

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

S&P500 อาจลดลงสู่ระดับ 3,600-3,800 จุด อาจเป็น Bottom ของการปรับฐานรอบนี้

เริ่มทยอยสะสมหุ้นที่ระดับต่ำกว่า 3,800 จุด โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ได้แก่ กลุ่ม Utilities และ Healthcare

รวมถึงกลุ่ม Tech. ในบริษัทที่สถานะการเงินแข็งแกร่ง มีผลกำไรเป็นบวก และได้ประโยชน์จาก Bond yield ที่ลดลง

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น.....	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	16
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	18
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	22
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ.....	23
• เศรษฐกิจยุโรป	28
• เศรษฐกิจจีน	33
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	38
• เศรษฐกิจไทย	42

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

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

ในช่วง 10 ปี ที่ผ่านมา นักลงทุนอาจจะคุ้นชินกับ Fed put หรือการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงิน หลังจากที่ตลาดหุ้นปรับตัวลงมาแล้วประมาณ -20% เช่น ในปี 2015 ซึ่ง Fed ตัดสินใจเลื่อนแผนการขึ้นดอกเบี้ยออกไป และในช่วงปลายปี 2018 ซึ่ง Fed ประกาศยุติการขึ้นดอกเบี้ย และหยุดทำ QT ในเวลาต่อมา ดัชนี S&P500 ปรับตัวลงมาแล้ว -19% จากจุดสูงสุดในต้นปี ใกล้เคียงกับเปอร์เซ็นต์ที่เกิด Fed put ในอดีต ทำให้นักลงทุนอาจคาดหวังให้ Fed เข้ามาอ้อมตลาดเหมือนในอดีต

อย่างไรก็ดี เรามองว่าอาจยังไม่ถึงเวลาที่ Fed จะเปลี่ยนมาทำที่ที่ผ่อนคลายนขึ้น เนื่องจากตัวเลขเงินเฟ้อยังไม่มีแนวโน้มลดลงชัดเจน ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจอื่นๆ ยังอยู่ในเกณฑ์ดี ห่างจากเกณฑ์ที่จะกดดันให้ Fed เปลี่ยนท่าที ทำให้ตลาดหุ้นยังขาดปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ และมี Downside อยู่

จากการวิเคราะห์ข้อมูลสถานะเศรษฐกิจ (ISM Manufacturing) และ Valuation (Earnings yield gap) ของ S&P500 ย้อนหลัง พบว่าดัชนี S&P500 อาจต้องลดลงสู่ระดับ 3,600-3,800 จุด ถึงจะสะท้อนภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันที่เพียงพอ และอาจเป็น Bottom ของการปรับฐานรอบนี้ เราจึงแนะนำให้เริ่มทยอยสะสมหุ้นที่ระดับต่ำกว่า 3,800 จุด โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งผลประกอบการไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจมากนัก ได้แก่ กลุ่ม Utilities และ Healthcare รวมถึงกลุ่ม Tech. ในบริษัทที่สถานะการเงินแข็งแกร่ง มีผลกำไรเป็นบวก และได้ประโยชน์จาก Bond yield ที่ลดลง

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรามอง S&P500 อาจลดลงสู่ระดับ 3,600-3,800 จุด ซึ่งน่าจะเป็นระดับที่สะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงพอสมควร และอาจเป็น Bottom ของการปรับฐานรอบนี้
- แนะนำให้เริ่มทยอยสะสมหุ้นที่ระดับต่ำกว่า 3,800 จุด โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งผลประกอบการไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจมากนัก ได้แก่ กลุ่ม Utilities และ Healthcare
- รวมถึงกลุ่ม Tech. ในบริษัทที่สถานะการเงินแข็งแกร่ง มีผลกำไรเป็นบวก และได้ประโยชน์จาก Bond yield ที่ลดลง

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้ไทย				<ul style="list-style-type: none"> - ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงตาม Bond yield สหรัฐฯ มาอยู่ที่ระดับ 3% - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะกลับมาลดลงในช่วง 1-3 เดือนข้างหน้า จากอัตราเงินเฟ้อที่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และเศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง ซึ่งจะส่งผลให้ Bond yield ระยะยาวของไทยลดลงต่อจากนี้ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น และผลบวกจากการเปิดเศรษฐกิจที่แผ่วลง - Valuation จากการประเมินโดยใช้ Earnings yield gap อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับแนวโน้มเศรษฐกิจ - มอง S&P500 ที่ระดับ 3,600-3,800 สะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวพอสมควร แนะนำให้เพิ่มน้ำหนักที่ระดับต่ำกว่า 3,800 จุด - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ ตามการทยอยเปิดรับท่องเที่ยว และมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐ - อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชนมีแรงกดดันเพิ่มเติมด้านต้นทุนจากการปรับเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ หลังมาตรการตรึงราคาน้ำมันดีเซลไม่เกิน 30 บาทต่อลิตรสิ้นสุดในเดือน เม.ย. ประกอบกับการพิจารณาปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ - ความเสี่ยงจากปัญหาการเมืองภายในประเทศ และแรงกดดันจากเงินเฟ้ออาจทำให้ BoT ปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่ากรณีฐานของเรา ซึ่งปัจจุบันอยู่ในช่วงกลางปีหน้า - Earnings อาจยังถูกปรับขึ้นซ้ำ ท่ามกลางการกลับมาระบาดของ COVID-19 ทั่วโลก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ตามแนวทางทางการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด (Zero-Covid policy) - อย่างไรก็ตาม PBoC มีการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยลดสัดส่วนเงินกู้สำรอง RRR และลดอัตราดอกเบี้ย LPR ลง. - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อประเด็นการเพิ่มกฎระเบียบไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจพึ่งพาการนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนสูงถึงเกือบ 5% ของ GDP - อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง อาจทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังสถานการณ์การระบาดคลี่คลายลง ขณะที่รัฐบาลกำลังออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่า 13.2 ล้านล้านเยน เพื่อสนับสนุนค่าครองชีพสำหรับครอบครัวที่มีบุตรและอุดหนุนราคาน้ำมัน ซึ่งรัฐบาลคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วง พ.ค.-ก.ย. - ได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินมากกว่า Fed และ ECB - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากการถอนนโยบายการเงินของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> - ผลกระทบทางเศรษฐกิจจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนค่อนข้างจำกัด เนื่องจากมูลค่าส่งออกและนำเข้ากับรัสเซียคิดเป็นเพียง 1% ของ GDP - มีปัจจัยบวกจากการเบิกใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากกองทุน EU Recovery Fund รวมถึงการออกงบข้ออาวุธสงคราม และการสนับสนุนพลังงานทางเลือก เพื่อลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซีย - แต่สงครามที่ยืดเยื้อ อาจส่งผลกระทบต่อ Sentiment ในการลงทุนต่อเนื่อง - Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> - ปัจจัยบวกในกลุ่มประเทศที่ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น บราซิล และชิลี ตามราคาที่ปรับขึ้นมาสูงมาก - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินบาทไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังเงินเฟ้อในภูมิภาคเร่งตัวขึ้นแรงเกินเป้าหมายธนาคารกลาง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession สูงขึ้น - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - แนะนำให้ทยอยเข้าซื้อสะสมทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - แนวโน้มราคาน้ำมันจะถูกกดดันจากปัจจัยทางด้านอุปสงค์ ที่เริ่มเห็นสัญญาณชะลอตัวลงอย่างชัดเจนหลังราคาน้ำมันพุ่งขึ้น - ในขณะที่ ปัจจัยบวกจากด้านอุปทานได้ถูก Priced-in ไปในตลาดมากแล้ว - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ได้ประโยชน์จากการเปิดเศรษฐกิจ และราคาบ้านที่ปรับเพิ่มขึ้นแรง - อย่างไรก็ตาม มีความเสี่ยงจากการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - ได้รับปัจจัยลบจาก 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	1,623	1.1%	2.4%	-4.0%	-4.3%	-1.4%	-2.1%	4.5%
Philippines PCOMP	6,746	1.3%	5.8%	-3.6%	-8.4%	-8.8%	-5.3%	8.8%
Indonesia JCI	6,918	1.4%	4.8%	-4.3%	-0.0%	3.6%	5.1%	19.8%
Singapore STI	3,241	1.6%	2.4%	-3.6%	-4.5%	0.4%	3.7%	3.9%
Malaysia KLCI	1,549	-0.0%	0.7%	-3.3%	-2.3%	1.7%	-1.2%	-0.8%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	20,717	3.0%	4.1%	0.4%	-12.4%	-16.0%	-11.5%	-27.2%
China H HSCEI	7,121	3.2%	4.6%	2.1%	-14.4%	-19.3%	-13.5%	-33.5%
MSCI China	68	2.8%	4.5%	1.9%	-16.2%	-25.2%	-19.8%	-36.5%
China CSI300	4,078	2.0%	2.2%	1.6%	-11.8%	-17.0%	-17.5%	-20.6%
Taiwan TWSE	16,145	0.8%	2.0%	-5.2%	-10.6%	-8.6%	-11.4%	-1.0%
Korea KOSPI	2,639	1.8%	1.3%	-2.4%	-3.0%	-11.9%	-11.4%	-16.4%
MSCI Korea	805	1.8%	1.7%	-1.0%	-4.2%	-12.0%	-11.7%	-17.8%
India SENSEX	54,326	2.9%	2.9%	-5.0%	-5.1%	-7.4%	-6.7%	7.5%
MSCI India	1,892	2.6%	2.9%	-6.9%	-4.2%	-7.8%	-7.1%	8.2%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,146	1.1%	1.0%	-4.4%	-0.8%	-3.6%	-4.0%	1.6%
Japan TOPIX	1,877	0.9%	0.7%	-1.5%	-0.2%	-8.1%	-5.8%	-1.4%
Japan Nikkei 225	26,739	1.3%	1.2%	-1.4%	1.1%	-10.2%	-7.1%	-5.6%
Europe STOXX600	431	0.7%	-0.5%	-4.9%	-5.0%	-10.0%	-11.6%	-3.0%
Euro STOXX50	3,657	0.5%	-1.3%	-4.8%	-8.0%	-14.6%	-14.9%	-9.2%
US Dow Jones	31,262	2.0%	-2.9%	-7.5%	-5.6%	-12.7%	-14.0%	-8.6%
US S&P500	3,901	0.0%	-3.0%	-8.7%	-7.7%	-16.8%	-18.1%	-6.1%
MSCI US REITs	1,286	0.3%	-3.0%	-15.2%	-7.1%	-14.4%	-18.5%	-1.7%
J-REITs	1,983	0.0%	0.6%	-0.5%	6.1%	-3.5%	-4.0%	-3.5%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,390	1.2%	-0.4%	-1.8%	-1.4%	1.7%	0.1%	5.3%
Germany DAX	13,982	0.7%	-0.3%	-1.1%	-4.4%	-12.3%	-12.0%	-9.4%
France CAC 40	6,285	0.2%	-1.2%	-4.5%	-7.3%	-10.8%	-12.1%	-1.6%
Switzerland SMI	11,309	-0.0%	-2.9%	-7.7%	-5.3%	-8.6%	-12.2%	0.7%
Portugal PSI 20	5,921	0.3%	3.8%	-1.4%	9.0%	7.7%	6.3%	12.3%
Spain IBEX 35	8,485	0.9%	1.8%	-1.9%	0.5%	-3.8%	-2.6%	-7.8%
Italy FTSE MIB	24,095	0.1%	0.2%	-0.8%	-7.2%	-10.6%	-11.9%	-3.5%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	108,488	1.4%	1.5%	-2.3%	-3.1%	4.7%	3.5%	-11.5%
Chile IPSA	4,983	0.0%	2.7%	2.4%	13.9%	6.1%	15.7%	22.1%
Mexico MEXBO	51,518	0.4%	3.9%	-3.1%	0.3%	0.8%	-3.3%	3.5%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	540	2.0%	3.3%	-3.5%	-11.7%	-16.2%	-14.3%	-21.0%
MSCI Latin America	2,376	2.2%	5.9%	-3.6%	-0.2%	14.1%	11.6%	-3.7%
MSCI All Country World	622	0.4%	-1.2%	-7.4%	-9.4%	-17.0%	-17.6%	-11.4%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	110.28	0.9%	-0.2%	7.3%	21.1%	44.9%	46.6%	77.7%
Brent Spot	112.55	0.5%	0.9%	5.4%	20.3%	42.7%	44.7%	72.9%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.27	-0.48	1.21	-1.78	-0.20	-0.52	-0.30	-0.79
Gold Spot	1846.50	0.2%	1.9%	-5.5%	-2.7%	2.1%	0.9%	-1.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	3266.51	0.1%	-0.1%	-1.8%	5.1%	7.0%	7.3%	4.5%
Bloomberg Agri Subindex	77.62	-0.4%	0.7%	1.2%	10.6%	24.6%	27.7%	35.1%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	287.56	0.7%	2.4%	-2.1%	-7.6%	-8.5%	-8.9%	-8.9%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	210.87	0.2%	0.1%	-0.6%	-1.6%	-1.5%	-1.6%	-1.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	294.94	0.3%	1.2%	-0.8%	-3.9%	-4.2%	-4.2%	-4.0%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	381.15	0.6%	2.1%	-1.9%	-5.8%	-7.1%	-7.3%	-6.2%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	251.82	0.3%	1.0%	-0.9%	-3.3%	-3.6%	-3.8%	-3.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	0.73	-0	0	13	23	21	22	27
2Y	1.73	-9	-2	55	102	106	108	120
5Y	2.39	-9	-29	34	98	119	111	129
10Y	3.12	-3	-27	35	93	117	122	124
Spread 10Y-2Y	139	6	-25	-20	-8	10	15	4
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.78	-6	-14	-5	85	123	127	116
Japan 10Y	0.24	-0	-0	-1	3	16	17	16
UK 10Y	1.89	3	15	-2	52	101	92	105
German 10Y	0.94	-1	-0	9	75	129	112	105
Spain 10Y	2.08	4	8	28	88	170	152	151
Italy 10Y	3.00	10	15	49	116	214	183	194
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	29.43	0.1	0.6	1.2	-1.6	10.1	12.2	9.3
Dollar index	103.15	0.4%	-1.4%	2.7%	7.4%	7.4%	7.8%	14.9%
USD/THB	34.41	-0.1%	-0.9%	1.8%	6.8%	4.3%	3.6%	9.7%
EUR/USD	1.06	-0.3%	1.5%	-2.6%	-6.8%	-6.1%	-7.1%	-13.5%
GBP/USD	1.25	-0.2%	1.8%	-4.4%	-8.3%	-6.8%	-7.8%	-12.0%
USD/JPY	127.88	0.2%	-1.0%	-0.0%	11.4%	11.4%	11.1%	17.5%
USD/CNY	6.69	-0.3%	-1.4%	4.3%	5.6%	4.8%	5.3%	4.0%
USD/CNH	6.70	-0.3%	-1.5%	3.9%	6.0%	4.9%	5.4%	4.1%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 5/21/2022 12:09:00 PM

