' data outside the country.
-  ✓ The law comes into force on **1 November**.

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

**Key China macro events**

Activity	Sep	Oct	Nov	Dec
• Politburo meeting - review economic performance and discuss policy outlook.				
• The Sixth Plenum of the 19th Party Congress - likely to include improving supervision of the CPC and culture building.				
• Politburo meeting - preparation for the Central Economic Work Conference.				
• Central Economic Work Conference - set the policy targets for 2022. There will likely be market discussions on economic targets				

การดำเนินนโยบายการเงินการคลังของจีนคาดว่าจะมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงครึ่งแรกของปี

การดำเนินนโยบายการเงินการคลังมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายมากขึ้น เมื่อเทียบกับช่วงครึ่งแรกของปี แต่คาดว่าจะไม่ผ่อนคลายเท่าช่วงที่เกิดวิกฤตในปีก่อน โดยด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่ารัฐบาลจะเน้นการช่วยเหลือกลุ่มที่เป็นเป้าหมาย เช่น กลุ่ม SME หรือกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาด

นอกจากนี้ อาจมีการปรับลด RRR ลงอีกหนึ่งครั้งในช่วงที่เหลือของปี หากตัวเลขเศรษฐกิจยังคงชะลอต่อเนื่อง หลังจากที่มีการลดไปแล้วหนึ่งครั้งในช่วงต้นเดือน ก.ค.

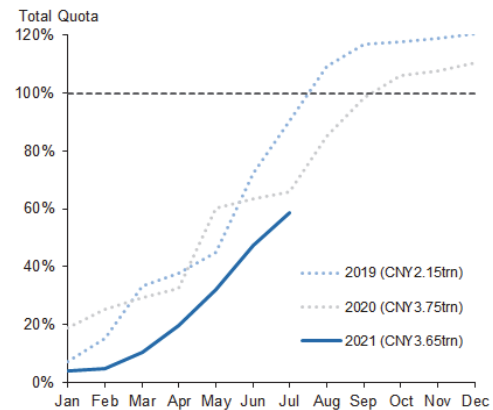
ด้านนโยบายการคลังคาดว่าจะมีการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นเพื่อกระตุ้นการลงทุนในท้องถิ่นจะเร่งตัวขึ้น หลังจากที่ได้ออกต่ำกว่าโควตาในช่วงครึ่งแรกของปี ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของสินเชื่อโดยรวม

**แผนภาพ 40: นโยบายการเงินคาดว่าจะมีผ่อนคลายมากขึ้นเมื่อเทียบกับครึ่งแรกของปี ส่วนการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นพิเศษคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี หลังยังออกได้ต่ำกว่าโควต้าค่อนข้างมาก**

**Monetary policy support**

Policy stance	2020				2021			
	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 1	Q 2	Q 3	Q 4
<b>Crisis combat</b> – Gave lending support to most affected regions and sectors in addition to a 1.7 trillion-yuan liquidity injection	■							
<b>Growth support</b> - policy focus increasingly shifted to growth support since March. Main initiative was two-step, 30 basis point cut in the one-year MLF rate to 2.95%.		■	■					
<b>Policy normalization</b> - the PBOC kept liquidity on the tight side to slow credit expansion, while holding interest rates steady.			■	■	■	■		
<b>Renewed growth support</b> - In early July, the PBOC announced a 50 bps cut to RRR, providing loans support for specific uses such as loans to farmers, small businesses and projects that help alleviate poverty, or pandemic relief.							■	■

**Special local government bond issuance**



Note: 1\ text in () represents yearly government targets.

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

**Evergrande กำลังเผชิญปัญหาด้านสภาพคล่องและถูกลดระดับ Credit rating อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ราคาหุ้นและราคาพันธบัตรลดลงไปกว่า 80% เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดวิกฤตในเดือน พ.ค.**

Evergrande ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่ของจีนเกิดภาวะขาดแคลนสภาพคล่องและมีโอกาสสูงที่จะเกิดการผิดชำระหนี้มูลค่ากว่า 7.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปีหน้า ทำให้ต้องมีการขายสินทรัพย์และธุรกิจอื่นๆ (Non-core business) ออกมาเพื่อเสริมสภาพคล่อง ขณะที่ธุรกิจหลัก (Core business) จากเดิมที่มีรายได้จากยอดขายอสังหาริมทรัพย์เดือนละ 11.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน มิ.ย. ลดลงเหลือเพียง 5.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ส.ค. เท่านั้น ขณะที่กำไรขั้นต้น (Gross margin) ลดลงจาก 25% ใน 1H20 เหลือเพียง 13% ใน 1H21 จากการเร่งขายทรัพย์สินเพื่อเสริมสภาพคล่องให้บริษัท

สถานการณ์ดังกล่าว ส่งผลให้ Evergrande ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) ลงอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุด Fitch Rating ให้อยู่ในระดับ CC และ Moody's ให้อยู่ในระดับ Ca ซึ่งอยู่เหนือระดับผิดนัดชำระหนี้ (Default) เพียงสองขั้นเท่านั้น ขณะที่ Evergrande ได้ว่าจ้าง Houlihan Lokey และ Admiralty Harbour Capital วาณิชธนกิจที่เป็นผู้เชี่ยวชาญด้านการปรับโครงสร้างหนี้ ให้เข้ามาทำการประเมินสภาพคล่องและหาความเป็นไปได้ในการจัดการหนี้ ด้านราคาหุ้นและราคาพันธบัตรของ Evergrande ได้ปรับตัวลดลงมากกว่า 80% (ราคา ณ วันที่ 9 ก.ย.) เมื่อเทียบกับก่อนเกิดวิกฤตในช่วงเดือน พ.ค.

เรามองว่าในเบื้องต้นรัฐบาลจีนอาจดำเนินการผ่านการเสริมสภาพคล่องในการซื้อขายสินทรัพย์ เช่น การให้เงินกู้กับลูกค้าหรือนักลงทุนเพื่อให้ Evergrande ยังมีสภาพคล่องเพียงพอในการดำเนินธุรกิจ และความเป็นไปได้ที่รัฐบาลจะเข้ามา Bailout บางส่วน (Concentrated bailout) หากสถานการณ์มีแนวโน้มรุนแรงและลุกลามเป็นวงกว้างเนื่องจากไม่ต้องการให้เกิด Spillover effect ที่จะกระทบต่อประชาชนทั่วไป โดยเลือกช่วยเหลือเฉพาะกลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับความเป็นอยู่ของประชาชน ด้วยเหตุผลดังนี้

1) บทเรียนจากวิกฤต Subprime ในปี 2008 ที่รัฐบาลคงไม่ต้องการปล่อยให้ Spillover effect เป็นวงกว้าง เนื่องจากมีหนี้สิน (Liabilities) กว่า 310 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ราว 100 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นเจ้าหนี้การค้าที่จะต้องจ่ายให้ Suppliers ของบริษัท อ้างอิงรายงานจาก Fitch) อีกทั้งรัฐบาลและธนาคารกลางทั่วโลกดูจะมีสูตรสำเร็จในการช่วยเหลือบริษัทเหล่านี้ ซึ่งก็คือการอัดฉีดเงินเข้าไปเพื่อให้บริษัทยังมีสภาพคล่องในการดำเนินงานเพียงพออย่างน้อยในระยะสั้น

2) การดำเนินนโยบายช่วงหลังของรัฐบาลจีนที่เน้นไปทางประชานิยมมากขึ้น ซึ่งภาคอสังหาริมทรัพย์นับเป็นกลุ่มที่จะกระทบประชากรเป็นจำนวนมาก ดังที่เราได้เห็นประชาชนที่ได้รับผลกระทบเริ่มออกมาประท้วงกรณีของการหยุดก่อสร้างของ Evergrande ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่รัฐบาลน่าจะให้ความสำคัญกับการลดทอนผลกระทบต่อประชาชนเป็นหลัก

3) การกลับลำเข้ามาช่วยเหลือ Huarong Asset Management (ซึ่งเคยประสบปัญหาขาดสภาพคล่องเช่นเดียวกันก่อนหน้านี้) ของ

