

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดรับรู้ประเด็นการลดขนาดงบดุล
และขึ้นดอกเบี้ยไปค่อนข้างมากแล้ว

เงินเฟ้อน่าจะพุ่งสูงสุดในช่วงไตรมาส
2 และลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี Fed
น่าจะมีความที่ผ่อนคลายลง ซึ่งน่าจะทำให้หุ้น
ฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี

แต่หากเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง Fed
จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด
ขึ้น จะเป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่
ภาวะถดถอย

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY.....	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น.....	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	19
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	21
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	24
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ.....	25
• 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 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยุมริบความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก

กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscoverwealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้นถูกเทขาย หลัง Fed ส่งสัญญาณเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน อย่างไรก็ตาม ราคาก็ดี เรามองตลาดมีการ Price-in ประเด็นการลดขนาดงบดุล (QT) และการขึ้นดอกเบี้ยไปค่อนข้างมากแล้ว จาก 1) Interest rate outlook ซึ่งตลาด Eurodollar futures และ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นมา สะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปสิ้นสุด (Terminal rate) ที่ระดับ 2.25% แล้ว

2) Term premium ปรับเพิ่มขึ้นมาแล้ว 35bps มากกว่าการเพิ่มขึ้น 27bps ในช่วงปี 2018 ที่ Fed ลดขนาดงบดุลในรอบก่อน สะท้อนว่าตลาดน่าจะมีการ Price-in การลดขนาดงบดุลอย่างน้อยของปีนี้ไปแล้ว 3) Equity risk premium หรือผลตอบแทนส่วนเพิ่มของการลงทุนในตลาดหุ้น ซึ่งสะท้อนผ่าน Earnings yield gap (EYG) อยู่ที่ระดับ 3.1% ในกรอบ 2.75-3.5% ช่วงที่ Fed ทำ QT ในปี 2018 สะท้อนถึง Valuation ที่อยู่ในระดับ Fair ในความเห็นเรา

เรามองว่าทิศทางของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า จะขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเงินเฟ้อ ซึ่งในกรณี Base case คือ เงินเฟ้อทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 และลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี ทำให้ Fed ไม่จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดรุนแรง ซึ่งน่าจะทำให้หุ้นฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี อย่างไรก็ตาม หากเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง Fed จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งจะเป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ซึ่งในกรณีนี้ เรามองว่าอาจส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงต่ำกว่าระดับปัจจุบัน 10-15% เป็นอย่างน้อย

พัฒนาการเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา ยังคงเป็นไปตาม Base case ของเราอยู่ ซึ่งเมื่อประกอบกับระดับ Valuation ในปัจจุบัน ซึ่ง price-in ประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยและลดขนาดงบดุลไปมากแล้ว เราจึงแนะนำให้ทยอยเข้าสะสมหุ้น เช่น กลุ่ม Tech. ซึ่งน่าจะได้รับผลกระทบจำกัดจากเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูง ขณะเดียวกัน เรายังคงแนะนำให้ Overweight ตลาดหุ้นยุโรป และญี่ปุ่น ซึ่งยังมีความยืดหยุ่นในการกระตุ้นเศรษฐกิจได้มากกว่า และมี Valuation ที่ถูกกว่าของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก รวมถึงตลาดหุ้นจีน ซึ่งมีปัจจัยหนุนภายในประเทศจากการใช้นโยบายการเงินผ่อนคลาย และการประชุม National Congress ในช่วงปลายปี

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรามองตลาดมีการ Price-in ประเด็นการลดขนาดงบดุล และขึ้นดอกเบี้ยไปค่อนข้างมากแล้ว
- เรามองเงินเฟ้อน่าจะทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 และลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี Fed น่าจะมีท่าทีผ่อนคลายลง ซึ่งน่าจะทำให้หุ้นฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี
- แต่หากเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง Fed จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น จะเป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession)

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight	Neutral	Overweight			
ตราสารหนี้ไทย	●					<ul style="list-style-type: none"> - ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงตาม Bond yield สหรัฐฯ มาอยู่ที่ 2.2% - ราคาตัวตราเงินเพื่อสหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 และจะเริ่มทยอยลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะส่งผลให้ Bond yield ระยะเวลาทั้งไทยและสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูง และอาจปรับตัวเพิ่มขึ้นได้เล็กน้อยในช่วง 2-3 เดือนข้างหน้า - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●				<ul style="list-style-type: none"> - การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางผลบวกที่ลดลงของการเปิดเศรษฐกิจ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง - เรามองตลาดมีการ price-in ประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยและลดขนาดงบดุล (QT) ไปค่อนข้างมาก - Valuation ลดลงมาอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ ตามมาตรการ Lockdown ที่ไม่ได้มีความเข้มงวดมากนัก ประกอบกับการฟื้นตัวของ การท่องเที่ยวที่ได้รับแรงหนุนจากมาตรการ Test & Go และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ - ส่วนแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยทั้งปีจะยังอยู่ในกรอบเป้าหมายของ ธปท. ทำให้ภาวะยังคงดอกเบี้ยในบีบี - ความเสี่ยงจากปัญหาการเมืองภายในประเทศ ประกอบกับการระบาดของ Covid ทั่วโลกเป็นระยะ ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวน่าจะ ยังอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องทั้งปี - Earnings อาจยังถูกปรับขึ้นช้า ท่ามกลางการกลับมาระบาดของ COVID-19 ทั่วโลก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ตามแนวทางการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด (Zero-Covid policy) - อย่างไรก็ตาม PBoC มีการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยลดสัดส่วนเงินกู้สำรอง RRR และลดอัตราดอกเบี้ย LPR ลง - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาคก่อสร้างเป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		●				<ul style="list-style-type: none"> - ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้ อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย		●				<ul style="list-style-type: none"> - มีความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ซึ่งอาจทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจญี่ปุ่นอาจชะลอตัวลง หลังมีการประกาศสถานการณ์กึ่งฉุกเฉินอีกครั้งตั้งแต่ช่วงกลางเดือน ม.ค. จากสถานการณ์ การระบาดที่รุนแรงขึ้น - เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed และ ECB - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการลดนโยบายการเงินของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังประเทศส่วนใหญ่ยกเลิกการใช้มาตรการคุมเข้มแล้ว ขณะที่การใช้ Vaccine passport ช่วยหนุน การเดินทางระหว่างกันในกลุ่ม และมีการเบิกใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง จากกองทุน EU Recovery Fund - มีความเสี่ยงทาง Sentiment จากความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครน แต่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัด เนื่องจากมูลค่าส่งออกและ นำเข้ากับรัสเซียคิดเป็นเพียง 1% ของ GDP - Earnings มีแนวโน้มขยายตัวได้ดี - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●					<ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างทางเศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และทุนสำรองต่ำ - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังเงินเฟ้อในภูมิภาคเร่งตัวขึ้นแรง เกินเป้าหมายธนาคารกลาง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ	●					<ul style="list-style-type: none"> - ความกังวลจากเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูง และความไม่สงบระหว่างรัสเซียกับยูเครน ทำให้ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นสูง - อย่างไรก็ตาม เรามองประเด็นดังกล่าวเป็นปัจจัยระยะสั้น และนโยบายการเงินยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนราคาทองคำในระยะยาว - นโยบายการเงินที่มีทิศทางเข้มงวดขึ้น จะจำกัดการเพิ่มขึ้นของราคาทองคำในระยะยาว - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน		●				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นแรง ท่ามกลางความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน - อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนจะส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันดิบโลก - สหรัฐฯ มีแผนที่จะปล่อยน้ำมันจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ และเริ่มผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านบางส่วน - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs		●				<ul style="list-style-type: none"> - ได้ประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจ และราคาน้ำมันที่ปรับเพิ่มขึ้นแรง - อย่างไรก็ตาม มีความเสี่ยงจากการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - ปัจจัยลบจาก Mortgage rate ที่เริ่มเพิ่มขึ้นสูงในเดือนที่ผ่านมา - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs		●				<ul style="list-style-type: none"> - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ตาม นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,682	-2.0%	-1.8%	2.6%	2.0%	5.1%	1.5%	12.4%
Philippines PCOMP	7,212	-2.1%	-3.0%	-1.0%	-2.1%	5.7%	1.3%	6.8%
Indonesia JCI	6,888	-1.5%	-0.1%	4.9%	2.8%	12.7%	4.7%	9.5%
Singapore STI	3,299	-3.4%	-3.8%	1.6%	2.4%	6.2%	5.6%	11.0%
Malaysia KLCI	1,592	-0.8%	-0.7%	5.5%	4.9%	1.4%	1.5%	0.6%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	22,767	-3.2%	-6.4%	-6.1%	-8.0%	-11.4%	-2.7%	-24.3%
China H HSCEI	7,992	-3.4%	-6.4%	-6.0%	-9.3%	-11.9%	-3.0%	-31.8%
MSCI China	78	-2.9%	-5.9%	-5.8%	-13.6%	-15.8%	-7.0%	-34.2%
China CSI300	4,573	-2.0%	-1.7%	-2.2%	-6.6%	-6.6%	-7.4%	-16.4%
Taiwan TWSE	17,652	-2.6%	-3.2%	-0.3%	-0.0%	3.6%	-3.1%	7.3%
Korea KOSPI	2,677	-2.6%	-2.5%	-1.6%	-10.2%	-14.9%	-10.1%	-13.6%
MSCI Korea	818	-2.7%	-4.0%	-2.7%	-9.4%	-14.3%	-10.2%	-17.8%
India SENSEX	56,045	-4.7%	-3.1%	-3.1%	-4.7%	0.2%	-3.8%	9.8%
MSCI India	1,878	-4.9%	-6.0%	-6.5%	-8.5%	-2.6%	-7.8%	9.9%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,998	-3.0%	-3.1%	0.5%	-5.5%	-7.1%	-6.0%	2.4%
Japan TOPIX	1,876	-1.2%	-2.8%	-1.1%	-7.4%	-3.1%	-5.8%	-2.6%
Japan Nikkei 225	26,477	-1.8%	-2.8%	-2.4%	-10.2%	-4.5%	-8.0%	-12.2%
Europe STOXX600	442	-3.3%	-4.1%	-3.8%	-8.2%	-6.3%	-9.4%	7.3%
Euro STOXX50	3,840	-3.6%	-5.8%	-5.8%	-10.6%	-8.2%	-10.7%	4.2%
US Dow Jones	33,224	0.3%	-4.9%	-3.1%	-7.2%	-6.2%	-8.6%	5.8%
US S&P500	4,289	1.5%	-4.2%	-1.6%	-8.8%	-4.6%	-10.0%	12.0%
MSCI US REITs	1,404	1.5%	-1.1%	-3.0%	-7.6%	-0.8%	-11.0%	17.3%
J-REITs	1,863	0.2%	-2.7%	-1.2%	-10.2%	-10.7%	-9.8%	-6.2%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,295	-3.9%	-2.9%	-1.0%	-0.2%	2.0%	-1.2%	9.7%
Germany DAX	14,058	-4.0%	-6.5%	-7.0%	-11.7%	-11.4%	-11.5%	1.3%
France CAC 40	6,541	-3.8%	-5.6%	-4.3%	-7.6%	-2.0%	-8.6%	13.1%
Switzerland SMI	11,699	-2.6%	-2.6%	-2.1%	-6.0%	-5.4%	-9.1%	9.8%
Portugal PSI 20	5,401	-1.5%	-4.1%	-0.1%	-2.9%	0.9%	-3.0%	12.8%
Spain IBEX 35	8,216	-2.9%	-4.3%	-3.1%	-7.1%	-8.5%	-5.7%	-1.2%
Italy FTSE MIB	24,874	-4.1%	-6.2%	-4.4%	-8.2%	-4.6%	-9.0%	7.9%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	111,592	-0.4%	-1.7%	1.3%	5.5%	-7.6%	6.5%	-0.6%
Chile IPSA	4,400	0.5%	-3.3%	-2.9%	-4.4%	-0.9%	2.1%	-3.8%
Mexico MEXBO	51,454	0.2%	-2.4%	0.7%	1.6%	-1.7%	-3.4%	16.1%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	589	-3.7%	-5.2%	-3.8%	-8.4%	-9.6%	-6.5%	-18.2%
MSCI Latin America	2,329	-2.2%	-2.1%	5.0%	10.1%	-5.8%	9.3%	3.0%
MSCI All Country World	682	-0.6%	-3.0%	-2.6%	-9.1%	-7.3%	-9.7%	2.2%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	93.89	0.8%	2.3%	9.7%	19.8%	37.3%	24.8%	47.8%
Brent Spot	100.61	2.3%	7.6%	14.1%	22.4%	39.3%	29.4%	50.4%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.72	1.56	4.94	4.12	2.89	2.83	4.15	3.37
Gold Spot	1912.01	0.8%	0.7%	3.4%	6.9%	6.8%	4.5%	7.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3119.00	0.2%	0.5%	1.3%	1.9%	0.4%	2.4%	-4.5%
Bloomberg Agri Subindex	69.56	0.5%	3.7%	9.6%	12.0%	19.9%	14.4%	32.0%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	311.56	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-3.6%	-1.3%	-2.6%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.27	0.0%	0.0%	-0.0%	0.1%	-0.2%	-0.0%	0.6%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	307.27	0.1%	0.1%	0.3%	-0.1%	-1.7%	-0.2%	0.4%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	405.35	0.2%	-0.1%	-0.2%	-1.3%	-3.4%	-1.4%	-0.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	260.52	0.1%	0.0%	0.1%	-0.3%	-1.5%	-0.4%	0.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	0.51	-0	-0	0	-2	5	-1	-0
2Y	0.71	-1	-1	2	4	24	5	10
5Y	1.40	-1	-2	-5	17	67	11	40
10Y	2.21	-2	1	5	25	62	31	58
Spread 10Y-2Y	150	-1	2	3	21	38	26	48
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	1.94	-3	1	17	31	60	43	42
Japan 10Y	0.21	0	-1	7	13	19	14	6
UK 10Y	1.43	-3	6	27	47	84	46	65
German 10Y	0.17	-6	-2	25	42	59	35	40
Spain 10Y	1.18	-8	-2	53	67	88	62	71
Italy 10Y	1.83	-12	-1	54	77	117	66	103
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	31.70	1.4	3.6	0.5	13.1	14.9	14.5	2.8
Dollar index	97.15	1.0%	1.4%	1.2%	0.3%	4.7%	1.5%	7.8%
USD/THB	32.52	1.6%	1.2%	-1.4%	-2.6%	-0.9%	-2.1%	7.5%
EUR/USD	1.12	-1.3%	-1.2%	-0.9%	-0.2%	-4.9%	-1.6%	-8.4%
GBP/USD	1.34	-1.4%	-1.5%	-0.8%	0.5%	-2.6%	-1.1%	-4.8%
USD/JPY	115.30	0.2%	0.3%	1.3%	-0.0%	4.8%	0.2%	8.4%
USD/CNY	6.32	0.2%	-0.2%	-0.2%	-1.1%	-2.5%	-0.6%	-2.2%
USD/CNH	6.31	0.2%	-0.2%	-0.3%	-1.1%	-2.4%	-0.7%	-2.5%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

2/25/2022

04:15:00 PM

ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นถูกเทขาย หลัง Fed ส่งสัญญาณเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน อย่างไรก็ตาม เราเองตลาดมีการ Price-in ประเด็นการลดขนาดงบดุล และขึ้นดอกเบี้ยไปค่อนข้างมากแล้ว จึงแนะนำให้ทยอยสะสมหุ้น โดยหากเป็นไปตามกรณี Base case ซึ่งอัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 และลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี เราเองว่าหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี อย่างไรก็ตามหากเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และ Fed จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น จะเป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ซึ่งในกรณีนี้ เราเองว่าอาจส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นปรับฐานลงต่ำกว่าระดับปัจจุบัน 10-15% เป็นอย่างน้อย

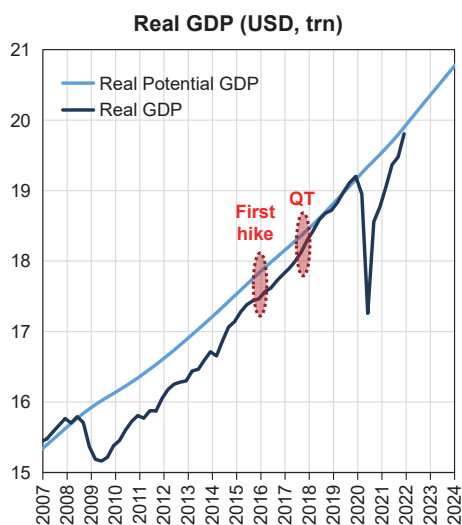
ตลาดหุ้นถูกเทขาย หลัง Fed ส่งสัญญาณเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน

ในปีที่ผ่านมา เศรษฐกิจสหรัฐฯ สามารถฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว จากการระบาดของ COVID - 19 สะท้อนให้เห็นในตัวเลข Real GDP ที่เพิ่มขึ้นมาเกือบเท่ากับผลผลิตระดับศักยภาพ (Potential GDP) แล้ว และอัตราว่างงาน (Unemployment rate) ที่ลดลงเป็น 4% ซึ่งต่ำกว่าอัตราว่างงานตามธรรมชาติ (Natural Rate of Unemployment) ค่อนข้างมาก สะท้อนตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งมาก

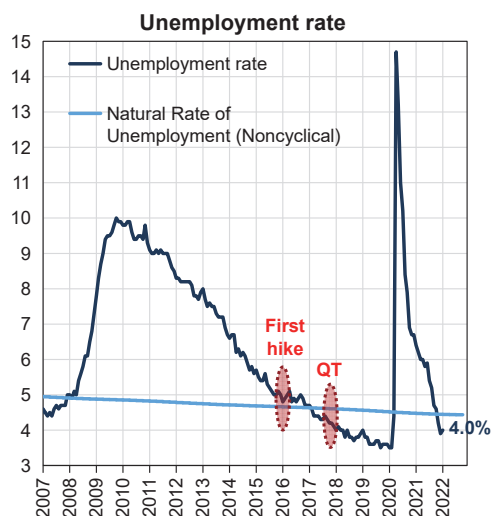
เศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมาก ประกอบกับแรงกดดันจากเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงในปัจจุบัน ทำให้ Fed ส่งสัญญาณเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงินอย่างชัดเจนเพื่อชะลอความร้อนแรงของเศรษฐกิจลง โดยอาจขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือนมี.ค. และเริ่มต้นลดขนาดงบดุล (QT) ในช่วงกลางปี ซึ่งส่งผลให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับ 2 และทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงแรง นำโดยหุ้นกลุ่มที่มี Valuation สูง ได้แก่ กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) และกลุ่มเทคโนโลยี (Tech.)

แผนภาพที่ 1: เศรษฐกิจของสหรัฐฯ ฟื้นตัวเข้าใกล้ระดับศักยภาพ (Potential GDP) แล้ว

Real GDP is approaching its full potential

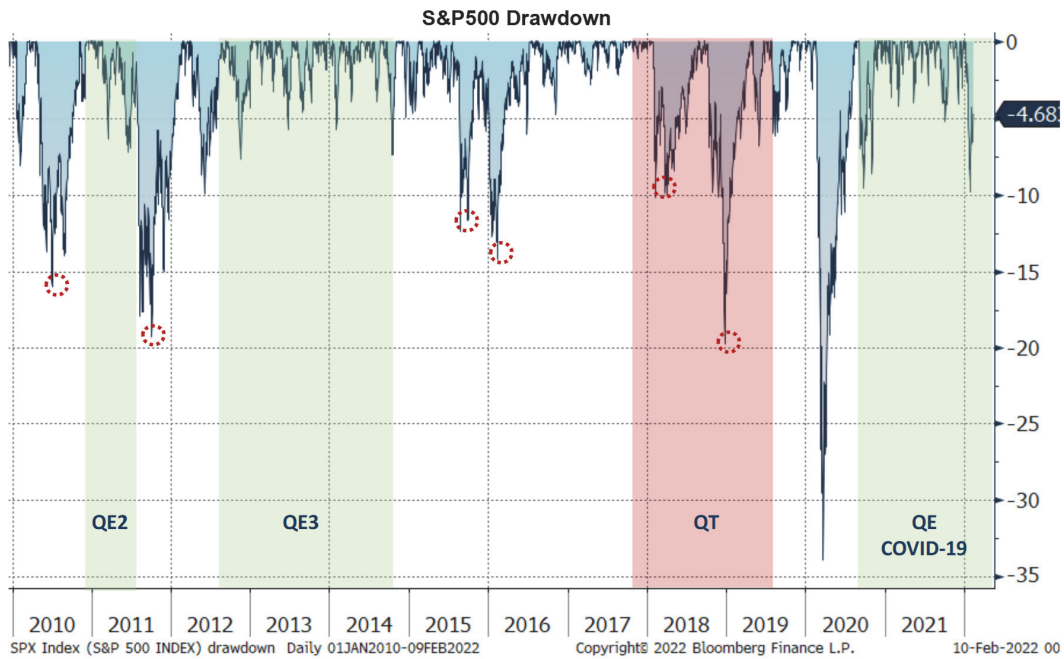


Unemployment rate fell to 4.0% in Jan, below the natural rate and level in 1917



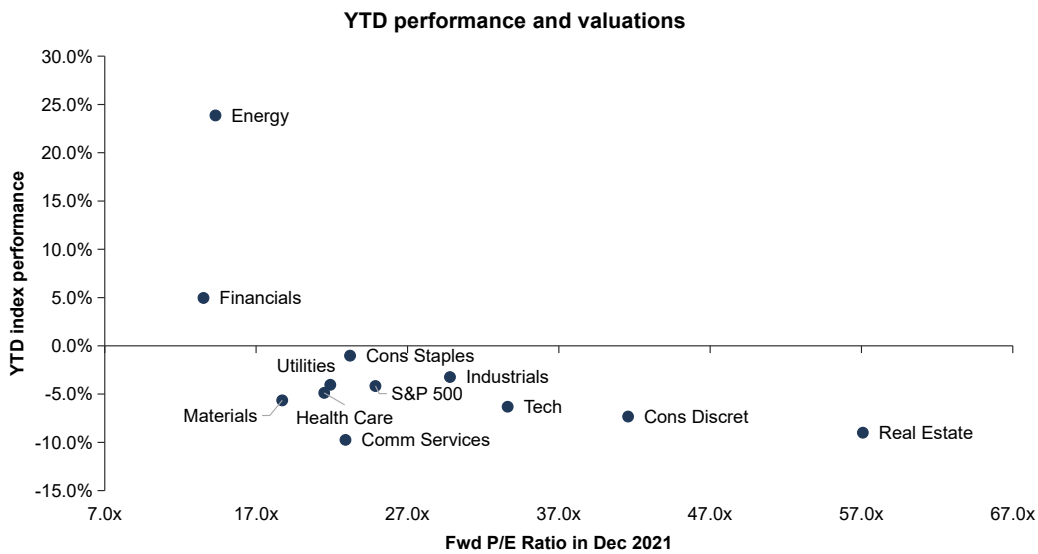
ที่มา: CBO, BLS, St. Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: ตลาดหุ้นปรับฐานลงแรงในเดือน ม.ค. หลัง Fed ส่งสัญญาณ Hawkish



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

แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นปรับตัวลงแรง นำโดยหุ้นกลุ่มที่มี Valuation สูง



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

เราประเมินตลาดมีการ Price-in ประเด็นการลดขนาดงบดุล และขึ้นดอกเบี้ยไปค่อนข้างมากแล้ว

การส่งผ่านนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นไปยังตลาดหุ้นสามารถอธิบายโดยแบ่งเป็น 3 ส่วน ได้แก่ 1) แนวโน้มการขึ้น

ดอกเบี้ยของ Fed 2) ผลกระทบของ QT ต่อสภาพคล่องและ Term Premium และ 3) Earning Yield Gap

แผนภาพที่ 4: ตลาดมีการ Price-in ประเด็นการลดขนาดงบดุล และขึ้นดอกเบี้ยไปค่อนข้างมากแล้ว

Interest Rate Outlook

- Market is pricing-in 8 hikes to a terminal rate of 2.25% at year-end 2023
- The 2% terminal rate is reasonable in our view, given a likely decline in R-star due to Covid supply shock

Term Premium

- Term premium has risen by 35bps after the Fed's pivot, compared to 27bps during QT in 2018
- This implies that markets have mostly priced-in QT in 2022

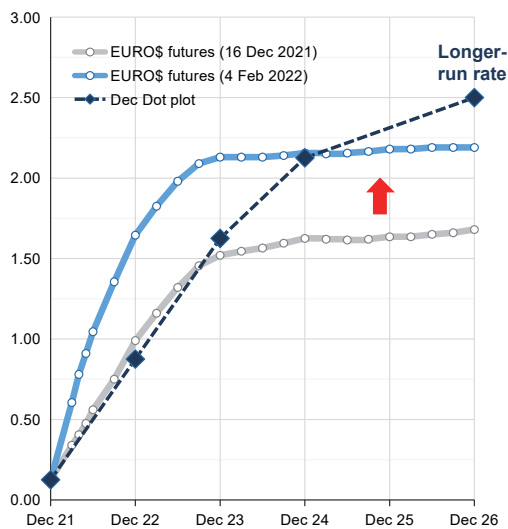
Equity Risk Premium

- Earnings yield gap is at 3-3.5%, the range seen during 2018 QT
- We expect the earnings yield gap to remain below 3.5% in 2022

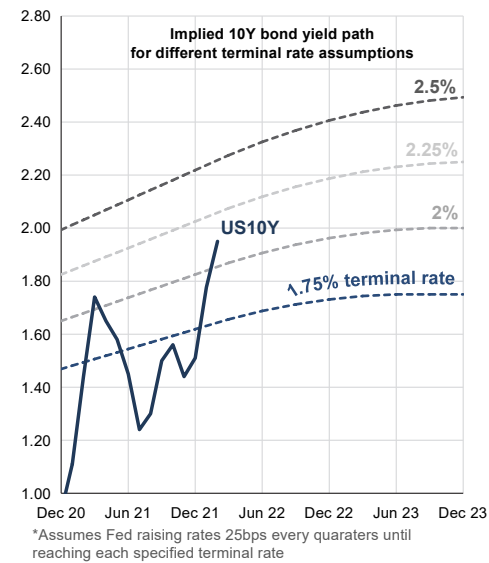
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: ตลาด Eurodollar futures และระดับ Bond yield 10 ปี สะท้อนการขึ้นดอกเบี้ยไปสิ้นสุด (Terminal rate) ที่ระดับ 2.25%

Eurodollar market pricing in 8 hikes to a terminal rate of 2.25% at year-end 2023



...consistent with current level of US10Y



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

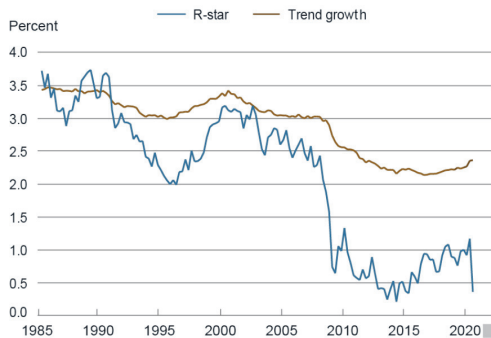
1. **Interest rate outlook** ซึ่งสะท้อนมุมมองการขึ้นดอกเบี้ย โดยตลาด Eurodollar futures ในปัจจุบันประเมิน Fed จะขึ้นดอกเบี้ยไปสิ้นสุด (Terminal rate) ที่ระดับสูงขึ้นเป็น 2.25% จาก 1.75% ในช่วงปลายปีก่อน ซึ่งสอดคล้องกับระดับของ Bond yield 10 ปี ที่ราว 2% ในปัจจุบัน ซึ่งอยู่ในแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยไปสิ้นสุดที่ 2.25%

เรามองว่าการขึ้นดอกเบี้ยไปสิ้นสุดที่ 2.25% เป็นระดับที่เหมาะสมแล้ว เนื่องจากเราประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม

ต่อเศรษฐกิจ (Real Natural Interest Rate) หรือที่เรียกกันว่า R-star ได้ลดต่ำลงหลัง COVID - 19 โดย R-star นั้นแปรผันตามศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาว (Potential Growth) และการระบาดของ COVID - 19 ได้สร้างปัญหาขาดแคลนแรงงานและกดดันศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจให้ลดต่ำลง จึงทำให้อัตราดอกเบี้ย R-star ลดต่ำลงตามไปด้วย และเป็นข้อจำกัดต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในรอบวัฏจักรนี้

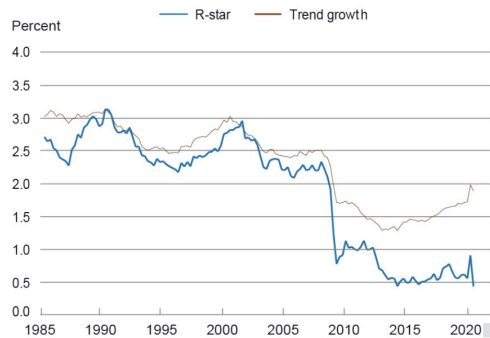
แผนภาพที่ 6: อัตราดอกเบี้ย R-star ลดต่ำลงหลัง COVID - 19

R-star for the US



Source: Laubach and Williams (2003).
Note: We plot estimates of the natural rate of interest (r-star) along with those for the trend growth rate of the U.S. economy, a source of change driving r-star.