ตลาดหุ้น

เรามอง S&P500 อาจลดลงสู่ระดับ 3,600-3,800 จุด ซึ่งน่าจะเป็นระดับที่สะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงพอสมควร และอาจเป็น Bottom ของการปรับฐานรอบนี้ เราจึงแนะนำให้เริ่มทยอยสะสมหุ้นที่ระดับต่ำกว่า 3,800 จุด โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งผลประโยชน์การไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจมากนัก ได้แก่ กลุ่ม Utilities และ Healthcare รวมถึงกลุ่ม Tech. ในบริษัทที่สถานะการเงินแข็งแกร่ง มีผลกำไรเป็นบวก และได้ประโยชน์จาก Bond yield ที่ลดลง

ตัวเลขเศรษฐกิจยังร้อนแรง หนุน Fed ขึ้นดอกเบี้ย

ในช่วง 10 ปี ที่ผ่านมานักลงทุนอาจจะคุ้นชินกับ Fed put หรือการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงิน หลังจากที่ตลาดหุ้นปรับตัวลงมาแล้วประมาณ -20% เช่น ในปี 2015 ซึ่ง Fed ตัดสินใจเลื่อนแผนการขึ้นดอกเบี้ยออกไป และในปี 2018 ซึ่ง Fed ประกาศยุติการขึ้นดอกเบี้ย และหยุดทำ QT ในเวลาต่อมา

ดัชนี S&P500 ปรับตัวลงมาแล้ว -19% จากจุดสูงสุด ในต้นปี ไกล่เคียงกับเปอร์เซ็นต์ที่เกิด Fed put ในอดีต ทำให้นักลงทุนอาจคาดหวังให้ Fed เข้ามาอุ้มตลาดเหมือนในอดีต อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าอาจยังไม่ถึงเวลาที่ Fed จะเปลี่ยนมา มีท่าทีที่ผ่อนคลายนโยบายขึ้น เนื่องจาก

1) อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ยังอยู่ในระดับที่สูงมาก ถึงแม้ล่าสุดจะลดลงเล็กน้อยเป็น 8.3% จากสูงสุดที่ 8.5% ในเดือนก่อน

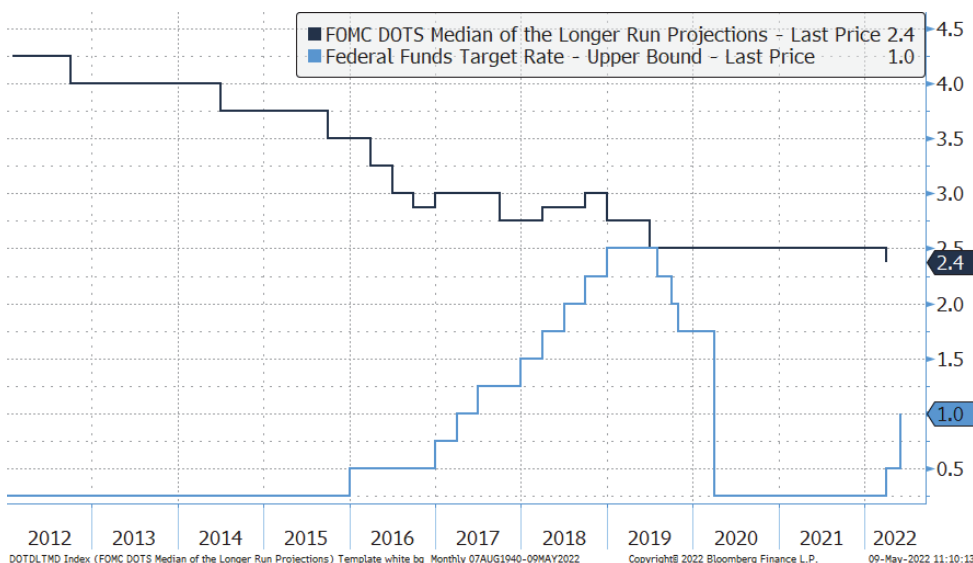
2) ค่าคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต เช่น 10 year Breakeven Inflation และ 5Y5Y Inflation Swap ยังอยู่ในระดับสูงที่ 2.9% และ 2.7% ตามลำดับ เกินกว่าเกณฑ์ของ Fed และระดับที่เกิด Fed put ในอดีตที่ 1.5% และ 2% ตามลำดับ

3) ดัชนีผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (ISM Manufacturing) ยังอยู่เกณฑ์ขยายตัวที่ 55 จุด

4) การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) ยังมีเป็นจำนวนมาก ล่าสุดเดือน เม.ย. อยู่ที่ 4.3 แสนราย มากกว่าเดือนละ 1.5 แสนราย ที่มักจะเกิด Fed put ในอดีตค่อนข้างมาก

ตัวเลขเงินเฟ้อที่ยังไม่มีแนวโน้มลดลงชัดเจน ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจอื่นๆ ยังอยู่ในเกณฑ์ดี ห่างจากเกณฑ์ที่จะกดดันให้ Fed เปลี่ยนท่าที ทำให้ตลาดหุ้นยังขาดปัจจัยบวก

แผนภาพที่ 1: Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยมาแล้ว 2 ครั้ง และยังคงต่ำกว่า 2.4% ที่ Fed คาดการณ์ไว้ในระยะยาว



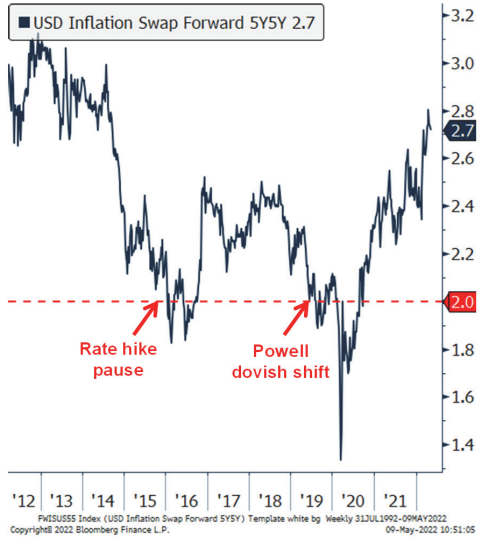
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: คาดการณ์เงินเฟ้อยังอยู่ในระดับที่สูง เกินกว่าระดับที่ Fed จะเปลี่ยนมาผ่อนคลาย

10Y breakeven is at 2.9%, above Fed's pivot of 1.5%



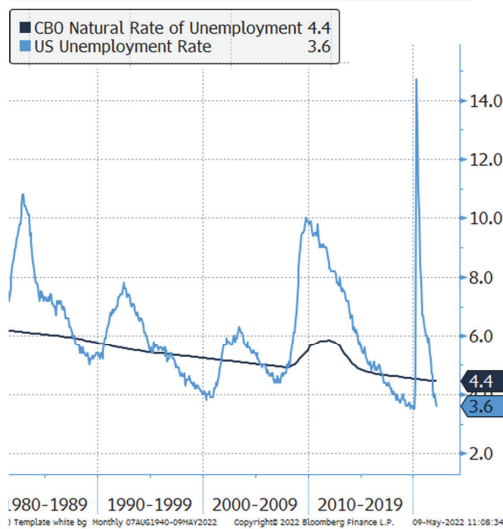
5Y5Y inflation swap is at 2.7%, above Fed's pivot of 2%



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

แผนภาพที่ 3: ตลาดแรงงานยังตึงตัวขึ้นต่อเนื่อง เป็นปัจจัยหนุนให้ค่าจ้างเติบโตขึ้น

Unemployment rate has continued to fall and is well below the natural rate



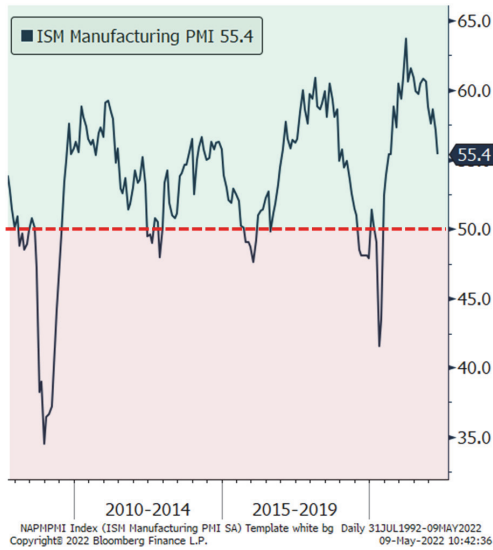
Wage growth rose above 5% YoY, inconsistent with the Fed's 2% inflation target