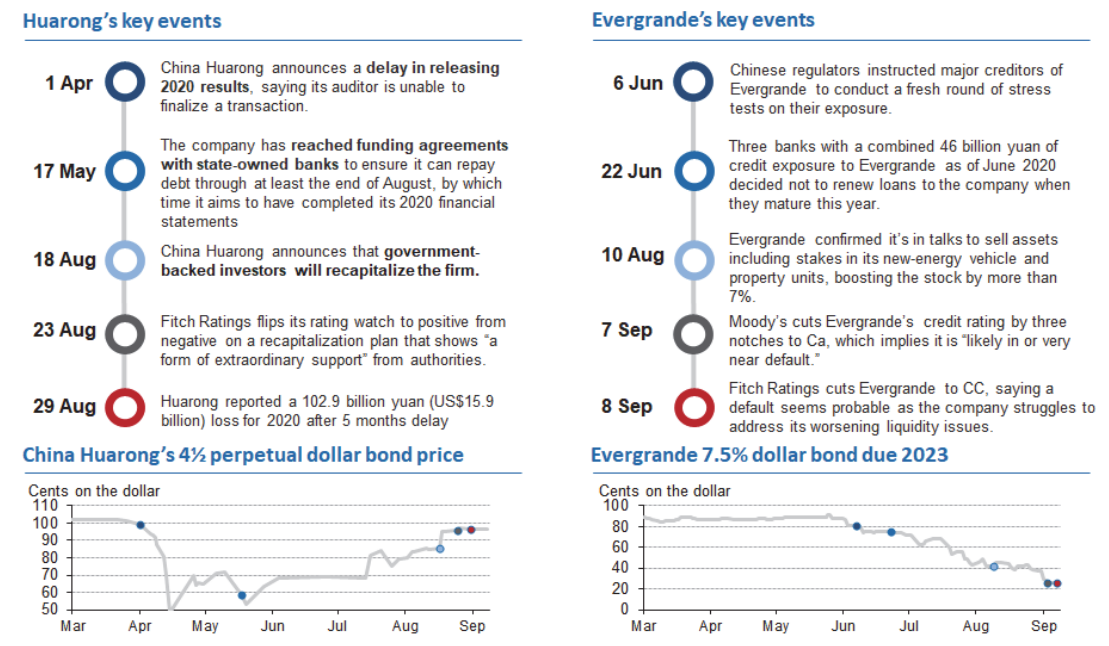


ทางการเงินผ่านการเข้ามาเพิ่มทุน (Recapitalization) ให้ หลังจากที ก่อนหน้ามีจุดยืนที่จะไม่ส่งเสริมธุรกิจที่ไม่สร้างผลกำไร โดยเฉพาะ ในกลุ่มรัฐวิสาหกิจ (Zombie firms หรือ Non-profit SoE) สะท้อน ได้ว่ารัฐบาลกังวลต่อความเสี่ยงด้าน Spillover effect (ซึ่งยากต่อ การประเมินผลกระทบ) มากกว่าปัญหาด้าน Moral hazard

อย่างไรก็ดี ทางการเงินอาจยังไม่เข้ามา Bailout เร็วๆ นี้ เนื่องจาก บริษัท Evergrande มีการขายสินทรัพย์และบริษัทลูก

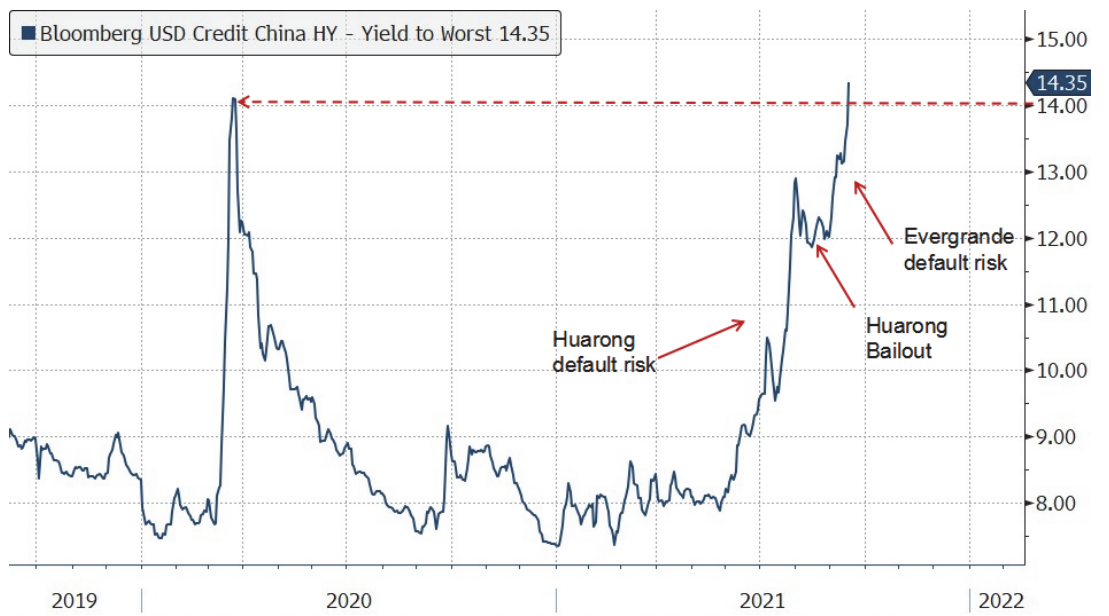
ออกมาแล้วมูลค่าราว 2,500 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพียงพอที่จะ ชำระดอกเบี้ยมูลค่าประมาณ 1,200 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จนถึง เดือน มี.ค. 2022 แต่มีพันธบัตรที่ผู้ถือมีสิทธิไถ่ถอนก่อนกำหนด (Puttable bond) มูลค่า 700 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ม.ค. และมีพันธบัตรครบกำหนดอายุในเดือน มี.ค. มูลค่า 2,030 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้เส้นตายที่ทางการเงินต้องเข้ามา Bailout นำ จะอยู่ในช่วงเดือน มี.ค. 2022

**แผนภาพ 41: ราคา Dollar bond 7.5% ของ Evergrande (ขวามือ) ลดลงกว่า 80% เมื่อเทียบกับเดือน พ.ค. ขณะที่ราคา Bond ของ Huarong asset management (ซ้ายมือ) ปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังมีการเพิ่มทุนโดยรัฐบาล**



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

**แผนภาพ 42: Junk Bond Yield ในจีนปรับตัวสูงขึ้นเกือบเทียบเท่าช่วงที่มีการ Lockdown เมืองอู่ฮั่นในปีก่อน**



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

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มสดใสมากขึ้น โดยจำนวนผู้ติดเชื้อมีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว รวมถึงการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การขยายระยะเวลาประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินใน 19 จังหวัด (รวมถึงโตเกียว) ออกไปจนถึงวันที่ 30 ก.ย. (เริ่มต้น 12 ก.ค.) อาจกดดันตัวเลขเศรษฐกิจให้ชะลอตัวต่อเนื่องในเดือน ก.ย. ด้านการเมืองหลังจากที่นาย Yoshihide Suga ประกาศไม่ลงสมัครชิงตำแหน่งหัวหน้าพรรค LDP ทำให้ญี่ปุ่นจะมีนายกรัฐมนตรีคนใหม่ โดยผู้ที่ถูกคาดการณ์ว่าจะชนะ คือ นาย Taro Kono ซึ่งปัจจุบันเป็นรัฐมนตรีที่ดูแลการปฏิรูปและเป็นผู้รับผิดชอบด้านการแจกจ่ายวัคซีน ทั้งนี้ มีการคาดการณ์ว่าภายหลังการเลือกตั้ง รัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่าหลายสิบล้านเยนเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่การแพร่ระบาดของ COVID-19 คลี่คลายลง

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ฉุกเฉิน แต่มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวต่อจากนี้ จากจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วและการแจกจ่ายวัคซีนที่รวดเร็ว

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ก.ค.-ส.ค. ยังคงได้รับผลกระทบจากการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉิน สะท้อนจากดัชนี PMI ภาคบริการที่ปรับตัวลดลง ขณะที่การส่งออกชะลอตัวลงเล็กน้อยแต่ยังคงขยายตัวในระดับสูง มองไปข้างหน้าเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวจากจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ที่มีแนวโน้มจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว รวมถึงการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็ว

ดัชนีรวม (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -3.3 จุด เป็น 45.5 จุด และต่ำกว่าตัวเลขเบื้องต้นที่ 45.9 จุด โดยภาคบริการปรับตัวลดลง -4.5 จุด เป็น 42.9 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 19 และต่ำสุดตั้งแต่เดือน พ.ค. 2020 ท่ามกลางการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินทำให้ยอดคำสั่งซื้อใหม่ในประเทศหดตัวมากที่สุดในรอบ 15 เดือน ด้านยอดคำสั่งซื้อในต่างประเทศหดตัวแรงเช่นกัน ขณะที่ภาคการผลิตดัชนีปรับตัวลดลง -0.3 จุด เป็น 52.7 จุด แต่ดีกว่าตัวเลขเบื้องต้นที่ 52.4 จุด จากผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ชะลอตัวลง ขณะที่คำสั่งซื้อในต่างประเทศพลิกกลับมาหดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 7 เดือน ด้านการจ้างงานเพิ่มขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2020 ส่วนดัชนีต้นทุนปัจจัยการผลิตชะลอตัวลง