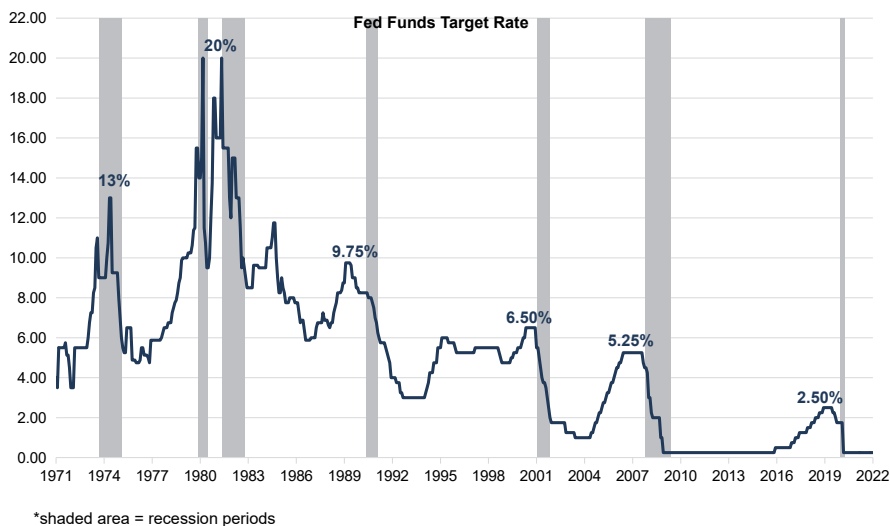
R-star for advanced economies



Sources: Holston, Laubach, and Williams (2017); Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).
Notes: Estimates are GDP-weighted averages across the United States, Canada, the Euro Area, and the United Kingdom. We use OECD estimates of GDP at purchasing power parity. For dates prior to 1995, Euro-Area weights are the summed weights of the eleven original Euro-Area countries.

ที่มา: New York Fed

แผนภาพที่ 7: R-star ที่ลดลงจะจำกัดการปรับขึ้นดอกเบี้ยให้ไปสิ้นสุดที่ระดับต่ำกว่าการขึ้นดอกเบี้ยในรอบก่อน



*shaded area = recession periods

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

2. **Term premium** หรือ ส่วนต่างของผลตอบแทนระหว่างการถือพันธบัตรระยะยาวจนครบอายุกับการถือพันธบัตรระยะสั้นแล้วซื้อใหม่ไปเรื่อยๆ (Roll-over) ที่ระยะเวลาเท่ากัน ซึ่งสะท้อนถึงสภาพคล่องในตลาดพันธบัตร โดยในภาวะปกติ Term premium จะมีค่าเป็นบวก ซึ่งหมายความว่านักลงทุนที่ถือครองพันธบัตรระยะยาวจะได้ผลตอบแทนมากกว่าพันธบัตรระยะสั้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงด้านราคาของพันธบัตรระยะยาว ซึ่งผันผวนมากกว่าพันธบัตรระยะสั้น แต่หลังจากปี 2010 เป็นต้นมา Fed ได้ทำ QE โดยการซื้อพันธบัตรระยะยาวในตลาดอย่างต่อเนื่อง จนทำให้ราคาพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น (อัตราผลตอบแทนลดลง) และทำให้ Term premium ลดลงอย่างต่อเนื่องจนเป็นลบในปัจจุบัน

งานวิจัยของนักวิชาการรวมถึงของ Fed หลายฉบับ ประเมินว่าการเปลี่ยนแปลงของงบดุลของ Fed \$600bn จะส่งผลต่อ Bond yield ระยะยาวราว 10-40bps ซึ่งหากอ้างอิงจากคาดการณ์ในตลาดที่มองว่า Fed จะลดขนาดงบดุลมากที่สุดเดือนละ 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ Fed เริ่มลดขนาดงบดุลในช่วงครึ่งหลังของปี รวมทั้งปี Fed จะลดขนาดงบดุลมูลค่า 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ชี้ว่าการลดขนาดงบดุลอาจส่งผลให้ Bond yield 10 ปี เพิ่มขึ้นราว 10-40bps ซึ่งนับจากต้นปี Term premium ของ Zero-coupon bond อายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นมาแล้ว 35bps และมากกว่าการเพิ่มขึ้น 27bps ในช่วงปี 2018 ที่ Fed ลดขนาดงบดุลในรอบก่อนสะท้อนว่าตลาดน่าจะมีการ Price-in การลดขนาดงบดุลอย่างน้อยของปีนี้ไปค่อนข้างมากแล้ว

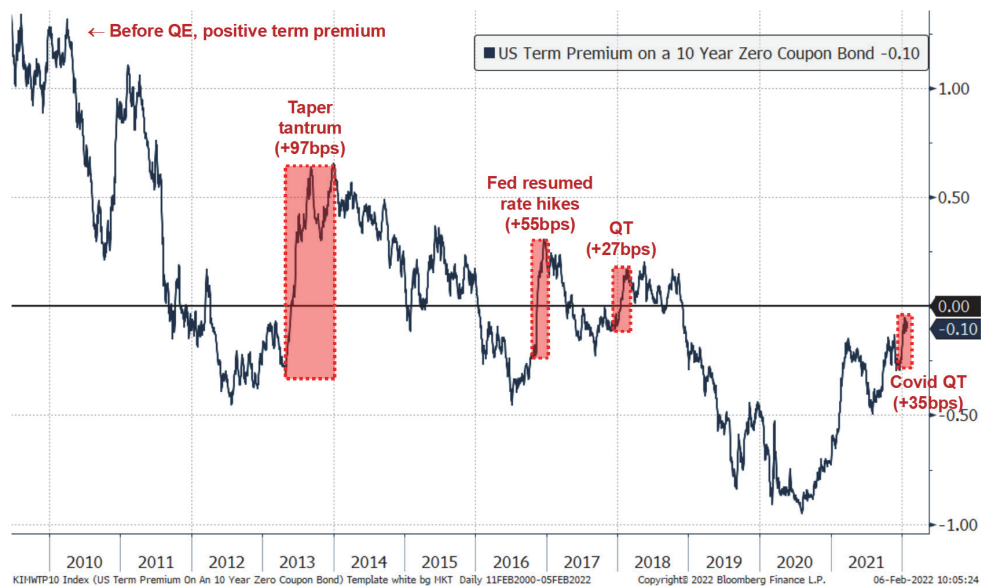
แผนภาพที่ 8: งานวิจัยของนักวิชาการรวมถึงของ Fed หลายฉบับ ระบุการเปลี่ยนแปลงของงบดุลของ Fed ประมาณ 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลต่อ Bond yield ระยะยาวราว 10-40bps

Study	Sample	Method	Representative estimates of effect of \$600 billion LSAP (+2 std errors if avail.)
Modigliani-Sutch (1966, 1967)	Operation Twist	time series	0 bp (± 20 bp)
Bernanke-Reinhart-Sack (2004)	Japan, United States	event study	400 bp (± 370 bp), 40 bp (± 60 bp)
Greenwood-Vayanos (2008)	postwar United States (precrisis)	time series	14 bp (± 7 bp)
Krishnamurthy-Vissing-Jorgensen (2011, 2012)	postwar U.S., LSAP1, and LSAP2	time series	15 bp (± 5 bp)
Gagnon-Raskin-Remache-Sack (2011)	LSAP1	event study, time series	30 bp (± 15 bp), 18 bp (± 7 bp)
D'Amico-King (2013)	LSAP1 Treasury purchases	security-specific event study	100 bp (± 80 bp)
Hamilton-Wu (2011)	U.S., 1990-LSAP2	affine no-arbitrage model	17 bp
Hancock-Passmore (2011)	LSAP1 MBS purchases	time series	30 bp
Swanson (2011)	Operation Twist	event study	15 bp (± 10 bp)
Joyce-Lasaosa-Stevens-Tong (2011)	U.K. LSAPs	event study, time series	40 bp
Neely (2013)	effect of U.S. LSAP1 on foreign bond yields	event study	17 bp (± 13 bp)
Christensen-Rudebusch (2012)	LSAP1, LSAP2, and U.K. LSAPs	event study, affine no-arbitrage model	10 bp
D'Amico et al. (2012)	United States, precrisis	weekly time series	45 bp
Bauer-Rudebusch (forthcoming)	LSAP1, LSAP2	event study, affine no-arbitrage model	16 bp
Li-Wei (2013)	United States, precrisis	affine no-arbitrage model	26 bp

Note:
 bp = basis point
 LSAP1, LSAP2, etc. = large-scale asset purchase (LSAP) program 1, 2, etc.

ที่มา: Federal Reserve Bank of San Francisco

แผนภาพที่ 9: Term premiumปรับเพิ่มขึ้นมาแล้ว 35bps มากกว่าการเพิ่มขึ้น 27bps ในช่วงปี 2018 ที่ Fed ลดขนาดงบดุลในรอบก่อน

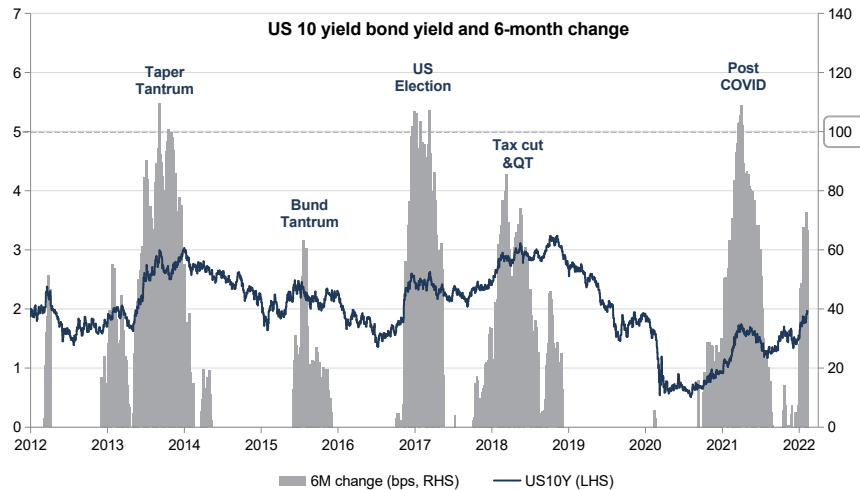


ที่มา: Board of Governors of the Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ Bond yield อายุ 10 ปี ได้ปรับสูงขึ้นมาที่ระดับ 2% แล้ว ซึ่งคิดเป็นการเพิ่มขึ้น 70bps ใกล้เคียงกับการปรับเพิ่มขึ้นในอดีตที่ราว 80-100bps ในเหตุการณ์ Taper tantrum ปี 2013 (100bps) และการลดขนาดงบดุลรอบก่อนในปี 2018

(80bps) ซึ่งน่าจะสะท้อนทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นไปพอสมควรแล้ว ทำให้ Bond yield 10 ปี น่าจะเพิ่มขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้

แผนภาพที่ 10: Bond yield อายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้น 70bps ใกล้เคียงกับการปรับเพิ่มขึ้นในอดีตที่ราว 80-100bps

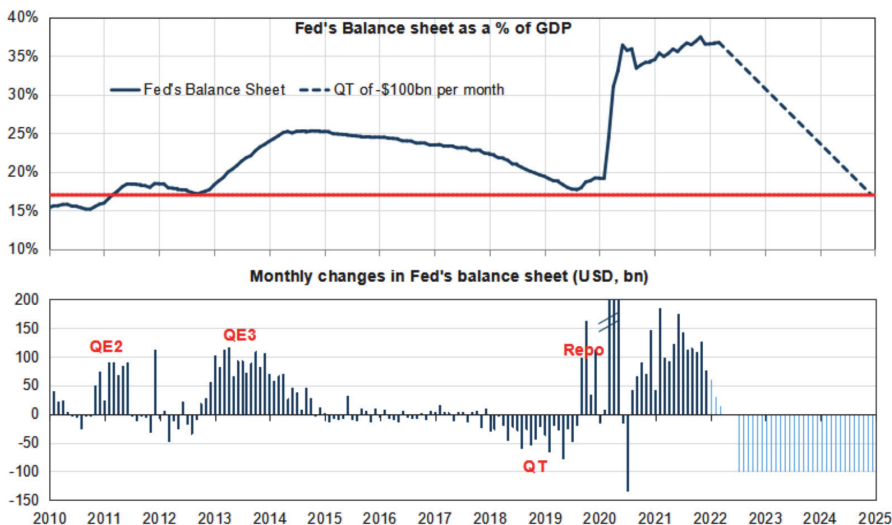


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ ในส่วนของความเสี่ยงที่การลดขนาดงบดุลจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในระยะข้างหน้า เรามองว่าการลดขนาดงบดุลจนเข้าใกล้ระดับ 17% ของ GDP อาจส่งผลให้ตลาดเงิน (Money markets) ตึงตัวขึ้น เห็นได้จากตัวอย่างในการลดขนาดงบดุลรอบก่อน ซึ่ง Fed เริ่มลดขนาดงบดุลลงในเดือน ต.ค. 2017 และส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะสั้น (Repo rate) พุ่งขึ้นสูงในช่วงปี 2018-2019 ซึ่งขนาดงบดุลในเวลานั้น ลดลงจาก 23% ของ GDP เป็น 17%

อย่างไรก็ดี งบดุลของ Fed ในปัจจุบันมีขนาดใหญ่มาก คิดเป็น 36% ของ GDP ซึ่งหากสมมติให้ Fed ลดขนาดงบดุลลงเดือนละ 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขนาดงบดุลจะลดลงมาอยู่ที่ 17% ของ GDP ในสิ้นปี 2024 ซึ่งว่าการลดขนาดงบดุลอาจใช้เวลาอีกหลายปีถึงจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดเงิน

แผนภาพที่ 11: การลดขนาดงบดุลสู่ระดับ 17% ของ GDP ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินเพิ่มสูงขึ้นในปี 2019



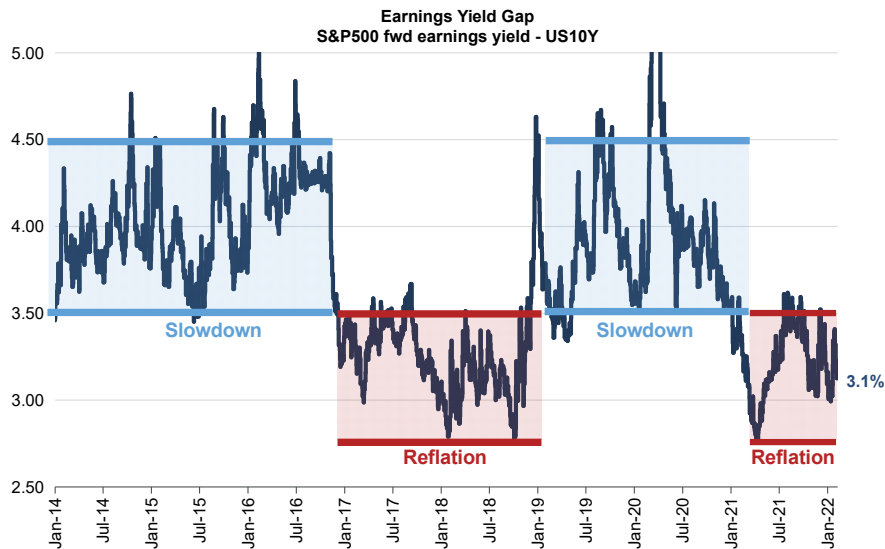
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU);

assumes nominal GDP grows at 4% per year

3. **Equity risk premium** หรือผลตอบแทนส่วนเพิ่มของการลงทุนในตลาดหุ้น ซึ่งสะท้อนผ่าน Earnings yield gap (EYG) หรือส่วนกลับของค่า P/E ของ S&P500 ลบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่เราประเมินว่า Fair

หรือเหมาะสมแล้ว โดยปัจจุบัน EYG อยู่ที่ระดับ 3.1% ในกรอบ 2.75-3.5% ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงที่ Fed ทำ QT ในปี 2018 แล้ว ถ้าเศรษฐกิจไม่ได้ชะลอตัวลงแรง เรามอง EYG น่าจะทรงตัวในกรอบนี้ทั้งปี

แผนภาพที่ 12: Earnings yield gap (EYG) อยู่ที่ 3.1% ในกรอบ 2.75-3.5% ซึ่งเป็นช่วงที่ Fed ทำ QT ในปี 2018 แล้ว



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

การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นต่อจากนี้ ขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเงินเฟ้อ

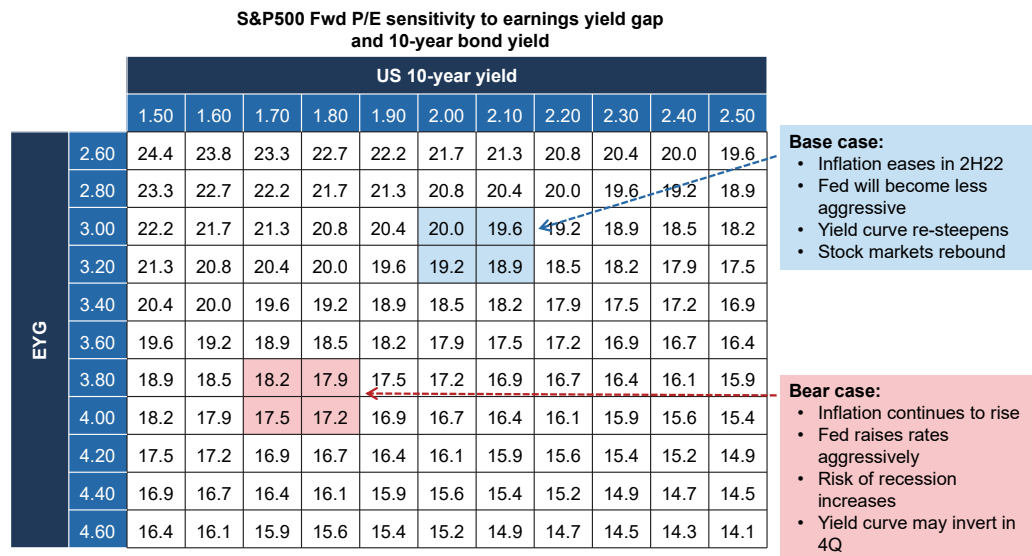
เราแบ่งแนวโน้มการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในปีนี้เป็น 2 กรณี ดังนี้

1) **กรณีฐาน (Base case)** ซึ่งอัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 ก่อนจะลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี ทำให้ Fed ไม่จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดรุนแรง ซึ่งจะคลายแรงกดดันต่อตลาดหุ้น และส่งผลให้หุ้นฟื้นตัวขึ้นต่อในช่วงครึ่ง

หลังของปี โดยเราตั้งเป้าหมายดัชนี S&P500 ในกรณีฐานที่ 4,860 จุด

2) **กรณีเลวร้าย (Bear case)** ซึ่งอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง Fed จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ซึ่งในกรณีนี้เรามองว่าอาจส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงมาเทรดที่ระดับ P/E 18 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับปัจจุบัน 10-15% เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 13: เราประเมิน Valuation ของตลาดหุ้นปัจจุบันอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว แต่หากเงินเพื่อเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ค่า P/E อาจลดลงมาอยู่ที่ 18 เท่า



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

พัฒนาการของเงินเฟ้อในช่วงผ่านมายังเป็นไปตาม Base case ของเรา

อัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นตั้งแต่ปีก่อน เป็นผลจากผลกระทบของการระบาดของ COVID - 19 ซึ่งในด้านอุปสงค์ถูกหนุนโดยการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมของผู้บริโภคในช่วง Lockdown ซึ่งทำให้มีการใช้จ่ายซื้อสินค้ามากขึ้น ทดแทนการใช้จ่ายด้านบริการ เช่น การท่องเที่ยว และการรับประทานอาหารนอกบ้าน ที่ลดลงในช่วงดังกล่าว ประกอบกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐ ที่มีการแจกเงินและให้สวัสดิการว่างงานในช่วง Lockdown มากเป็นพิเศษ ซึ่งช่วยหนุนอุปสงค์ให้ขยายตัวแข็งแกร่งจนเกินความสามารถในการผลิต ขณะที่ อุปทานลดลง ตามมาตรการ Lockdown ซึ่งจำกัดการเดินทาง และการขนส่งสินค้า ทำให้สินค้าขาดตลาด และผลักดันให้เงินเฟ้อพุ่งขึ้น

อย่างไรก็ดี ปัจจัยหนุนเงินเฟ้อทั้งด้านอุปสงค์และอุปทานเริ่มอ่อนแรงลง ดังนี้

1) ดัชนีผลสำรวจภาคการผลิต ด้านคำสั่งซื้อใหม่ (ISM Manufacturing: New Orders) เดือน ม.ค. ลดลงต่อเนื่องจาก

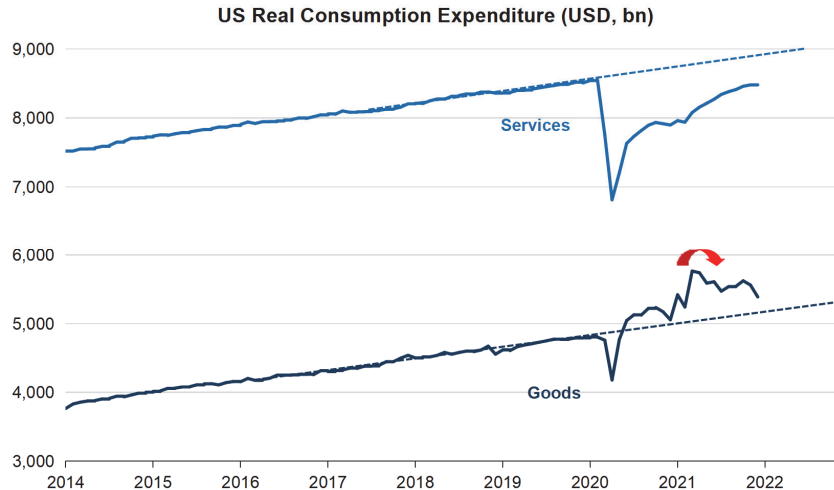
ช่วงปลายปีก่อน สอดคล้องกับการใช้จ่ายซื้อสินค้า (Goods consumption) ที่ยังคงลดลงกับสู่ระดับแนวโน้มก่อนการระบาด สะท้อนอุปสงค์ของสินค้าที่ชะลอตัวลง

2) ดัชนีผลสำรวจภาคการผลิต ด้านการขนส่ง (ISM Manufacturing: Supplier Deliveries) ที่ลดลงแรงในเดือน ม.ค. สะท้อนการขนส่งที่รวดเร็วขึ้น ขณะที่ ค่าระวางเรือ (Baltic Dry Index: BDI) ลดลงสู่ระดับก่อนการระบาดของ COVID - 19 สะท้อนค่าใช้จ่ายด้านการขนส่งลดลง และปัญหาห่วงโซ่อุปทานที่เริ่มคลี่คลายลง

3) ดัชนีผลสำรวจต้นทุนราคาสินค้าในจีน (PMI: Input Prices) ที่ลดลงแรง ชี้ว่าราคาต้นทุนในการผลิตทั่วโลกน่าจะลดลงในเวลาต่อมา เนื่องจากจีนเป็นประเทศผู้ผลิตสินค้าวัตถุดิบและส่วนประกอบที่สำคัญให้กับประเทศอื่น

ปัจจัยหนุนเงินเฟ้อที่เริ่มลดลง จึงน่าจะทำให้อัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดได้ในช่วงไตรมาส 2 ปีนี้ ซึ่งน่าจะเป็นไปตาม Base case ของเรา และทำให้ Fed สื่อสารกับตลาดในทางผ่อนคลายมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

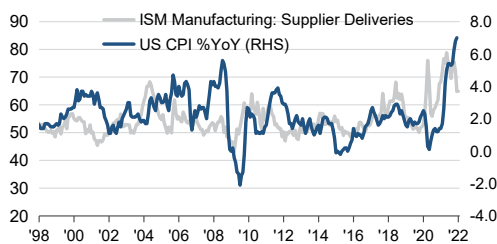
แผนภาพที่ 14: การใช้จ่ายซื้อสินค้า (Goods consumption) ยังคงลดลงกลับสู่ระดับแนวโน้มก่อนการระบาด



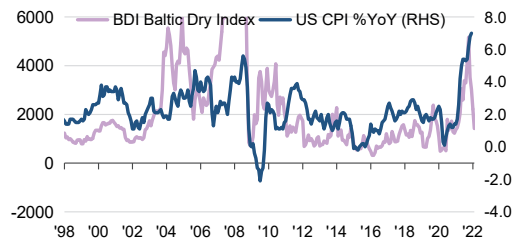
ที่มา: St.Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 15: ปัจจัยหนุนเงินเฟ้อด้านอุปทานเริ่มอ่อนแรงลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

Supply constraints beginning to ease



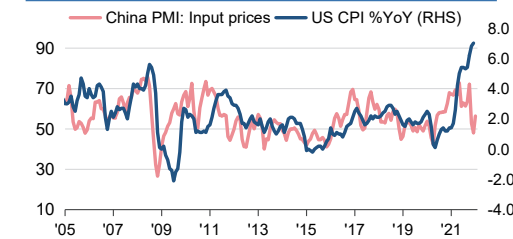
BDI fell to pre-Covid level



Demand pressures have waned



Raw material inflation shows sign of cooling



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

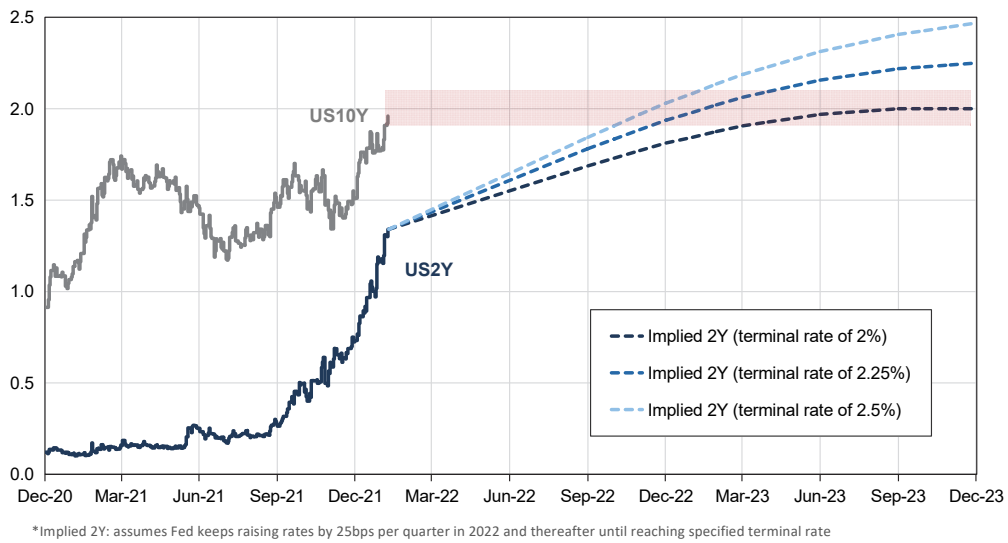
หากเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี Fed อาจ Hawkish ขึ้น และเพิ่มความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession