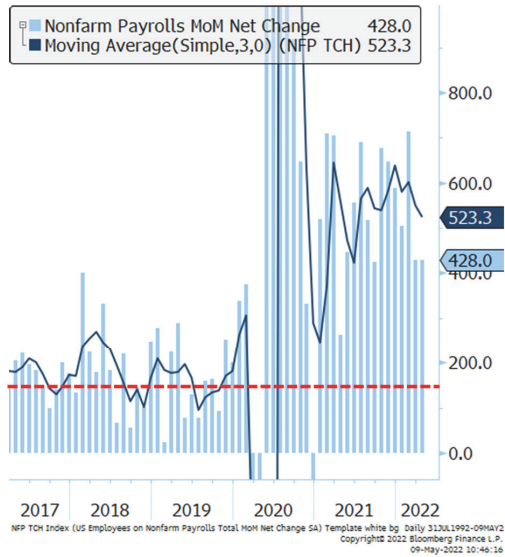
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 4: ตัวเลขเศรษฐกิจอื่นๆ ชะลอตัวลงในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา แต่ยังมีอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง

ISM manufacturing fell further, but remains above the 50 level which separates expansion from contraction



Hiring has slowed in recent months, but is still more than 150k per month above level prior to pandemic



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

แผนภาพที่ 5: ดัชนีส่วนใหญ่ยังคงรื้อแรง สนับสนุนให้ Fed ดำเนินนโยบายเข้มงวด

Indicators	Trends	Current	Fed's Trigger
Financial Markets			
S&P500 Drawdown	Worsening	-19%	More than -20% (SPX 3,840)
P/E of S&P500	Compressing	20x (50%tile)	19x (40th percentile)
VIX index	Rising	29pts	> 20pts
Yield Curve: 10Y-2Y	Inverted in April	23bps	Invert
Yield Curve: 10Y-3M	Flattening	179bps	Invert
Economic Growth			
ISM Manufacturing	Falling	55pts	Sharp fall or less than 50
Nonfarm Payrolls	Decelerating	428k	Falling & less than 150k
US Economic Surprise	Falling	-13pts	Negative
Inflation			
CPI	Rising	8.3%	Begins to fall
10Y Breakeven Inflation	Rising	2.9%	Less than 1.5%
5Y5Y Inflation Swap	Stabilizing	2.7%	Less than 2%
WTI Oil Price	Stabilizing	\$110/bbl	Peak
Financial Conditions			
High-Yield Credit Spread	Rising	479bps	More than 500bps
TED spread	Rising	49bps	More than 50bps
FRA-OIS spread	Rising	18bps	More than 50bps

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

Bond yield อาจเริ่มลดลงต่อจากนี้

แนวโน้มนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้ Bond yield ปรับสูงขึ้น โดยเฉพาะหลังเกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับสูงขึ้น ทำให้ Fed จำเป็นต้องเร่งปรับนโยบาย เพื่อสกัดเงินเฟ้อ

อย่างไรก็ดี เรามอง Bond yield ที่ระดับประมาณ 3% ในปัจจุบัน น่าจะเป็นจุดสูงสุด ก่อนจะเริ่มปรับตัวลงในระยะข้างหน้า เนื่องจากตลาดน่าจะมีการ price-in ประเด็นการเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงินไปมากแล้ว และระดับคาดการณ์ความเข้มงวดในปัจจุบันเริ่มสะท้อนภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นแล้ว

โดยการ price-in การลดขนาดงบดุล (QT) เห็นได้จากการเพิ่มขึ้นของ Term premium หรือ ส่วนต่างของผลตอบแทนระหว่างการถือพันธบัตรระยะยาวจนครบอายุ กับการถือพันธบัตรระยะสั้นแล้วซื้อใหม่ไปเรื่อยๆ (Roll-over) ที่ระยะเวลาเท่ากัน ซึ่ง Term premium ของ Bond อายุ 10 ปี ได้เพิ่มขึ้นมาแล้ว 70bps มากกว่าที่เพิ่มขึ้นจาก QT รอบก่อนในปี 2018

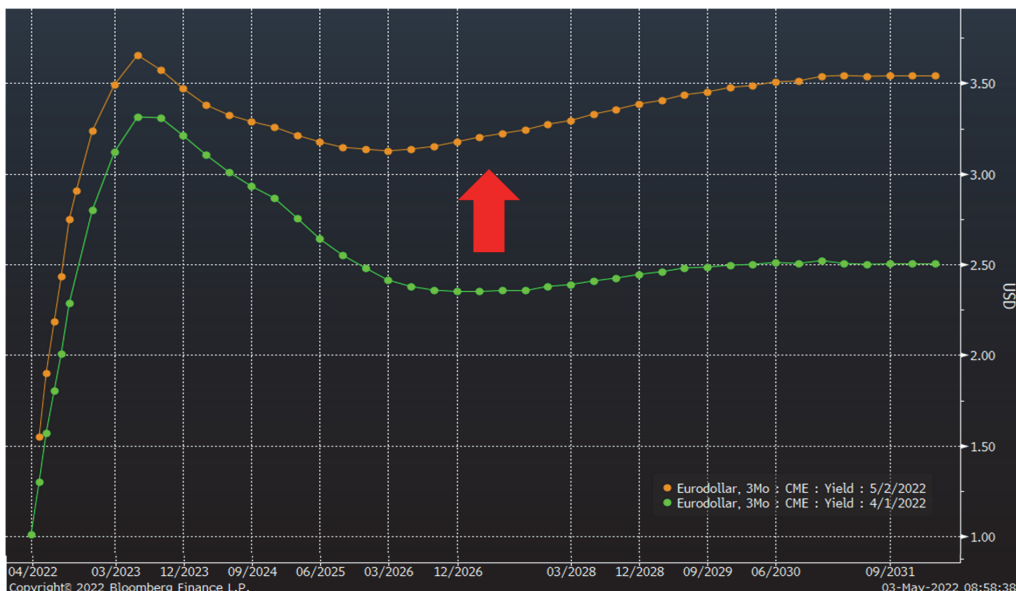
นอกจากนี้ การเพิ่มขึ้นในสัดส่วนดังกล่าว ก็เทียบเท่ากับการลดขนาดงบดุลจนถึงปีหน้าแล้ว โดยงานวิจัยของนักวิชาการหลายฉบับ ประเมินว่าการเปลี่ยนแปลงของงบดุลของ Fed มูลค่า 6 แสนล้าน จะส่งผลต่อ Bond yield ระยะยาวราว 10-40bps ซึ่ง Fed ประกาศจะเริ่มลดขนาดงบดุลในวันที่ 1 มิ.ย. โดยจะทยอยปล่อยให้พันธบัตรรัฐบาลหมดอายุและไม่ซื้อกลับ สูงสุด

เดือนละ 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะเวลา 3 เดือนแรก ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นเป็นเดือนละ 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หลังจากนั้น รวมจนถึงสิ้นปี 2023 Fed จะลดงบดุลมูลค่าทั้งหมด 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งน่าจะทำให้ Bond yield 10 ปี เพิ่มขึ้นราว 15-70bps ดังนั้น Term premium ที่เพิ่มขึ้นมา 70bps จึงน่าจะสะท้อนการลดขนาดงบดุลไปจนถึงสิ้นปีหน้าแล้ว

ขณะที่ การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย ตลาดปัจจุบันคาดว่า Fed จะขึ้นสูงสุดถึงระดับราว 3.5% ในช่วงกลางปี 2023 ซึ่งสูงกว่าอัตรา 2.5% ที่ขึ้นไปสูงสุดในการขึ้นดอกเบี้ยรอบก่อนแล้ว และสูงกว่ากรอบอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะยาว (Longer-run Fed Funds Rate) ที่ 2-3%

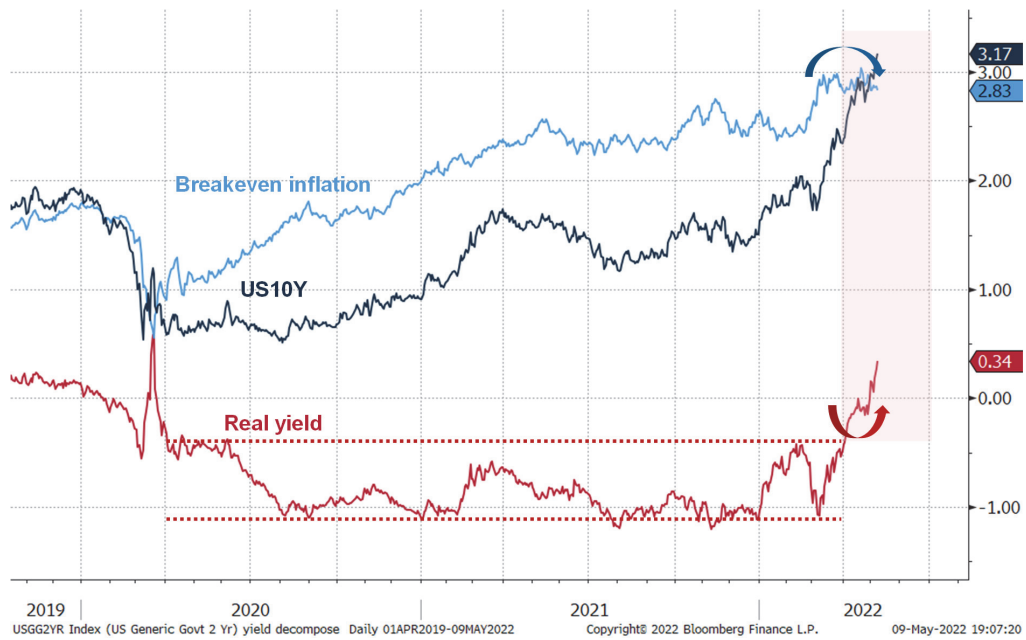
การทำ QT และแนวโน้มการปรับขึ้นดอกเบี้ย ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 0.3% สูงสุดตั้งแต่ปี 2019 หลังจากที่ได้ลดลงมาตลอดตั้งแต่เกิดการแพร่ระบาดของ Covid ในต้นปี 2020 และที่ระดับดังกล่าว ใกล้เคียงกับ Neutral rate ที่ Fed ประเมิน หรือระดับอัตราดอกเบี้ยที่สนับสนุนให้เกิดการจ้างงานและผลผลิตสูงสุด ในขณะที่เงินเฟ้อคงที่ ดังนั้น Real yield ที่ปรับเพิ่มขึ้นสูง และกลับสู่แดนบวก จึงสะท้อนภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น ซึ่งอาจเริ่มส่งผลชะลอการเติบโตของเศรษฐกิจ ทำให้เรามอง Bond yield 10 ปี น่าจะเริ่มลดลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 6: ตลาดปัจจุบันคาดว่า Fed จะขึ้นสูงสุดถึงระดับราว 3.5% ในช่วงกลางปี 2023