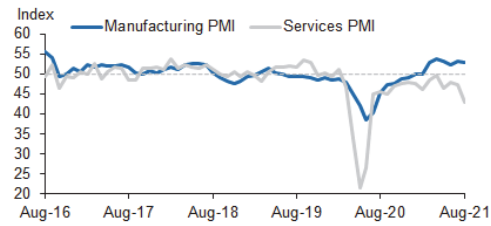
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ขยายตัว 1.1% MoM, SA ชะลอตัวจากที่ขยายตัว 3.1% ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อนยอดค้าปลีกขยายตัว 2.4% YoY (vs. 0.1% เดือนก่อน)

ด้านการลงทุนยอดสั่งซื้อเครื่องจักรไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดการลงทุนในระยะข้างหน้า พลิกกลับมาขยายตัว โดยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากฐานที่ต่ำในปีก่อน (13.97% YoY, 3mma vs. 12.4% เดือนก่อน) จากยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิต (33.5% vs. 27.4% เดือนก่อน) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก ส่วนคำสั่งซื้อในภาคบริการ (-0.06% vs. 1.75% เดือนก่อน) พลิกกลับมาหดตัว

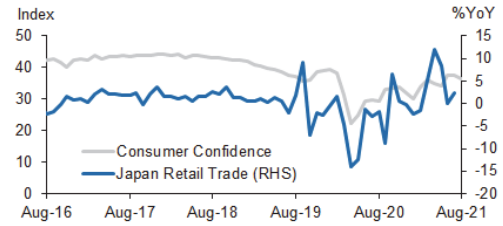
ด้านอุปสงค์ในต่างประเทศยังคงขยายตัวในระดับสูง โดยยอดส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. ชะลอลงเป็น 26.2% YoY จาก 37.0% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 34.0% ด้านยอดนำเข้า (Imports) เร่งตัวขึ้นเป็น 44.7% YoY จากที่ขยายตัว 28.5% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 40.0% ส่วนดุลการค้า (Trade Balance) เดือน ส.ค. พลิกกลับมาขาดดุล 635.4 พันล้านเยน จากที่เกินดุล 439.4 พันล้านเยน ในเดือนก่อน

**แผนภาพ 43: ดัชนี PMI ภาคบริการหดตัวเพิ่มขึ้นจากผลกระทบของการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในเดือน ส.ค. ส่วนการส่งออกแม้จะชะลอตัวลง แต่ยังคงขยายตัวในระดับเลขสองหลัก**

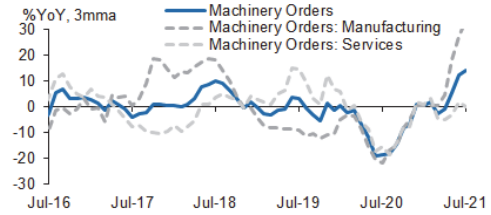
**Manufacturing vs. Services PMI**



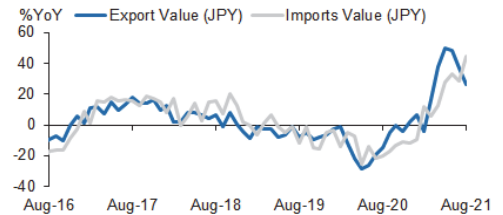
**Retail sales**



**Investment**



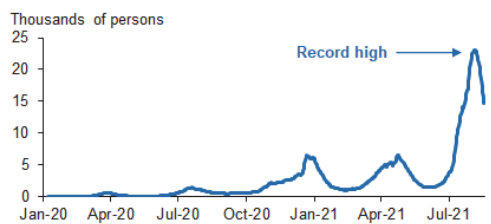
**Trade**



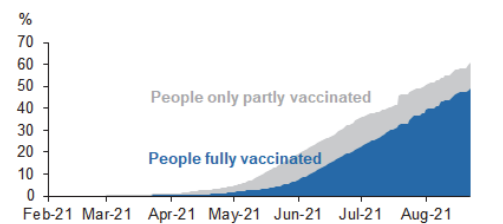
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพ 44: จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วและมีแนวโน้มลดลง ด้านวัคซีนมีจำนวนผู้ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 เข็มแล้วราว 60% ของประชากรด้วยความเร็วในการแจกจ่ายที่ 1% ของประชากรต่อวัน**

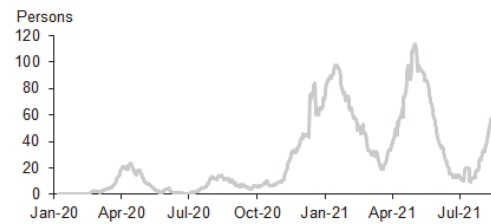
**COVID-19 daily new cases (7-day MA) <sup>1\</sup>**



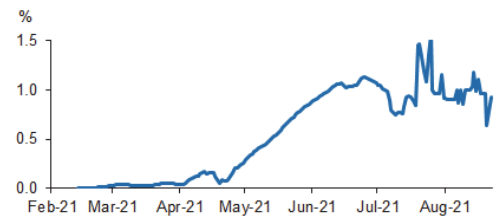
**Vaccinations (% population) <sup>1\</sup>**



**Daily new deaths (7-day MA) <sup>1\</sup>**



**Pace of daily vaccinations (% population; 7-day MA) <sup>1\</sup>**



Note: 1\ As of 7 Sep.

ที่มา: Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

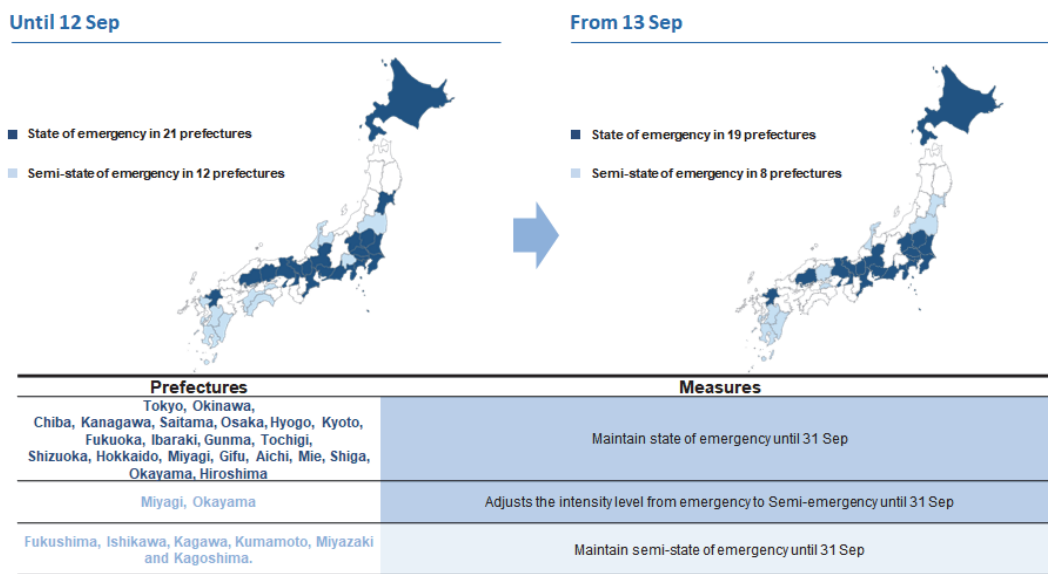
รัฐบาลญี่ปุ่นขยายเวลาการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินใน 19 จังหวัด ไปจนถึงวันที่ 30 ก.ย. ท่ามกลางจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ที่ยังคงอยู่ในระดับสูงเป็นประวัติการณ์ แม้ว่าจำนวนผู้ติดเชื้อจะเริ่มมีแนวโน้มลดลง

นายกรัฐมนตรี Yoshihide Suga ได้ประกาศขยายระยะเวลาในการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินออกไปเป็นวันที่ 30 ก.ย. จากเดิมที่มีกำหนดสิ้นสุดในวันที่ 12 ก.ย. โดยครอบคลุมพื้นที่ใน Tokyo, Okinawa, Chiba, Kanagawa, Saitama, Osaka, Hyogo, Kyoto, Fukuoka, Ibaraki, Gunma, Tochigi, Shizuoka,

Hokkaido, Gifu, Aichi, Mie, Shiga และ Hiroshima และมีการลดระดับความเข้มข้นใน Okayama และ Miyagi ลงเหลือระดับกึ่งฉุกเฉิน

รวมถึงขยายระยะเวลาการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินในจังหวัด Fukushima, Ishikawa, Kagawa, Kumamoto, Miyazaki และ Kagoshima แต่มีการยกเลิกประกาศใน Toyama, Yamanashi, Ehime, Kochi, Saga และ Nagasaki สะท้อนถึงสถานการณ์การแพร่ระบาดที่ดีขึ้นและจำนวนผู้ติดเชื้อในรอบนี้ น่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

**แผนภาพ 45: จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 เริ่มมีแนวโน้มลดลง แต่ด้วยจำนวนผู้ติดเชื้อที่ยังคงอยู่ในระดับสูงเป็นประวัติการณ์ ทำให้ยังคงมีการต่ออายุการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินรอบใหม่ใน 19 จังหวัด จนถึงวันที่ 30 ก.ย.**