ถึงแม้เราจะมองอัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 ก่อนจะลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะทำให้ Fed สื่อสารกับตลาดในทางผ่อนคลายมากขึ้น และส่งผลให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น แต่หากเงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในครึ่งหลังของปี Fed อาจจำเป็นต้องเร่งเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน ซึ่งจะผลักดันให้ Bond yield ระยะสั้นปรับเพิ่มขึ้นเร็วกว่า Bond yield ระยะยาว และส่งผลให้ Yield curve หรือส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี และ 2 ปี ลดลงจากปัจจุบันที่ 40 bps และอาจติดลบ (Yield curve Inversion) ในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้

Yield curve ที่ติดลบ เป็นสัญญาณว่าเศรษฐกิจกำลังจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) และอาจเป็นสัญญาณให้นักลงทุนทยอยลดการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงลง ในอดีต Yield curve จะติดลบก่อนเข้าสู่ Recession เฉลี่ย 18 เดือน ซึ่งรอบที่ใช้เวลาน้อยสุดคือ ครั้งล่าสุดซึ่งมีการระบาดของ COVID - 19 ใช้เวลา 5 เดือน ตามด้วยในช่วงปี 1980 ซึ่งใช้เวลา 10 เดือน

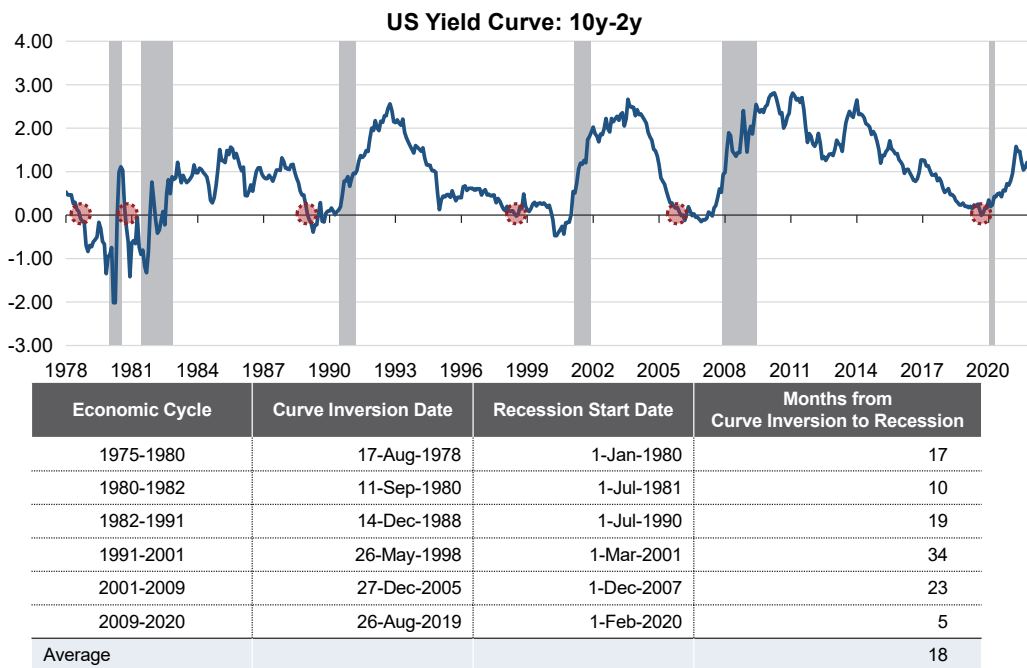
อย่างไรก็ดี ข้อมูลในอดีตชี้ว่าตลาดหุ้น (S&P500) มักจะยังสามารถปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 20% หลัง Yield curve ติดลบ โดยมักจะใช้เวลา 15 เดือนก่อนที่จะทำจุดสูงสุด และใช้เวลาราว 18 เดือน ก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession โดยรอบที่ตลาดหุ้นใช้เวลาน้อยสุดก่อนทำจุดสูงสุดคือ 3 เดือน และเป็นรอบที่ตลาดหุ้นเพิ่มขึ้นน้อยสุดที่ 12% ดังนั้น นักลงทุนอาจยังไม่จำเป็นต้องรีบปรับลดน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเร็วขึ้น

แผนภาพที่ 16: หากเงินเฟ้อยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในครึ่งหลังของปี Fed อาจจำเป็นต้องเร่งเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน และส่งผลให้ Yield curve ดัดกลับ (Yield curve Inversion) ในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้



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

แผนภาพที่ 17: ในอดีต Yield curve จะดัดกลับก่อนเข้าสู่ Recession เฉลี่ย 18 เดือน



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

แผนภาพที่ 18: ตลาดหุ้นมักจะยังสามารถปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 20% หลัง Yield curve ดัดลบ โดยมักจะใช้เวลา 15 เดือนก่อนที่จะทำจุดสูงสุด และใช้เวลาราว 18 เดือน ก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession

Curve inversion date	S&P500 Peak (months after YC inversion)	Peak trailing P/E	Movement from YC inversion to Stock Market Peak		
			% S&P500 change	% P/E Expansion	% EPS Growth
17-Aug-1978	18	9.2x	13%	-14%	26%
11-Sep-1980	3	8.3x	12%	10%	1%
14-Dec-1988	19	12.2x	34%	31%	3%
26-May-1998	22	25.2x	40%	21%	18%
27-Dec-2005	22	17.5x	25%	0%	25%
26-Aug-2019	6	18.9x	18%	17%	0%
Average	15	15.2x	23%	11%	12%
Median	19	14.8x	21%	14%	10%

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

อัตรากำไรของกลุ่ม Tech ยังเพิ่มขึ้นได้ในช่วงที่มีการส่งผ่านของต้นทุนจากเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น

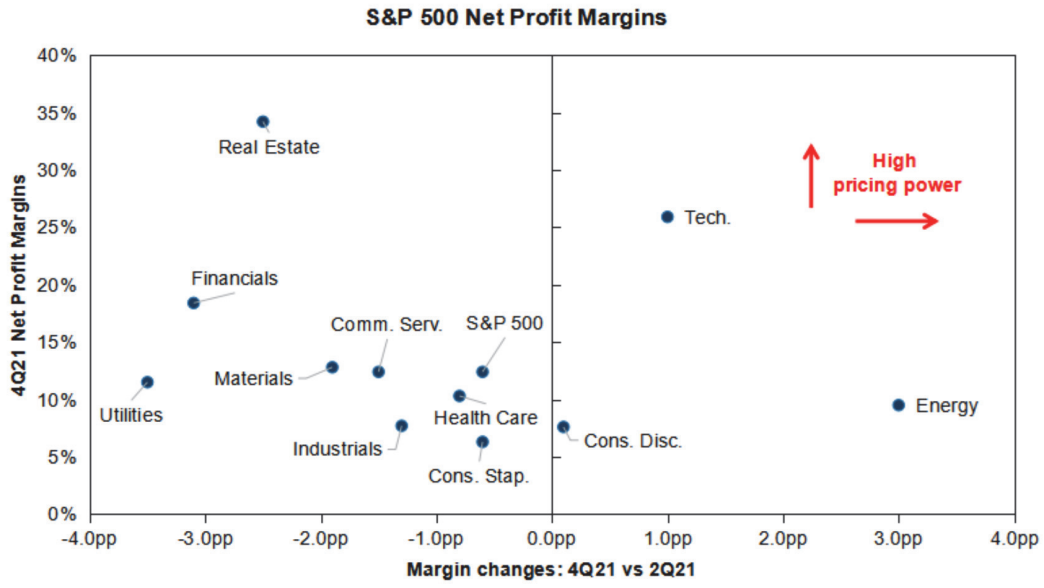
อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงตั้งแต่ช่วงกลางปีก่อน ท่ามกลางปัญหาขาดแคลนวัสดุและส่วนประกอบในการผลิต จาก Supply-chain disruptions รวมถึงค่าจ้างที่เพิ่มสูงขึ้นในสหรัฐฯ เป็นปัจจัยลบที่สำคัญต่อกำไรของบริษัทในปีนี้

ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ไตรมาส 4/2021 เริ่มสะท้อนผลกระทบจากราคาสินค้าที่เพิ่มสูงขึ้น เห็นได้จากอัตรากำไรสุทธิ (Net profit margins) หรืออัตรากำไรส่วนระหว่างผลกำไรสุทธิและรายได้ ซึ่งลดลงต่อเนื่องเป็น 12.4% จาก 13% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในไตรมาส 2/2021 โดยถึงแม้อัตรากำไรจะยังอยู่ในระดับที่สูงมาก แต่อัตรากำไรที่ลดลงตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปีก่อน ซึ่งเริ่มมีการส่งผ่านของราคาต้นทุนไปยังราคาขาย ซึ่งถึงแนวโน้มกำไรของ S&P500 ที่อาจเติบโตน้อยลงในปีนี้

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาเป็นรายอุตสาหกรรม พบว่ามี 3 กลุ่ม ซึ่งอัตรากำไรยังสามารถเพิ่มขึ้นได้ นำโดยกลุ่ม Energy ที่เพิ่มขึ้น +3.0pp เทียบกับอัตรากำไรในไตรมาส 2 ตามด้วยกลุ่ม Tech. +1.0pp และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) +0.1pp อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น แสดงถึงความสามารถในการจัดการต้นทุนที่ดี หรือมีอำนาจในการกำหนดราคาขาย (Pricing power) ซึ่งชี้ว่าผลกำไรของกลุ่มดังกล่าว น่าจะได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัด จากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูงมากในปีนี้

นอกจากนี้ กลุ่ม Tech. ซึ่งมีการปรับตัวลงแรงกว่ากลุ่มอื่น นับตั้งแต่ต้นปีที่ Fed ส่งสัญญาณเข้มงวดขึ้น น่าจะได้รับปัจจัยหนุนเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปี จาก Fed ซึ่งน่าจะเปลี่ยนมาสื่อสารกับตลาดในทางผ่อนคลายนมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ในกรณี Base case ของเรา 🕒

แผนภาพที่ 19: อัตรากำไรของกลุ่ม Tech ยังเพิ่มขึ้นได้ในช่วงที่มีการส่งผ่านของต้นทุนจากเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น



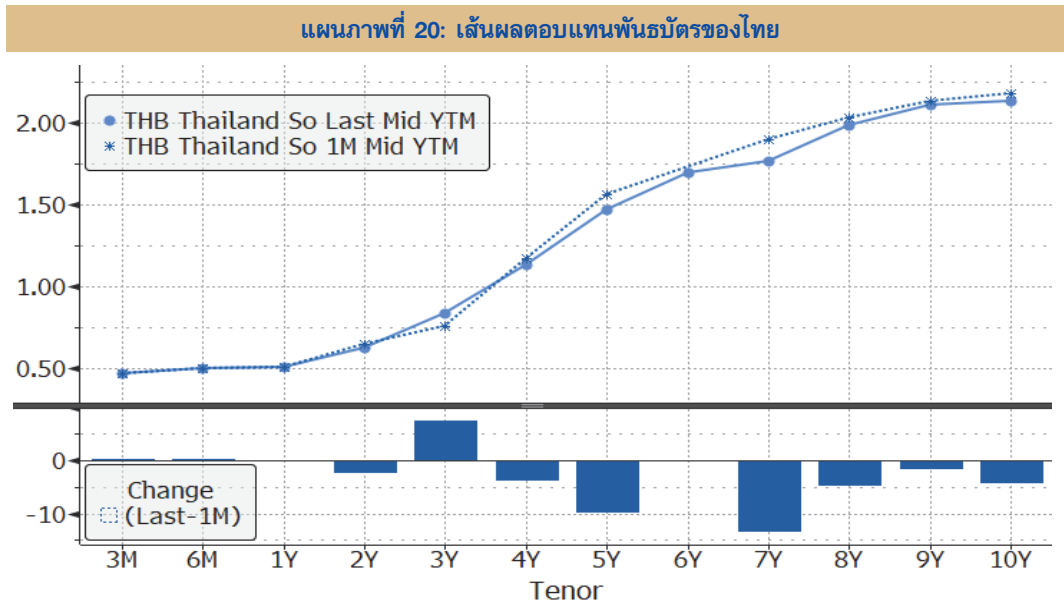
ที่มา: Factset, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงตาม Bond yield สหรัฐฯ มาอยู่ที่ 2.2% เรามอง
 ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนกว่าเงินเฟ้อจะผ่านจุดสูงสุดในไตรมาส 2

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวขึ้นจากราว 1.9% ขึ้นมาอยู่ที่ราว 2.2% ณ กลางเดือน ก.พ. โดยเป็นการปรับตัวขึ้นตาม Bond yield สหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นแรงหลัง Fed ส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยและลดสภาพคล่องเร็วขึ้น

ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นยังทรงตัวในระดับต่ำตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เราคาดว่าธปท. จะคงดอกเบี้ยที่ระดับ 0.5% ไปตลอดปีนี้เป็นอย่างน้อย

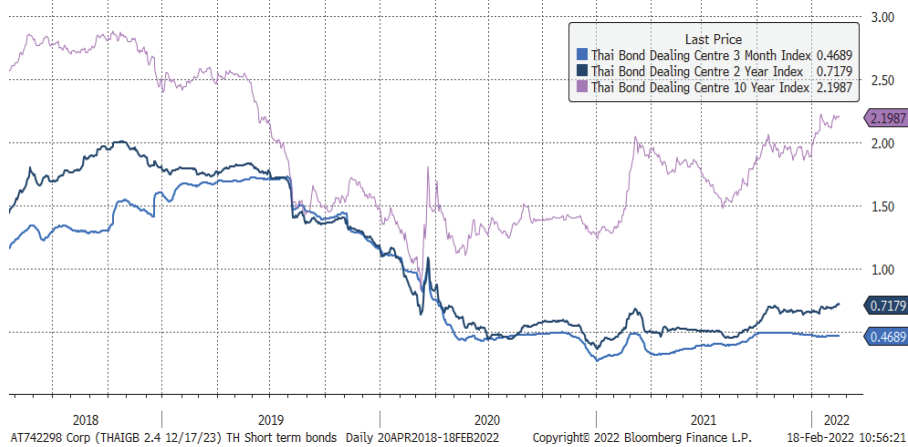


Copyright © 2022 Bloomberg Finance L.P.

18-Feb-2022 10:55:21

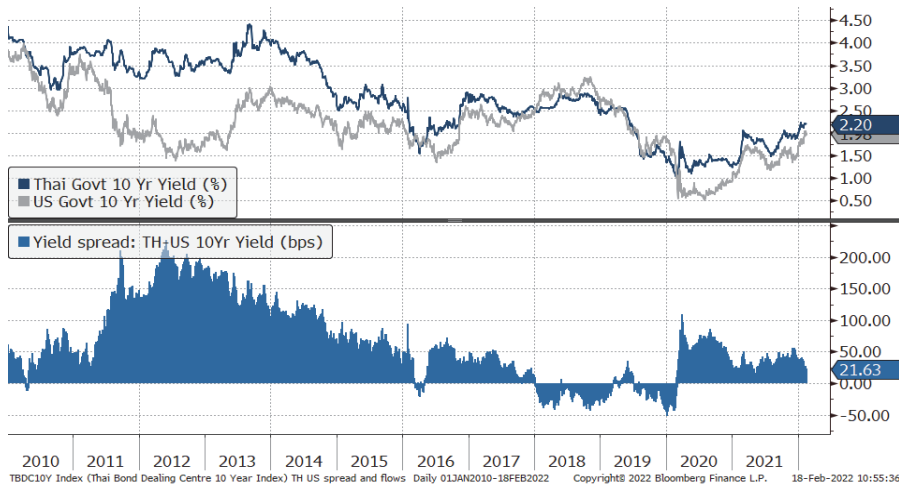
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 21: ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวขึ้นแรง ในขณะที่ระยะสั้นทรงตัวต่ำตามดอกเบี้ยนโยบาย



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

แผนภาพที่ 22: Bond yield ไทย ปรับตัวขึ้นแรงตาม Bond yield สหรัฐฯ ตั้งแต่ต้นปี



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

เรามองผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนกว่าเงินเฟ้อจะผ่านจุดสูงสุดในไตรมาส 2

เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 และจะเริ่มทยอยลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะ

ส่งผลให้ Bond yield ระยะยาวทั้งไทยและสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับสูง และอาจปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีกเล็กน้อยในช่วง 2-3 เดือนข้างหน้า 🕒

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับเพิ่มขึ้นสูง ท่ามกลางความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน เรามองราคาทองคำในระยะสั้น อาจเริ่มปรับเพิ่มขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้ ตามปัจจัยบวกจากสถานการณ์ความขัดแย้งที่น่าจะเริ่มลดลงหลังรัสเซียโจมตี ยูเครน ส่วนราคาน้ำมัน เราคาดว่าความขัดแย้งดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันดิบโลก และราคาน้ำมันดิบมีความเสี่ยงปรับฐานแรงหากสหรัฐฯ ตกลงยกเลิกการคว่ำบาตรอิหร่าน

ราคาทองคำ

ราคาทองคำพุ่งขึ้น ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูง และความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน

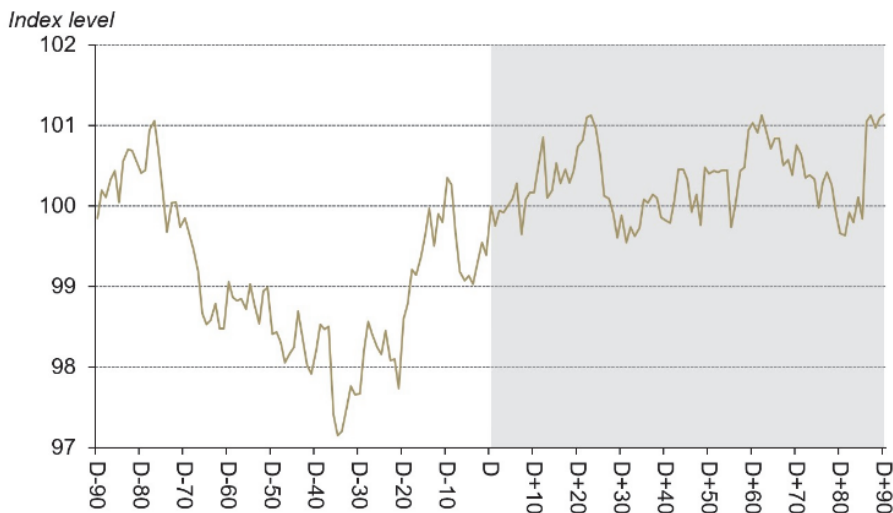
นับตั้งแต่ต้นปี ราคาทองคำเพิ่มขึ้นไปแล้วเกือบ +10% ในระยะเวลา 2 เดือน โดยทำจุดสูงสุดที่ระดับ 1,975 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่เดือน ก.ย. 2020 ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นเป็น 7.5% สูงสุดในรอบ 40 ปี ประกอบกับความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน ซึ่งรุนแรงขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี เรามองว่าเงินเฟ้อน่าจะทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 (อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมในส่วนตลาดหุ้น) ก่อนจะลดลง

ในช่วงครึ่งหลังของปี ทำให้ราคาทองคำน่าจะได้รับปัจจัยหนุนจากเงินเฟ้อเพียงระยะสั้นในช่วง 2-3 เดือนนี้เท่านั้น

ขณะที่ ปัจจัยบวกจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนน่าจะเริ่มลดลงต่อจากนี้ เห็นได้จากการเคลื่อนไหวของราคาทองคำในอดีต ซึ่งมักจะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 30 วันก่อนที่ความขัดแย้งจะรุนแรง หรือมีการบุกรุกเข้าประเทศ แต่จะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบแคบ หลังพ้นวันดังกล่าว สำหรับสถานการณ์ความขัดแย้งในปัจจุบัน รัสเซียได้เริ่มบุกรุกเข้าโจมตียูเครนในวันที่ 22 ก.พ. ที่ผ่านมา ซึ่งว่าราคาทองคำน่าจะปรับเพิ่มขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้

แผนภาพที่ 23: ราคาทองคำมักจะเพิ่มขึ้นในช่วง 30 วันก่อนที่ความขัดแย้งจะรุนแรง หรือมีการบุกรุกเข้าประเทศ ซึ่งหลังพ้นวันดังกล่าว ราคาทองคำมักจะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบแคบ



*The gold price is indexed at 100 at the start of the event, denoted by "D". Geopolitical events include: Start of Yom Kippur War (6 Oct 1973), Iranian Revolution: Commencement of Shah's Exile (16 Jan 1979), Iran-Iraq War (22 Sept 1980), Chernobyl nuclear disaster (26 Apr 1986), Iraqi invasion of Kuwait (2 Aug 1990), Operation Desert Storm (17 Jan 1991), World Trade Center bombing (26 Feb 1993), Oklahoma City bombing (19 Apr 1995), September 11 attacks (11 Sept 2001), US Iraq invasion (20 Mar 2003), Fukushima nuclear disaster (11 Mar 2011)

ที่มา: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, World Gold Council

น้ำมัน

ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงจากความเสี่ยงรัสเซีย-ยูเครน เราคาดว่าความขัดแย้งดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันดิบโลก และราคาน้ำมันดิบมีความเสี่ยงปรับฐานแรงหากสหรัฐฯ ตกลงยกเลิกการคว่ำบาตรอิหร่าน

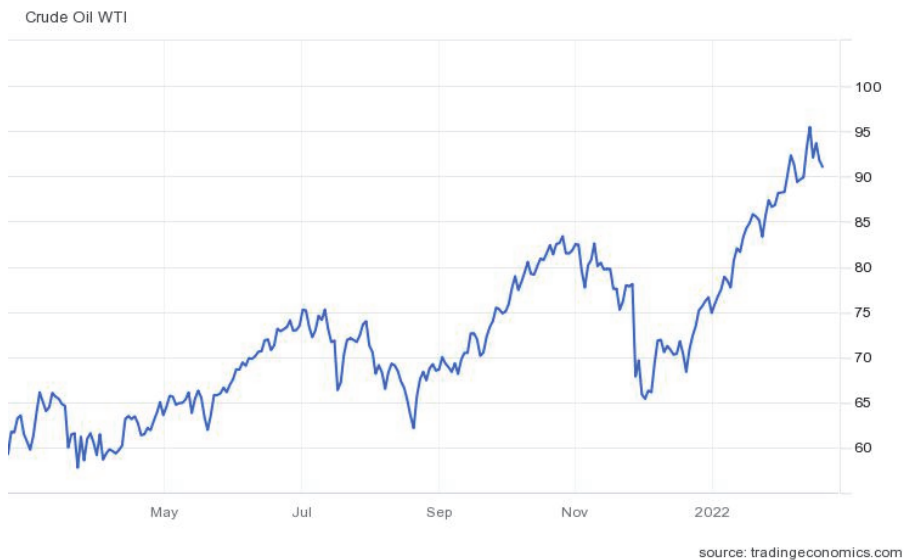
ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงจากความเสี่ยงรัสเซีย-ยูเครน

ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับตัวขึ้นแรงจากราว 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ

ต่อบาร์เรลในช่วงเดือน ม.ค. มาอยู่เหนือ 90 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรลในเดือน ก.พ. จากความกังวลต่อประเด็นความเสี่ยงที่รัสเซียจะบุกยูเครน ซึ่งอาจทำให้มีการตอบโต้จากประเทศตะวันตก ซึ่งนำโดยสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป

รัสเซียเป็นประเทศผู้ผลิตน้ำมันดิบอันดับสองของโลกรองจากซาอุดีอาระเบีย และเป็นผู้ส่งออกก๊าซธรรมชาติรายใหญ่ไปยังยุโรป ดังนั้นความเสี่ยงที่จะเกิดสงครามจึงเป็นความเสี่ยงต่ออุปทานพลังงานโลกที่ตลาดจับตาอย่างใกล้ชิด

แผนภาพที่ 24: ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงจากความเสี่ยงรัสเซีย-ยูเครน



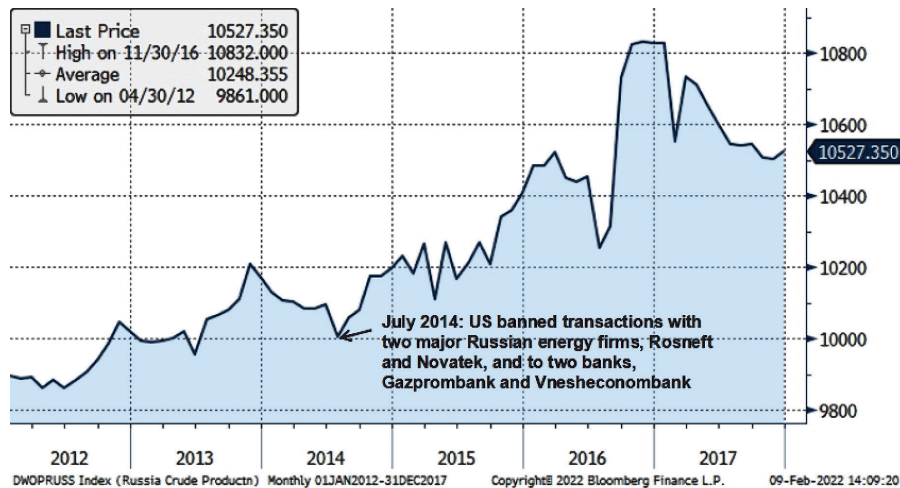
ที่มา: Trading Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคาดว่าความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนจะส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันดิบโลก

เราคาดว่าความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนจะส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันดิบโลกเนื่องจาก ประการแรกยุโรปกำลังประสบปัญหาการขาดแคลนพลังงานอย่างหนัก จึงไม่น่าเลือกใช้มาตรการคว่ำบาตรการส่งออกพลังงานเพื่อตอบโต้รัสเซีย ซึ่งมาตรการดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจยุโรปเองเป็นอย่างมาก

และประการที่สอง มาตรการคว่ำบาตรสินค้าพลังงานที่ผ่านมาคาดว่าส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมันดิบของรัสเซีย โดยในปี 2014 สหรัฐฯ และยุโรป ทำการคว่ำบาตรบริษัทพลังงานของรัสเซีย เพื่อตอบโต้การบุกเข้ายึดครอง Crimea แต่มาตรการดังกล่าวส่งผลให้การผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียลดลงแค่เล็กน้อยและเพียงระยะสั้นในเดือนแรกเท่านั้น และการผลิตน้ำมันได้ฟื้นตัวกลับมามากกว่าระดับก่อนการคว่ำบาตรภายในเวลาเดือนเดียวหลังจากนั้น เนื่องจากรัสเซียสามารถส่งน้ำมันดิบไปขายในตลาดอื่นๆ ได้

แผนภาพที่ 25: การคว่ำบาตรบริษัทพลังงานของรัสเซียเพื่อตอบโต้การบุกเข้ายึดครอง Crimea ในปี 2014 ส่งผลให้การผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียลดลงแค่เล็กน้อยและเพียงระยะสั้นเท่านั้น



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

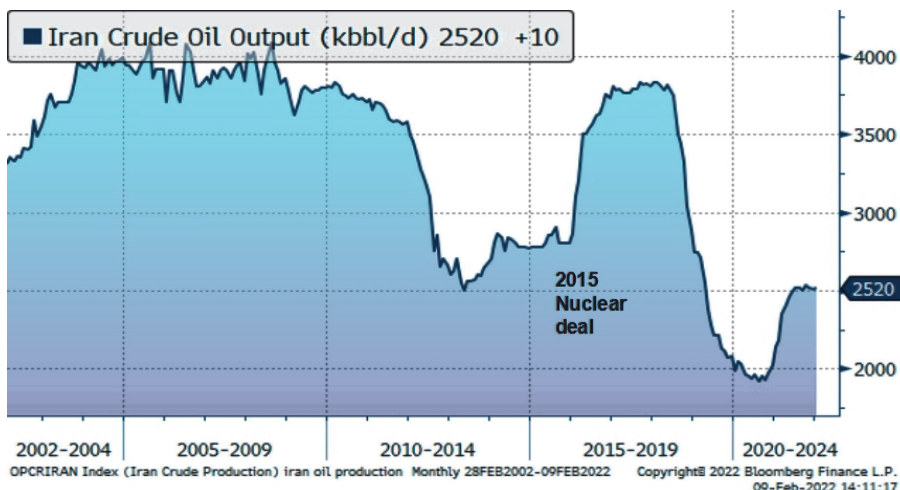
ราคาน้ำมันดิบมีความเสี่ยงปรับฐานแรงหากสหรัฐฯ ยกเลิกคว่ำบาตรอิหร่าน