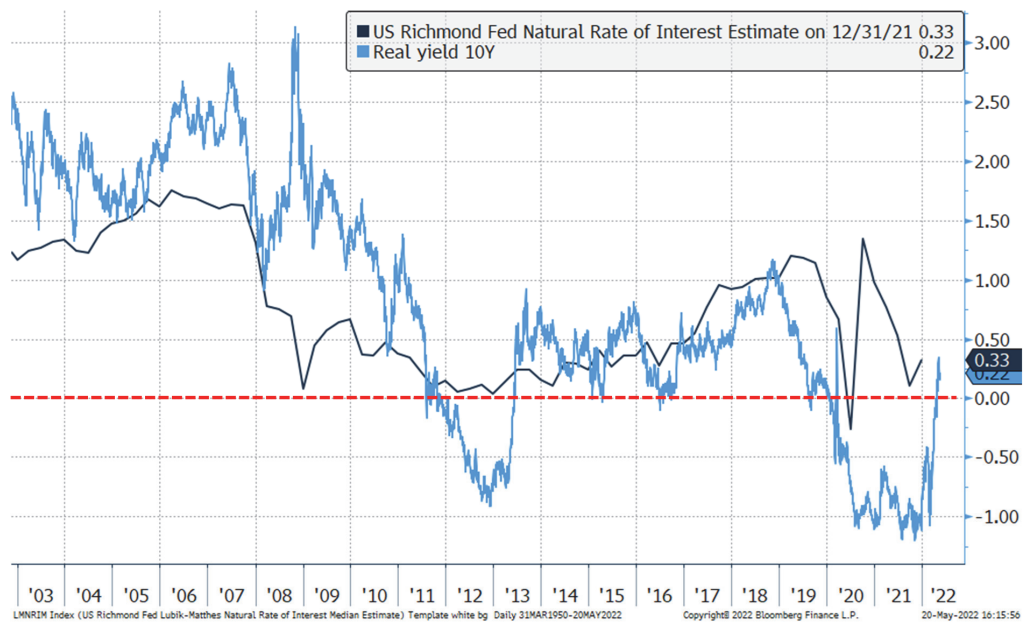
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 7: อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 0.3% สูงสุดตั้งแต่ปี 2019 หลังจากที่ดินลุมมาตลอดตั้งแต่เกิดการแพร่ระบาดของ Covid ในต้นปี 2020



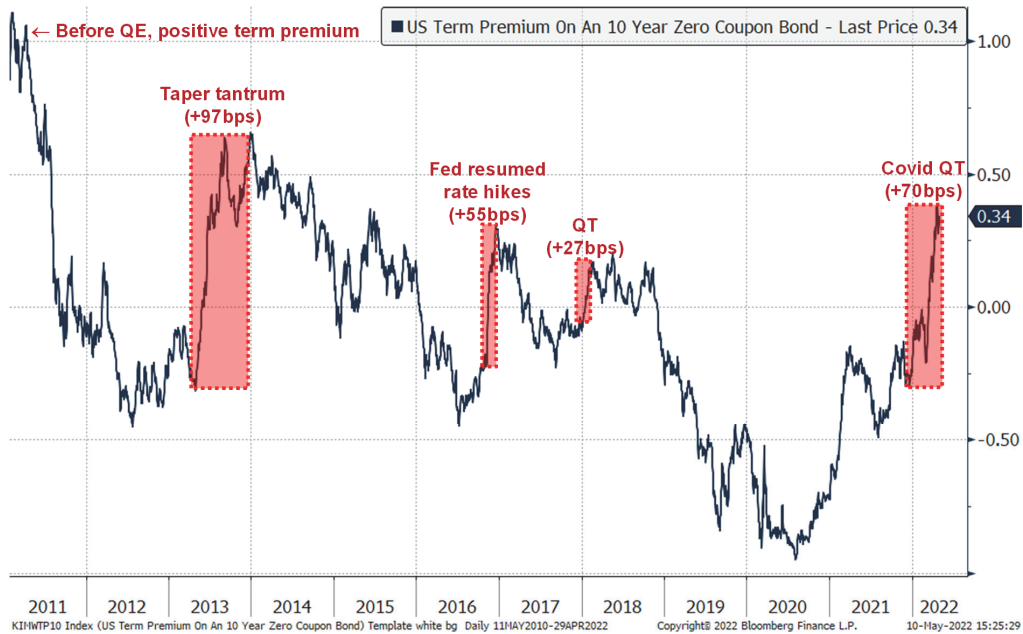
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 8: Real yield เพิ่มขึ้นใกล้เคียงกับ Neutral rate ที่ Fed ประเมิน หรือระดับอัตราดอกเบี้ยที่สนับสนุนให้เกิดการจ้างงานและผลผลิตสูงสุด ในขณะที่เงินเฟ้อคงที่



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

แผนภาพที่ 9: Term premium เพิ่มขึ้น 70bps จากปลายปีก่อน สะท้อนการลดขนาดงบดุลราว 1 ล้านล้าน ดอลลาร์สหรัฐฯ หรือถึงสิ้นปี 2023



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

ถึงแม้เราจะมอง Bond yield จะเริ่มปรับตัวลดลง แต่ Bond yield ที่ลดลง ก็อาจไม่ส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นอย่างน้อยในช่วงแรก เนื่องจาก Valuation ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่แพงมาก

S&P500 อาจต้องลดลงสู่ระดับ 3,600-3,800 จุด ถึงจะสะท้อนภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน

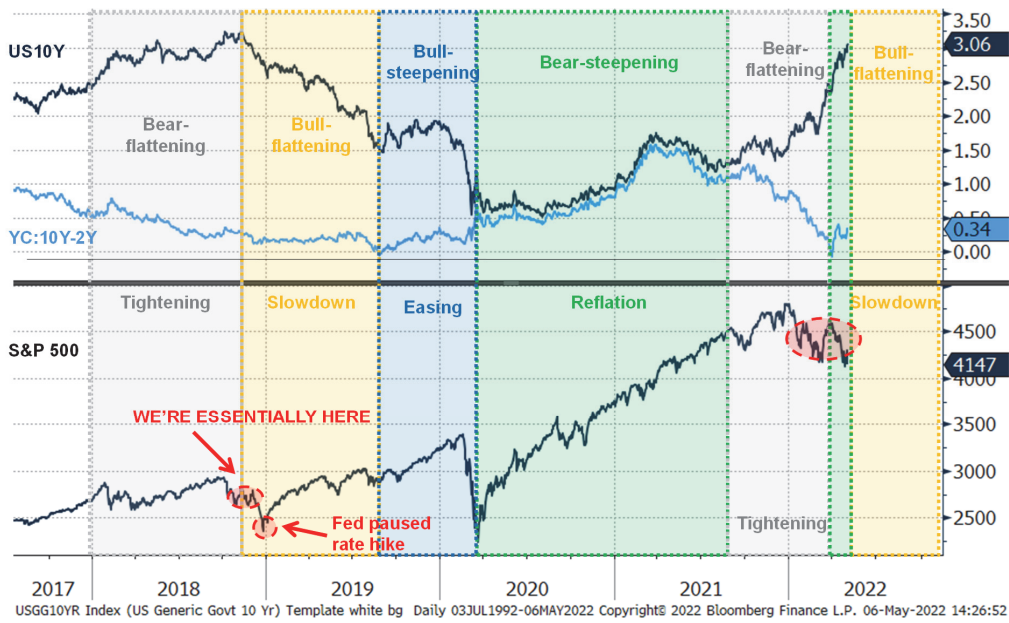
ตลาดหุ้นเผชิญกับแรงกดดันทั้งจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นตั้งแต่ต้นปี ทำให้ดัชนี S&P500 ปรับลดลงมาแล้ว -19% แต่การปรับลดลงดังกล่าว ดูจะยังไม่สอดคล้องกับสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบัน

โดยเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลงตั้งแต่ช่วงปลายปีก่อน เห็นได้จากผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing) ที่ลดลงต่อเนื่องจากกว่า 60 จุด ในเดือน พ.ย. 2021 จนมาอยู่ที่ 55 จุดในปัจจุบัน ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดตั้งแต่เดือน ก.ค. 2020 และเข้าใกล้ระดับต่ำกว่า 50 จุด ซึ่งเป็นเกณฑ์บ่งชี้เศรษฐกิจหดตัว

แต่ Valuation ของตลาดหุ้นกลับแพงขึ้น สะท้อนใน Earnings yield gap (EYG) หรือส่วนต่างระหว่าง Earning Yield (Earning/Price หรือส่วนกลับของ P/E ratio) กับ Bond yield 10 ปีของสหรัฐฯ ที่ลดลงเป็น 2.9% ซึ่งเทียบเท่าระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 2008 สะท้อนความน่าสนใจในการลงทุนในตลาดหุ้นที่ต่ำมาก เมื่อเทียบกับการลงทุนในพันธบัตร

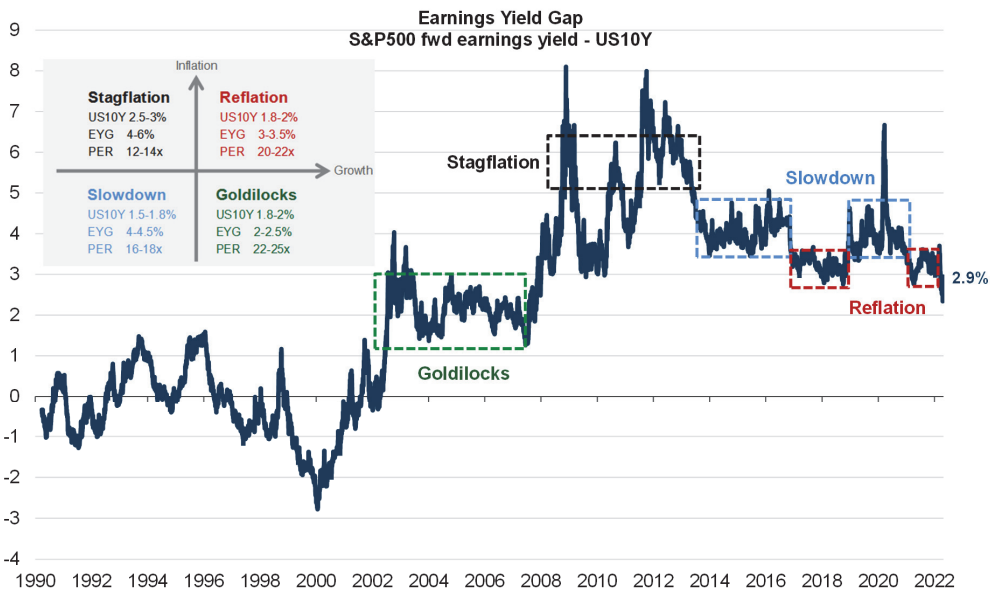
จากการวิเคราะห์ข้อมูลสถานะเศรษฐกิจ (ISM Manufacturing) และ Valuation (EYG) ของ S&P500 ย้อนหลัง พบว่า EYG จะต้องเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.6-3.8% ถึงจะสะท้อนสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบันที่เพียงพอ ดังนั้น EYG ที่อาจเพิ่มขึ้นสู่ระดับดังกล่าว และ Bond yield 10 ปี ที่อาจลดลงสู่ระดับ 2.6-2.8% ทำให้เราประเมินว่าดัชนี S&P500 อาจลดลงระดับ 3,600 ถึง 3,800 จุด คิดเป็นการลดลงราว 5-10% จากระดับปัจจุบัน