ที่มา: Local press, Bing, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

### จับตาดูการเลือกตั้งนายกรัฐมนตรีคนใหม่ของญี่ปุ่นในการเลือกตั้งทั่วไปภายในเดือน พ.ย. หลังนาย Yoshihide Suga ประกาศไม่ลงสมัครเป็นหัวหน้าพรรค LDP

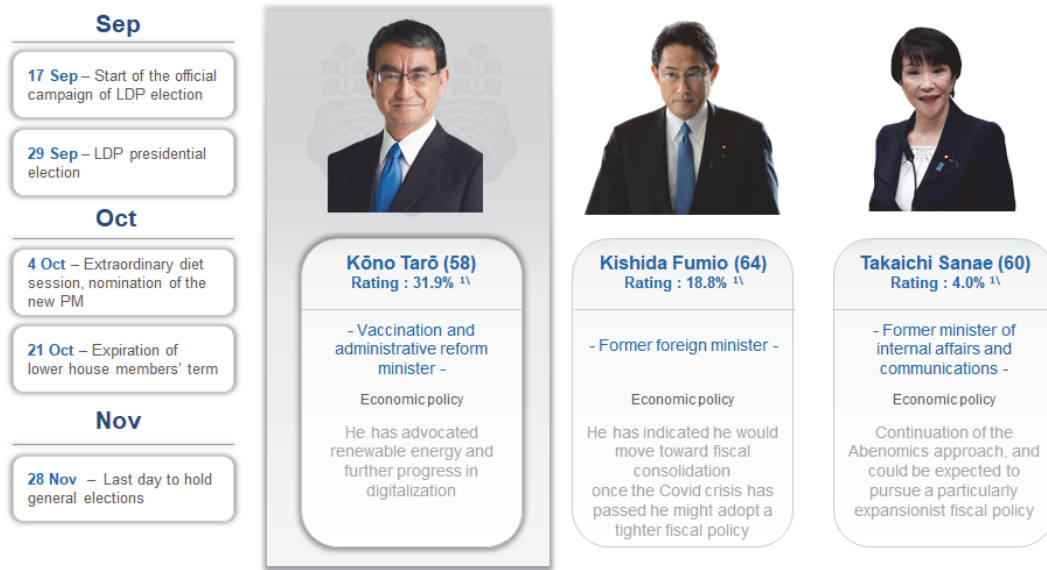
หลังจากที่นายกรัฐมนตรี Yoshihide Suga ประกาศไม่ลงสมัครเป็นหัวหน้าพรรคในวาระถัดไป ทำให้พรรค LDP ต้องมีการเลือกหัวหน้าพรรคคนใหม่ในวันที่ 29 ก.ย. นี้ ซึ่งจะเป็นตัวแทนในการลงชิงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีในการเลือกตั้งทั่วไปที่จะมีขึ้นไม่เกินเดือน พ.ย. โดยจะมีผู้ลงแข่งขัน 4 คน ซึ่งประกอบด้วย นาย Fumio Kishida (อดีตรัฐมนตรีต่างประเทศ) นาง Sanae Takaichi (อดีตรัฐมนตรีกิจการภายในและการสื่อสาร) นาง Seiko Noda (อดีตรัฐมนตรีกิจการภายในและการสื่อสาร) และนาย Taro Kono ซึ่งปัจจุบันเป็นรัฐมนตรีดูแลการปฏิรูปและเป็นผู้รับผิดชอบด้านการแจกจ่ายวัคซีน

โดย Poll ล่าสุดของสำนักข่าว Kyodo ระบุว่านาย Taro Kono มีคะแนนนิยมมาเป็นอันดับ 1 ของ poll ทั้งผู้สนับสนุนพรรคและประชาชนทั่วไป โดยนโยบายที่คาดว่าจะถูกผลักดันหากนาย Kono ได้รับการรับเลือกคาดว่าจะเน้นในเรื่องของพลังงานสะอาดและการปฏิรูปดิจิทัล (Digitalization) เป็นหลัก นอกจากนี้ก็คาดว่าจะมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่าหลายสิบล้านเยนออกมาช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่การแพร่ระบาดของ COVID-19 คลี่คลายลงด้วย

ด้าน Poll ของการเลือกตั้งทั่วไปที่จะจัดขึ้นภายในเดือน พ.ย. แม้ว่าคะแนนเสียงรัฐบาลจะตกต่ำลงมากจากการบริหารงานในช่วงที่มีการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่คนญี่ปุ่นส่วนหนึ่งมองว่าล้มเหลว แต่คะแนนเสียงของพรรคผู้นำรัฐบาลอย่างพรรค LDP ก็ยังทิ้งห่างอันดับ 2 อย่างพรรค CDP ค่อนข้างมาก ส่งผลให้พรรค LDP (และพรรค NKP) ก็น่าจะยังสามารถครองเสียงข้างมากในสภาไว้ได้เพิ่มเติม

**แผนภาพ 46: นาย Taro Kono มีคะแนนนิยมเป็นอันดับ 1 จากผลสำรวจของ Kyodo โดยนโยบายหลักของ นาย Kono จะเน้นเรื่องพลังงานสะอาดและการปฏิรูปดิจิทัล (Digitalization) เป็นหลัก**

**LDP president election race (as of 9 Sep)**

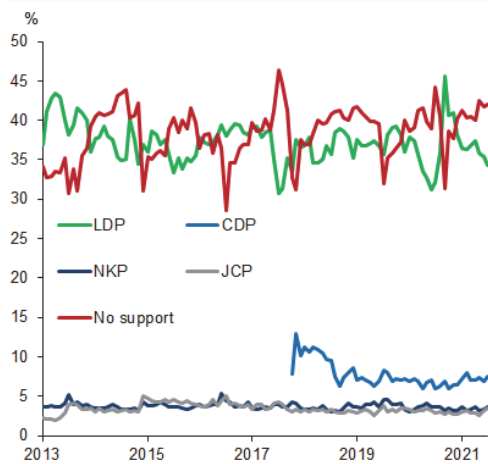


Note: 1\ Kyodo survey during 4-5 Sep.

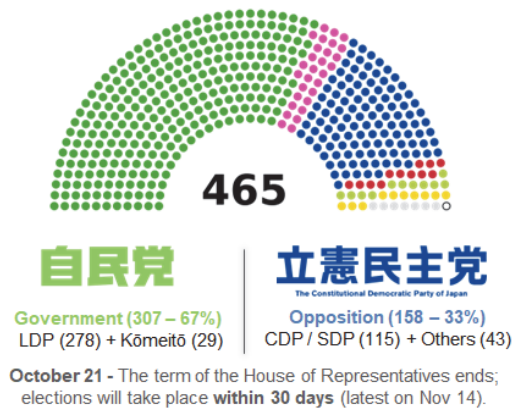
ที่มา: Bloomberg, Local press, Kyodo, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพ 47: คะแนนเสียงสนับสนุนพรรค LDP (กราฟซ้ายมือ: เส้นสีเขียว) ลดลงต่อเนื่องท่ามกลางความล้มเหลวในการควบคุมโรคระบาด อย่างไรก็ตาม ยังคงทิ้งห่างคะแนนสนับสนุนพรรค CDP (กราฟซ้ายมือ: เส้นสีน้ำเงิน) อยู่มาก**

**Politic party approval rating**



**House of representative's seat**



ที่มา: Realpolitics.jp, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างช้าๆ โดยมีแรงหนุนจากการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown หลังจากรัฐบาลลดข้อจำกัดอย่างค่อยเป็นค่อยไป อย่างไรก็ตาม เรายังคงเฝ้าระวังจำนวนผู้ติดเชื้อที่อาจเร่งตัวขึ้นหลังการทยอยผ่อนคลายมาตรการ Lockdown และการเปิดประเทศในระยะถัดไป นอกจากนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะได้อานิสงส์จากนโยบายการเงินและการคลังที่ผ่อนคลาย โดย ธปท. ออกมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 เพิ่มเติม ขณะที่การเพิ่มกรอบนโยบายการคลังเป็น 70% ของ GDP ก็ช่วยหนุนให้ภาครัฐสามารถออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างต่อเนื่อง ด้านความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจยังเป็นปัจจัยกดดันต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า

## ผลกระทบจาก COVID-19 และ Lockdown ต่อเศรษฐกิจ เห็นชัดมากขึ้นในเดือน ก.ค.

ในเดือน ก.ค. กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศได้รับผลกระทบอย่างชัดเจนจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในระลอกสาม และมาตรการ Lockdown ที่เข้มงวดสะท้อนผ่านเครื่องชี้เศรษฐกิจที่สำคัญ นำโดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชนที่หดตัวลงแรง (-8.1% YoY vs. -0.5% เดือนก่อน) โดยองค์ประกอบส่วนใหญ่หดตัวในทิศทางเดียวกัน โดยเฉพาะการใช้จ่ายหมวดสินค้าไม่คงทน หมวดบริการ และหมวดสินค้าคงทน ขณะที่ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวลงเป็น 11.6% (vs. 19.1% เดือนก่อน) โดยหลักเป็นผลของ

ยอดขายวัสดุก่อสร้างที่ลดลง และยอดจดทะเบียนรถยนต์สำหรับลงทุนใหม่

ด้านอุปสงค์ต่างประเทศ ยังคงได้รับแรงหนุนจากการส่งออกสินค้า (ไม่รวมทองคำ) ที่ขยายตัวต่อเนื่องในระดับสูงหลักแต่ชะลอตัวลง (+30.2% vs. +45.7% เดือนก่อน) ด้วยแรงหนุนจากอุปสงค์ที่สูงทั้งในกลุ่มสินค้าเกษตร (+56.0% vs. +72.3% เดือนก่อน) และสินค้าอุตสาหกรรม (+26.5% vs. 41.6% เดือนก่อน) ในขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่แม้อยู่ในระดับต่ำ แต่มีการเร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่ 1.81 หมื่นคน (vs. 5.7 พันคน เดือนก่อน) หลังเปิดตัวโครงการ Phuket Sandbox ในเดือน ก.ค.