การเจรจาข้อตกลงนิวเคลียร์ระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน มีความคืบหน้ามากขึ้นหลังจากสหรัฐฯ เริ่มผ่อนคลายนโยบายการคว่ำบาตรบางส่วน ซึ่งทำให้ความเป็นไปได้ที่การเจรจาจะได้ออกสรุปลงในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้าเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ประธานาธิบดี Joe Biden ของสหรัฐฯ ยังมีแรงจูงใจที่จะเจรจาให้สำเร็จมากขึ้น เพื่อ

ลดราคาพลังงานและแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ ซึ่งเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ความนิยมของประธานาธิบดี รวมถึงพรรค Democrat ลดลง

หากการเจรจาประสบผลสำเร็จ เราคาดว่าอิหร่านจะสามารถเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันได้อย่างน้อย 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งอาจทำให้ราคาน้ำมันดิบ WTI กลับมาเทรดอยู่ในช่วง 85-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 26: เราคาดว่าอิหร่านจะสามารถเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันได้อย่างน้อย 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งอาจทำให้ราคาน้ำมันดิบ WTI กลับมาเทรดอยู่ในช่วง 85-90 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงในไตรมาส 1/2022 ท่ามกลางการระบาดของ Omicron ที่รุนแรงในช่วงต้นปี และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่อง ขณะที่แรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐไม่มีเพิ่มเติม และปัญหา Supply disruption ยังไม่คลี่คลาย ด้านนโยบายการเงิน Fed ส่งสัญญาณถอนนโยบายการเงินผ่อนคลายเร็วกว่าที่เคยคาดไว้เดิม โดยการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกค่อนข้างชัดเจนว่าจะเกิดขึ้นในเดือน มี.ค. หลัง QE Taper สิ้นสุด ขณะที่การเริ่มต้นลดขนาดงบดุลหรือ QT จะเกิดขึ้นหลังปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกไม่นาน โดยเรามอง Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 4 ครั้ง (100bps) ในปีนี้ แต่มีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้นมากกว่านั้นหากเงินเฟ้อไตรมาสสองไม่ส่งสัญญาณชะลอตามที่เราคาด
- เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มฟื้นตัวดีในไตรมาส 1/2022 หลังสถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย โดยประเทศส่วนใหญ่ได้ยกเลิกการใช้มาตรการคุมเข้มแล้ว ขณะที่การใช้ Vaccine passport ได้ช่วยหนุนการเดินทางระหว่างกันในกลุ่ม อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังรายล้อมไปด้วยปัจจัยเสี่ยง โดยเฉพาะประเด็นขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่จะหนุนให้ราคาพลังงานในยุโรปยังอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้เงินเฟ้อมีแนวโน้มขยายตัวสูงเป็นระยะเวลานาน และ ECB อาจต้องถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินเร็วกว่าที่เคยคาดไว้เดิม โดยต้องติดตามการประชุม ECB วันที่ 10 มี.ค. ที่จะมีการเปิดเผยประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อใหม่ ซึ่งหากเงินเฟ้อถูกปรับขึ้นมาก ECB ก็อาจส่งสัญญาณยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์เร็วขึ้น รวมทั้งเปิดทางให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เคยคาดไว้เดิม
- เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่องจากมาตรการ Zero-COVID ที่ทำให้มีการ Lockdown เป็นระยะๆ และสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงอ่อนแอ ท่ามกลางความท้าทายต่างๆ ประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ทำให้คาดจะมีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมได้อีก เช่น การลด RRR อีก 50bps และการลดดอกเบี้ยลงอีก 10bps ในช่วงครึ่งแรกของปี ทั้งนี้ เป้าหมายทางเศรษฐกิจและทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของปีนี้จะมีความชัดเจนมากขึ้นในการประชุม NPC ที่จะจัดขึ้นในวันที่ 5 มี.ค. ซึ่งคาดว่าจะมีการตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าปีก่อน (ต่ำกว่า 6%)
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังเผชิญปัญหา COVID-19 ที่จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่เพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุด ส่งผลให้มีการประกาศสถานการณ์กึ่งฉุกเฉินอีกครั้งตั้งแต่ช่วงกลางเดือน ม.ค. กีดกันให้กิจกรรมเศรษฐกิจลดลงอย่างมาก ขณะที่มาตรการกระตุ้นการบริโภคอย่าง Go to Travel/Eat ที่เคยถูกคาดว่าจะนำกลับมาดำเนินการได้ในไตรมาสแรก ได้ถูกชะลอออกไป ดังนั้น คาดจะเห็นตัวเลข GDP ถูกปรับลดลง โดยล่าสุด Bloomberg consensus คาด GDP ญี่ปุ่นไตรมาส 1/2022 จะเติบโต 4.0% QoQ, saar (vs. 4.5% ที่คาดการณ์ในเดือน ธ.ค.) ด้านเงินเฟ้อ ตลาดยังคงคาดว่าจะไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นแรง โดยคาดว่าจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 2 แต่การขึ้นไปถึงระดับเป้าหมายที่ 2% ของ BoJ นั้นเป็นไปได้ยาก สะท้อนผ่านค่าแรงที่ยังคงหดตัวทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อฝั่งอุปสงค์ยังคงอยู่ในระดับต่ำ
- เศรษฐกิจไทย 4Q21 ขยายตัวดีกว่าที่ตลาดคาด จากแรงหนุนการใช้จ่ายภาครัฐและการส่งออกสุทธิที่ออกมาดีในระยะถัดไป เศรษฐกิจโดยรวมมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง หลังการแพร่ระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Omicron ส่งผลจำกัดต่อเศรษฐกิจไทย โดยมาตรการ Lockdown ไม่ได้มีความเข้มงวดมากนัก ประกอบกับแนวโน้มการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่ได้รับแรงหนุนจากการกลับมาใช้มาตรการ Test & Go รวมทั้งมีแรงส่งเพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐ ขณะที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นโดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี แต่คาดจะชะลอลงในครึ่งปีหลัง ส่งผลให้ตัวเลขเฉลี่ยทั้งปีจะยังอยู่ในกรอบเป้าหมายของ ธปท. ด้านค่าเงินบาท ได้รับแรงหนุนจากสถานการณ์การแพร่ระบาดในประเทศที่ไม่รุนแรง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดกว่าที่เคยคาดของ Fed ซึ่งกระทบแนวโน้มเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงในไตรมาส 1/2022 ท่ามกลางการระบาดของ Omicron ที่รุนแรงในช่วงต้นปี และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่อง กดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค ขณะที่แรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐไม่มีเข้ามาเพิ่มเติม และปัญหา Supply disruption ยังไม่คลี่คลาย โดย Bloomberg consensus คาด GDP จะชะลอลงเป็น 1.6% QoQ, saar จาก 6.9% ไตรมาส 4/2021

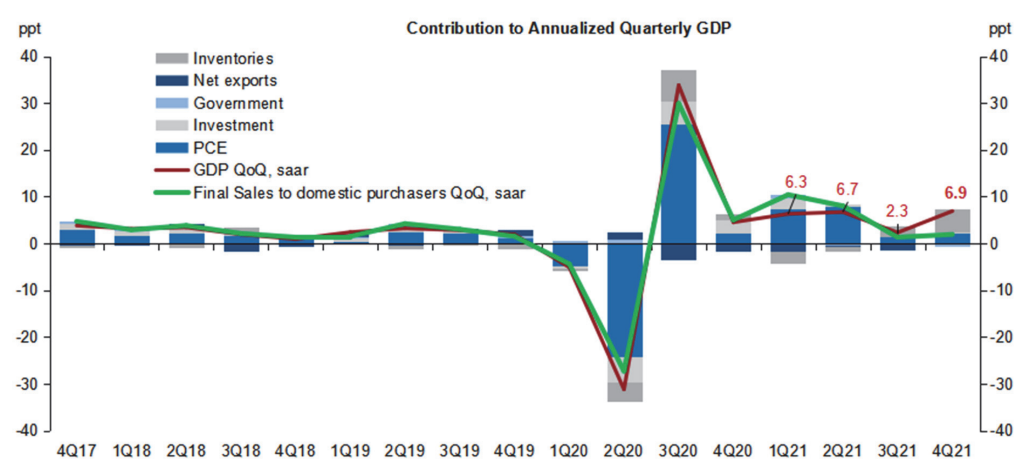
ด้านนโยบายการเงิน Fed ส่งสัญญาณก่อนนโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นเร็วกว่าที่เคยคาดไว้เดิม โดยการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกก่อนช่วงที่คาดการณ์ว่าจะเกิดขึ้นในการประชุมเดือน มี.ค. หลัง QE Taper สิ้นสุด ขณะที่การเริ่มต้นลดขนาดงบดุลหรือ QT จะเกิดขึ้นหลังปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกไม่นาน ซึ่งตลาดคาดว่าจะเริ่มในช่วงกลางปีที่อัตราเดือนละ 5 หมื่นถึง 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนจำนวนครั้งในการปรับขึ้นดอกเบี้ย ตลาดมีการปรับแนวโน้มดอกเบี้ยอย่างมากหลังตัวเลขการจ้างงานและเงินเฟ้อเดือน ม.ค. ออกมาสูงกว่าคาด โดยตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) คาด Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 150bps ในปีนี้ ขณะที่เรามอง Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 4 ครั้ง (100bps) แต่มีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้นมากกว่านั้นหากเงินเฟ้อไตรมาสสองไม่ส่งสัญญาณชะลอลงตามที่คาด

GDP ไตรมาส 4/2021 ขยายตัว 6.9% QoQ, saar สูงกว่าที่ตลาดคาด แต่เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณสินค้าคงคลังเป็นหลัก ขณะที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลงในไตรมาส 1/2022

เศรษฐกิจไตรมาส 4/2021 ขยายตัว 6.9% QoQ, saar สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.5% เร่งตัวขึ้นจาก 2.3% ในไตรมาสก่อน อย่างไรก็ตาม อย่งไรก็ดี รายละเอียดระบุปริมาณสินค้าคงคลัง (Inventories) เป็นปัจจัยหนุนหลักของตัวเลขเศรษฐกิจในไตรมาสนี้ที่ 4.9ppt ซึ่งหากไม่นับรวม หรือพิจารณาเฉพาะอุปสงค์ในประเทศ (Final Sales to Domestic Purchasers) GDP จะขยายตัวเพียง 1.9% (vs. 1.3% ไตรมาสก่อน)

การใช้จ่ายของผู้บริโภคขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.3% QoQ, saar (vs. 2.0% ในไตรมาสก่อน) ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 3.4% ส่วนการลงทุนภาคเอกชนพลิกกลับมาขยายตัว 1.3% (vs. -0.9% ในไตรมาสก่อน) จากการลงทุนภาคธุรกิจหรือ CAPEX (2.0% vs. 1.7% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังหดตัว (-0.8% vs. -7.7% ไตรมาสก่อน) ด้านการใช้จ่ายภาครัฐพลิกกลับมาหดตัว -2.9% (vs. 0.9% ไตรมาสก่อน) ส่วนกิจกรรมภาคต่างประเทศ ส่งออกพลิกกลับมาขยายตัวสูง 24.5% (vs. -5.3% ไตรมาสก่อน) ขณะที่นำเข้าเร่งตัวขึ้นเป็น 17.7% (vs. 4.7% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้ยอดส่งออกสุทธิไม่เปลี่ยนแปลงจากไตรมาสก่อน (0.0ppt)

แผนภาพที่ 27: GDP ไตรมาส 4 เร่งตัวขึ้นเป็น 6.9% QoQ, saar แต่โดยหลักเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณสินค้าคงคลัง (แท่งสีเทา) ซึ่งหากไม่นับรวม GDP จะขยายตัวเพียง 1.9% (เส้นสีเขียว)

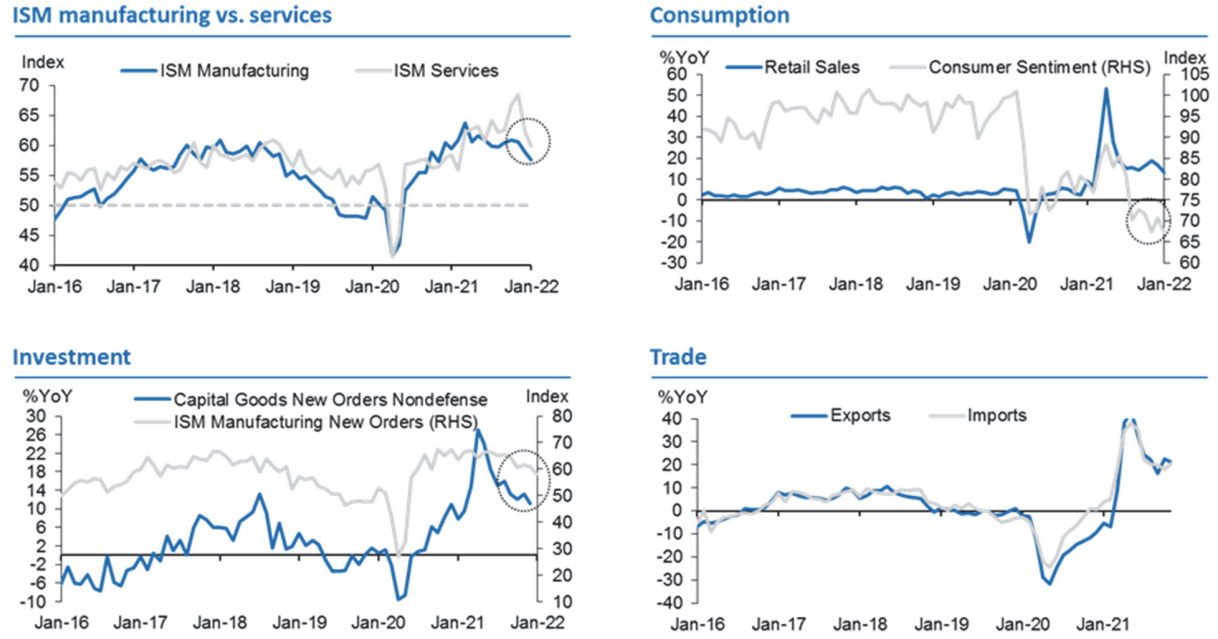


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สำหรับเศรษฐกิจไตรมาส 1/2022 มีแนวโน้มชะลอลง โดย Bloomberg Consensus คาดจะขยายตัวเพียง 1.6% QoQ, saar จากการระบาดของ Omicron ในช่วงต้นปี และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงต่อเนื่อง กดดันกำลังซื้อของผู้บริโภค ขณะที่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐไม่มีเข้ามาเพิ่มเติม นอกจากนี้ การระบาดของ

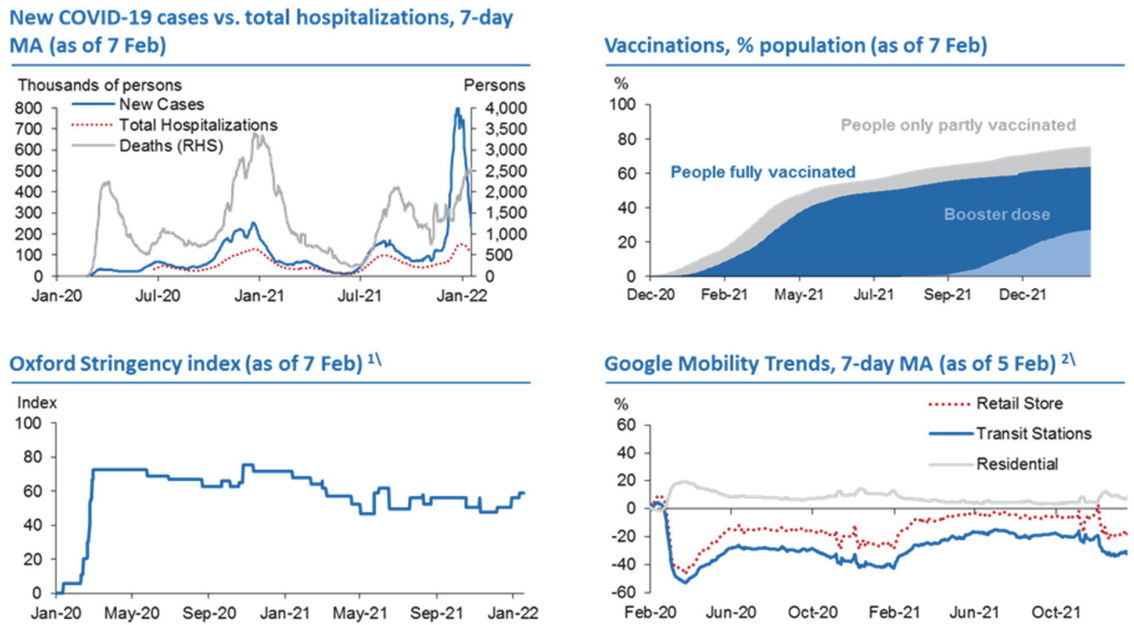
Omicron ทั่วโลก โดยเฉพาะในแถบเอเชียอย่างจีน อาจส่งผลให้ปัญหา Supply disruption ยังคงอยู่ รวมถึงประเด็นความตึงเครียดระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่จะหนุนให้ราคาลงงานยังคงอยู่ในระดับสูง เป็นความเสี่ยงด้านสูงต่อเงินเฟ้อ

แผนภาพที่ 28: กิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณแผ่วลงเข้าสู่ปี 2022 ท่ามกลางการระบาดของ Omicron และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูง



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

แผนภาพที่ 29: สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 เริ่มคลี่คลายในเดือน ก.พ. โดยจำนวนผู้ติดเชื้อปรับใหม่ปรับลดลงอย่างมาก ขณะที่การฉีดวัคซีนเข็ม 3 หรือ Booster dose เร่งตัวขึ้น



Note: 1\ Records the strictness of 'lockdown style' policies that restrict people's behavior, such as school closures and restrictions on movement. 2\ Baseline Day is the median value from the 5-week period: Jan 3 - Feb 6, 2020. Retail stores include restaurants, cafes, shopping centers, theme parks, museums, libraries, and movie theaters.

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

Fed ส่งสัญญาณถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินเร็วกว่าที่คาดไว้เดิม ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังพุ่งขึ้นสูงและตลาดแรงงานที่ตึงตัว

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งสัญญาณการใช้นโยบายการเงินที่จะเข้มงวดขึ้นชัดเจนในการประชุมวันที่ 25-26 ม.ค. ซึ่งเปลี่ยนไปจากเมื่อเดือน ธ.ค. 2021 อย่างมาก ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณขยายตัวดีต่อเนื่อง ตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ขณะที่เงินเฟ้อขยายตัวเหนือระดับเป้าหมาย 2% โดยการส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายการเงินที่สำคัญมีดังนี้



- **การลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper)** ระบุชัดว่าจะสิ้นสุด 'ต้นเดือน มี.ค.' ซึ่งเป็นไปตามคาดการณ์ของตลาดในวงกว้าง
- **การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก (Lift-off)** ไม่ได้ระบุชัดว่าจะเกิดขึ้นเมื่อไหร่ โดยระบุเพียงว่าการปรับขึ้นในระยะใกล้

อาจมีความเหมาะสม ซึ่งอาจสะท้อนได้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกน่าจะเกิดขึ้นในการประชุมกลางเดือน มี.ค. (วันที่ 15-16) อย่างที่ตลาดส่วนใหญ่คาดการณ์กันไว้

- **การปรับลดขนาดงบดุล (QT)** ได้เริ่มมีการพิจารณาอย่างเป็นทางการในที่ประชุมและมีการเปิดเผยรายละเอียดเบื้องต้น โดยระบุว่า จะทำการยุติการเข้าซื้อตราสารหนี้ที่ครบกำหนดอายุ แต่ยังไม่ได้มีรายละเอียดชัดเจนว่าจะเริ่มต้นลดเมื่อไหร่และในอัตราที่น้อยขนาดไหน โดยระบุเพียงว่าจะเริ่มต้นกระบวนการดังกล่าวหลังปรับขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว และจะลดลงในอัตราที่มีนัยยะ ซึ่งอาจตีความได้ว่าอัตราการลดจะต้องมากกว่าที่เคยทำในอดีต (Fed เริ่มต้นลดในอัตราเดือนละ 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ต.ค. 2017 สำหรับการทำ QT ครั้งก่อน)

แผนภาพที่ 30: Fed ส่งสัญญาณถอนนโยบายผ่อนคลายการเงินเร็วขึ้นในการประชุมวันที่ 25-26 ม.ค. ขณะที่นักเศรษฐศาสตร์มอง Fed จะขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน มี.ค. และจะปรับขึ้น 6-7 ครั้งในปีนี้ ส่วน QT คาดจะเริ่มในช่วงกลางปีในอัตราเดือนละ 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ถึง 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

Fed's policy outlook

Policies		Jefferies	 Deutsche Bank	Goldman Sachs	Bloomberg consensus ^{1\}
		(As of 26 Jan)	(As of 10 Feb)	(As of 10 Feb)	(As of 14-19 Jan)
QE	To end in 'early March'	End in March	End in March	End in March	End in March
Policy rate	<ul style="list-style-type: none"> • Expects it will soon be appropriate to raise the federal funds rate • Recent dot plot (Dec'21 meeting) projects 3 rate hikes in 2022 	<ul style="list-style-type: none"> • 4 rate hikes (first hike in Mar; up to 7 hikes is possible) 	<ul style="list-style-type: none"> • 6 rate hikes (50bps hike in Mar followed by 25bps hike in May, Jun, Jul Sep, Dec) 	<ul style="list-style-type: none"> • 7 rate hikes (Mar, May, Jun, Jul, Sep, Nov, Dec) 	<ul style="list-style-type: none"> • 3 rate hikes (Mar, Jun, Sep)
QT	<ul style="list-style-type: none"> • Will commence after the process of increasing the target range of the fed funds rate has begun • Reduction will mainly come from not reinvesting in maturing bonds rather than selling its holdings outright • Fed's Powell: we will reduce balance sheet sooner and faster than last time (11 Jan) • <i>Previous cycle (2017-19), the Fed waited almost 2 years after 1st rate hike before starting QT with the cap initially set at \$10bn/mo</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Starts in Jun • Cap set at \$100bn/mo • B/S to be reduced by \$1,100bn during the first 12 months 	<ul style="list-style-type: none"> • Starts in Jul • Cap set at \$35bn/mo up to \$105bn/mo • B/S to be reduced by \$560bn in 2022 and by another \$1,000bn in 2023 	<ul style="list-style-type: none"> • Starts in Jun • Cap set at \$100bn/mo • B/S to be reduced by \$2.2-2.7trn over 2-2.5 years • B/S to approach \$6,600bn in 3Q24 & \$6,100bn in 1Q25 	<ul style="list-style-type: none"> • Starts in Q3 • Cap set at 40-60bn/mo • B/S to approach 8,500bn at end-2022, 7,600bn at end-2023 & 6,800bn at end-2024

Note: 1\ Survey of economists. ที่มา: Bloomberg, Jefferies, Deutsche Bank, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ต่อความรวดเร็วในการลดนโยบายการเงินผ่อนคลายของ Fed ได้เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมอย่างมาก โดยเฉพาะหลังตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญของเดือน ม.ค. ที่ Fed ใช้ในการประเมินทิศทางนโยบายการเงินได้ออกมาสูงกว่าที่คาด อาทิ การจ้างงานนอกภาคเกษตร (เพิ่มขึ้น 4.67 แสนตำแหน่ง สูงกว่าคาดที่ 1.25 แสนตำแหน่ง) และเงินเฟ้อ (เงินเฟ้อ CPI เร่งตัวขึ้นเป็น 7.5% YoY สูงกว่าคาดที่ 7.3%) นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยเพิ่มเติมจากถ้อยแถลงของนาย James Bullard ประธาน

Fed สาขา St. Louis ที่สนับสนุนการปรับขึ้นดอกเบี้ย 100bps ภายในเดือน มิ.ย. ซึ่งเท่ากับว่าจะต้องมีการปรับขึ้นถึง 50bps หนึ่งครั้ง ในการประชุมเดือน มี.ค., พ.ค. หรือ มิ.ย.

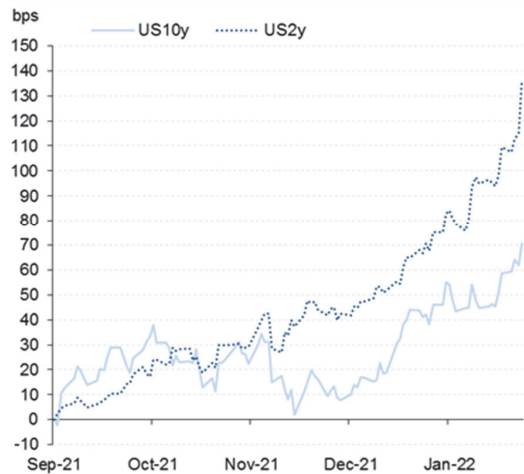
ปัจจุบันนักเศรษฐศาสตร์ของสถาบันการเงินสำคัญในโลก อาทิ Deutsche Bank และ Goldman Sachs คาด Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ย 6-7 ครั้ง สู่ระดับ 1.75% ในปีนี้ (Deutsche Bank คาด Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 50bps ในการประชุมเดือน มี.ค.) ขณะที่ Jefferies ซึ่งเป็นพาร์ทเนอร์ของเรา ยังคงมุมมองเดิมว่าดอกเบี้ย

จะปรับขึ้น 4 ครั้ง (รวม 100bps) แต่ก็ระบุว่ามีความเป็นไปได้ที่จะปรับขึ้นถึง 7 ครั้ง ในกรณีที่เงินเฟ้อในไตรมาสสองไม่ชะลอลงอย่างที่ประเมิน ขณะตลาด (สะท้อนผ่าน Fed Funds Futures) ประเมินว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 150bps ในปีนี้ โดยมองว่าจะปรับขึ้นถึง 100bps ภายในเดือน มิ.ย.

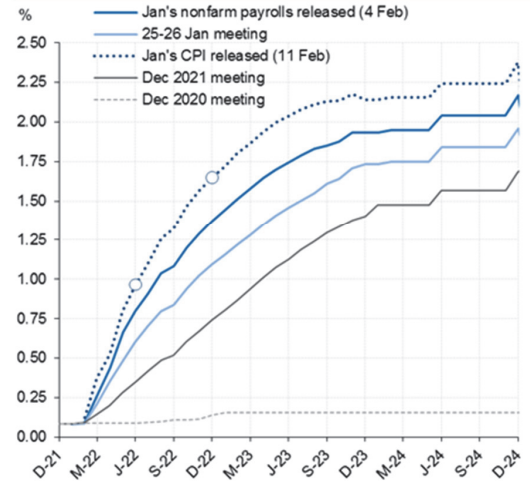
เรามองว่า Fed น่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ย 'อย่างน้อย' 4 ครั้ง ในปีนี้ (รวม 100bps) โดยปรับขึ้นครั้งแรกในการประชุมวันที่ 15-16 มี.ค. อย่างไรก็ตาม หักเงินเฟ้อยังไม่ทำที่ผ่อนคลายลงในช่วงครึ่งหลังของปี การปรับขึ้นดอกเบี้ยเกินกว่า 4 ครั้ง ยังมีความเป็นไปได้สูง

แผนภาพที่ 31: ตลาด Price-in เรื่องการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว สะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 2 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า 140bps นับตั้งแต่การประชุม Fed เดือน ก.ย. ที่ Fed มีท่าที Hawkish ขึ้น ขณะที่ Fed funds futures (กราฟขวามือ) ประเมิน Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 150bps ในปีนี้

Cumulative changes in yield since Sep'21 meeting ^{1\}



Fed Fund Futures



Note: 1\ We choose the Fed Sep'21 meeting as our starting point because it marked the first indication of interest rate hike in 2022. The dot plot at the meeting indicated a split view on whether to increase policy rate in 2022 (9 of 18 members anticipated rate hike). Data as of 11 Feb.