แผนภาพที่ 10: Bond yield ระยะยาว อาจเริ่มปรับลดลง แบบ Bull-flattening แต่อาจยังไม่เป็นบวกต่อตลาดหุ้นในช่วงแรก



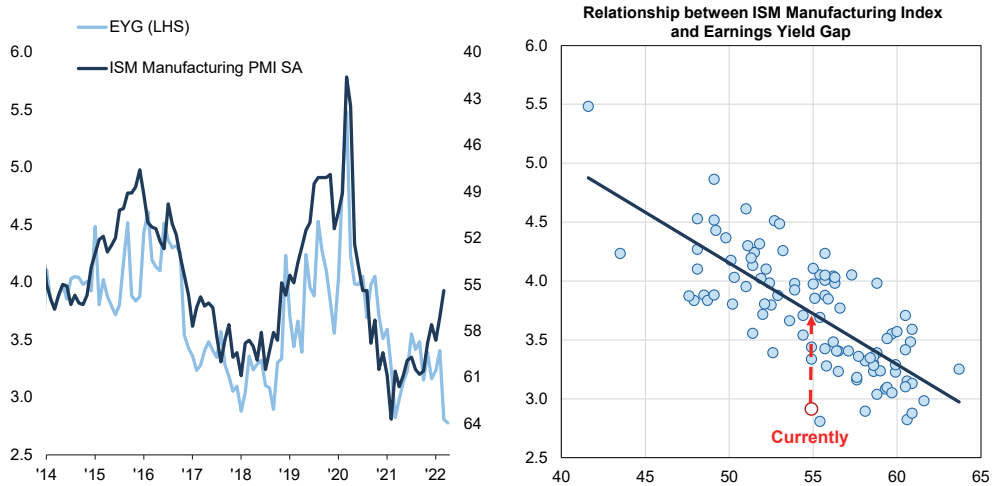
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: Earnings yield gap อยู่ที่ 2.9% ซึ่งเทียบเท่าระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 2008 สะท้อนความน่าสนใจในการลงทุนในตลาดหุ้นที่ต่ำมาก เมื่อเทียบกับการลงทุนในพันธบัตร



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

แผนภาพที่ 12: Earnings yield gap อาจต้องเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.6-3.8% ถึงจะสะท้อนสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบันที่เพียงพอ



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

แผนภาพที่ 13: หาก EYG เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.6-3.8% และ Bond yield 10 ปี ลดลงสู่ระดับ 2.6-2.8% ดัชนี S&P500 อาจลดลงระดับ 3,600 ถึง 3,800 จุด

S&P500 sensitivity to earnings yield gap and 10-year bond yield

		US 10-year yield								
		2.00	2.20	2.40	2.60	2.80	3.00	3.20	3.40	3.60
EYG	2.20	5,595	5,341	5,109	4,896	4,700	4,519	4,352	4,196	4,052
	2.40	5,341	5,109	4,896	4,700	4,519	4,352	4,196	4,052	3,917
	2.60	5,109	4,896	4,700	4,519	4,352	4,196	4,052	3,917	3,790
	2.80	4,896	4,700	4,519	4,352	4,196	4,052	3,917	3,790	3,672
	3.00	4,700	4,519	4,352	4,196	4,052	3,917	3,790	3,672	3,561
	3.20	4,519	4,352	4,196	4,052	3,917	3,790	3,672	3,561	3,456
	3.40	4,352	4,196	4,052	3,917	3,790	3,672	3,561	3,456	3,357
	3.60	4,196	4,052	3,917	3,790	3,672	3,561	3,456	3,357	3,264
	3.80	4,052	3,917	3,790	3,672	3,561	3,456	3,357	3,264	3,176
	4.00	3,917	3,790	3,672	3,561	3,456	3,357	3,264	3,176	3,092
4.20	3,790	3,672	3,561	3,456	3,357	3,264	3,176	3,092	3,013	

Annotations: A blue arrow points to the 'Current' value of 3,790 at the intersection of EYG 2.60 and US10Y 3.20. A red arrow points to the 'Slowdown scenario' value of 3,672 at the intersection of EYG 3.60 and US10Y 2.60. A red text box states: 'Slowdown scenario: US10Y falls to 2.6-2.8% EYG widens to 3.6-3.8%'.

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

แนะนำให้ทยอยสะสมหุ้นที่ระดับต่ำกว่า 3,800 จุด โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive

เรามองว่า S&P500 ที่ระดับต่ำ 3,600-3,800 จุด น่าจะสะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงพอสมควร และอาจเป็น Bottom ของการปรับฐานรอบนี้ เราจึงแนะนำให้เริ่มทยอยสะสม

หุ้นที่ระดับต่ำกว่า 3,800 จุด โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งผลประกอบการไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจมากนัก ได้แก่ กลุ่ม Utilities และ Healthcare รวมถึงกลุ่ม Tech. ในบริษัทที่สถานะการเงินแข็งแกร่ง มีผลกำไรเป็นบวก และได้ประโยชน์จาก Bond yield ที่ลดลง 🍷

แผนภาพที่ 14: หุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งผลประกอบการไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจมากนัก ได้แก่ กลุ่ม Utilities และ Healthcare รวมถึงกลุ่ม Tech ที่ได้ประโยชน์จาก Bond yield มักจะ outperform ตลาดในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว

Risk on ←————→ Risk off

Average monthly returns during different yield curve regimes				
YC Regimes:	Bear steepening	Bear flattening	Bull flattening	Bull steepening
S&P 500 cycles:	Reflation	Tightening	Slowdown	Easing
S&P 500	1.6%	1.2%	0.7%	0.4%
Real Estate	0.1%	0.3%	1.5%	0.3%
Utilities	0.0%	0.5%	1.4%	-0.3%
Info. Tech.	1.7%	2.2%	1.2%	2.0%
Cons. Stap.	0.7%	0.2%	1.0%	0.7%
Comm. Serv.	1.0%	-0.7%	0.9%	0.6%
Health Care	1.5%	1.4%	0.9%	1.1%
Cons. Disc.	1.8%	1.6%	0.8%	1.7%
Industrials	2.0%	0.8%	0.6%	-1.1%
Financials	2.8%	1.0%	0.2%	-2.1%
Materials	1.7%	0.7%	0.2%	0.9%
Energy	1.5%	0.4%	-0.4%	-4.0%

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

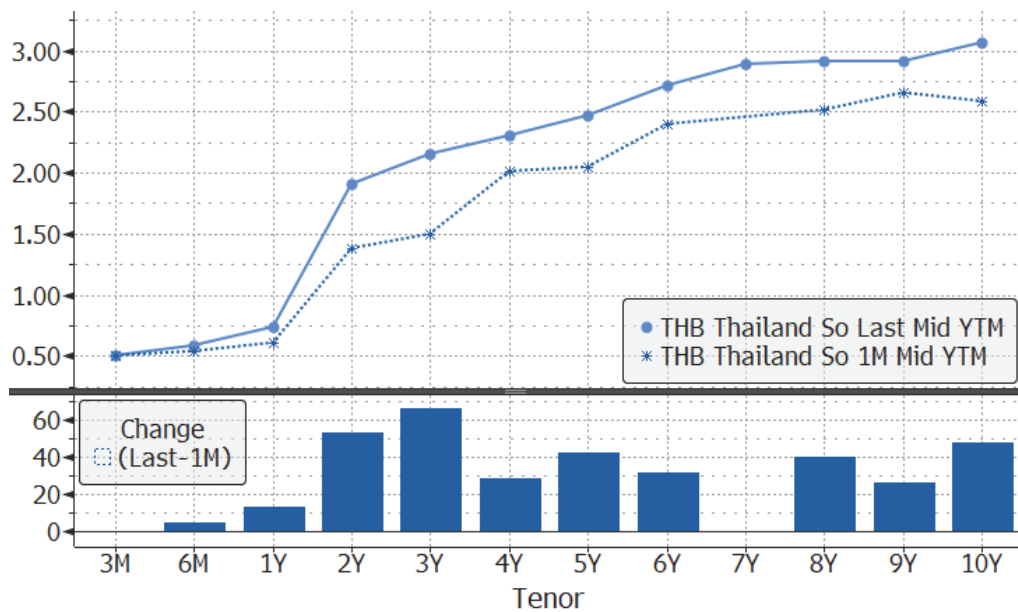
ตลาดตราสารหนี้

เรามอง Bond yield สหรัฐฯ น่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และจะเริ่มลดลงในช่วง 1-3 เดือนข้างหน้าจาก
1) อัตราเงินเฟ้อที่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และ 2) เศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง

ผลตอบแทนพันธบัตรของไทยปรับตัวขึ้นทุกช่วงอายุในเดือนที่ผ่านมา โดยพันธบัตรอายุ 2 ปี ขึ้นมาอยู่ที่ 2% สะท้อนความเสี่ยงในการขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทยในช่วง

1-2 ปีข้างหน้า ในขณะที่พันธบัตรอายุ 10 ปีปรับตัวขึ้นต่อเนื่องมาอยู่ที่ราว 3.1%

แผนภาพที่ 15: เส้นผลตอบแทนพันธบัตรของไทย



Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

20-May-2022 12:01:21

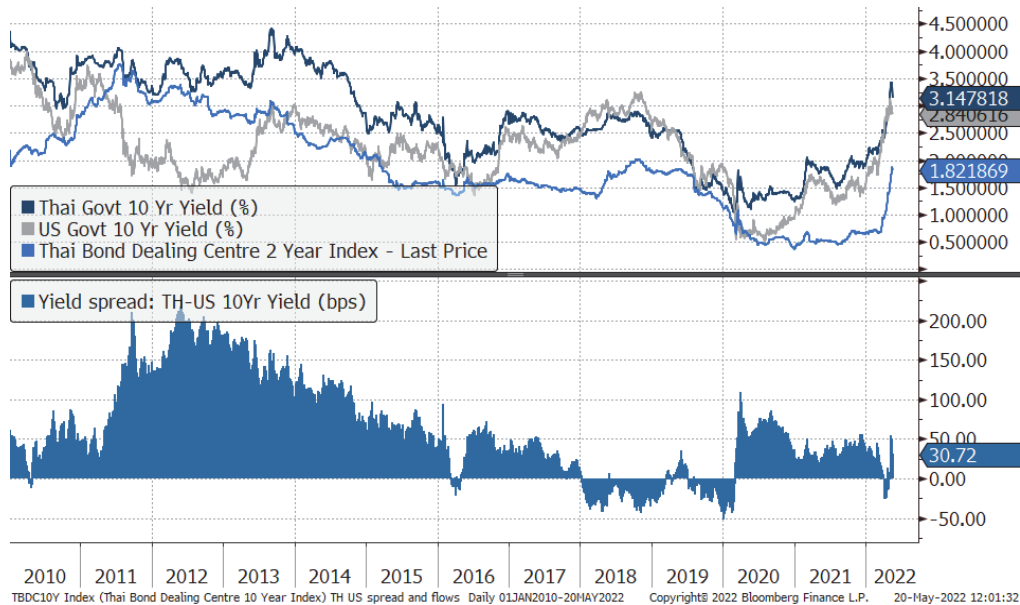
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Bond yield สหรัฐฯ น่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

Bond yield สหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นปี ทำจุดสูงสุดที่ราว 3.1% ในช่วงต้นเดือน พ.ค. ก่อนจะปรับลดลงมาอยู่ที่ราว 2.8% ในปัจจุบัน เราเชื่อว่า Bond yield สหรัฐฯ ได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว โดยประเมินจาก 1) ค่าการณัอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed (Eurodollar Futures) ที่ตลาดคาด