แผนภาพที่ 48: อุปสงค์ในประเทศชะลอตัวมากขึ้นในเดือน ก.ค. หลังการบังคับใช้มาตรการ Lockdown

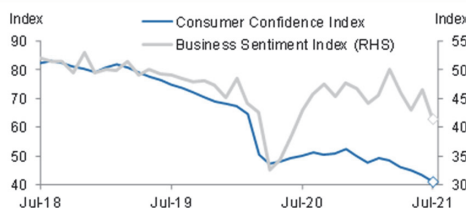
### Domestic demand indicators



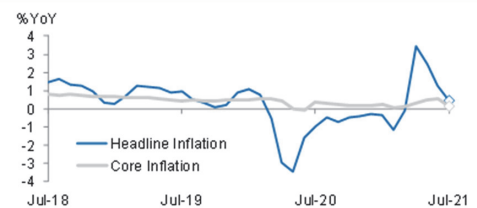
### External demand indicators



### Sentiment indicators



### Price indicators



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

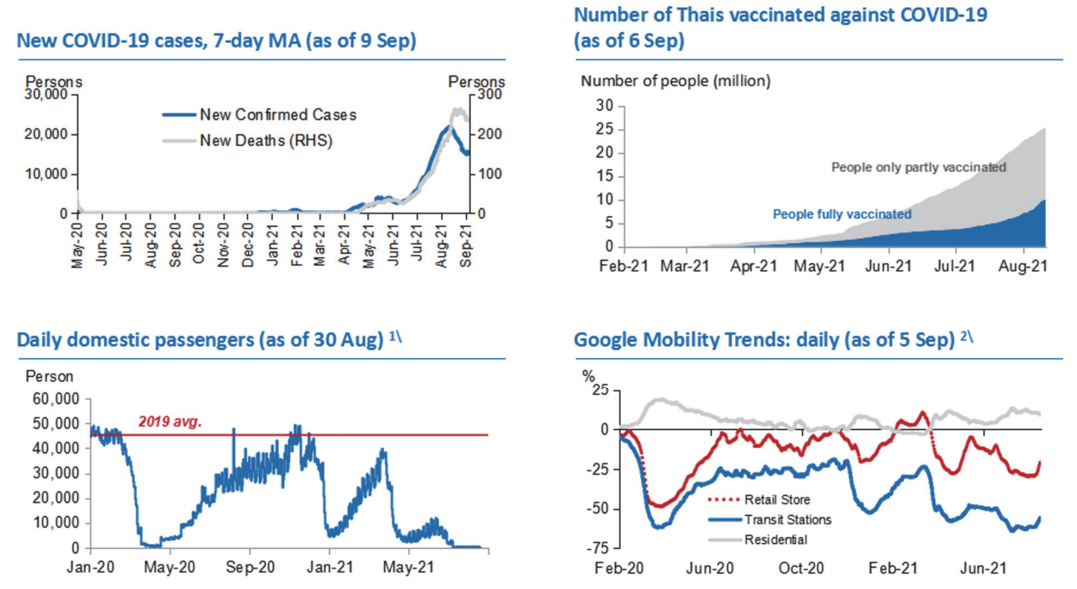
**การแพร่ระบาด COVID-19 เริ่มมีแนวโน้มลดลงหลังจำนวนผู้ได้รับวัคซีนเพิ่มขึ้น**

การแพร่ระบาด COVID-19 ในระลอกสามที่รุนแรงและยืดเยื้อนับตั้งแต่นั้นในช่วงเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา ได้เริ่มคลี่คลายลงสะท้อนจากจำนวนผู้ติดเชื้อที่ปรับตัวลดลงและมีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว โดยจำนวนผู้ติดเชื้อรายวันที่เคยอยู่ในระดับสูงสุดที่ 2.3 หมื่นรายต่อวัน ลดลงเหลือเพียงเฉลี่ย 1.5 หมื่นรายต่อวันในช่วงต้นเดือน ก.ย. ซึ่งเป็นผลของการเร่งแจกจ่ายวัคซีนและการใช้มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวดในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม การแจกจ่ายวัคซีนในภาพรวมยังคงล่าช้า โดยปัจจุบัน (ข้อมูล ณ 6 ก.ย.) มีประชากรที่ได้รับการฉีดวัคซีนอย่างน้อย 1 เข็มคิดเป็นสัดส่วนราว 36.2% ต่อประชากรทั้งหมด

จำนวนผู้ติดเชื้อรายวันที่มีแนวโน้มลดลงส่งผลให้รัฐบาลเริ่มผ่อนคลายนโยบายมาตรการ Lockdown ในระยะแรกตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย.

ที่ผ่านมา รัฐบาลได้มีการผ่อนปรนให้เปิดกิจกรรมเศรษฐกิจบางประเภทในพื้นที่ควบคุมและเข้มงวดสูงสุด อาทิ ร้านอาหารและเครื่องดื่มเปิดให้บริการแบบรับประทานอาหารในร้านได้ โดยร้านที่ติดเครื่องปรับอากาศให้สามารถนั่งรับประทานอาหารในร้านได้ไม่เกิน 50% ของที่นั่งภายในร้าน แต่หากเป็นร้านที่เป็นพื้นที่ถ่ายเทให้สามารถนั่งรับประทานอาหารในร้านได้ไม่เกิน 75% เป็นต้น ซึ่งการผ่อนปรนมาตรการดังกล่าวช่วยหนุนให้กิจกรรมเศรษฐกิจทยอยฟื้นตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป สะท้อนจากข้อมูล Google Mobility Index ที่บ่งชี้ว่ากิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศมีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในช่วงเดือน ส.ค. อย่างไรก็ตาม ในระยะข้างหน้า เรายังคงเฝ้าระวังสถานการณ์การแพร่ระบาดที่อาจกลับมารุนแรงขึ้นหลังจากที่มีการผ่อนคลายนโยบายมาตรการ Lockdown และการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ

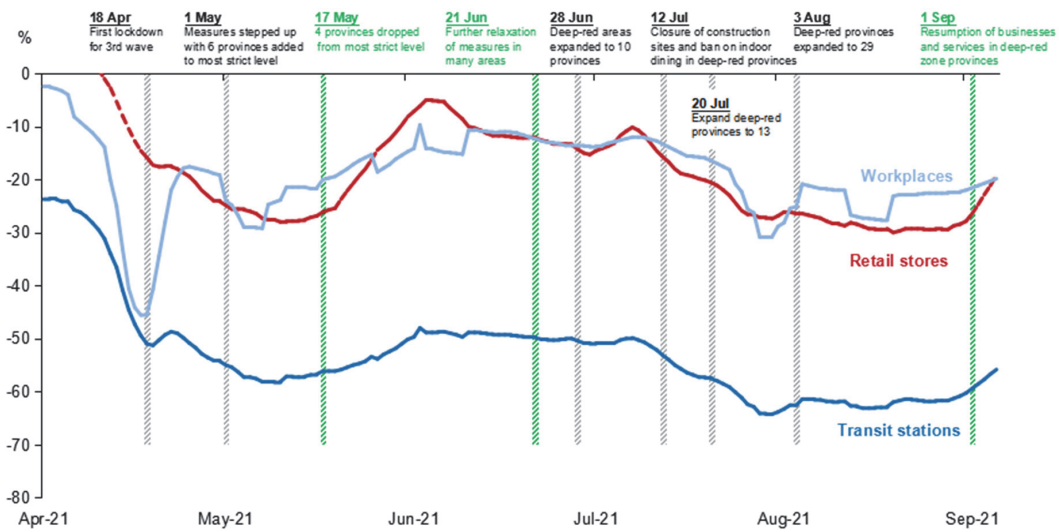
**แผนภาพที่ 49: จำนวนผู้ติดเชื้อรายวันมีแนวโน้มลดลง ในขณะที่จำนวนผู้ได้รับวัคซีนเร่งตัวขึ้น การแจกจ่ายวัคซีนในภาพรวมยังคงล่าช้า**