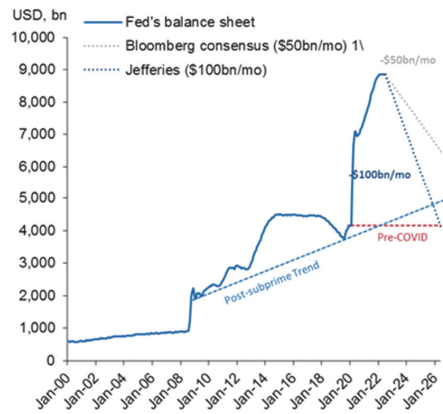
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านการลดขนาดงบดุลหรือ QT นักเศรษฐศาสตร์คาด Fed จะเริ่มต้นกระบวนการดังกล่าวในกลางปีนี้ และประเมินว่าจะลดในอัตราเดือนละ 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ถึง 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยหาก Fed ลดในอัตราเดือนละ 1 แสนล้านดอลลาร์

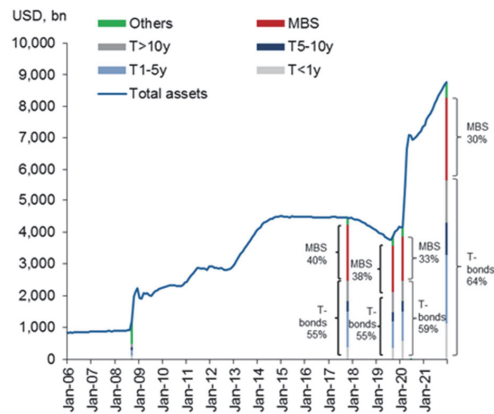
สหรัฐฯ ต่อเดือน จะต้องใช้เวลา 3-4 ปี ก่อนที่งบดุลจะลดลงเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19 (4.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ดังนั้น งบดุลก็ยังคงอยู่ในระดับสูงมาก แม้ Fed จะได้เริ่มกระบวนการ QT แล้ว

แผนภาพที่ 32: หาก Fed ลดขนาดงบดุลลงเดือนละ 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ก็จะต้องใช้เวลา 3-4 ปี ก่อนที่งบดุลจะลดลงเข้าสู่ระดับก่อน COVID-19

Fed balance sheet reduction assumptions



Composition of Fed balance sheet ²⁾



Note: 1) Bloomberg survey conducted 14-19 Jan: economists expect the Fed to start the cap size at USD40-59.99bn/month, averaging \$50bn. 2) Data as of Dec 2021. Fed is seen to start the run-off process with short-dated bonds.

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

การจ้างงานเพิ่มขึ้นมากกว่าคาดในเดือน ม.ค. ขณะที่แรงกดดันค่าจ้างยังมีอยู่สูง ท่ามกลางปัญหาขาดแคลนแรงงานที่ยังคงอยู่

ตลาดแรงงานฟื้นตัวดีต่อเนื่องในเดือน ม.ค. แม้จะมีการระบาดของ Omicron โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เพิ่มขึ้น 4.67 แสนตำแหน่ง สูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ 1.25 แสนตำแหน่ง ขณะที่ตัวเลขสองเดือนก่อนหน้าถูก Revised ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมากรวมกัน +7.09 แสนตำแหน่ง โดยการจ้างงานเพิ่มขึ้นในเกือบทุกหมวดหลักนำโดยการโรงแรมและพักผ่อน (+1.51 แสนตำแหน่ง), บริการทางธุรกิจ (+8.6 หมื่นตำแหน่ง), ค้าปลีก (+6.1 หมื่นตำแหน่ง), บริการขนส่งและคลังสินค้า (5.42 หมื่นตำแหน่ง), บริการอื่นๆ (+1.5 หมื่นตำแหน่ง) และการศึกษา (+4.1 หมื่นตำแหน่ง)

ส่วนอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 4.0% สูงกว่าที่ตลาดคาดและเดือนก่อนที่ 3.9% แต่โดยหลักเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของอัตราการมีส่วนร่วมของกำลัง

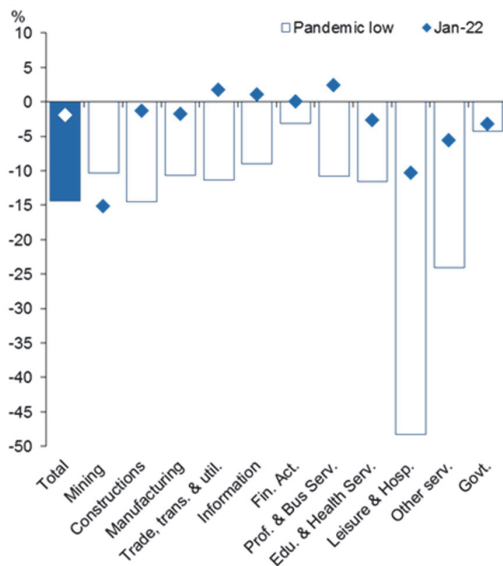
แรงงานที่เพิ่มขึ้นเป็น 62.2% สูงกว่าที่ตลาดคาดและเดือนก่อนที่ 61.9% โดยมีแรงงานกลับเข้าตลาดแรงงาน 1.39 ล้านราย อย่างไรก็ตาม ยังต่ำกว่าระดับก่อน COVID-19 ที่ 63.1%

ด้านอัตราค่าจ้างแรงงาน (Average Hourly Earnings) เพิ่มขึ้น 0.7% MoM มากสุดในรอบ 13 เดือน และสูงกว่าเดือนก่อนและที่ตลาดคาดที่ 0.5% ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราค่าจ้างขยายตัว 5.7% YoY (vs. 4.9% เดือนก่อน) สูงกว่าตลาดคาดที่ 5.2% สะท้อนภาพตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวอย่างมากท่ามกลางอุปสงค์แรงงานที่อยู่ในระดับสูง ขณะที่อุปทานแรงงานฟื้นตัวตามไม่ทัน โดยส่วนต่างระหว่างตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job Openings) กับตำแหน่งงานจ้าง (Job Hires) อยู่ในระดับสูงสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 4.66 ล้านตำแหน่ง

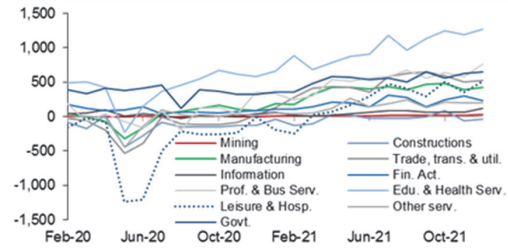
โดยการจ้างงานที่ยังเพิ่มขึ้นแข็งแกร่ง ประกอบกับแรงกดดันค่าจ้างที่ยังมีอยู่สูงนับเป็นปัจจัยสำคัญกดดันให้ Fed ต้องถอนนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอย่างรวดเร็วตามที่ได้ส่งสัญญาณอย่างชัดเจนในการประชุมวันที่ 25-26 ม.ค.

แผนภาพที่ 33: การจ้างงานนอกภาคเกษตรฟื้นขึ้นต่อเนื่อง แต่ยังคงต่ำกว่าระดับก่อน COVID-19 อยู่ 2.9 ล้านตำแหน่ง ขณะที่ปัญหาขาดแคลนแรงงานหุนค่าจ้างให้ปรับเพิ่มขึ้นสูง

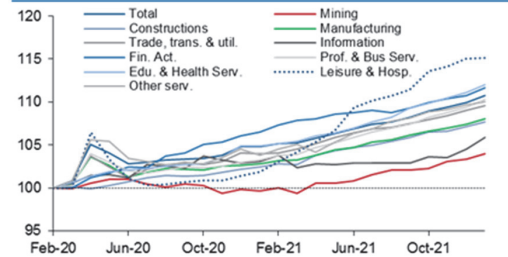
Nonfarm payrolls: % change relative to Feb 2020 ^{1\}



JOLTS: Openings minus hires (in thousands of persons)



Average Hourly Earnings (Index: Feb 2020 = 100)



Note: 1\ We use April 2020 as the Pandemic low period.

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

เงินเพื่อยังคงขยายตัวสูงกว่าคาดในเดือน ม.ค. และครอบคลุมหลายหมวดสินค้า

อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เพิ่มขึ้น 0.6% MoM เท่ากับเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยที่ 0.5% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานขยายตัว 6.0% YoY สูงสุดนับตั้งแต่ปี 1984 เร่งตัวขึ้นจาก 5.5% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยที่ 5.9%

โดยราคาในหมวดที่พักอาศัย (Shelter) ซึ่งคิดเป็นราว 1 ใน 3 ของน้ำหนักในตระกร้าเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น 0.3% MoM จากการเพิ่มขึ้นของค่าเช่า (Rent of primary residence) ที่เพิ่มขึ้นมากที่สุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2001 (0.5%) ขณะที่ราคาโรงแรมที่พักลดลงแรง -3.9% ส่วนหนึ่งจากผลกระทบของการระบาดของ Omicron นอกจากนี้ ราคาในหมวดบริการส่วนใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้น อาทิ บริการดูแลสุขภาพส่วนบุคคล (1.2% MoM), สันทนาการ (0.8%), บริการทางการแพทย์ (0.6%) และบริการขนส่งสินค้า (1.0%) รวมถึงราคาเสื้อผ้าที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 4 เดือน (1.1%)

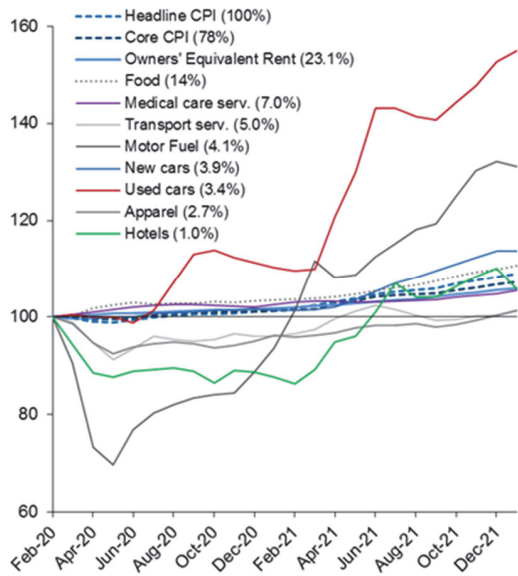
ขณะที่ราคาที่เกี่ยวข้องกับรถยนต์โดยรวมชะลอลง ทั้งราคารถยนต์มือสอง (1.5% MoM vs. 3.3% เดือนก่อน), ราคารถยนต์ใหม่ (0.01% vs. 1.8% เดือนก่อน) และราคาอะไหล่ (1.7%) ซึ่งอาจสะท้อนภาวะขาดแคลน Electronic chips ที่เริ่มคลี่คลาย รวมถึงอุปสงค์ที่เริ่มชะลอ

ส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เพิ่มขึ้น 0.6% MoM เท่ากับเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน อัตราเงินเฟ้อทั่วไปขยายตัว 7.5% YoY สูงสุดนับตั้งแต่ปี 1982 เร่งตัวขึ้นจาก 7.0% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยที่ 7.3% โดยราคาอาหารเร่งตัวขึ้น (0.9% MoM vs. 0.5% เดือนก่อน) ขณะที่ราคาพลังงานเพิ่มขึ้น 0.9% เท่ากับเดือนก่อน

เงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้าจากปัจจัยฐานที่จะสูงขึ้นนับตั้งแต่เดือน เม.ย.-พ.ค. ประกอบกับอุปสงค์สินค้าที่เริ่มแผ่วลง และปัญหา Supply disruption ที่น่าจะทยอยคลี่คลายโดยตลาด (Bloomberg consensus) คาดเงินเฟ้อจะชะลอลงในไตรมาส 2 แต่จะยังอยู่เหนือเป้าหมาย 2% ของ Fed

แผนภาพที่ 34: ปัญหา Supply disruption และการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานนับเป็นปัจจัยสำคัญหนุนเงินเฟ้อให้ขยายตัวสูงในช่วงที่ผ่านมา โดยตลาดคาดเงินเฟ้อจะชะลอลงในระยะข้างหน้า แต่จะยังอยู่เหนือเป้าหมาย 2% ของ Fed

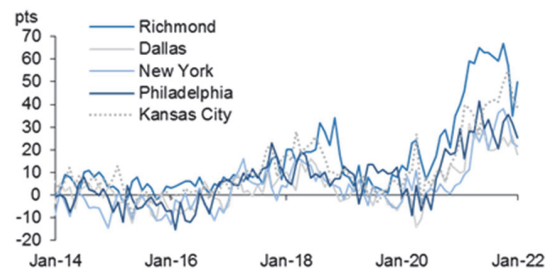
CPI by key components (index: Feb 2020 = 100)^{2\1}



Inflation with consensus estimates



Supply delivery time: Regional Fed manufacturing survey



Note: 1\ Bloomberg consensus as of 9 Feb. 2\ % in () refers to weight in the consumer basket in Nov 2021.

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

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยเป็น 0.4% ไตรมาส 1/2022 จาก 0.3% ไตรมาส 4/2021 หลังสถานการณ์ COVID-19 เริ่มคลี่คลาย โดยประเทศส่วนใหญ่ได้ยกเลิกการใช้มาตรการคุมเข้มแล้ว ขณะที่การใช้ Vaccine passport ได้ช่วยหนุนการเดินทางระหว่างกันในกลุ่ม อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังรัยล้อมไปด้วยปัจจัยเสี่ยง โดยเฉพาะประเด็นขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน ที่กระทบให้ราคาพลังงานในยุโรปยังอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้เงินเฟ้อมีแนวโน้มขยายตัวสูงเป็นระยะเวลานานกว่าที่ประเมินกันไว้ และส่งผลให้ ECB อาจต้องถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้เดิม

ติดตามการประชุม ECB วันที่ 10 มี.ค. ที่จะมีการเปิดเผยประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อใหม่ ซึ่งหากประมาณการเงินเฟ้อถูกปรับขึ้นมาก ECB ก็อาจส่งสัญญาณยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์เร็วขึ้น (ปัจจุบัน ECB ระบุเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน APP ต่อเนื่องตามความจำเป็น และยุติก่อนขึ้นดอกเบี้ยเล็กน้อย) รวมทั้งเปิดทางให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เคยคาดไว้เดิม โดยนักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์เข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) อาจยุติลงกลางปีนี้ ขณะที่อัตราดอกเบี้ย Deposit rate อาจถูกปรับขึ้น 25-50bps เร็วสุดในช่วงปลายไตรมาส 3

GDP ไตรมาส 4/2021 ชะลอลดตัวลงมากเป็น 0.3% QoQ ท่ามกลางการระบาดของ Omicron และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงกดดันกำลังซื้อ โดยเศรษฐกิจคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 1/2022

เศรษฐกิจไตรมาส 4/2021 ขยายตัว 0.3% QoQ ชะลอลงจาก 2.3% ในไตรมาสก่อน และต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อยที่ 0.4% ท่ามกลางการระบาดของ COVID-19 รอบใหม่ที่นำไปสู่การบังคับใช้มาตรการเข้มงวด ประกอบกับปัญหา Supply disruption ที่ยังคงอยู่

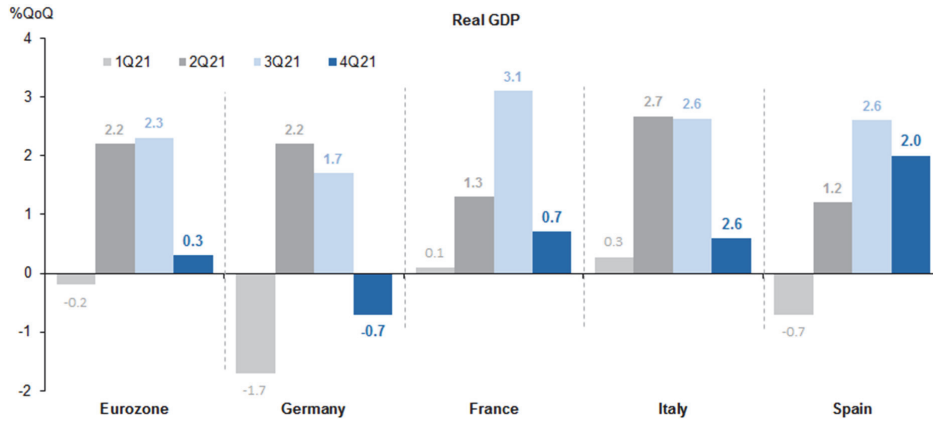
โดย GDP ของประเทศหลักส่วนใหญ่ต่างชะลอลดลง แต่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ นำโดย สเปน, ฝรั่งเศส และอิตาลี ขณะที่เยอรมนีออกมาหดตัวมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์

- **สเปน** GDP ชะลอลดตัวลงเป็น 2.0% QoQ จาก 2.6% ไตรมาสก่อน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 1.4% จากแรงหนุนของการลงทุนภาคเอกชนและการส่งออก โดยสเปนนับเป็นหนึ่งในประเทศยุโรปที่มีอัตราการแจกจ่ายวัคซีนสูง (87% ของประชากร

ได้รับวัคซีนอย่างน้อย 1 โดส vs. 74% ในยุโรป) ทำให้ไม่ได้บังคับใช้มาตรการควบคุม COVID-19 ที่เข้มงวดมากนัก เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในกลุ่ม ส่งผลให้ GDP ไม่ชะลอลงจากไตรมาสก่อนมากนัก

- **ฝรั่งเศส** GDP ชะลอลดตัวลงเป็น 0.7% QoQ จาก 3.1% ไตรมาสก่อน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 0.5% จากแรงหนุนของการใช้จ่ายของผู้บริโภคและการลงทุนที่เร่งตัว
- **อิตาลี** GDP ชะลอลดตัวลงเป็น 0.6% QoQ จาก 2.6% ไตรมาสก่อน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์เล็กน้อยที่ 0.5% จากอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวดี ช่วยชดเชยยอดส่งออกสุทธิที่เป็นปัจจัยฉุด
- **เยอรมนี** GDP หดตัว -0.7%QoQ จากที่ขยายตัว 1.7% ในไตรมาสก่อน และแย่กว่าที่ตลาดคาดว่าจะหดตัวเพียง -0.3% เป็นอย่างมาก ท่ามกลางการระบาดของ COVID-19 รอบใหม่ที่นำไปสู่การบังคับใช้มาตรการคุมเข้ม รวมถึงปัญหา Supply disruption ที่ส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตอย่างมาก โดยเฉพาะอุตสาหกรรมรถยนต์

แผนภาพที่ 35: GDP ไตรมาส 4/2021 ชะลอตัวลงในทุกประเทศหลัก โดยมีเยอรมนีที่เศรษฐกิจหดตัว

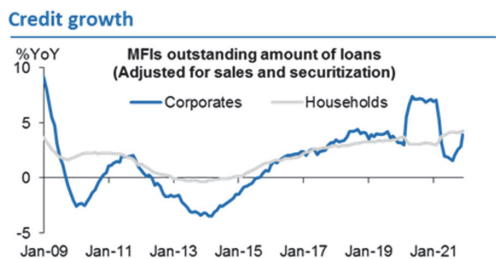
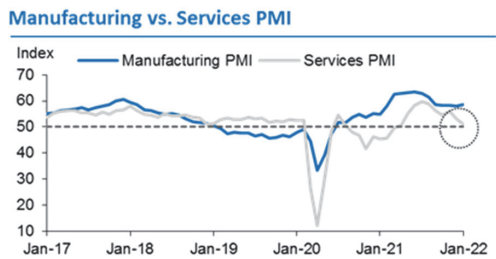


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Bloomberg consensus คาด GDP ไตรมาส 1/2022 จะขยายตัวดีขึ้นเล็กน้อยเป็น 0.4% QoQ จากสถานการณ์ COVID-19 ที่เริ่มคลี่คลาย โดยหลายประเทศในยุโรปโซนได้เลิกบังคับใช้มาตรการคุมเข้มแล้ว ขณะที่การใช้ Vaccine passport ได้ช่วยหนุนการเดินทางระหว่างกันในกลุ่ม

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังเผชิญหลายปัจจัยเสี่ยงนอกเหนือจาก COVID-19 อาทิ ปัญหา Supply disruption ที่ยังไม่คลี่คลาย และการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาพลังงาน โดยเฉพาะราคาก๊าซธรรมชาติ ที่เผชิญความเสี่ยงเพิ่มเติมจากประเด็นขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน ซึ่งจะส่งผลให้เงินเฟ้อขยายตัวสูงเป็นระยะเวลายาว กัดฉุดความสามารถในการใช้จ่ายของผู้บริโภค

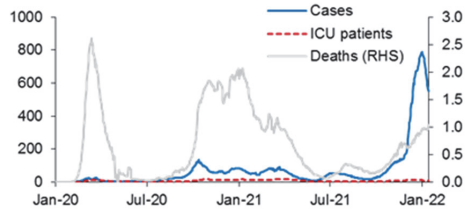
แผนภาพที่ 36: การระบาดของ COVID-19 และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงกดดันภาคบริการและการใช้จ่ายของผู้บริโภค ขณะที่ปัญหา Supply disruption กดดันภาคการผลิต



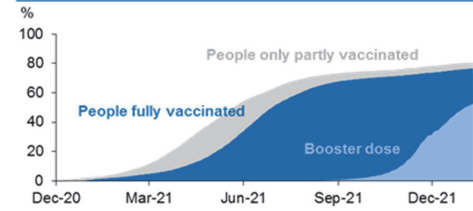
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 37: จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ปรับตัวลดลงหลังเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ ขณะที่อัตราการฉีดวัคซีนเข็ม 3 หรือ Booster dose เร่งตัวขึ้น หนุนให้ประเทศในยุโรปทยอยผ่อนคลายนโยบาย Lockdown

New COVID-19 cases vs. ICU patients, 7-day MA, thousands of persons (as of 6 Feb) ^{1\}



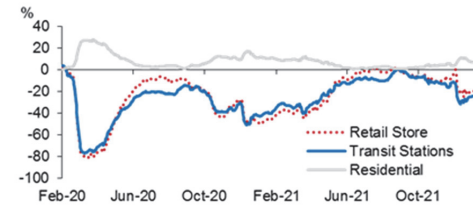
Vaccinations, % population (as of 6 Feb) ^{1\}



Oxford Stringency index (as of 6 Feb) ^{2\}, ^{3\}



Google Mobility Trends, 7-day MA (as of 5 Feb) ^{2\}, ^{4\}



Note: 1\ Sum of Germany, France, Italy and Spain. 2\ Average of Germany, France, Italy and Spain. 3\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement. 4\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 - Feb 6, 2020.

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

เงินเพื่อมีความเสี่ยงไม่ชะลอลงเร็วอย่างที่คาด โดยเฉพาะจากปัจจัยเพิ่มเติมจากประเด็นตึงเครียดระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่จะหนุนให้ราคาพลังงานยังอยู่ในระดับสูง

ยุโรปนับเป็นอีกประเทศหนึ่งที่เผชิญปัญหาเงินเฟ้อขยายตัวในระดับสูง โดยเดือน ม.ค. อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) ขยายตัว 5.1% YoY สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 5.0% ในเดือนก่อนหน้า สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าชะลอตัวลงเป็น 4.4% โดยปัจจัยหลักเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของหมวดพลังงาน (28.6% vs. 25.9% เดือนก่อน) ตามการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

ทั้งนี้ เงินเฟ้อของยุโรปมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงในปีนี้ หลังผลของฐานต่ำและการปรับเปลี่ยนน้ำหนักสินค้าในตะกร้าเงินเฟ้อทยอยหมดไป ประกอบกับแรงกดดันจากปัญหาขาดแคลนพลังงานที่คาดว่าจะทยอยคลี่คลายลงได้ โดยตลาดและ ECB คาดเงินเฟ้อจะเริ่มชะลอตัวลงในช่วงไตรมาส 1-2 ปีนี้ และจะขยายตัวต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของ ECB ที่ 2% ในปี 2023

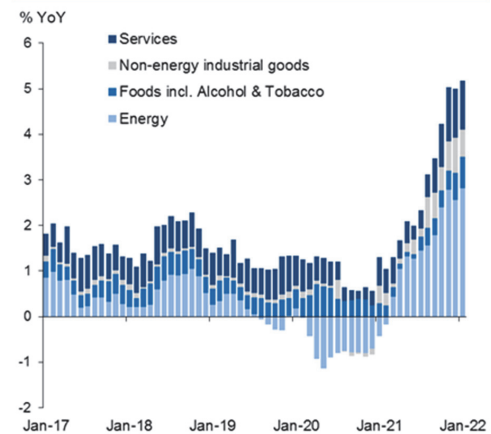
อย่างไรก็ดี เงินเฟ้อมีความเสี่ยงที่จะไม่ชะลอลงเร็วอย่างที่ประเมินกันไว้เป็นวงกว้าง จากราคาพลังงานที่อาจปรับตัวลดลงช้ากว่าที่คาด ท่ามกลางประเด็นขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่เข้ามาเป็นปัจจัยหนุนราคาน้ำมันและก๊าซเพิ่มเติมจากวิกฤตขาดแคลนพลังงานที่ยุโรปกำลังเผชิญอยู่

แผนภาพที่ 38: เงินเฟ้อพุ่งขึ้นสูง 5.1% YoY ในเดือน ม.ค. โดยหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของหมวดพลังงาน (กราฟขวามือ: แท่งสีฟ้าอ่อน)

HICP inflation & core



HICP inflation: contribution by key components



Note: 1\ Bloomberg consensus as of 9 Feb.

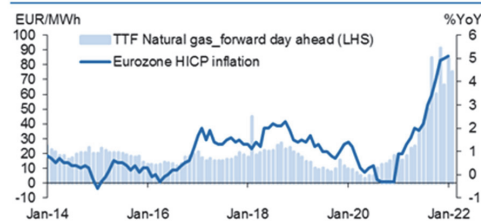
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากพิจารณาพัฒนาการของวิกฤตขาดแคลนพลังงานในยุโรป ก็ยังไม่มีสัญญาณที่ดีขึ้นชัดเจน โดยปริมาณการนำเข้าก๊าซจากรัสเซีย ซึ่งเป็นผู้ส่งออกก๊าซรายใหญ่สุดของยุโรปคิดเป็นสัดส่วนราว 40% ยังคงอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องในปี 2022 ขณะเดียวกันปริมาณก๊าซในคลังของยุโรปก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าปกติอย่างมาก โดยในช่วงที่ผ่านมายุโรปอาจได้รับก๊าซที่ส่งมาจากทางเรือของสหรัฐฯ เข้ามาช่วยหนุนบ้าง (LNG ในกราฟ

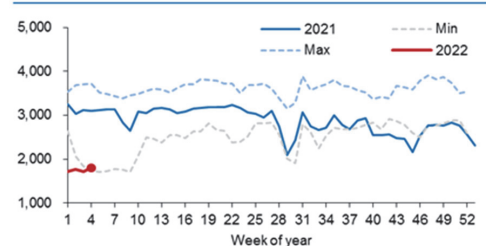
ขวามือด้านล่าง แผนภาพ 39) แต่ก็ไม่น่าจะเพียงพอในระยะยาว นอกจากนี้ ก๊าซที่ได้รับเพิ่มส่วนหนึ่งเป็นผลจากอุปสงค์ของฝั่งเอเชียที่มีลดลงเนื่องจากมีปริมาณก๊าซในคลังที่เพียงพอในขณะนี้ (เศรษฐกิจยังฟื้นตัวไม่เต็มที่) ประกอบกับสภาพอากาศที่ไม่ร้อนมาก ซึ่งช่วยลดความต้องการใช้ไฟฟ้า ดังนั้น เงินเฟ้อของยุโรปยังมีความเสี่ยงขยายตัวสูงเป็นระยะเวลานาน

แผนภาพที่ 39: พัฒนาการของวิกฤตขาดแคลนพลังงานในยุโรปยังไม่มีทิศทางดีขึ้นชัดเจน โดยการนำเข้าก๊าซจากรัสเซียยังอยู่ในระดับต่ำมาก อีกทั้งปริมาณก๊าซในคลังของยุโรปก็อยู่ในระดับต่ำกว่าปกติ

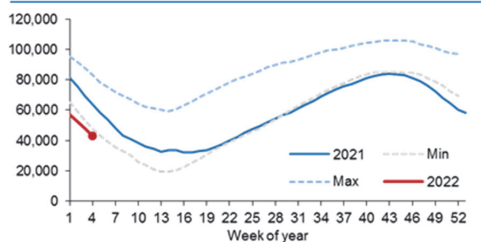
HICP inflation vs. Netherlands natural gas price ^{1\}



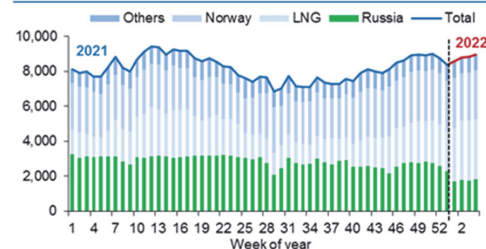
EU natural gas imports from Russia (Million cubic metres) ^{1\}



EU natural gas storage (million cubic metres) ^{1\}



EU natural gas imports (Million cubic metres) ^{1\}



Note: 1\ Min and Max values are calculated from period 2015-2020, as of 1 Feb. LNG refers to gas transported by ship from around the world. 2\ As of 2 Feb.