ว่าจะขึ้นไปถึงจุดสูงสุดที่ราว 3.5% ในช่วงกลางปีหน้า ซึ่งสูงกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณตาม Dot Plot ที่ 2.75% แล้ว และ 2) Term Premium ซึ่งเพิ่มขึ้นมาแล้วราว 70bps นับตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว ได้สะท้อนผลกระทบจาก QT ในระยะ 1 ปีข้างหน้าไปแล้วเช่นกัน (ดูรายละเอียดในส่วนตลาดหุ้น)

แผนภาพที่ 16: ผลตอบแทนพันธบัตรน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว



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

เรามอง Bond yield จะกลับมาลดลงในช่วง 1-3 เดือนข้างหน้าจาก 1) อัตราเงินเฟ้อที่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และ 2) เศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง 🌀

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ตลาดประเมินโอกาสเกิด Recesson สูงขึ้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำ เรายังคงแนะนำให้ทยอยสะสมทองคำที่ระดับราคาต่ำกว่า 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากภาวะ Recesson สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันจะถูกกดดันจากปัจจัยทางด้านอุปสงค์ ที่เริ่มเห็นสัญญาณชะลอตัวอย่างชัดเจนหลังราคาน้ำมันพุ่งขึ้น ในขณะที่ปัจจัยบวกจากด้านอุปทานได้ถูก Priced-in ไปในตลาดมากแล้ว

ราคาทองคำ

ตลาดมองความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recesson สูงขึ้น

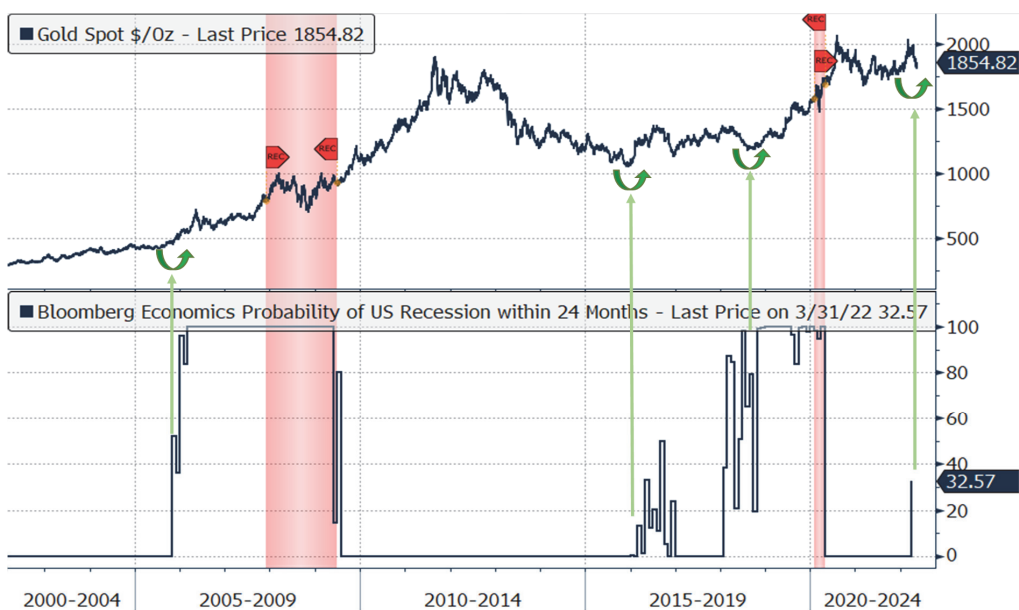
ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ตลาดประเมินความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recesson) สูงขึ้น โดย Bloomberg Economics ประเมินโอกาสที่เศรษฐกิจจะเกิด Recesson ในช่วง 2 ปีข้างหน้า เพิ่มขึ้นเป็น 30% จาก 0% ในช่วงต้นปี

การ Price-in ความเสี่ยงดังกล่าวจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำ โดยเมื่อพิจารณาการเคลื่อนไหวของราคาทองคำ

กับโอกาสเกิด Recesson ย้อนหลัง พบว่าช่วงที่โอกาสเกิด Recesson เพิ่มขึ้นจะเป็นจุดกลับตัวของราคาทองคำที่สำคัญ เช่น ปี 2005 2015 และ 2018 นอกจากนี้ ในช่วงที่มีโอกาสเกิด Recesson ราคาทองคำมักจะเป็นขาขึ้นต่อเนื่อง

เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า ในขณะที่ Fed ยังคงใช้นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง ตลาดน่าจะมีการประเมินความเสี่ยง Recesson เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เป็นปัจจัยหนุนให้ราคาทองคำกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราจึงยังคงแนะนำให้ทยอยสะสมทองคำระดับราคาต่ำกว่า 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

แผนภาพที่ 17: ตลาดประเมินโอกาสเกิด Recesson สูงขึ้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำ



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

น้ำมัน

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันจะถูกกดดันจากปัจจัยทางด้านอุปสงค์ ที่เริ่มเห็นสัญญาณชะลอตัวลง อย่างชัดเจนหลังราคาน้ำมันพุ่งขึ้น ในขณะที่ปัจจัยในด้านอุปทานได้ถูก Priced-in ไปในตลาดมากแล้ว

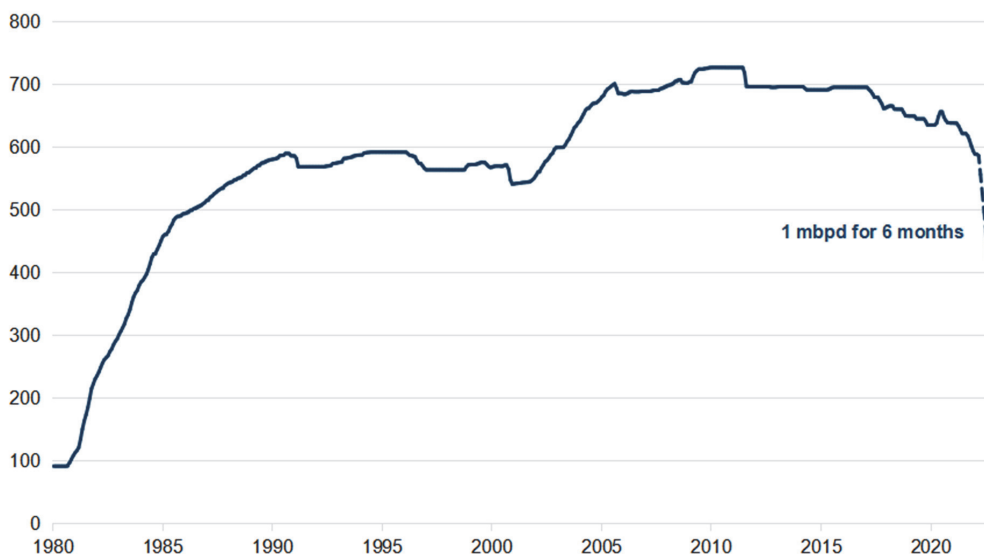
ปัจจัยบวกจากด้านอุปทานได้ถูก Priced-in ไปในตลาดมากแล้ว

ปัจจัยหนุนราคาน้ำมันจากด้านอุปทาน เช่น การคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียของสหรัฐฯ และความเสี่ยงที่ยุโรปอาจเข้าร่วมการคว่ำบาตรด้วย เป็นปัจจัยที่ตลาดรับรู้และติดตาม

อย่างใกล้ชิดมาโดยตลอด ซึ่งทำให้ปัจจัยบวกดังกล่าวน่าจะถูกตลาดซึมซับไปมากแล้ว

นอกจากนั้น สหรัฐฯ ยังมีการประกาศปล่อยน้ำมันดิบออกจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) เพื่อบรรเทาผลกระทบของการคว่ำบาตรจำนวน 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ต่อเนื่องเป็นเวลา 6 เดือน ซึ่งสหรัฐฯ มีการนำเข้าจากรัสเซียเพียง 2 แสนบาร์เรลต่อวันเท่านั้น ดังนั้นการปล่อยน้ำมันจากคลังดังกล่าวจึงมากกว่าปริมาณน้ำมันที่ได้รับผลกระทบจากการคว่ำบาตรโดยตรง และน่าจะช่วยเพิ่มอุปทานในตลาดโลกได้ในระยะสั้น

แผนภาพที่ 18: สหรัฐฯ ประกาศปล่อยน้ำมันดิบออกจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) จำนวน 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ต่อเนื่องเป็นเวลา 6 เดือน



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

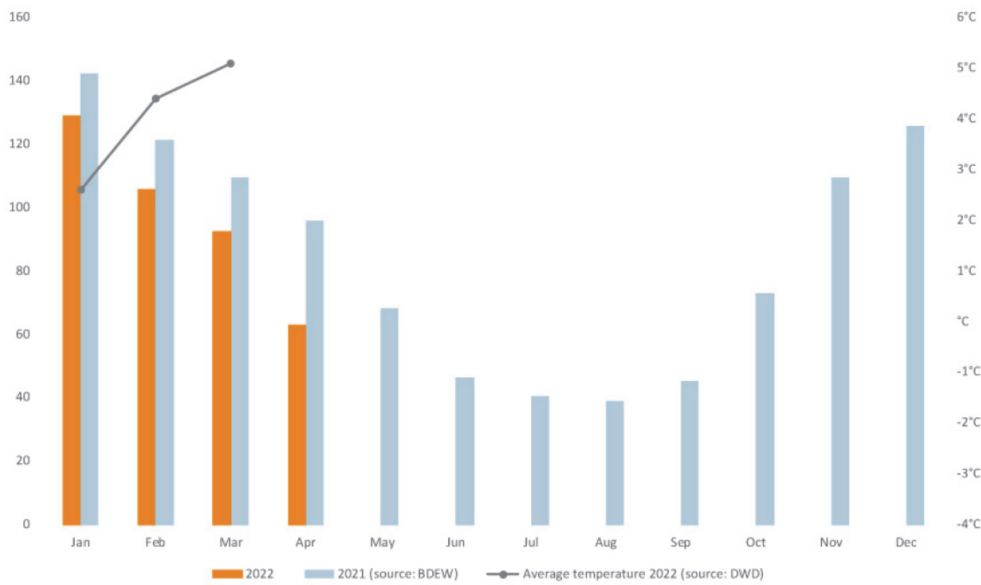
การบริโภคน้ำมันเริ่มลดลงหลังราคาเพิ่มขึ้นแรง

การบริโภคสินค้าพลังงานเริ่มถูกกระทบจากราคาที่พุ่งขึ้นแรงหลังรัสเซียเข้าบุกยูเครนปลายเดือน ก.พ. เช่น การบริโภคก๊าซธรรมชาติของเยอรมันี่ที่ลดลงถึงเกือบ 40% ในเดือน เม.ย.

เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เช่นเดียวกับการบริโภคน้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มลดลงอย่างชัดเจนตั้งแต่เดือน มี.ค. จนมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่าปีก่อนราว 7%

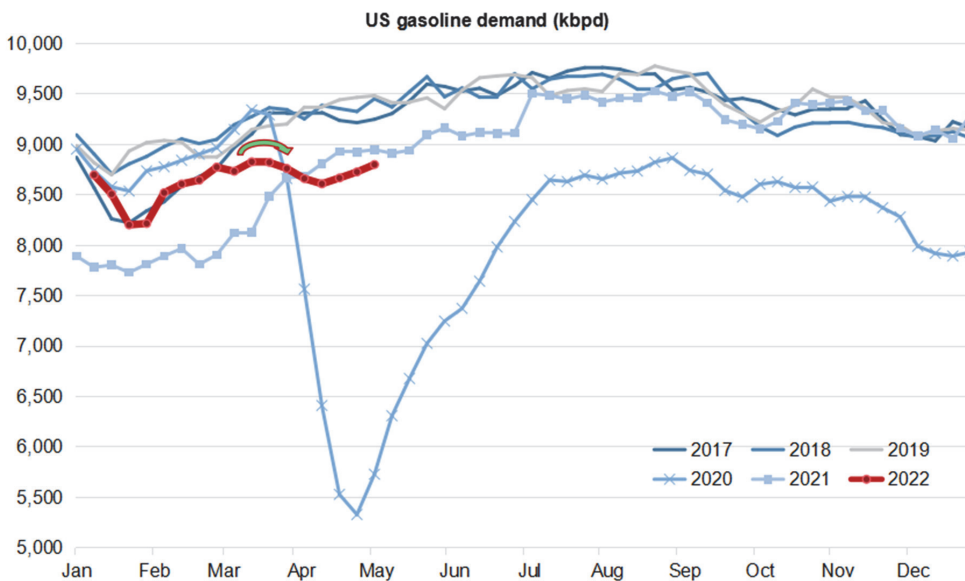
แผนภาพที่ 19: การบริโภคก๊าซธรรมชาติของเยอรมันที่ลดลงถึงเกือบ 40% ในเดือน เม.ย. เมื่อเทียบกับปีก่อน

Monthly consumption of natural gas in Germany
TWh/month



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

แผนภาพที่ 20: การบริโภคน้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ ลดลงราว 7% เมื่อเทียบกับปีก่อน



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

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันจะถูกกดดันจากปัจจัยทางด้านอุปสงค์ ที่เริ่มเห็นสัญญาณชะลอตัวลงอย่างชัดเจนหลังราคาน้ำมันพุ่งขึ้น ในขณะที่ปัจจัยในด้านอุปทานได้ถูก Priced-in ไปในตลาดมากแล้ว

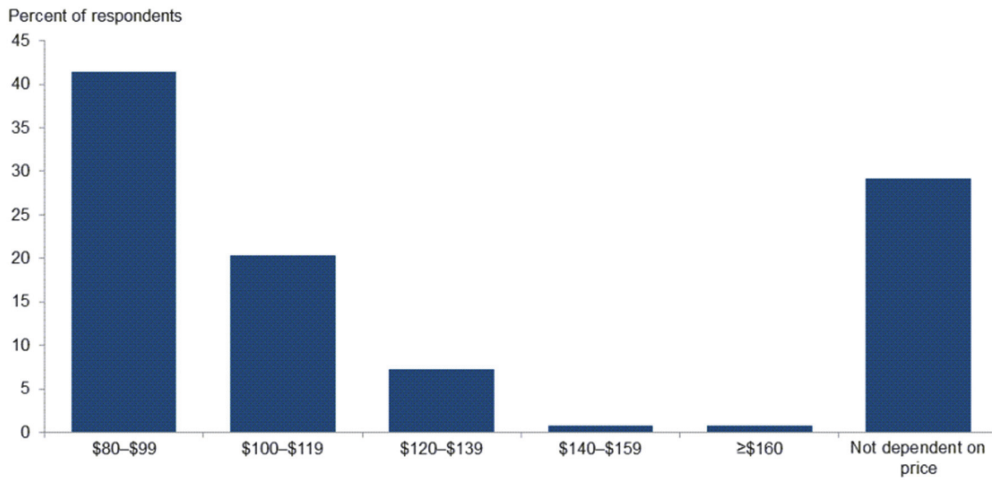
การผลิต Shale oil มีแนวโน้มฟื้นตัวเร็วขึ้น

ผลสำรวจบริษัทผู้ผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ซึ่งจัดทำโดย Fed สาขา Dallas (Dallas Fed Energy Survey) ชี้ว่าผู้ผลิต

น้ำมันในสหรัฐฯ ส่วนใหญ่จะกลับมาลงทุนขยายกำลังการผลิตเมื่อราคาน้ำมันยืนเหนือ 80 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล นอกจากนั้นยังมีแรงสนับสนุนจากภาครัฐ ให้เร่งผลิต Shale oil เพื่อบรรเทาผลกระทบจากราคาน้ำมันสูงอีกด้วย ซึ่งปัจจัยดังกล่าว ทำให้ EIA ปรับเพิ่มประมาณการการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ โดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นราว 8 แสนบาร์เรลต่อวัน ไปอยู่ที่ 12.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในช่วงปลายปี และเพิ่มต่อเนื่องเป็น 13.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ปลายปีหน้า

แผนภาพที่ 21: ผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะกลับมาลงทุนขยายกำลังการผลิตเมื่อราคาน้ำมันยืนเหนือ 80 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล

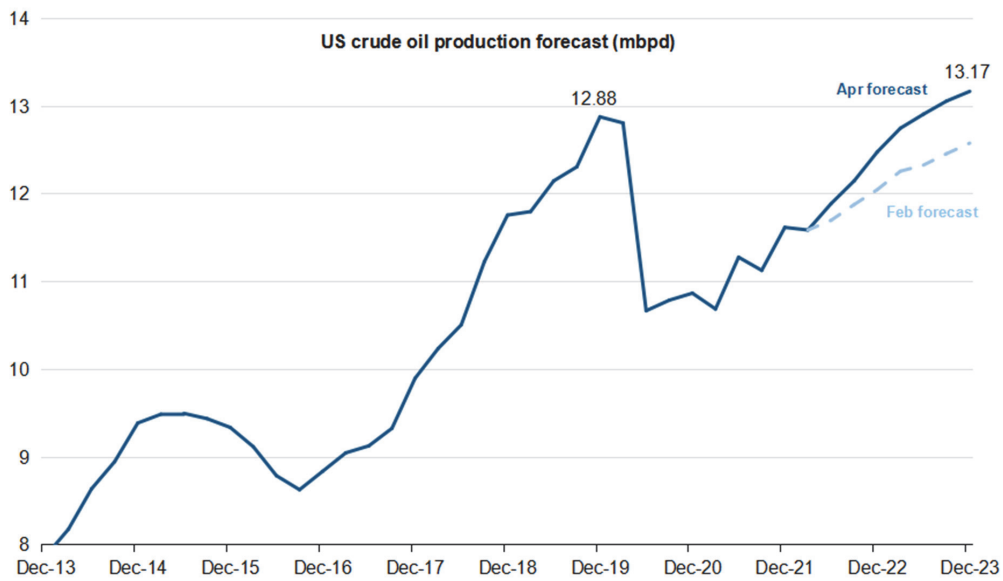
What West Texas Intermediate crude oil price is necessary to get publicly traded U.S. producers back into growth mode?



NOTE: Executives from 123 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, March 9–17, 2022.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

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

แผนภาพที่ 22: EIA ปรับเพิ่มคาดการณ์การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ เผชิญหลายปัจจัยเสี่ยงในไตรมาส 2 อาทิ สงครามรัสเซีย-ยูเครนและการ Lockdown เพื่อควบคุม COVID ในจีน ที่ซ้ำเติมปัญหาขาดแคลนอุปทาน สร้างแรงกดดันเงินเฟ้อเพิ่มเติม และกดดันความเชื่อมั่นให้ลดลง นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังเผชิญแรงกดดันจากการเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ที่เริ่มส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในตลาดบ้าน อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในตลาดบ้านยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่อเนื่อง ท่ามกลางอุปทานในตลาดบ้านที่ตึงตัวอย่างมาก และอุปสงค์โดยรวมที่ยังได้แรงหนุนจากภาวะการจ้างงานและรายได้ที่เติบโตดี ด้าน Fed คาดจะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา 50bps ต่อครั้ง ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค.
- เศรษฐกิจยูโรโซนยังได้ปัจจัยสนับสนุนจากภาคบริการที่ได้รับอานิสงส์จากการเปิดเศรษฐกิจหลัง COVID-19 ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ได้รับผลกระทบจากสงครามและการ Lockdown ในจีน ทั้งนี้ ยุโรปได้ออกแผน REPowerEU เพื่อลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซียเมื่อต้นเดือน มี.ค. แต่แผนดังกล่าวมีความเข้มงวดมากขึ้นจากความตึงเครียดด้านพลังงานจากรัสเซียในปีนี้อย่างชัดเจน ดังนั้น ต้องติดตามการบริหารจัดการเรื่องพลังงานของยุโรปอย่างใกล้ชิด เนื่องจากจะกระทบเงินเฟ้อและเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ ด้านนโยบายการเงิน ECB ได้ส่งสัญญาณเร่งถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินทั้งการยุติ QE โดยเร็วและรีบปรับขึ้นดอกเบี้ยทันทีในเดือน ก.ค. จากเงินเฟ้อที่มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ขณะที่ปัจจุบันตลาดคาด ECB จะขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งในปีนี้อย่างน้อย จากเดือน เม.ย. ที่คาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวในเดือน ธ.ค.
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นแม้จะฟื้นตัวขึ้นหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายลง แต่ยังคงมีความไม่แน่นอนสูงจากสถานการณ์ระหว่างรัสเซีย-ยูเครน และการ Lockdown ในจีน ที่ส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสูงขึ้น ห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงัก และส่งผลกระทบต่อพัฒนาการเศรษฐกิจทั่วโลก ซึ่งจะกระทบต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่นในระยะข้างหน้า ขณะที่รัฐบาลญี่ปุ่นกำลังออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่า 13.2 ล้านล้านเยน เพื่อสนับสนุนค่าครองชีพสำหรับครอบครัวที่มีบุตรและอุดหนุนราคาน้ำมัน ซึ่งรัฐบาลคาดว่าจะลดเงินเฟ้อในช่วง พ.ค.-ก.ย. ด้านนโยบายการเงินมีแนวโน้มผ่อนคลายต่อเนื่อง ซึ่งเราคาด BoJ จะมีจุดยืนที่ผ่อนคลายไปตลอดจนเดือน เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ตามปัจจัยเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและเงินเฟ้อที่ยังไม่ได้เกิดจากแรงกดดันฝั่งอุปสงค์
- เศรษฐกิจจีนยังคงถูกกดดันต่อเนื่องจากการใช้มาตรการ Zero-COVID ของรัฐบาลที่ทำให้มีการประกาศ Lockdown ในหลายพื้นที่ อาทิ Shanghai และ Beijing ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาคบริการและภาคการผลิตต้องหยุดชะงักลง ทั้งนี้ ในการประชุม Politburo ล่าสุด ทางการเงินยังคงมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจของปีนี้ โดยจะใช้การบริโภคและการลงทุนเป็นเครื่องยนต์หลัก โดยเรามองการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลดดอกเบี้ยและ RRR ในครั้งนี้มีแนวโน้มเป็นไปอย่างจำกัด เนื่องจาก PBoC มีท่าทีระมัดระวังการผ่อนคลายเป็นวงกว้างมากขึ้น โดยเรามองว่า PBoC อาจปรับลดดอกเบี้ย MLF/LPR ลงอีกเพียง 10bps ในปีนี้ และอาจมีการลดลงเพิ่มอีกหาก Targeted policy ไม่สามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้ตามที่คาดหวัง
- เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.2% YoY ในไตรมาสแรก จากการใช้จ่ายภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้น ในระยะข้างหน้า การผ่อนคลายมาตรการเปิดรับนักท่องเที่ยวจะหนุนให้กิจกรรมเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องภาคการท่องเที่ยวฟื้นตัวต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชนมีแรงกดดันเพิ่มเติมจากการปรับเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ รวมทั้งราคาน้ำมันดีเซลหลังจากที่มาตรการตรึงราคาไว้ไม่เกิน 30 บาทต่อลิตรสิ้นสุดลงในเดือน เม.ย. โดยหากปัจจัยต่างๆ อาทิ ราคาน้ำมันดีเซลที่ปรับเพิ่มขึ้น และพิจารณาการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ รวมทั้งการปรับขึ้นราคาสินค้าและบริการของผู้ประกอบการสูงกว่าที่คาด จนทำให้คาดการณ์เงินเฟ้อในระยะข้างหน้าเร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยยะ จะเป็นปัจจัยหนุนที่อาจทำให้ ธปท. ตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้นกว่าคาดการณ์ในกรณีฐานของเราได้ (ปัจจุบันคาดขึ้นดอกเบี้ยช่วงกลางปีหน้า)