*Note: 1\ 22 airports (inbound and outbound). 2\ 7-day MA. The baseline day is the median value from the 5-week period 3 Jan - 6 Feb 2020. Retail stores include restaurants, cafes, shopping centers, theme parks, museums, libraries, and movie theaters.*  
 ที่มา: Bloomberg, MoTS, Google, Ourworldindata.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 50: ข้อมูลการเดินทางปั้งถึงกิจกรรมเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา**

Google Mobility Trends: daily (as of 5 Sep) <sup>1\</sup>



Note: 1\ 7-day MA. The Baseline day is the median value from the 5-week period 3 Jan - 6 Feb 2020. Retail stores include restaurants, cafes, shopping centers, theme parts, museums, libraries, and movie theaters. Transit stations include public transport hubs such as subway, bus, and train stations. ที่มา: Google, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวต่างชาติยังมีความไม่แน่นอนสูง**

แผนการเปิดประเทศภายใน 120 วันมีแนวโน้มที่จะไม่เป็นไปตามเป้าหมาย โดย ณ วันที่ 5 ก.ย. กระทรวงท่องเที่ยวและกีฬาได้เปิดเผยแผนการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ แบ่งออกเป็น 4 ช่วง ได้แก่

ช่วงที่ 1: ภูเก็ตแซนด์บ็อกซ์, สมุย พลัสโมเดล, และโครงการ 7+7 Phuket Extension จ.สุราษฎร์ธานี (เกาะสมุย), จ. กระบี่ (ไร่เลย์) และจ.พังงา (เขาหลัก)

ช่วงที่ 2: จังหวัดท่องเที่ยวที่สำคัญของไทย ได้แก่ กรุงเทพฯ, เชียงใหม่ (อ.เมือง, แมริม, ดอยเต่า), ประจวบคีรีขันธ์ (หัวหิน), เพชรบุรี (ชะอำ), ชลบุรี (เมืองพัทยา, บางละมุง, ลัดทึบ)

ช่วงที่ 3: เน้นเปิดในจังหวัดที่มีสินค้าท่องเที่ยวเชิงศิลปวัฒนธรรมที่โดดเด่น ได้แก่ แม่ฮ่องสอน, เชียงราย, แพร่, น่าน, ลำพูน, สุโขทัย, อุตรดิตถ์, หนองคาย, บึงกาฬ, อุบลราชธานี, ระยอง (เกาะเสม็ด), จันทบุรี, ตราด (เกาะกูด, เกาะช้าง), ราชบุรี, กาญจนบุรี, ระนอง, ตรัง, สตูล, สงขลา, นครศรีธรรมราช, พระนครศรีอยุธยา

ช่วงที่ 4: ทำ Travel Bubble กับประเทศเพื่อนบ้าน 4 ประเทศตามแนวชายแดน ได้แก่ กัมพูชา เมียนมา สปป.ลาว และมาเลเซีย โดยจะมีพื้นที่ในจังหวัดสุรินทร์ (ช่องจอม), สระแก้ว (อรัญประเทศ), ตราด (เกาะกง), เชียงราย (แม่สอ,

ท่าซี้เหล็ก), ระนอง (เกาะสอง), นครพนม, หนองคาย, มุกดาหาร, ยะลา (เบตง), นราธิวาส (สุโหงโกลก), สงขลา (ด่านนอก, ปาดังเบซาร์ และสตูล (วังประจัน)

อย่างไรก็ดี กระทรวงท่องเที่ยวและกีฬาได้ออกมากล่าวเพิ่มเติมว่าในปีนี้อาจมีการเปิดรับนักท่องเที่ยวได้เพียง 9 จังหวัดนำร่องเท่านั้น (จังหวัดที่อยู่ในช่วงที่ 1 และ 2) โดยในระยะถัดไปในวันที่ 1 ต.ค. จะเปิดรับนักท่องเที่ยวในจังหวัดชลบุรี เพชรบุรี ประจวบคีรีขันธ์ และเชียงใหม่ ส่วนการเปิดรับนักท่องเที่ยวในจังหวัดกรุงเทพฯ จะเลื่อนออกไปเป็นวันที่ 15 ต.ค. เนื่องจากยังมีประชากรที่ได้รับวัคซีนครบ 2 โดส ราว 40% ของประชากร ซึ่งยังต่ำกว่าเกณฑ์ที่ตั้งไว้ที่ 70% ของประชากร ทั้งนี้ ผู้ว่าราชการจังหวัดกรุงเทพฯ แสดงความกังวลว่า กรุงเทพฯ อาจไม่สามารถฉีดวัคซีนให้ครบตามเกณฑ์และเปิดรับนักท่องเที่ยวในวันที่ 15 ต.ค. ตามที่กระทรวงท่องเที่ยวกำหนด

แผนการเปิดประเทศมีแนวโน้มที่จะไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ ซึ่งสอดคล้องกับที่เราได้ประเมินไว้ว่าแผนการเปิดประเทศมีความท้าทายสูง เนื่องจากจังหวัดที่จะเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติยังมีการฉีดวัคซีนได้ต่ำกว่าเกณฑ์ค่อนข้างมาก (ณ วันที่ 12 ก.ย.ในพื้นที่ 4 จังหวัดที่จะเปิดประเทศในวันที่ 1 ต.ค. ยังมีประชากรที่ได้รับวัคซีนครบโดสแล้วราว 20% ของประชากรเท่านั้น) ทั้งนี้ เราคาดว่าในปีนี้จะมียกนักท่องเที่ยวต่างชาติราว 2 แสนคน ซึ่งต่ำกว่าที่กระทรวงท่องเที่ยวคาดการณ์ไว้ที่ 1 ล้านคน



**แผนภาพที่ 51: แผนเปิดประเทศมีความไม่แน่นอนสูง โดยกระทรวงท่องเที่ยวฯ คาดว่าในปี 2021 จะเปิดรับนักท่องเที่ยวได้เพียง 9 จังหวัดนําร่อง (จังหวัดในช่วงที่ 1 และ 2)**

Revised reopening plan (as of 5 Sep)

Phase 1 (Jul-Sep 2021)	Phase 2 (1 Oct 2021 onwards)	Phase 3 (15 Oct 2021 onwards)	Phase 4 (1-15 Jan 2022)
<b>Phuket Sandbox</b> (1 Jul 2021) <b>Samui Plus Model</b> (16 Jul 2021) <b>7+7 Sandbox extension</b> (16 Jul 2021) Phuket-Samui Phuket-Krabi (Railay) Phuket-Phang Nga (Khao Lak)	<b>5 additional provinces</b> ✓ Bangkok ✓ Chiang Mai (Amphoe Mueang, Mae Rim, Doi Tao) ✓ Prachuab Khiri Khan (Huahin) ✓ Phetchaburi (Cha-am) ✓ Chonburi (Pattaya, Bang Lamung, Sattahip)	<b>21 additional provinces</b> ✓ Mae Hong Son, Chiang Rai, Phrae, Nan, Lamphun, Sukhothai ✓ Udon Thani, Nong Khai, Bueng Kan, Ubon Ratchathani ✓ Rayong (Koh Samet), Chanthaburi, Trat (Koh Kood, Koh Chang) ✓ Ratchaburi, Kanchanaburi ✓ Ranong, Trang, Satun, Songkla, Nakhon Si Thammarat, ✓ Phra Nakhon Si Ayutthaya	<b>Travel bubble with neighboring countries (border areas)</b> ✓ <b>Cambodia:</b> Surin (Chong Chom), Sa Kaeo (Aranyaprathet), Trat (Koh Kong) ✓ <b>Myanmar:</b> Chiang Rai (Mae Sot, Tachileik), Ranong (Koh Song) ✓ <b>Laos PDR:</b> Nakhon Phanom, Nong Kha, Mukdahan ✓ <b>Malaysia:</b> Yala (Betong), Narathiwat (Su-ngai Kolok), Songkhla (Dannok, Padang Besar), Satun (Wang Prachan)

Note: Government is considering to reduce quarantine days from 14 days to 7 days from Oct (only Phuket that currently require 7 days), and no quarantine required from 15 Jan 2022  
 ที่มา: Prachachart, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**สปท. ออกมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 เพิ่มเติม**

เมื่อวันที่ 20 ส.ค. ที่ผ่านมา ที่ประชุมคณะกรรมการนโยบายสถาบันการเงิน (กนส.) มีมติอนุมัติมาตรการเพื่อช่วยเหลือลูกหนี้เพิ่มเติม โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. มาตรการรักษาสภาพคล่องและเติมเงินใหม่ให้กับลูกหนี้ SMEs และรายย่อย ประกอบด้วย