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

โดยเงินเพื่อที่มีความเสี่ยงขยายตัวในระดับสูงยาวนานนับเป็นความเสี่ยงให้ ECB อาจต้องลดการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลงเร็วกว่าที่เคยประเมินไว้ อาทิ การยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) และการปรับขึ้นดอกเบี้ย ซึ่ง ECB ได้แสดงความกังวลมากขึ้นต่อประเด็นดังกล่าวในการประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 3 ก.พ.

ECB ส่งสัญญาณ Hawkish ขึ้น ท่ามกลางความกังวลต่อเงินเพื่อที่มีแนวโน้มขยายตัวสูงยาวนานกว่าที่เคยประเมิน ซึ่งต้องติดตามการประชุม ECB วันที่ 10 มี.ค. นี้ ที่จะออกประมาณการเงินเพื่อใหม่

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) คงนโยบายการเงินเดิมในการประชุมวันที่ 3 ก.พ. ทั้งอัตราดอกเบี้ยนโยบายและการเข้าซื้อสินทรัพย์ โดยที่คำคัญมีดังนี้

- **การเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการ PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program):** จะเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน PEPP ในไตรมาส 1 ลดลงเมื่อเทียบกับที่เข้าซื้อในไตรมาส 4/2021 (เฉลี่ยเดือนละ 6.75 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และจะยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการดังกล่าว ณ เดือนมี.ค. ขณะที่ระบุจะลงทุนซ้ำในพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุ (Reinvestment) อย่างน้อยไปจนถึงสิ้นปี 2024
- **การเข้าซื้อสินทรัพย์แบบปกติหรือ APP (Asset Purchase Program):** จะเพิ่มการเข้าซื้อจากปัจจุบันที่ซื้อเดือนละ 2 หมื่นล้านยูโร ในช่วงแรกหลังมาตรการ PEPP สิ้นสุด โดยจะเพิ่มการเข้าซื้อเป็นเดือนละ 4 หมื่นล้านยูโรในไตรมาส 2 และเป็นเดือนละ 3 หมื่นล้านยูโรในไตรมาส 3 ก่อนที่จะปรับลดลงเป็นเดือนละ 2 หมื่นล้านยูโร นับตั้งแต่ไตรมาส 4 โดย ECB ยังระบุจะเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน APP อย่างต่อเนื่องตามความจำเป็นและจะยุติมาตรการดังกล่าวก่อนที่จะทำการปรับขึ้น

อัตราดอกเบี้ยเล็กน้อย ขณะที่ จะทำการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุเลยผ่านการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก

- **โครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO-3:** สิ้นสุดโครงการตามกำหนดในเดือน มิ.ย.
- **อัตราดอกเบี้ยนโยบาย:** คงไว้ที่ระดับต่ำในปัจจุบัน ได้แก่ Deposit Facility Rate ที่ -0.50%, Main Refinancing Rate ที่ 0.0% และ Marginal Lending Rate ที่ 0.25% โดยยังระบุว่าคงอยู่ที่ระดับนี้หรือต่ำกว่า จนกว่า “จะเห็นเงินเพื่อขยายตัวที่ 2% ได้ภายในช่วงของการทำประมาณการและคงอยู่ที่ระดับดังกล่าวได้ตลอดช่วงที่ทำการประมาณการ รวมทั้งเมื่อ ECB ตัดสินว่าเงินเพื่อได้เร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนและจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 2% ได้ในระยะกลาง”

อย่างไรก็ดี แฉงการณ์หลังการประชุมชี้ ECB มีท่าที Hawkish ขึ้นอย่างมาก ท่ามกลางเงินเพื่อเดือน ม.ค. ที่ขยายตัวสูงกว่าที่ประเมินไว้ (เงินเพื่อขยายตัว 5.1% YoY สูงสุดเป็นประวัติการณ์ vs. ตลาดคาด 4.4%) โดยนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ระบุว่าเงินเพื่อมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในระดับสูงยาวนานกว่าที่เคยประเมินไว้ โดยเฉพาะจากราคาพลังงาน แต่คาดจะชะลอลงในช่วงปีนี้

นาง Lagarde กล่าวว่า ที่ประชุม ECB มีความกังวลอย่างมากต่อเงินเพื่อที่ออกมาสูงกว่าคาดในเดือน ม.ค. และระบุว่าการประชุมเดือน มี.ค. และมิ.ย. จะมีความสำคัญอย่างมากในการประเมินว่าเงินเพื่อได้เข้าช่วยในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยหรือไม่ โดยนาง Lagarde ไม่ได้พูดคัดค้านการปรับขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้อะไร แต่แตกต่างจากก่อนหน้านี้การประชุมค่อนข้างมาก

ทั้งนี้ นาง Lagarde ระบุว่ากรอบนโยบายการเงิน จะดำเนินการเป็นลำดับขั้นตอน โดยต้องยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) ก่อนที่จะทำการปรับขึ้นดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 40: ECB คงนโยบายการเงินผ่อนคลายนโยบายการเงินเดิมในการประชุมวันที่ 3 ก.พ. แต่ได้แสดงความกังวลต่อเงินเฟ้อมากขึ้น ทำให้ ECB อาจปรับเปลี่ยนทิศทางมาตรการดำเนินนโยบายการเงินในการประชุมวันที่ 10 มี.ค. ซึ่งจะมีการทบทวนประมาณการเงินเพื่อใหม่ด้วย

Summary of ECB easing measures

ECB easing measures	3 Feb 2022 ^{1\}
Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)	<ul style="list-style-type: none"> To be discontinued at the end of March 2022 but could be reactivated if needed to fight pandemic Reinvestment until at least the end of 2024
Asset Purchase Program (APP)	<ul style="list-style-type: none"> Increase monthly purchase pace from EUR20bn currently to EUR40bn in 2Q22 and EUR30bn in 3Q22 From 4Q22 onwards, the purchase will stay at EUR20bn for as long as necessary but will end shortly before the start of policy rate hikes Reinvestment for an extended period of time past the date when policy rate hikes start
Targeted Long-term Refinancing Operations (TLTRO III)	<ul style="list-style-type: none"> To end in June 2022
Policy interest rates	<ul style="list-style-type: none"> Deposit rate at -0.5%, main refinancing rate at 0.0%, marginal lending rate at 0.25% Rates to remain at current (or lower) levels until inflation reaches 2%, well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon, and ECB judges that realized progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilizing at 2% over the medium term.



"Concern (regarding Jan's inflation) was across the board," "Our Mar meeting, and then later on, our Jun meeting will be critically important to determine whether the three criteria of our forward guidance are fully satisfied."

Press conference on 3 Feb 2022

"Compared with our expectations in Dec, risks to the inflation outlook are tilted to the upside, particularly in the near term." "...the Mar ECB staff projections will provide an updated assessment."

"We will remain attentive to the incoming data and carefully assess the implications for the medium-term inflation outlook."

"Any adjustment to our policy will be gradual."

"...we need more than ever to maintain flexibility and optionality in the conduct of monetary policy."

Addressed to the European Parliament on 7 Feb 2022

- Christine Lagarde -
ECB president

Note: 1\ ECB confirmed the decisions taken at its meeting in Dec 2021.

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

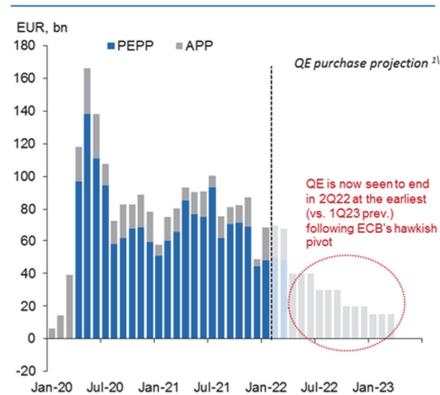
ติดตามการประชุม ECB วันที่ 10 มี.ค. ที่จะมีการเปิดเผยประมาณการเศรษฐกิจใหม่ ซึ่งรวมถึงเงินเฟ้อ โดยในรายงานเดือน ธ.ค. ECB คาดเงินเฟ้อจะขยายตัว 3.2% ในปีนี้ และชะลอลงอยู่ที่ 1.8% ในปี 2023-2024F (เงินเฟ้อต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2%) ซึ่งหากประมาณการเงินเฟ้อถูกปรับขึ้นมาก ECB ก็อาจส่งสัญญาณยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์เร็วขึ้น (ปัจจุบัน ECB ระบุจะเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน APP ต่อเนื่องตามความจำเป็น และยุติก่อนขึ้น

ดอกเบี้ยเล็กน้อย) รวมทั้งเปิดทางให้การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เคยคาดไว้เดิม

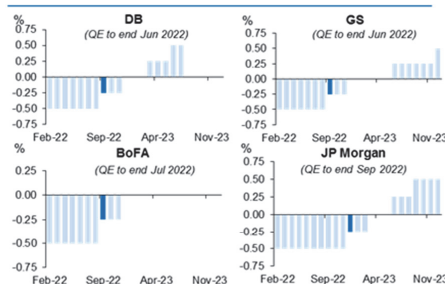
โดยนักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ว่า ECB จะถอนนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายนโยบายการเงิน โดยมองว่าการเข้าซื้อสินทรัพย์อาจต้องยุติลงกลางปีนี้ ขณะที่อัตราดอกเบี้ย Deposit rate อาจถูกปรับขึ้น 25-50bps เร็วสุดในช่วงปลายไตรมาส 3

แผนภาพที่ 41: ตลาดเริ่มคาดการณ์ว่า ECB จะถอนนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วขึ้น โดย QE อาจยุติกลางปีนี้ และดอกเบี้ย Deposit rate อาจถูกปรับขึ้น 25-50bps ในปลายปีนี้

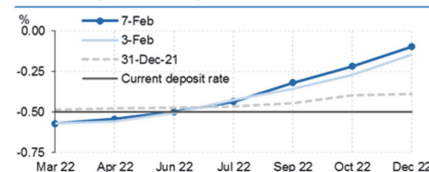
ECB's QE purchase



ECB's deposit rate predictions by some major banks ^{2\}



Market implied ECB deposit rate: OIS



Note: 1\ Bloomberg surveyed of economists conducted 21-26 Jan.

2\ Predictions after ECB's 3 Feb meeting.

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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่องจากมาตรการ Zero-COVID ที่ทำให้มีการ Lockdown เป็นระยะๆ และสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงอ่อนแอ สะท้อนจากยอดขายในเดือน ม.ค. ที่หดตัวสูง ไม่ว่าจะเป็นบริษัทขนาดเล็กหรือขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้ Junk-bond yield ยังทรงตัวอยู่ที่ระดับสูงราว 20% ขณะที่ Investment-grade bond yield ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นสูงสุดในรอบ 2 ปี โดยเมื่อพิจารณาจากข้อมูลในอดีต สถานการณ์ของภาคอสังหาริมทรัพย์อาจยังคงเปราะบางต่อเนื่องในช่วงระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า และสถานการณ์อาจเริ่มคลี่คลายได้ในช่วงกลางปีนี้

ท่ามกลางความท้าทายต่างๆ ประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำทำให้คาดว่าจะมีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมได้อีก เช่น การลด RRR อีก 50bps และการลดดอกเบี้ยลงอีก 10bps ในช่วงครึ่งแรกของปี หลังจากได้เริ่มมีการปรับลดไปแล้วในตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2021 ทั้งนี้ เป้าหมายทางเศรษฐกิจและทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของปีนี้จะมีความชัดเจนมากขึ้นในการประชุม NPC ที่จะจัดขึ้นในวันที่ 5 มี.ค. ซึ่งคาดว่าจะมีการตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าปีก่อน (ต่ำกว่า 6%)

GDP ปี 2021 ของจีนออกมาขยายตัวดีกว่าคาด ด้านกิจกรรมเศรษฐกิจในทุกภาคส่วนยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่องจากนโยบาย Zero-COVID และปัญหาภายในภาคอสังหาริมทรัพย์

GDP ไตรมาส 4/2021 ขยายตัว 4.0% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.3% แต่ชะลอตัวลงจาก 4.9% ในไตรมาสก่อน ขณะที่เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน GDP ขยายตัว 1.6% QoQ (vs. 0.2% ไตรมาสก่อน) โดยทำให้ทั้งปี 2021 เศรษฐกิจจีนขยายตัว 8.1% YoY (ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 8.1%) ชะลอตัวลงจาก 9.8% ในปี 2020 โดยอยู่เหนือเป้าหมายของทางการจีนที่ “อย่างน้อย 6%”

โดยอุปสงค์ในประเทศยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. ขยายตัว 1.7% YoY ชะลอตัวลงจาก 3.9% ในเดือนก่อน

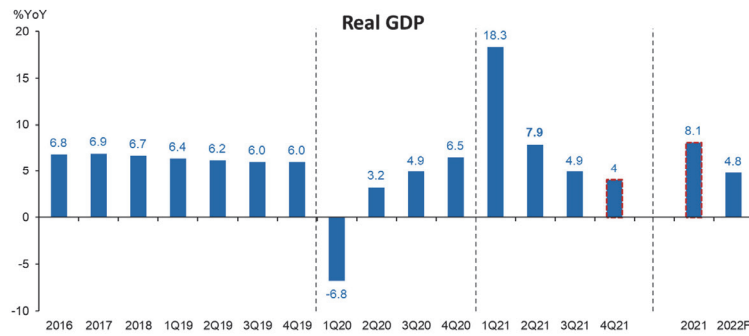
ต่ำสุดตั้งแต่เดือน ส.ค. 2020 จากผลกระทบของมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อสายพันธุ์ Omicron ภายในประเทศ

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 20.9% YoY จาก 22.0% ในเดือนก่อน โดยยอดส่งออกชะลอตัวลงใน EU (25.6% vs. 33.5% เดือนก่อน), อินเดีย (24.7% vs. 34.0% เดือนก่อน), ญี่ปุ่น (8.6% vs. 12.6% เดือนก่อน), เกาหลีใต้ (27.4% vs. 39.0% เดือนก่อน) และ ASEAN (12.0% vs. 22.3% เดือนก่อน) แต่เร่งตัวขึ้นมากในสหรัฐฯ (21.2% YoY vs. 5.3% เดือนก่อน)

สำหรับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ธ.ค. ขยายตัว 4.9% YoY YTD ชะลอตัวลงจาก 5.2% ในเดือนก่อน โดยการลงทุนชะลอตัวลงในทุกหมวดหลักทั้งการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (4.4% vs. 6.0% เดือนก่อน), การลงทุนในภาคการผลิต (13.5% vs. 13.7% เดือนก่อน) และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (0.4% vs. 0.5% เดือนก่อน)

ขณะที่กิจกรรมในภาคการผลิตเดือน ม.ค. ชะลอตัวส่วนหนึ่งเป็นผลกระทบจากนโยบาย Zero-COVID ที่ทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจบางส่วนต้องหยุดชะงักลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.2 จุด เป็น 50.1 จุด ส่วนดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.6 จุด เป็น 51.1 จุด

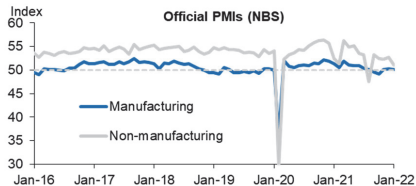
แผนภาพ 42: GDP ไตรมาส 4 ขยายตัว 4.0% YoY ชะลอลงจาก 4.9% ในไตรมาสก่อน โดย IMF ประเมินว่า GDP ในปีนี้จะขยายตัว 4.8%



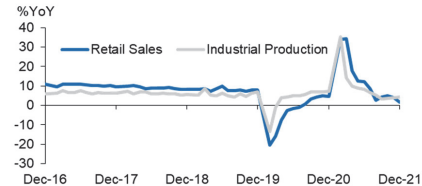
Note: 2022F GDP forecast are based on IMF WEO Jan 2022
ที่มา: IMF, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 43: ตัวเลขเศรษฐกิจยังชะลอลงต่อเนื่องจากแรงกดดันในภาคอสังหาริมทรัพย์และนโยบาย Zero-COVID

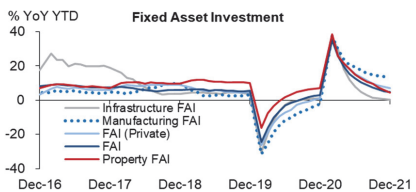
Manufacturing vs. Services PMI



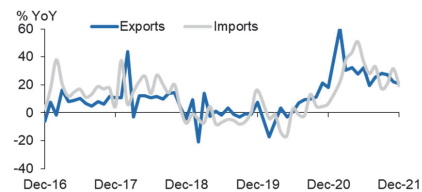
Economic activity



Fixed asset investment (3MMA)



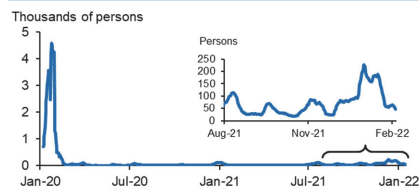
Trade



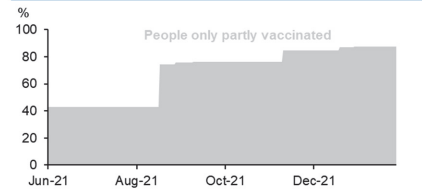
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 44: จำนวนผู้ติดเชื้อสายพันธุ์ Omicron เติบโตขึ้นในเดือน ม.ค.

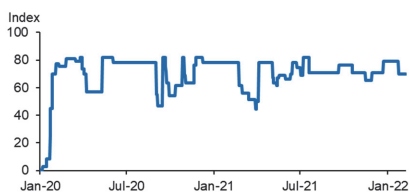
COVID-19 daily new cases (7-day MA) ^{1\}



Vaccinations (% population) ^{1\}



Oxford Stringency index ^{2\}



Vaccination pace ^{1\}



Note: 1\ As of 7 Feb. 2\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement.

ที่มา: Ourworldindata.org, Oxford, Google mobility report, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 45: ส่งผลให้มีการควบคุมการแพร่ระบาดที่เข้มงวดในหลายพื้นที่

COVID-19 risk areas ^{1\}



Zero-COVID policy



During January, outbreaks of the Omicron strain of COVID-19 occurred in several areas such as **Beijing, Guangxi and Zhejiang**; as a result, lockdown measures and travel restrictions were enforced, causing economic activities to be halted.



During Chinese New Year, stimulus measures **encouraged "staying local"**, and local governments have increasingly issued consumption coupons instead of giving cash, e.g., the Hangzhou government plans to issue consumption coupons of CNY500 per person).

Beijing Winter Olympics 2022



The Winter Olympics are taking place in Beijing, China and surrounding regions of the Yanqing District and Chongli District.

- Foreign spectators are barred and tickets are not on sale to the general public.
- People are advised not to travel into the capital, Beijing, from other parts of China.
- It is also keeping the media, athletes and observers in distinct bubbles, with the rules saying anyone entering these bubbles must be fully vaccinated or spend 21 days in quarantine.

Note: 1\ As of 7 Feb.

ที่มา: Xi'an Jiaotong-Liverpool University, BBC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงเปราะบางจากยอดขายบ้านที่หดตัวในวงกว้าง

หลังเกิดประเด็นการผัดผ่อนชำระหนี้ของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่าง Evergrande ทางการเงินได้มีการเข้ามาช่วยเหลือภาคอสังหาริมทรัพย์อย่างต่อเนื่อง เช่น การผ่อนปรนวงเงินระยะยาวสำหรับที่อยู่อาศัยให้เช่าที่รัฐอุดหนุน (Public rental housing) และการลดอัตราดอกเบี้ยลูกค้าชั้นดีระยะ 5 ปี (5-year LPR) ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับสินเชื่อบ้าน

อย่างไรก็ดี สถานการณ์ภาคอสังหาริมทรัพย์ในจีนยังคงอ่อนแอ สะท้อนจากยอดขายในเดือน ม.ค. ที่ยังคงหดตัวสูง

ไม่ว่าจะเป็นบริษัทขนาดเล็กหรือขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้ Junk-bond yield ยังทรงตัวอยู่ที่ระดับสูงราว 20% ขณะที่ Investment-grade bond yield ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นสูงสุดในรอบ 2 ปี

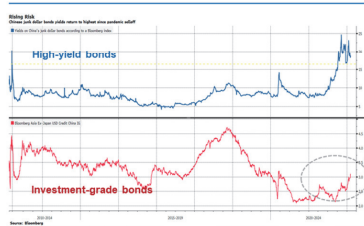
โดยเมื่อพิจารณาจากข้อมูลในอดีต พบว่า วัฏจักรขาลงของภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนจะมีระยะเวลาเฉลี่ยราว 1 ปี และอาจลากยาวไปถึง 1 ปีครึ่ง ดังนั้น สถานการณ์ของภาคอสังหาริมทรัพย์อาจยังคงเปราะบางต่อเนื่องในช่วงระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า และสถานการณ์อาจเริ่มคลี่คลายได้ในช่วงกลางปีนี้

แผนภาพ 46: ยอดขายบ้านที่หดตัวในวงกว้างส่งผลให้ Investment-grade bond yield ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นสูงสุดในรอบ 2 ปี

Property downcycles

Property Sales Downcycles			Months sales peak to trough
Peak	Trough	First month < 0% (YoY)	
2007-09	2008-10	2008-05	13
2009-11	2010-08	2010-07	9
2011-07	2012-03	2011-12	8
2013-03	2014-09	2014-02	18
2021-02	?	2021-08	(11+)

Junk vs. IG bond yields



Property developers table ^{1\}

Developer	Rating	Outstanding bond payment in 2022 (USD, bn)			Contracted sales	
		Total	1H	2H	2020 (CNY, bn)	Jan 2022 (% YoY growth)
CG	BBB-	1.6	0.3	1.3	571	-11%
Sino-Ocean	BBB-	2.2	1.6	0.6	131	-18%
Sunac	BB-	2.8	1.7	1.2	575	-21%
Agile	B+	2.7	0.9	1.8	138	-33%
CR Land	BBB+	2.4	1.3	1.1	285	-38%
Yuexiu	BBB-	1.3	0.5	0.8	96	-38%
KWG	B+	2.4	0.8	1.7	104	-39%
COLI	A-	3.5	0.2	3.3	361	-43%
Longfor	BBB	1.6	0.6	1.0	271	-45%
Seazen	BB+	3.1	2.1	1.0	251	-46%
CIFI	BB	1.1	0.6	0.5	231	-48%
Jinmao	BBB-	1.6	1.2	0.4	231	-50%
Vanke	BBB+	1.1	0.2	0.9	704	-53%
R&F	CC	4.2	1.4	2.8	139	-59%
Shimao	B-	4.6	1.7	2.9	300	-62%
Evergrande	RD	9.5	4.9	4.6	723	-85%

Note: Credit ratings are from Fitch, except Agile which is from S&P. Data as of 7 Feb.

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

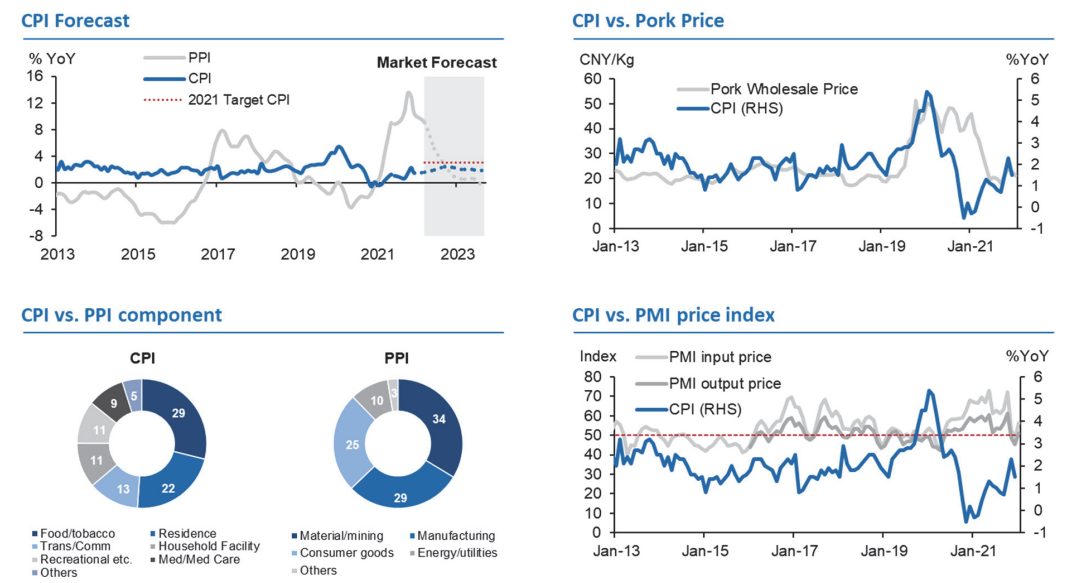
ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) จะลดตัวลงตามราคาอาหารที่ลดลงโดยตลาดคาดว่า CPI ของจีนจะเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3

ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) จะลดตัวลงเป็น 0.9% YoY ในเดือน ม.ค. ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. จาก 1.5% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดว่า 1.0% โดยราคาชะลอตัวลงในหมวดราคาอาหาร (-3.8% YoY vs. -1.2% เดือนก่อน) ที่อยู่อาศัย

(1.4% vs. 1.6% เดือนก่อน) และสินค้าอุปโภคบริโภค (1.6% vs. 2.0% เดือนก่อน)

Bloomberg consensus คาดดัชนี CPI ของจีนจะเร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3Q22F ที่ 2.4% YoY ซึ่งยังคงต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของ PBoC ปี 2021 ที่ราว 3% ทำให้ PBoC จะยังมีช่องในการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมได้อีก

แผนภาพ 47: ดัชนี CPI มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อทำจุดสูงสุดใน 3Q22F (รูปซ้ายบน) แต่จะยังไม่เกินระดับเป้าหมายของปี 2021 ที่ 3% ส่วนด้านราคาหมู (รูปขวาบน) ที่เคยเป็นปัจจัยหลักในการผลักดันเงินเฟ้อในปี 2020 เริ่มชะลอตัวแล้ว



Note: Forecast As of 7 Feb.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดการณ์การเงินจะมีการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมผ่านเครื่องมือดอกเบี้ยและมาตรการทางการคลัง

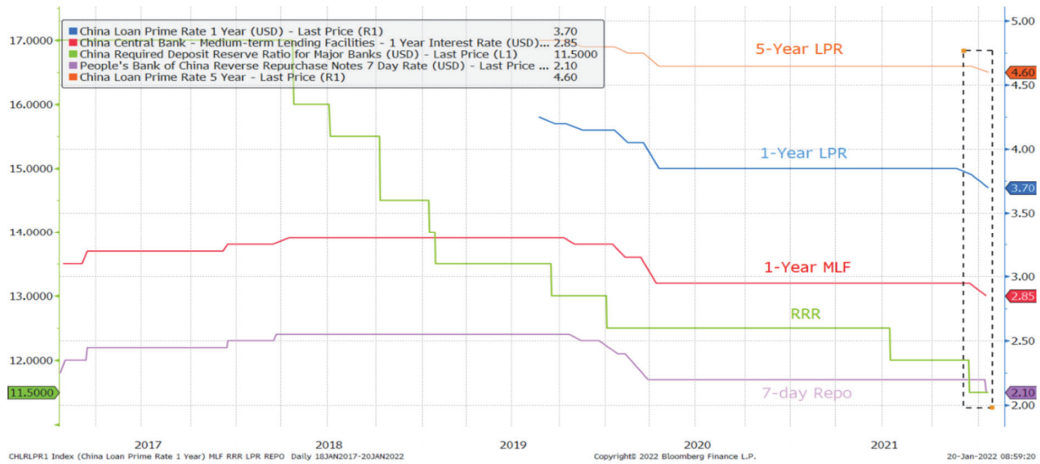
ท่ามกลางความท้าทายต่างๆ ตั้งแต่อุปสงค์ที่ชะลอตัวจากมาตรการ Zero-COVID, ความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของเชื้อสายพันธุ์ Omicron การหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน และปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ ประกอบกับตัวเลขเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินการคลังในปี 2022 มีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น จากการส่งสัญญาณของรัฐบาลจีนที่เน้นย้ำถึงการให้ความสำคัญของควมมีเสถียรภาพ (Stability) ของการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยจะมุ่งเน้นไปที่มาตรการกระตุ้น

การบริโภค, การลงทุนในพลังงานหมุนเวียน, การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและการสนับสนุนด้านสินเชื่อในภาคอสังหาฯ

นอกจากนี้คาดว่าจะมีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมได้อีก เช่น การลด RRR อีก 50bps และการลดดอกเบี้ยลงอีก 10bps ในช่วงครึ่งแรกของปี หลังจากได้เริ่มมีการปรับลดไปแล้วในตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2021

ทั้งนี้ เป้าหมายทางเศรษฐกิจและทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของปีนี้จะมีความชัดเจนมากขึ้นในการประชุม NPC ที่จะจัดขึ้นในวันที่ 5 มี.ค. ซึ่งคาดว่าจะมีการตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจต่ำลงจากปีก่อน (ต่ำกว่า 6%)

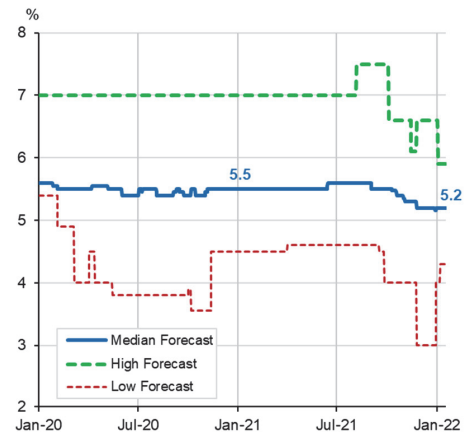
แผนภาพ 48: PBoC มีการปรับลด RRR, LPR และ MLF ตั้งแต่เดือน ธ.ค. สะท้อนแนวทางการดำเนินนโยบายที่ผ่อนคลายมากขึ้นท่ามกลางความเสี่ยงในหลายด้านและตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัว



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

แผนภาพ 49: เราคาดว่าจะมีปรับลดดอกเบี้ย MLF และ LPR เพิ่มเติมอีก 10 bps ภายในครึ่งแรกของปี 2022

2022F GDP projections for China



2022F GDP	Current	Previous	Change
World Bank	4.8%	5.6%	-0.8ppts
IMF	5.1%	5.4%	-0.3ppts

Expected policy support

Type	Instrument	2021	Current	2022F
Monetary	RRR	11.5% for major bank	11.5%	One broad-based cut of 50bps in 1Q
	7-day Reverse Repo	2.20%	2.10%	+10bps cut in 1H
	MLF (1-year)	2.95%	2.85%	+10bps cut in 1H
	LPR (1-year)	3.80%	3.70%	+10bps cut in 1H
Fiscal	Effective on-budget deficit	4.0% of GDP	-	5.7% of GDP
Credit	TSF stock	10.3% YoY	-	11-12% YoY
Property	Housing Policy	Significant tightening in H2	Recently eased cap on loans for public rental housing	Moderate easing

- On monetary support, markets are expected to see further interest rate cuts in the first half of the year after a cut in January.
- Regarding fiscal support, Xu Hongcai, vice minister of finance, said tax and fee cuts will be given "a vital role" in promoting stable and sound economic development in 2022, especially for small, micro and individual businesses to further ease their operating pressure.
- The major fields of investment include subsidized rental housing, infrastructure investment, and renewable energy investment.

Note: Forecast As of 7 Feb.

ที่มา: Bloomberg, IMF, World bank, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Xinhua, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในญี่ปุ่นทำจุดสูงสุดเช่นเดียวกับในประเทศหลักอื่นๆ แต่มีมาตรการควบคุมที่เข้มงวดกว่า โดยญี่ปุ่นมีการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินอีกครั้งตั้งแต่ช่วงกลางเดือน ม.ค. ซึ่งส่งผลให้กิจกรรมเศรษฐกิจลดลงอย่างมาก สะท้อนผ่าน Google's Mobility Trends และข้อมูลการค้นหาร้านอาหาร ขณะที่มาตรการกระตุ้นการบริโภค อย่าง Go to Travel/Eat ที่เคยถูกคาดว่าจะนำกลับมาดำเนินการได้ในไตรมาสแรก ได้ถูกชะลอออกไป ดังนั้นคาดว่าจะทำให้ตัวเลข GDP มีแนวโน้มถูกปรับลดลง โดยล่าสุด Bloomberg consensus คาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นไตรมาส 1/2022 จะเติบโต 4.0% QoQ, saar (vs. 4.5% ที่คาดการณ์ในเดือน ธ.ค.) ด้านเงินเฟ้อตลาดก็ยังคาดว่าจะไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นแรง โดยคาดว่าจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 2 แต่การที่จะขึ้นไปถึงระดับเป้าหมายที่ 2% นั้นเป็นไปได้ยาก สะท้อนผ่านค่าแรงที่ยังคงหดตัวทำให้แรงกดดันเงินเฟ้อฝั่งอุปสงค์ยังคงอยู่ในระดับต่ำ

GDP ไตรมาส 4 ขยายตัว 5.4% QoQ, saar นำโดยการบริโภคภาคเอกชน ส่งผลให้เศรษฐกิจปี 2021 ขยายตัวที่ 1.6% YoY

GDP ไตรมาส 4 (เบื้องต้น) พลิกกลับมาขยายตัว 5.4% QoQ, saar ต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 6.0% จากที่หดตัว -2.7% ในไตรมาสก่อน (หรือ 0.7% YoY จาก 1.2% ไตรมาสก่อน)

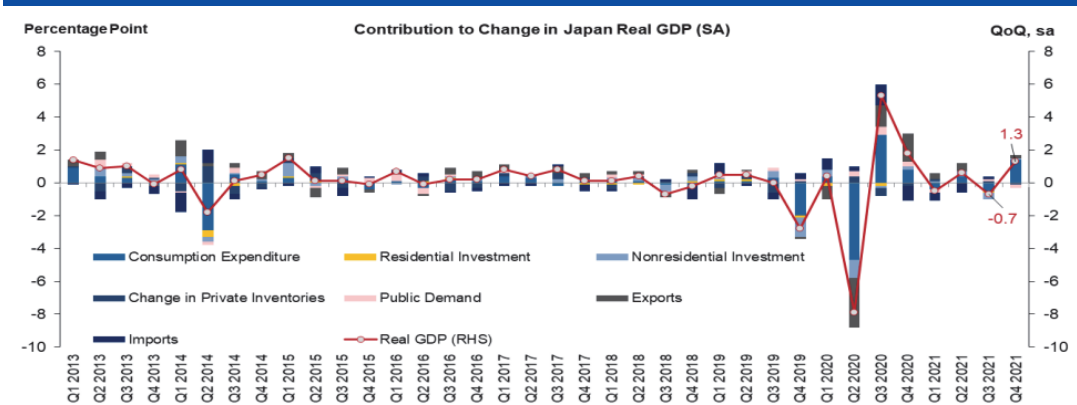
นำโดยการบริโภคภาคเอกชนที่พลิกกลับมาขยายตัว 11.2% QoQ, saar (vs. -3.7% ไตรมาสก่อน) การลงทุนภาคเอกชน โดยการลงทุนที่มีใช้ที่อยู่อาศัย (Private Non-Residential Investment) พลิกกลับมาขยายตัว 1.6% QoQ, saar (vs. -9.2%

ไตรมาสก่อน) และการลงทุนในที่อยู่อาศัย (Private Residential Investment) หดตัวลดลง -3.7% (vs. -6.3% ไตรมาสก่อน)

ด้านการใช้จ่ายภาครัฐ (Public Expenditure) หดตัว -3.4% QoQ, saar (vs. 0.9% ไตรมาสก่อน) โดยการบริโภคภาครัฐพลิกกลับมาหดตัว -1.3% (vs. 4.4% ไตรมาสก่อน) ส่วนการลงทุนภาครัฐหดตัวต่อเนื่อง -12.4% (vs. -11.4% ไตรมาสก่อน)

ส่วนภาคต่างประเทศ การส่งออกพลิกกลับมาขยายตัว 3.9% QoQ, saar (vs. -1.1% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การนำเข้ายังคงหดตัว -1.1% (vs. -3.7% ไตรมาสก่อน)

แผนภาพ 50: GDP พลิกกลับมาขยายตัวในไตรมาส 4/2021 โดยหลักมาจากการบริโภคภาคเอกชน (แท่งสีฟ้า)



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

การแพร่ระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Omircon ที่รุนแรง ทำให้รัฐบาลต้องกลับมาประกาศใช้ พ.ร.ก. ฉุกเฉินอีกครั้งในหลายพื้นที่ กระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศให้กลับมาชะลอตัว

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ม.ค. ชะลอตัวลง หลังมีการประกาศสถานการณ์กึ่งฉุกเฉินในหลายพื้นที่ โดยดัชนี (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -2.6 จุด เป็น 49.9 จุด ส่งผลให้กิจกรรมและยอดคำสั่งซื้อในภาคบริการซบเซาลง

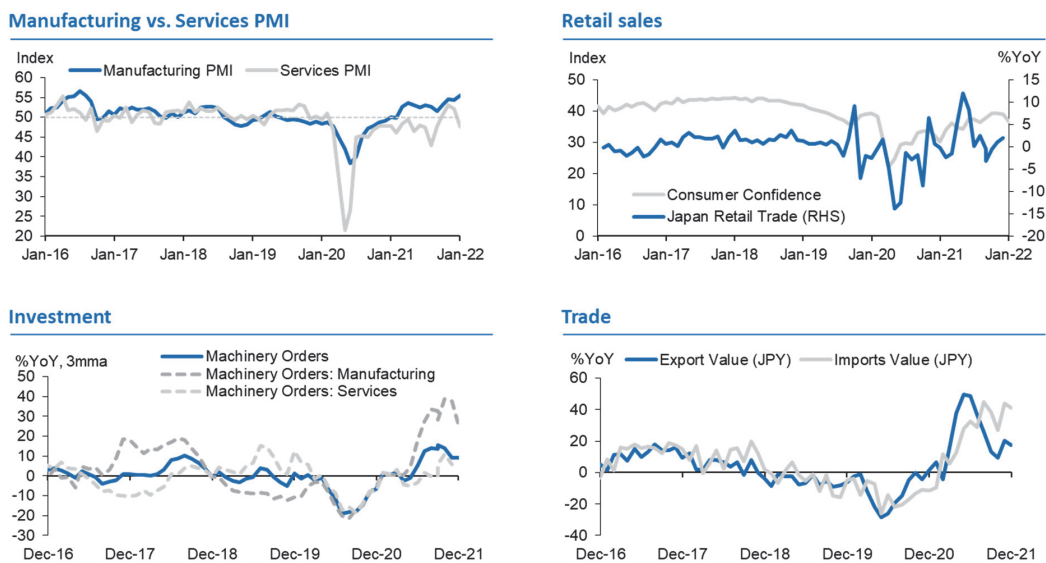
ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. หดตัว -1.0% MoM, SA จากที่ขยายตัว 1.3% ในเดือน

ก่อน และคาดว่าจะชะลอตัวลงต่อในเดือน ม.ค. จากการมาตรการควบคุมเวลาเปิด-ปิดร้านอาหาร และผับบาร์

ส่วนอุปสงค์นอกประเทศชะลอลงต่อเนื่อง โดยตัวเลขส่งออก (Exports) เดือน ม.ค. ชะลอตัวลงเป็น 9.6% YoY จาก 17.5% ในเดือนก่อน โดยเฉพาะการส่งออกไปยังสหรัฐฯ (11.5% vs. 22.1% เดือนก่อน) จีน (-5.4% vs. 10.8% เดือนก่อน) และ ASEAN (15.5% vs. 21.6% เดือนก่อน)

ขณะที่การลงทุนยอดสั่งซื้อเครื่องจักรไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) เดือน พ.ย. ชะลอตัวลงเล็กน้อยที่ 9.0% YoY, 3mma (vs. 9.3% เดือนก่อน)

แผนภาพ 51: กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงตามการมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดที่ยังคงเข้มงวด



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

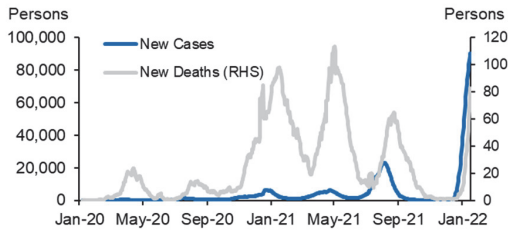
การแพร่ระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ Omircon ที่รุนแรง จนทำให้รัฐบาลต้องกลับมาประกาศใช้ พ.ร.ก. ฉุกเฉินอีกครั้งในหลายพื้นที่ กระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศให้กลับมาชะลอตัว สะท้อนได้จากข้อมูลการเดินทางของ Google's Mobility Trends และข้อมูลการค้นหาร้านอาหาร ที่กลับมาปรับตัวลดลงอย่างเห็นได้ชัด

นอกจากนี้ การแพร่ระบาดของ Omicron ทำให้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่คาดว่าจะดำเนินการ อาทิ มาตรการ

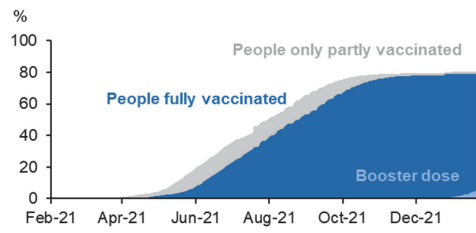
Go to Travel และ Go to Eat ที่ช่วยกระตุ้นการท่องเที่ยวและการบริโภคในประเทศ ถูกชะลอออกไป ดังนั้น คาดว่าจะทำให้ตัวเลข GDP มีแนวโน้มถูกปรับลดลง โดยล่าสุด Bloomberg consensus คาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นไตรมาส 1/2022 จะเติบโต 4.0% QoQ, saar (vs. 4.5% ที่คาดการณ์ในเดือน ธ.ค.) ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่ BoJ จะมีการปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจในปีนี้ลงเช่นเดียวกัน (ปัจจุบัน BoJ คาด 3.8% ใน FY2022 และ 1.1% ใน FY2023)

แผนภาพ 52: จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 พุ่งสูงขึ้นทำสถิติสูงสุดใหม่ จากการแพร่ระบาดของสายพันธุ์ Omicron...

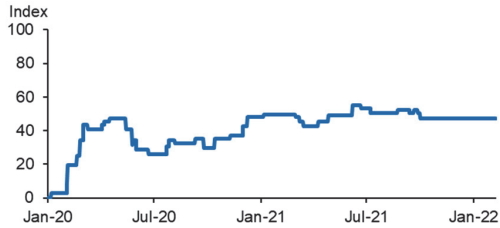
COVID-19 daily new cases (7-day MA) ^{1\}



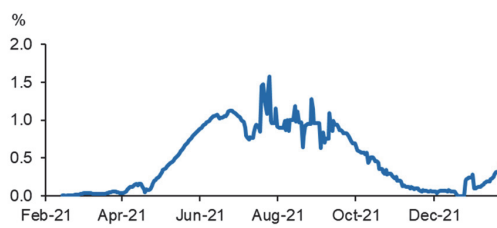
Vaccinations (% population) ^{1\}



Oxford Stringency index ^{1\ 2\}



Vaccination pace ^{1\}

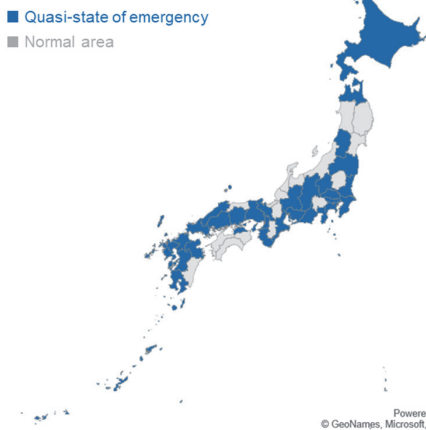


Note: 1\ As of 7 Feb. 2\ It records the strictness of 'lockdown style' policies that primarily restrict people's behavior such as school closures and restrictions in movement

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

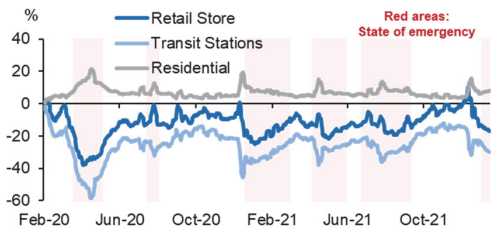
แผนภาพ 53: ...ทำให้รัฐบาลญี่ปุ่นกลับมาดำเนินมาตรการกึ่ง Lockdown อีกครั้ง กระทบต่อการดำเนินกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศตั้งแต่ช่วงต้นปี

Quasi-state of emergency map

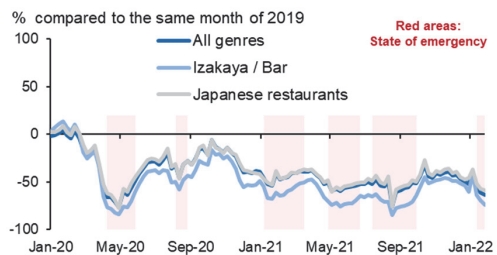


- There are currently 35 provinces under a quasi-state of emergency which is likely to be extended as Japan continues to record high daily COVID-19 infections.
- However, the state of emergency in this round is less intense than in the previous round; for example, pubs and bars can be opened longer than in the previous round.

Google Mobility Trends, 7-day MA (as of 5 Feb) ^{1\}



Online interest in restaurant info (views)



1\ The baseline day is the median value from the 5-week period Jan 3 - Feb 6, 2020. Data as of 10 Feb

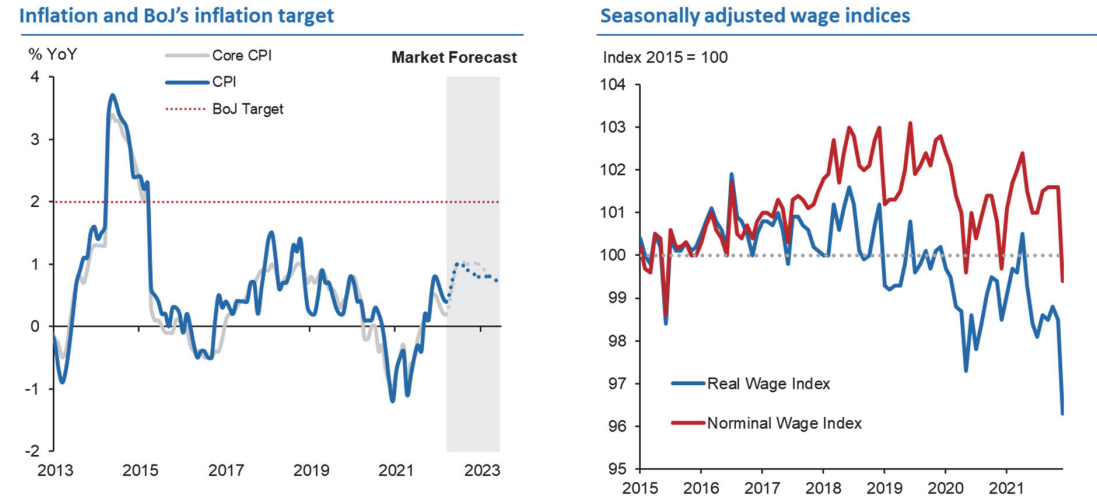
ที่มา: Retty Co., Ltd. Food Data Platform, Bing, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แรงกดดันด้านเงินเฟ้อยังคงต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% อยู่มาก ท่ามกลางค่าแรงที่ยังปรับตัวลดลง

ด้านเงินเฟ้อ คาดว่ายังต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% อยู่มาก (แม้คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 1% ตามราคาพลังงานที่สูงขึ้น) ส่วนหนึ่งจากกำลังซื้อของครัวเรือนที่ยังเปราะบางอยู่มาก สะท้อนผ่านค่าแรงที่ยังปรับตัวลดลง ทำให้คาดว่า

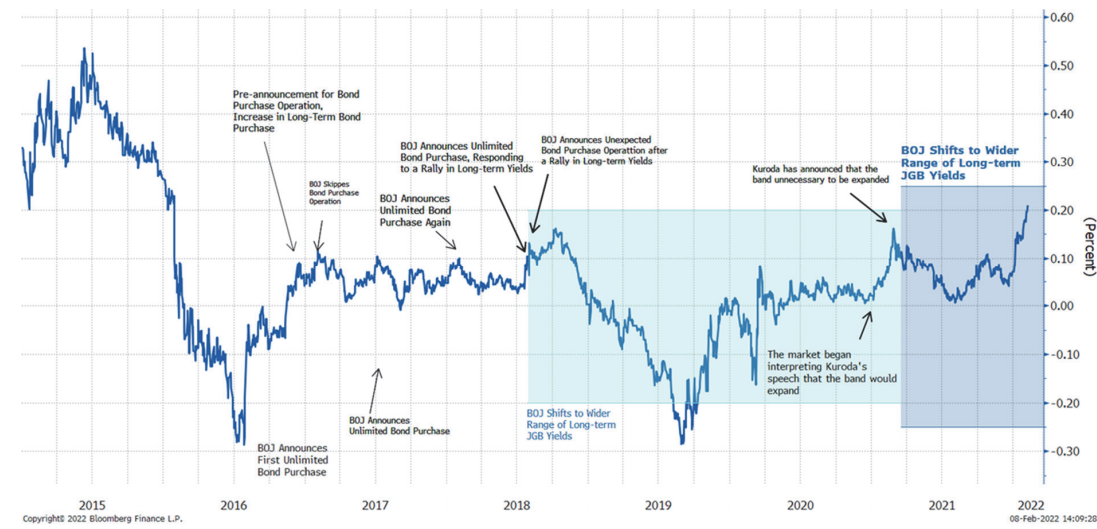
BoJ จะยังคงนโยบายการเงินไว้เช่นเดิม ทั้งในส่วนของอัตราดอกเบี้ยนโยบายและมาตรการ Yield Curve Control โดยหากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี มีการเร่งตัวสูงเกินไป (กรอบบนไม่เกิน 0.25% ซึ่งปัจจุบัน Bond yield 10 ปี อยู่ที่ราว 0.22%) ทาง BoJ จะกลับมาเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มอย่างไม่จำกัดจำนวน เพื่อควบคุมการปรับตัวขึ้นของ Bond yield

แผนภาพ 54: คาด Core CPI (เส้นเทา) จะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 2 ที่ 1.0% แต่ยังคงห่างจากเป้าหมายที่ 2% อย่างมาก ส่วนหนึ่งจากกำลังซื้อของครัวเรือนที่ยังเปราะบางอยู่มาก สะท้อนผ่านค่าแรงที่ยังปรับตัวลดลง



Note: Forecast as of 7 Feb.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 55: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปีเพิ่มขึ้นเหนือ 0.2% ซึ่งสูงที่สุดในรอบหลายปี โดยนาย Haruhiko Kuroda กล่าวว่าหาก yield ปรับตัวสูงขึ้นต่อไปจนถึงกรอบบนที่ 0.25% BoJ ก็จะใช้มาตรการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นแบบไม่จำกัดจำนวน ซึ่งยังคงแสดงถึงทิศทางนโยบายของ BoJ ที่ยังคงผ่อนคลายเป็น



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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทย 4Q21 ขยายตัวดีกว่าที่ตลาดคาด จากแรงหนุนการใช้จ่ายภาครัฐและการส่งออกสุทธิที่ออกมาดี ในระยะถัดไป เศรษฐกิจโดยรวมมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง หลังการแพร่ระบาด COVID-19 สายพันธุ์ Omicron ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย โดยมาตรการ Lockdown ไม่ได้มีความเข้มงวดมากนัก ประกอบกับแนวโน้มการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่ได้รับแรงหนุนจากการกลับมาใช้มาตรการ Test & Go รวมทั้งมีแรงส่งเพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐในช่วง 1H22 ขณะที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นโดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี แต่คาดว่าจะชะลอลงในครึ่งปีหลัง ส่งผลให้ตัวเลขเฉลี่ยทั้งปีจะยังอยู่ในกรอบเป้าหมายของ ธปท. ด้านค่าเงินบาท ได้รับแรงหนุนจากสถานการณ์การแพร่ระบาดในประเทศที่ไม่รุนแรง และนโยบายการเงินที่เข้มงวดกว่าที่เศรษฐกิจของ Fed ซึ่งกระทบต่อแนวโน้มเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

GDP ไตรมาส 4 ขยายตัวดีกว่าคาด จากแรงหนุนของการใช้จ่ายภาครัฐ

สศช. รายงานเศรษฐกิจไทยขยายตัวที่ 1.9% YoY ในไตรมาส 4 สูงกว่าที่ตลาดคาด (vs. ตลาดคาด 0.8% และ TISCO ESU คาด 0.7%) โดยปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนที่หดตัว -0.3% ซึ่งตัวเลขที่ออกมาดีกว่าคาดเกิดจากการบริโภคภาครัฐ และการส่งออกสุทธิที่ออกมาดีกว่าคาด ทั้งนี้ หลังจัดผลของฤดูกาล GDP ไตรมาส 4 ขยายตัว 1.8% QoQ, sa (vs. -0.9% ไตรมาสก่อน) และ GDP ปี 2021 ขยายตัวที่ 1.6%

ด้านการใช้จ่าย (Demand side): การส่งออกขยายตัวสูง โดยเฉพาะการส่งออกบริการที่ขยายตัวสูงชันมาก (30.5% vs. 14.7% ไตรมาสก่อน) ส่วนหนึ่งเป็นมาจากรายรับจากการท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น ขณะที่การส่งออกสินค้าปรับตัวดีขึ้นเช่นเดียวกัน (16.6% vs. 12.0% ไตรมาสก่อน) ด้านการนำเข้า ชะลอตัวลง ทั้งสินค้า (14.0% vs. 28.0% ไตรมาสก่อน) และบริการ (28.8% vs. 37.1%)

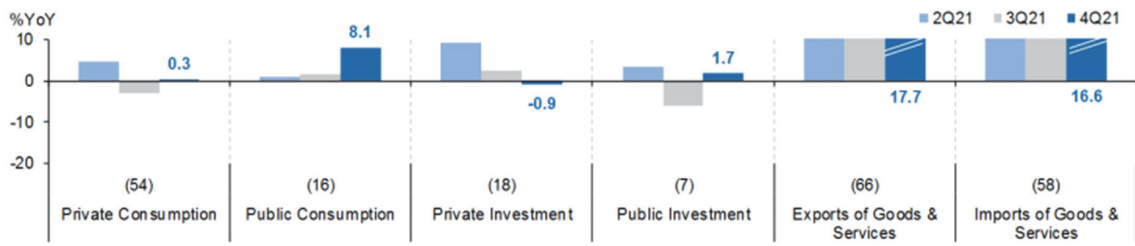
ด้านอุปสงค์ในประเทศ การบริโภคภาคเอกชน (0.3% YoY vs. -3.2% ไตรมาสก่อน) และการบริโภคภาครัฐปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อน (8.1% vs. 1.5% ไตรมาสก่อน) ส่วนหนึ่งเป็นผลของการมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายของภาครัฐที่ออกมาอย่างต่อเนื่อง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนอ่อนแอลง (-0.9% vs. 2.6% ไตรมาสก่อน) แต่การลงทุนภาครัฐกลับมาขยายตัว (1.7% vs. -6.2% ไตรมาสก่อน) จากการเร่งเบิกจ่ายเงินภายใต้ พ.ร.ก.ฯ กู้เงินพิเศษ

ด้านการผลิต (Supply side): ภาคเกษตรกรรม ผลผลิตชะลอตัวลง (0.7% vs. 2.2% ไตรมาสก่อน) ตามผลผลิตในหมวดปศุสัตว์ที่ลดลงต่อเนื่อง โดยเฉพาะสุกรที่ลดลงจากภาวะโรคระบาด ประกอบกับผลผลิตข้าวนาปีก็ลดลง อย่างไรก็ตาม ผลผลิตบางกลุ่มยังขยายตัวได้ อาทิ ยางพารา อ้อยโรงงาน และปาล์มน้ำมัน