1.1 การปรับปรุงหลักเกณฑ์สินเชื่อฟื้นฟูสำหรับลูกหนี้ SMEs อาทิ การขยายวงเงินสินเชื่อโดยลูกหนี้ใหม่จากเดิมวงเงินไม่เกิน 20 ล้านบาท ปรับเพิ่มเป็นไม่เกิน 50 ล้านบาท (รวมวงเงินทุกสถาบันการเงิน) และการเพิ่มการค้ำประกันให้กับลูกหนี้กลุ่มเสี่ยงไม่ว่าจะเป็น micro-SMEs และภาคธุรกิจที่ได้รับผลกระทบรุนแรง โดยเฉพาะภาคท่องเที่ยวและภาคบริการ เพื่อเอื้อให้สถาบันการเงินปล่อยสินเชื่อแก่ลูกหนี้กลุ่มเปราะบางได้มากขึ้น

1.2 การผ่อนปรนหลักเกณฑ์เกี่ยวกับสินเชื่อลูกหนี้รายย่อย ในส่วนของบัตรเครดิต สินเชื่อส่วนบุคคลภายใต้การกำกับ อาทิ การขยายเพดานวงเงินสำหรับบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลสำหรับผู้ที่มีรายได้ต่ำกว่า 30,000 บาท ไม่เกิน 2 เท่าของรายได้ และไม่จำกัดจำนวนผู้ให้สินเชื่อส่วนบุคคลภายใต้การกำกับ และในส่วนของสินเชื่อส่วนบุคคลดิจิทัล อาทิ การขยายเพดาน

วงเงินจากเดิมให้วงเงิน 2 หมื่นบาทต่อราย เป็น 4 หมื่นบาทต่อราย และขยายระยะเวลาชำระหนี้จากเดิม 6 เดือน เป็น 12 เดือน

2. มาตรการแก้ไขหนี้ใหม่ให้เหมาะกับสถานการณ์ปัจจุบัน และช่วยเหลือลูกหนี้ได้จริง ประกอบด้วย

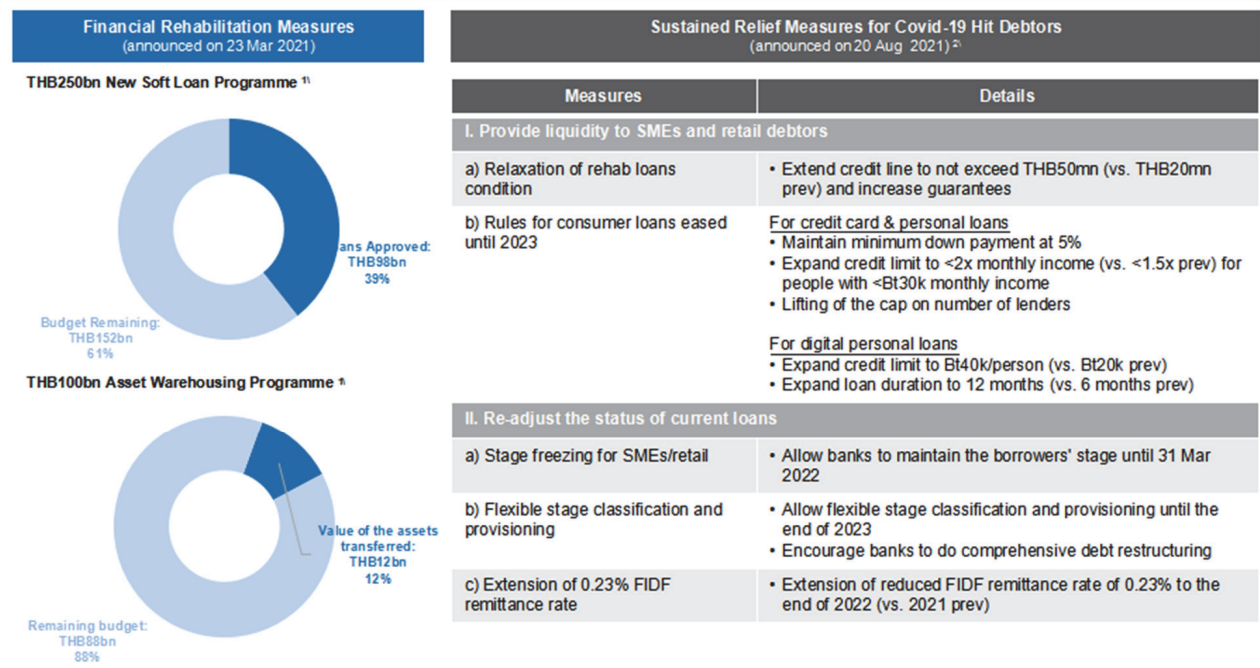
2.1 สถาบันการเงินสามารถคงการจัดชั้นสำหรับลูกหนี้รายย่อย และ SMEs ที่เข้าสู่กระบวนการปรับปรุงโครงสร้างหนี้แล้ว จนถึง 31 มี.ค. 2022

2.2 ใช้หลักเกณฑ์การจัดชั้นและการกันเงินสำรองอย่างยืดหยุ่นไปจนถึงสิ้นปี 2023 เพื่อลดภาระต้นทุนสำหรับสถาบันการเงินที่ให้ความช่วยเหลือลูกหนี้

2.3 ขยายระยะเวลาปรับลดอัตราเงินนำส่งเข้ากองทุน FIDF เหลือ 0.23% จาก 0.46% ต่อปี ออกไปจนถึงสิ้นปี 2022 จากเดิมที่จะสิ้นสุด ณ สิ้นปี 2021

เราคาดว่า สปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยในการประชุมครั้งถัดไปในวันที่ 29 ก.ย. และตลอดทั้งปีนี้ โดยมุ่งเน้นการเสริมสภาพคล่องและการปรับโครงสร้างหนี้ให้แก่ภาคเอกชน ทั้งจากมาตรการที่ได้กล่าวไปข้างต้น รวมไปถึงโครงการสินเชื่อฟื้นฟู และโครงการพัสดุทรัพย์ พักหนี้ (Asset Warehousing) ที่ออกมาในช่วงก่อน โดยล่าสุด ณ วันที่ 30 ส.ค. 2021 สปท. ได้อนุมัติสินเชื่อฟื้นฟู ไปแล้ว รวมทั้งสิ้น 9.8 หมื่นล้านบาท (จากวงเงินรวม 2.5 แสนล้านบาท) ส่วนโครงการ Asset Warehousing มีมูลค่าสินทรัพย์ที่รับโอนแล้ว 1.2 หมื่นล้านบาท (จากวงเงินรวม 1 แสนล้านบาท)

BoT's liquidity enhancement and debt relief measures



Note: 1\ As of 30 Aug. 2\ Effective on 3 Sep.  
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**รัฐสภามีมติเห็นชอบร่างแก้ไขรัฐธรรมนูญ ในวาระ 3**

หลังจากที่ประชุมรัฐสภามีมติเห็นชอบร่างแก้ไขรัฐธรรมนูญ ในวาระ 3 ในวันที่ 10 ก.ย. ที่ผ่านมา โดยสาระสำคัญของร่างรัฐธรรมนูญฉบับนี้ ได้แก่ 1. ให้สภาผู้แทนราษฎรประกอบด้วยสมาชิก 500 คน แบ่งเป็น ส.ส.แบบแบ่งเขต 400 คน (เดิม 350 คน) และ ส.ส.บัญชีรายชื่อ 100 คน (เดิม 150 คน) 2. ให้ใช้บัตรเลือกตั้ง 2 ใบ เลือก ส.ส. 2 ประเภท (เดิม ใช้บัตรเลือกตั้งใบเดียว) และ 3. การคำนวณสัดส่วน ส.ส.บัญชีรายชื่อของแต่ละพรรคให้นำคะแนนที่แต่ละพรรคได้รับการเลือกตั้งมารวมกันทั่วประเทศ แล้วคำนวณเพื่อแบ่งจำนวนผู้ที่ได้รับเลือกของแต่ละพรรค (เดิม ใช้สูตรคำนวณหา ส.ส. ฟิงมี)

โดยในขั้นตอนต่อจากนี้ นายกรัฐมนตรีจะถือร่างฯ ไว้ 15 วันก่อนนำขึ้นทูลเกล้าฯ และประกาศในราชกิจจานุเบกษาต่อไปอย่างไรก็ดี หากระหว่างที่นายกรัฐมนตรีถือร่างฯ ไว้ 15 วันนั้นมีสมาชิกของทั้งสองสภารวมกันไม่น้อยกว่า 1 ใน 10 ของสมาชิก

ทั้งสองสภาสงสัยในเรื่องความชอบด้วยรัฐธรรมนูญของการแก้ไขครั้งนี้ก็สามารถยื่นศาลรัฐธรรมนูญวินิจฉัยได้ ซึ่งศาลรัฐธรรมนูญจะต้องวินิจฉัยให้เสร็จสิ้นภายใน 30 วันนับตั้งแต่วันที่ได้รับเรื่อง