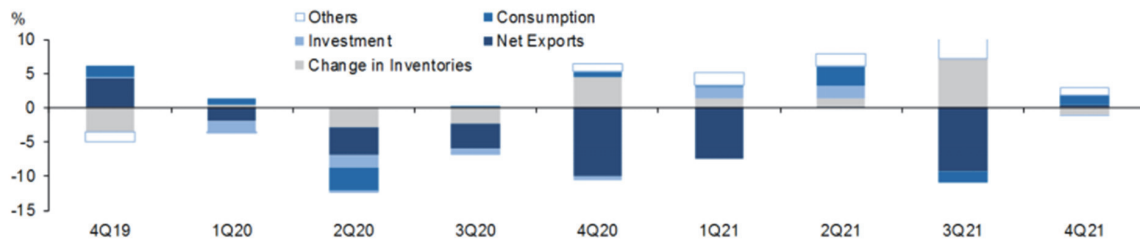
ด้านภาคอุตสาหกรรม ผลผลิตพลิกกลับมาขยายตัว (2.6% vs. -1.7% ไตรมาสก่อน) จากการขยายตัวของอุปสงค์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยสาขาการผลิตสินค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น 3.8% และสาขาการผลิตไฟฟ้าและก๊าซ เพิ่มขึ้น 2.1%

แผนภาพที่ 56: การใช้จ่ายภาครัฐที่เพิ่มขึ้น และการส่งออกบริการที่ดีขึ้น หนุนการเติบโตโดยรวมของ GDP ในไตรมาส 4

YoY growth of demand-side indicators ^{1\}



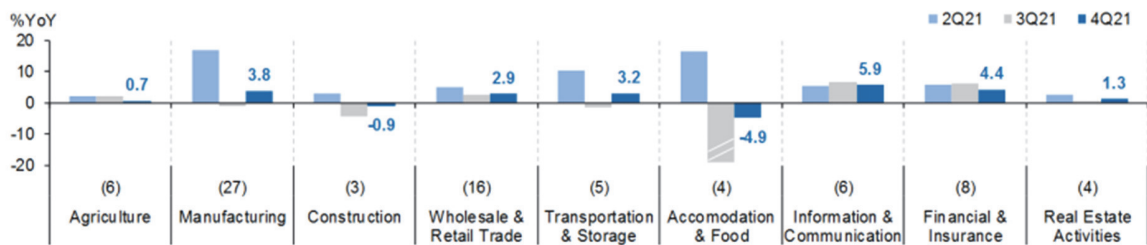
Contribution to GDP growth from demand-side indicators



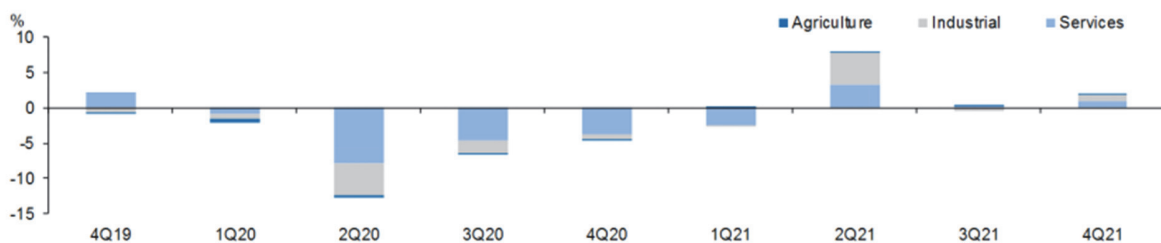
Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2021 GDP (CVM).
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 57: อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้น

YoY growth of supply-side indicators ^{1\}



Contribution to GDP growth from supply-side indicators



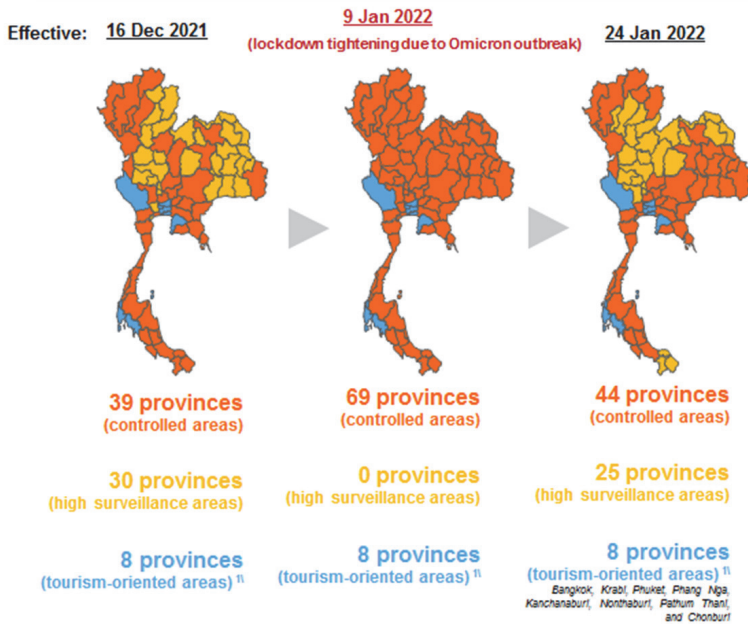
Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2020 GDP (CVM).
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การแพร่ระบาดของ Omicron ส่งผลกระทบจำกัดต่อเศรษฐกิจไทย
 นับตั้งแต่ไวรัส COVID-19 สายพันธุ์ Omicron เริ่มมีการแพร่ระบาดในไทย ส่งผลให้จำนวนผู้ติดเชื้อรายวันมีการเร่งตัวขึ้นสูงอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้ติดเชื้อรายวันที่เร่งตัวขึ้นกลับไม่ได้ทำจุดสูงสุดใหม่เมื่อเทียบกับระลอกที่มีการแพร่ระบาด COVID-19 สายพันธุ์ Delta เป็นวงกว้างในช่วงไตรมาส 3 ปีก่อน ส่งผลให้รัฐบาลบังคับใช้มาตรการที่เข้มงวดน้อยกว่ามาก ทั้งในมิติของระยะเวลาและความเข้มงวดของพื้นที่ กล่าวคือ รัฐบาล

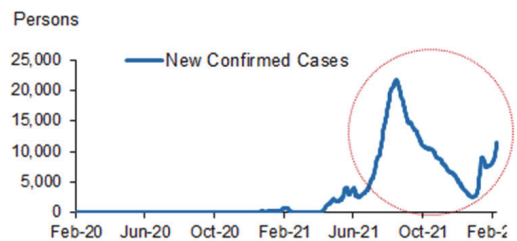
ได้มีการบังคับใช้มาตรการ Lockdown ในวันที่ 9 ม.ค. โดยปรับเพิ่มพื้นที่ควบคุม หรือพื้นที่สีส้ม เพิ่มขึ้นจาก 39 จังหวัด เป็น 69 จังหวัด (แต่ไม่มีการปรับพื้นที่ใดขึ้นเป็นพื้นที่สีแดง) ก่อนที่จะมีการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown ในวันที่ 24 ม.ค. หลังสถานการณ์การแพร่ระบาดมีความผ่อนคลายมากขึ้น ส่งผลให้กิจกรรมเศรษฐกิจสะท้อนผ่าน Google's Mobility Index ได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อยเท่านั้นในช่วงเดือน ม.ค. ซึ่งนับว่าดีกว่าที่ประเมินไว้

แผนภาพที่ 58: การแพร่ระบาด Omicron นำมาซึ่งมาตรการ Lockdown ที่เข้มงวดขึ้นเล็กน้อย (ไม่มีพื้นที่สีแดง) เพียง 2 ลำดับเท่านั้น

COVID-control zoning of provinces^{1\}



Confirmed cases, 7-day MA (as of 9 Feb)



Google's Retail Mobility Trend^{2\}, 7-day MA (as of 6 Feb)



Note: 1\ Blue zones allow alcohol consumption in restaurants and eateries with a relaxed curfew. 2\ 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, Google, Open Government Data of Thailand, CCSA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

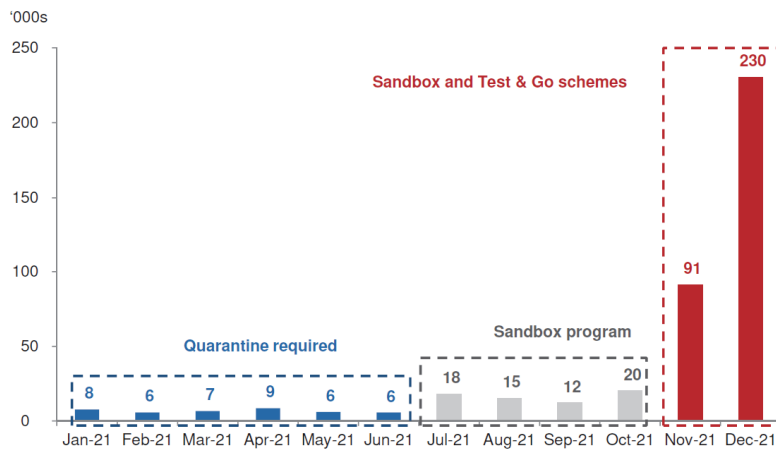
การกลับมาใช้มาตรการ Test & Go จะช่วยหนุนการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวในระยะข้างหน้า

นอกจากนี้ รัฐบาลได้อนุมัติให้เปิดรับผู้เดินทางเข้าประเทศในรูปแบบ Test & Go และอนุญาตให้ดำเนินการได้กับทุกประเทศ โดยเริ่มลงทะเบียนได้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.พ. เป็นต้นมา (ก่อนหน้านี้ได้มีการระงับการลงทะเบียนเพิ่มเติมในระบบ Test & Go ตั้งแต่วันที่ 24 ธ.ค. 2021) ปัจจัยดังกล่าวนับเป็นปัจจัยบวกต่อการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว หากเราอิงข้อมูลในอดีตพบว่า นับตั้งแต่มีการอนุมัติให้นักท่องเที่ยวเข้ามาผ่านช่องทาง Test & Go ในเดือนพ.ย. พบว่า จำนวนนักท่องเที่ยวมีการฟื้นตัวอย่างเห็นได้ชัด

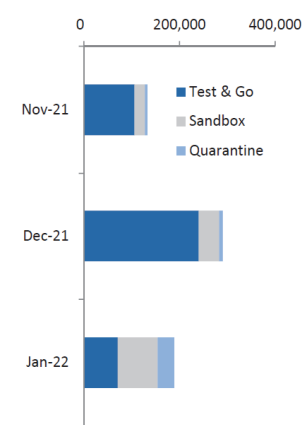
ในขณะที่ข้อมูลเบื้องต้นบ่งชี้ว่า โครงการดังกล่าวได้รับผลตอบรับที่ดีนับตั้งแต่การกลับมาเปิดให้ลงทะเบียนอีกครั้ง โดยระหว่างวันที่ 1-5 ก.พ. ที่ผ่านมา มีผู้ได้รับอนุมัติสะสมจากระบบ Thailand Pass Hotel & Swap System (TPHS) จำนวน 86,520 คน สะท้อนภาพการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ดีขึ้นในระยะข้างหน้า โดยในกรณีฐานเรายังคงประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวในปีนี้อยู่ที่ 5.5 ล้านคน แต่มองว่ามีน้ำหนักด้าน Upside เพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 59: รัฐบาลให้นักท่องเที่ยวต่างชาติสามารถกลับมาลงทะเบียนภายใต้ระบบ Test & Go ตั้งแต่วันที่ 1 ก.พ. เป็นต้นไป จะช่วยหนุนการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวให้เร่งตัวขึ้น

Foreign tourist arrivals (2021)



Visitor arrivals by scheme



ที่มา: DDC, FPO, MoTS, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐอนุมัติโครงการเพิ่มกำลังซื้อผู้บริโภคและกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศเพิ่มเติม วงเงิน 5.3 หมื่นล้านบาท

วันที่ 24 ม.ค. ที่ผ่านมา ครม. มีมติอนุมัติโครงการเพิ่มกำลังซื้อผู้บริโภคและกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศเพิ่มเติม วงเงินรวม 5.3 หมื่นล้านบาท โดยมีรายละเอียดที่สำคัญดังนี้

1. โครงการเพิ่มกำลังซื้อให้แก่ผู้มีบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ ระยะที่ 4 ครอบคลุมวงเงิน 8,071 ล้านบาท
 - การดำเนินการ: รัฐช่วยเหลือวงเงินค่าซื้อสินค้าจากร้านธงฟ้าราคาประหยัดพัฒนาเศรษฐกิจท้องถิ่น (ร้านธงฟ้า) และค่าซื้อสินค้าหรือค่าบริการจากร้านค้าหรือผู้ให้บริการที่เข้าร่วมโครงการคนละครึ่ง ระยะที่ 4
 - วงเงิน: ไม่เกิน 200 บาทต่อคนต่อเดือน รวมจำนวนไม่เกิน 600 บาทต่อคน
 - กลุ่มเป้าหมาย: ไม่เกิน 13.45 ล้านคน (ฐานข้อมูล ณ วันที่ 25 ม.ค. 2022)
 - ระยะเวลา: 3 เดือน (เดือน ก.พ. - เม.ย. 2022)

2. โครงการเพิ่มกำลังซื้อให้แก่ผู้ที่ต้องการความช่วยเหลือเป็นพิเศษ ระยะที่ 2 ครอบคลุมวงเงิน 1,352 ล้านบาท
 - การดำเนินการ: รัฐช่วยเหลือวงเงินค่าซื้อสินค้าจากร้านธงฟ้าราคาประหยัดพัฒนาเศรษฐกิจท้องถิ่น (ร้านธงฟ้า) และค่าซื้อสินค้าหรือค่าบริการจากร้านค้าหรือผู้ให้บริการที่เข้าร่วมโครงการคนละครึ่ง ระยะที่ 4 ให้แก่ผู้ที่ต้องการความช่วยเหลือเป็นพิเศษ อาทิ ผู้ที่ไม่สามารถเข้าถึงระบบอินเทอร์เน็ต ผู้ที่ไม่มีสมาร์ตโฟน ผู้สูงอายุ และผู้พิการ
 - วงเงิน: ไม่เกิน 200 บาทต่อคนต่อเดือน รวมจำนวนไม่เกิน 600 บาทต่อคน
 - กลุ่มเป้าหมาย: ไม่เกิน 2.25 ล้านคน
 - ระยะเวลา: 3 เดือน (เดือน ก.พ. - เม.ย. 2022)

3. โครงการคนละครึ่ง ระยะที่ 4 ครอบคลุมวงเงิน 34,800 ล้านบาท

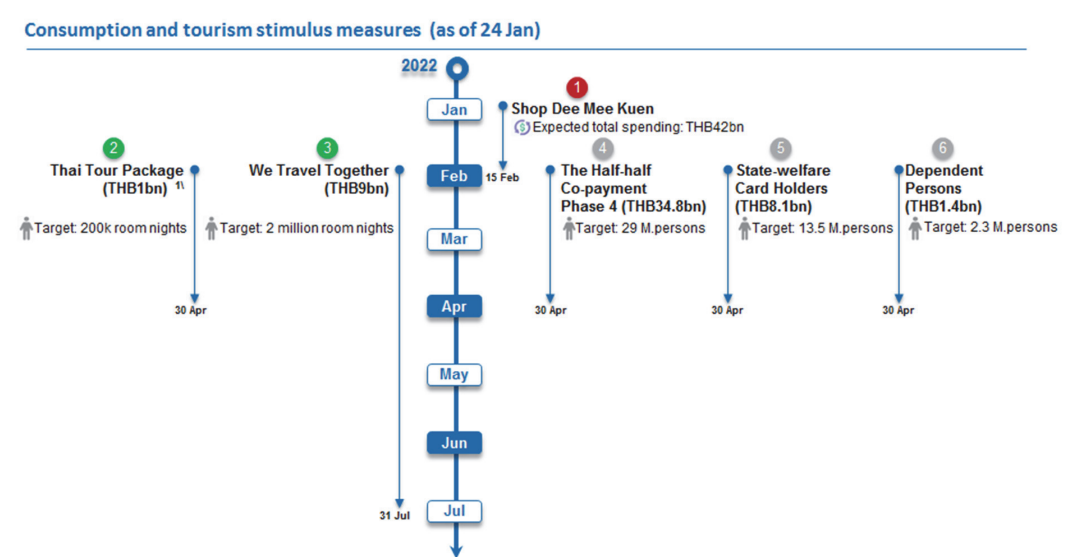
- การดำเนินการ: สนับสนุนวงเงินค่าอาหาร เครื่องดื่ม สินค้าทั่วไป และบริการนวดสปา ทำผม ทำเล็บ และบริการขนส่งสาธารณะ ยกเว้นสลากกินแบ่ง เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ ยาสูบ และสินค้าหรือบริการที่กระทรวงการคลังกำหนด
- วงเงิน: รัฐสนับสนุนค่าใช้จ่ายในอัตรา 50% ทั้งนี้ ไม่เกิน 150 บาทต่อคนต่อวัน หรือไม่เกิน 1,200 บาทต่อคน
- กลุ่มเป้าหมาย: ไม่เกิน 29 ล้านคน
- ระยะเวลา: 3 เดือน (เดือน ก.พ. - เม.ย. 2022)

นอกจากนี้ ครม. ยังได้อนุมัติโครงการเราเที่ยวด้วยกันรอบใหม่ ครอบคลุมวงเงิน 9,000 ล้านบาท โดยเพิ่มสิทธิสำหรับส่วนลดในการจองห้องพักจำนวน 2 ล้านสิทธิ ตั้งแต่ เดือน ก.พ. - ก.ค. 2022

มาตรการกระตุ้นการบริโภคและการท่องเที่ยวเพิ่มเติม คิดเป็นวงเงินรวมราว 5.3 หมื่นล้านบาท โดยกระทรวงการคลัง คาดว่ามาตรการรักษาระดับการบริโภคภายในประเทศข้างต้น (ข้อ 1-3) จะช่วยรักษากำลังซื้อของครัวเรือนจากเม็ดเงินที่คาดว่าจะหมุนเวียนเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในปี 2022 จำนวน 79,023 ล้านบาท ซึ่งจะช่วยให้ GDP ทั้งปี 2022 เพิ่มขึ้นจากกรณีฐาน 0.21% ต่อปี

ทั้งนี้ จากการเก็บข้อมูลของเราพบว่า วงเงินงบประมาณคงเหลือภายใต้ พ.ร.ก.ฯ 5 แสนล้านบาท จะเหลืออยู่ราว 1 แสนล้านบาท ซึ่งรัฐจำเป็นต้องมีการลงนามในสัญญากู้เงินหรือออกตราสารหนี้ภายในวันที่ 30 ก.ย. 2022 เพื่อให้สามารถใช้สิทธิในเม็ดเงินส่วนที่เหลือได้ในการกระตุ้นเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 60: รัฐบาลอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วง 1H22 โดยคิดเป็นเม็ดเงินราว 5.3 หมื่นล้านบาท



Note: 1\ The project reduced from 1 million room nights to 200k room nights (budget also reduced from THB5bn to THB1bn), which uses budget from THB1trn emergency loan decree.
ที่มา: Royal Thai Government, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเพื่อมีแนวโน้มแรงตัวขึ้นในช่วงครึ่งปีแรก แต่คาดเฉลี่ยทั้งปียังอยู่ในกรอบเป้าหมายของ ธปท.

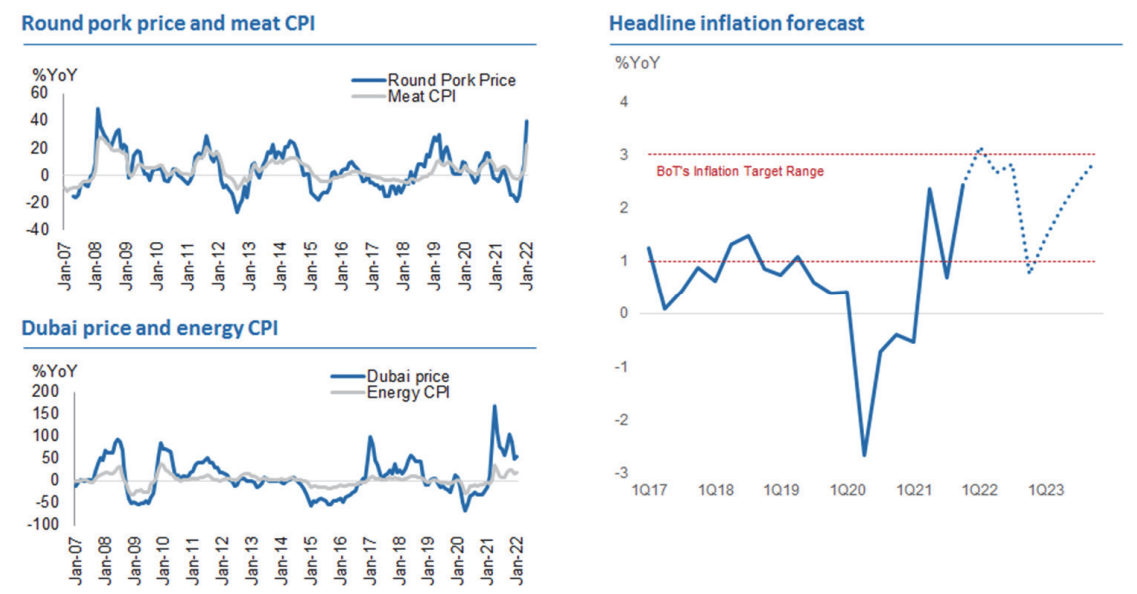
ด้านเงินเพื่อมีการเร่งตัวขึ้นในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา ขยายตัวสูงที่ 3.2% YoY (vs. 2.2% เดือนก่อน) โดยมีแรงหนุนจากราคาล้างงานและราคาอาหารสดที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นหลัก และส่วนหนึ่งจากฐานต่ำในปีที่แล้ว ซึ่งจะยังเป็นปัจจัยสำคัญที่จะหนุนตัวเลขเงินเฟ้อในช่วง 1H22 ให้มีแนวโน้มเหนือกรอบบนเป้าหมายเงินเฟ้อของ ธปท. ที่ 3%

อย่างไรก็ตาม การปรับเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าและบริการยังคงกระจุกตัว ภายใต้กำลังซื้อที่ยังเปราะบาง ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มจะหลุดกรอบเป้าหมายเพียงชั่วคราวในช่วงครึ่งแรกของปี ทำให้เราคาดว่าเงินเฟ้อเฉลี่ยทั้งปีจะยังอยู่ในกรอบเป้าหมาย โดยคาดปรับตัวเพิ่มขึ้น 2.3% (vs. 1.2% ในปี 2021) อีกทั้ง การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในแต่ละภาคส่วนที่แตกต่างกัน โดยเฉพาะภาคการท่องเที่ยวที่ยังอ่อนแอกว่าอยู่มาก (จำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2019 อยู่ที่ราว 40 ล้านคน) ดังนั้น

เรามองว่า ธปท. จะยังไม่อยากเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ย และคงคาดการณ์ในกรณีฐานว่า ธปท. อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ระดับ 0.50% ตลอดปีนี้

นอกจากนี้ ในช่วงต้นปี 2020 ที่ทาง ธปท. ได้มีการปรับลดเงินนำส่งเข้ากองทุน FIDF เป็นการชั่วคราว ทำให้ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ได้รับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (MLR) ลง 40bps ตามต้นทุนเงินนำส่งเข้ากองทุนที่ลดลง และได้มีการขยายระยะเวลาผ่อนผันไปจนถึงสิ้นปี 2022 ดังนั้น เมื่อเข้าสู่ปี 2023 อัตราดอกเบี้ย MLR จะกลับมาปรับเพิ่มขึ้นทันที 40bps (หลังครบกำหนดผ่อนผันเงินนำส่ง FIDF) ซึ่งจะเทียบเท่ากับการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นทางอ้อมราว 75bps (ในอดีต MLR จะปรับขึ้นราวครึ่งหนึ่งของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย) ดังนั้น เรามองว่า ธปท. อาจระบอประเมินความสามารถในการชำระหนี้ของภาคเอกชนภายใต้ดอกเบี้ยกั๊กที่ปรับเพิ่มขึ้น และตลาดแรงงานที่ยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ รวมถึงบริบทของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ณ เวลานั้น ก่อนตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 61: การปรับตัวขึ้นของราคาล้างงานและราคาอาหารสด หนุนให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นโดยเฉพาะในช่วง 1H22F



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

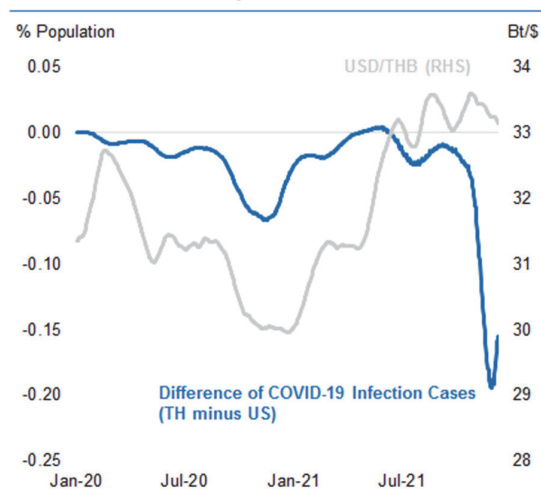
ด้านค่าเงินบาท ในช่วงที่ผ่านมาแข็งค่ากว่าที่เราได้เคยประเมินไว้ เนื่องจาก 2 เหตุการณ์หลัก กล่าวคือ 1) สถานการณ์การแพร่ระบาด COVID-19 ในประเทศตอนช่วงต้นปีที่ดีกว่าคาดดังกล่าวมาแล้วข้างต้น อีกทั้งเมื่อพิจารณาสัดส่วนจำนวนผู้ติดเชื้อใหม่ต่อจำนวนประชากร เทียบกันระหว่างไทยกับสหรัฐฯ จะเห็นได้ชัดเจนว่าสถานการณ์ของไทยดีกว่ามากในช่วงการระบาดของสายพันธุ์ Omicron ซึ่งช่วยหนุนมุมมองต่อผลกระทบที่จำกัดต่อเศรษฐกิจไทย (และค่าเงินบาท) ให้ดีกว่าสหรัฐฯ โดยเปรียบเทียบ

และ 2) นโยบายการเงินของ Fed ที่มีความเข้มงวดมากกว่าคาด (ดังรายละเอียดในส่วนสหรัฐฯ) ซึ่งจะส่งผลต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและกำไรบริษัท โดยสะท้อนได้จาก Inverted yield curve) ดังนั้น ด้วยปัจจัยข้างต้นทำให้ค่าเงินบาทมีกันชนสำหรับการอ่อนค่า โดยเราปรับคาดการณ์ค่าเงินบาทเฉลี่ยมาอยู่ที่ 33 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ สำหรับปีนี้

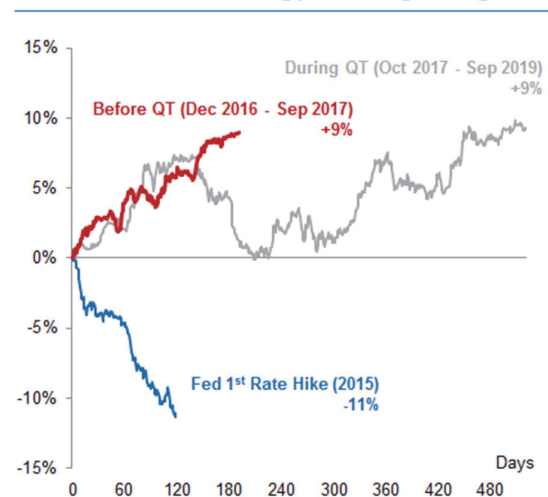
อย่างไรก็ดี ยังต้องจับตาความเสี่ยงที่อาจส่งผลทำให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าได้ อาทิ ความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน การเมืองในประเทศ และความไม่แน่นอนของไวรัส COVID-19 เป็นต้น 🌐

แผนภาพที่ 62: สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสที่ดีกว่าคาดในไทย และนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ ที่มีความเข้มงวดมากกว่าคาด (ส่งผลต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและกำไรของบริษัท) ส่งผลให้ค่าเงินบาทมีกันชนสำหรับการอ่อนค่า

COVID-19 cases vs USD/THB ^{1\}



Thai baht movement during past Fed tightening ^{2\}



Note: 1\ Data in 30-day MA. 2\ + = THB strongest and - = THB weakest against the USD.

ที่มา: Ourworldindata, Bloomberg, 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

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3454
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360
	เมกา บางนา ชั้น 1 : 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4: 02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3 : 02 458 2636
	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G: 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน : 02 550 1335
	พารามานาด ชั้น 3 : 02 947 5315	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168	
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารกนิษฐ์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	รัตนาธิเบศร์ : 02 965 5844	รังสิต : 02 959 2166
	วราจักร : 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	