หลังจากนั้นจะมีการร่างกฎหมายลูก อาทิ พ.ร.ป. ว่าด้วยการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎร และ พ.ร.ป. ว่าด้วยพรรคการเมืองให้สอดคล้องกันกับร่างรัฐธรรมนูญที่มีการแก้ไขไป ทั้งนี้ คุณไพบุลย์ นิตตะวัน คาดว่ากระบวนการดังกล่าวจะใช้เวลาราว 4 เดือน โดยเริ่มในเดือน พ.ย. ซึ่งเป็นการเริ่มสมัยประชุมถัดไป

เรายังคงแนะนำให้ติดตามพัฒนาการทางการเมืองอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะเส้นทางการแก้ไขรัฐธรรมนูญต่อจากนี้ ความเสี่ยงเรื่องการยุบสภา รวมถึงการจัดกิจกรรมชุมนุมที่ยังดำเนินการต่อเนื่อง ซึ่งความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจยังเป็นปัจจัยกดดันต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า

## แผนภาพที่ 53: รัฐสภาเห็นชอบร่างแก้ไขรัฐธรรมนูญในวาระ 3 โดยให้กลับไปใช้ระบบบัตรเลือกตั้ง 2 ใบ

### Timeline of the constitutional amendment <sup>1\</sup>

23 Jun

#### The 1<sup>st</sup> Reading (342 MPs and 210 Senates voted in favor)

- Democrat's draft legislation was the only one of 13 drafts that passed the first reading
- It proposed amendments to Sections 83 (raises the number of constituency MPs to 400 and cuts the number of list MPs to 100<sup>2\</sup> and Section 91 (calculate the number of list MPs on the votes that a party receives from preferred-party ballots)

25 Aug

#### The 2<sup>nd</sup> Reading

- Parliament approved the charter amendments to switch to using two ballots instead of one in general elections
- The charter was amended in the other sections beside Section 83 and Section 91 by the scrutiny committee.

#### 3 Key points of the charter:

- One ballot will be for electing a constituency MP and another for a party list MP
- Two-ballot system includes 400 constituency MPs and 100 party-list MPs
- Does not set minimum vote criteria for party list MPs

10 Sep

#### The 3<sup>rd</sup> Reading (323 MPs and 149 Senates voted in favor)

- Parliament passed the bill in its entirety
- The PM will hold the bill for 15 days before it is sent for royal endorsement (if  $\geq$  one-tenth of the parliament members dispute the draft, the Constitutional Court will consider it within 30 days)



#### Royal endorsement

The charter amendments will be submitted to the King (royal endorsement will take place within 90 days).

- In addition to the charter amendments, an adjustment of the relevant organic bills will be made, e.g. Political Parties and The Election of MPs.
- Paiboon Nititawan, chairman of the committee scrutinizing the bill has stated that "it will take around 4 months (start in Nov) to adjust the organic bills on Political Parties and The Election of MPs".

Note: 1\ As of 7 Sep, 2\ Currently, there are 350 constituency MPs and 150 list MPs

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

### คณะกรรมการนโยบายการเงินการคลังมีมติเห็นชอบให้ปรับเพิ่มเพดานหนี้สาธารณะเป็น 70% ของ GDP หนุนให้รัฐบาลสามารถกู้เงินเพื่อออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่รุนแรงและเกิดขึ้นในหลายระลอก ส่งผลให้เศรษฐกิจไทยในปี 2020 หดตัว -6.1% YoY และคาดว่าจะในปี 2021F จะขยายตัวได้ในระดับต่ำ (TISCO ESU คาดขยายตัว 0.6%) รัฐบาลจึงมีความจำเป็นต้องกู้เงินเพื่อนำมาใช้เป็นแหล่งเงินทุนในการออกมาตรการเยียวยาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยในปี 2020 มีการออก พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ วงเงิน 1 ล้านล้านบาท ซึ่งถูกอนุมัติไปเกือบทั้งหมดแล้ว และต่อมามีการออก พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินฯ เพิ่มเติม วงเงิน 5 แสนล้านบาท การกู้เงินดังกล่าวส่งผลให้สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ของไทยเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

โดยแม้ว่าสำนักบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.) จะคาดว่าสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ในปีงบประมาณฯ FY 2021 จะอยู่ที่ราว 59% (รวมเงินกู้จาก พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 5 แสนล้านบาท 1.5 แสนล้านบาท) แต่ในปีงบประมาณฯ FY2022 (รวมเงินกู้จาก พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 5 แสนล้านบาทไปราว 3.5 แสนล้านบาท) สบน. คาดว่าหนี้สาธารณะจะเพิ่มขึ้นจนเกินเพดานที่ 60% ของ GDP

ล่าสุด (20 ก.ย.) คณะกรรมการนโยบายการเงินการคลังมีมติเห็นชอบให้มีการทบทวนเพิ่มสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP เป็น 70% ของ GDP จากเดิมที่ 60% ซึ่งการทบทวนในครั้งนี้เป็นไปตาม พ.ร.บ. วินัยการเงินการคลังของรัฐ พ.ศ. 2561 ที่กำหนดให้มีการทบทวนสัดส่วนดังกล่าวทุก 3 ปี และรายงานให้คณะรัฐมนตรีทราบ ซึ่งเราคาดว่า การปรับเพิ่มเพดานหนี้สาธารณะดังกล่าวจะช่วยให้รัฐบาลสามารถออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมได้อย่างราบรื่นในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 54: คณะกรรมการนโยบายการเงินการคลังมีมติเห็นชอบให้ขยายเพดานหนี้สาธารณะเพิ่มเป็น 70% ของ GDP โดยจะรายงานต่อคณะรัฐมนตรีเพื่อรับทราบ และเปิดเผยต่อสาธารณะต่อไป**

**STATE FISCAL AND FINANCIAL DISCIPLINES ACT, B.E. 2561 (2018)**

**Section 10** There shall be a commission called the “State Fiscal and Financial Policy Commission” consisting of

-  The Prime Minister as Chairperson
-  The Minister of Finance as Vice Chairperson
-  The Permanent Secretary for Finance, Secretary-General of the National Economic and Social Development Board, Director of the Bureau of the Budget and Governor of the Bank of Thailand as Committee
-  The Director-General of the Fiscal Policy Office shall be a secretary
-  The Fiscal Policy Office shall serve as the Secretariat of the Commission.

**Section 50** The Commission shall issue a Notification prescribing the following ratios as guidance for the administration of public debt

- ❖ Public debt to gross domestic product ratio
- ❖ Government debt burden to financial-year estimated revenue ratio
- ❖ Foreign-currency public debt to total public debt ratio
- ❖ Foreign-currency public debt burden to revenue from export of goods and services ratio
- ❖ Other ratios which the Commission deems appropriate.

*When the ratios have been prescribed, the Commission shall report such ratios to the Council of Ministers for information, disclose them to the public and disseminate them via electronic media.*

*The ratios prescribed under paragraph one shall be revised every three years and a report thereon shall also be given to the Council of Ministers for information.*

**Section 51**

- The Ministry of Finance shall report actual debt-ratios under section 50 to the Council of Ministers and the Commission every six months.
- Should administration of public debt be unable to be conducted in accordance with the ratios prescribed under Section 50, the Minister shall report to the Council of Ministers the reasons thereof and the methods as well as period of time needed for bringing such ratios within the prescribed limit.
- The reports under paragraph one and paragraph two shall be disclosed to the public for information and disseminated via electronic media as well.

**ที่มา: STATE FISCAL AND FINANCIAL DISCIPLINES ACT, B.E. 2561, flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)**





# Our Team

## TISCO Economic Strategy Unit



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



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



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



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



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



**กฤษพันธ์ ตั้งเจริญอนันต์**  
Research Assistant  
(66) 2633 6488  
gutsaphun@tisco.co.th



**เพชร เย็นไพศาล**  
Research Assistant  
(66) 2633 6428  
pacharay@tisco.co.th



**สิทธวัฒน์ เจริญสภาพ**  
Research Assistant  
(66) 2633 6497  
sittiwat@tisco.co.th

## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป  
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

### สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

<b>เปิดทำการทุกวัน</b>	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3454
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360
	เมกา บางนา ชั้น 1 : 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4: 02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3 : 02 458 2636
	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G: 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน : 02 550 1335
	พรอมานาด ชั้น 3 : 02 947 5315	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168	
<b>จันทร์ - ศุกร์</b>	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารกนิษฐ์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	รัตนาธิเบศร์ : 02 965 5844	รังสิต : 02 959 2166
	วราชักร : 02 621 0141	เขาวราช : 02 623 2212	ราชวงศ์ : 02 622 8220
	บางลำพู : 02 629 3009	ทองหล่อ : 02 712 5099	ดีไอเอสสยาม ชั้น 1 : 02 623 9141

### สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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