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ เผชิญหลายปัจจัยเสี่ยงในไตรมาส 2 อาทิ สงครามรัสเซีย-ยูเครนและการ Lockdown เพื่อควบคุม COVID ในจีน ที่ซ้ำเติมปัญหาขาดแคลนอุปทาน สร้างแรงกดดันเงินเฟ้อเพิ่มเติม และกดดันความเชื่อมั่นให้ลดลง โดยเฉพาะผู้บริโภค นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังเผชิญแรงกดดันจากการเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ที่เริ่มส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในตลาดบ้าน อย่างไรก็ดี กิจกรรมในตลาดบ้านยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่อเนื่องท่ามกลางอุปทานในตลาดบ้านที่ตึงตัวอย่างมาก และอุปสงค์โดยรวมที่ยังได้แรงหนุนจากภาวะการจ้างงานและรายได้ที่เติบโตดี ด้าน Fed คาดจะยังไม่ปรับเปลี่ยนจุดยืนในการชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยในระยะเวลาใกล้นี้จากเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง และคาดว่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา 50bps ต่อครั้ง ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค.

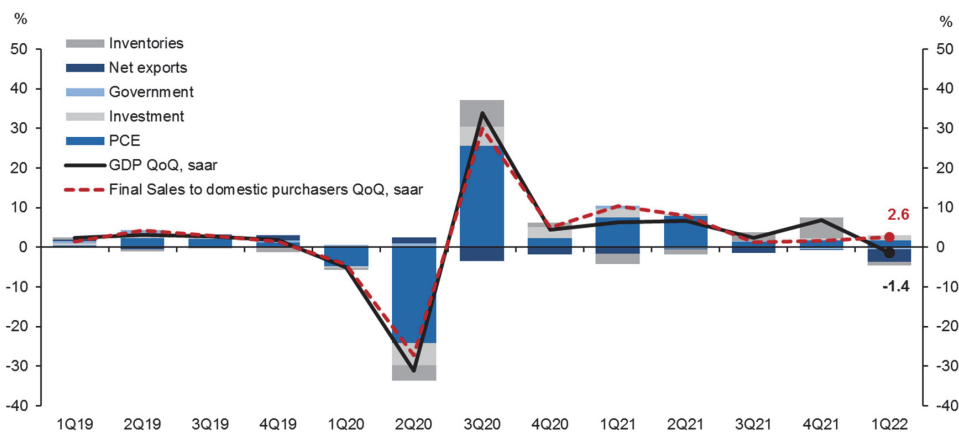
เศรษฐกิจเผชิญหลายปัจจัยเสี่ยงในไตรมาส 2

เศรษฐกิจสหรัฐฯ หดตัว -1.4% QoQ, saar ในไตรมาส 1 (vs. 6.9% ไตรมาสก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่การระบาดรุนแรงของ COVID-19 ในไตรมาส 2/2020 โดยเป็นผลจากที่ยอดนำเข้าขยายตัวสูง (17.7%) ขณะที่ยอดส่งออกหดตัว (-5.9%) ซึ่งทำให้ยอด

ส่งออกสุทธิเป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจไตรมาสนี้ที่ -3.2ppt รวมถึงปริมาณสินค้าคงคลังที่กลับมาเป็นปัจจัยจุด (-0.84ppt) หลังเพิ่มขึ้นมากในไตรมาสก่อน อย่างไรก็ดี หากไม่นับรวมทั้งสองปัจจัยข้างต้น เศรษฐกิจจะขยายตัวที่ 2.6% โดยการบริโภคภาคเอกชน (2.7%) และการลงทุนภาคเอกชน (7.3%) ขยายตัวได้ดี

แผนภาพที่ 23: GDP ไตรมาส 1 หดตัว -1.4% QoQ, saar จากยอดส่งออกสุทธิและสินค้าคงคลัง แต่เมื่อหักทั้งสองปัจจัยดังกล่าวออกไป (เส้นประสีแดง) เศรษฐกิจจะขยายตัว 2.6%

Contribution to real GDP

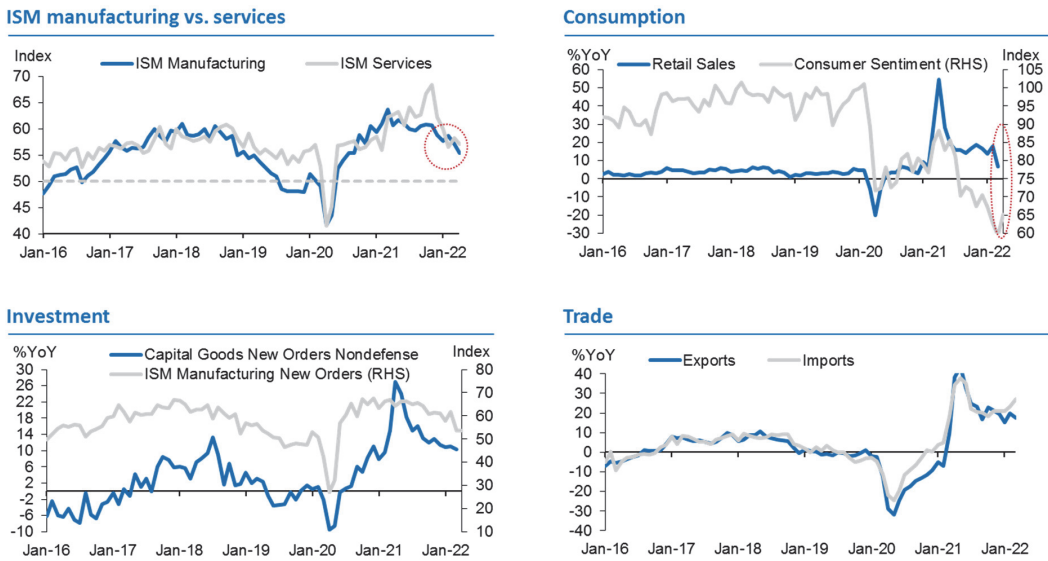


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจเผชิญหลายปัจจัยเสี่ยงในไตรมาส 2 ท่ามกลางสงครามรัสเซีย-ยูเครน และการ Lockdown เพื่อควบคุม COVID ในจีน ที่ซ้ำเติมปัญหาขาดแคลนอุปทาน สร้างแรงกดดันเงินเพื่อเพิ่มเติม และกดดันความเชื่อมั่นให้ลดลง โดยเฉพาะความเชื่อมั่นของผู้บริโภค โดยล่าสุดความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เบื้องต้นในเดือน พ.ค. ปรับลดลงอยู่ที่ 59.1 จุด ต่ำสุด

นับตั้งแต่ปี 2011 ท่ามกลางเงินเฟ้อพุ่งขึ้นสูงกดดันความต้องการซื้อสินค้าคงทนให้ลดลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังเผชิญแรงกดดันจากการเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ที่เริ่มส่งผลกระทบต่อตลาดบ้านด้วยเช่นกัน (ซึ่งจะมียอดเฉลี่ยเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป)

แผนภาพที่ 24: กิจกรรมเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณแผ่วลงในไตรมาส 2 โดยยอดค้าปลีกชะลอลงตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ลดลงต่ำ และดัชนี ISM ทั้งภาคการผลิตและบริการที่ปรับลดลง



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

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อซื้อบ้านเพิ่มขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009 กว่า 200bps จากการส่งสัญญาณเร่งขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องของ Fed

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งสัญญาณเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องนับตั้งแต่ปลายปีก่อน โดยในการประชุมครั้งล่าสุด (2-3 พ.ค.) Fed ก็ได้มีมติปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกถึง 50bps สู่ระดับ 0.75-1.00% ซึ่งนับเป็นการปรับขึ้นในอัตรามากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2000 เพื่อกดดันเงินเฟ้อให้กลับลดลงเข้าสู่เป้าหมาย 2% ขณะที่นาย Jerome Powell ประธาน Fed ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมครั้งดังกล่าวว่า การปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตรา 50bps อาจยังมีความจำเป็นในการประชุม 2 เดือนข้างหน้าด้วย และมีความเป็นไปได้ที่ Fed จะตัดสินใจในระยะข้างหน้าถึงความจำเป็นในการปรับดอกเบี้ยขึ้นเข้าสู่ระดับที่เป็นการจำกัด (Restrictive) กิจกรรมเศรษฐกิจ โดยนาย Powell ระบุว่าระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral rate) หรือดอกเบี้ยในระยะยาวจะอยู่ในช่วงระหว่าง 2-3%

อิงจากถ้อยแถลงของนาย Powell ทำให้ปัจจุบันเรคาด Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยที่อัตรา 50bps ต่อครั้ง ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค. และคาดว่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยที่อัตรา 25bps ต่อครั้ง ในการประชุมที่เหลือของปี (เดือน ก.ย., พ.ย.

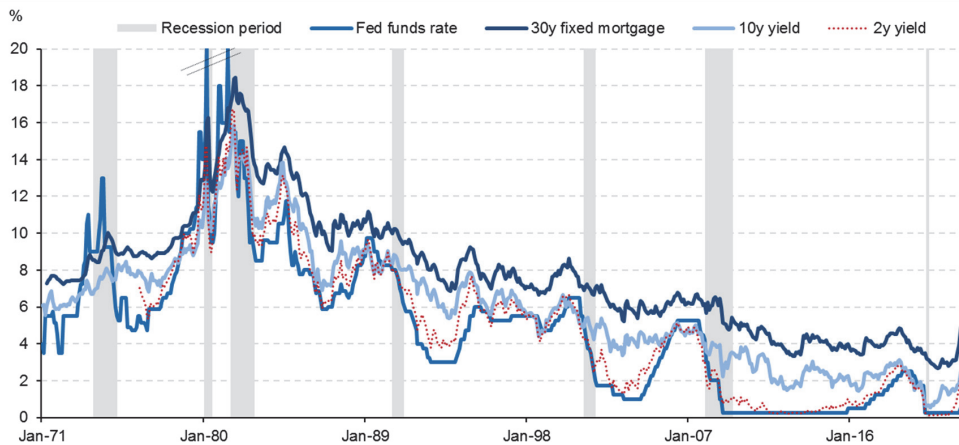
และ ธ.ค.) ซึ่งจะทำให้ดอกเบี้ย ณ ลีนปี 2022F อยู่ที่ระดับ 2.50-2.75% โดยตลาด (สะท้อนผ่าน Fed funds futures) คาดดอกเบี้ย Fed จะทำจุดสูงสุดในเดือน ก.ย. 2023 ที่ 3.00-3.25%

การส่งสัญญาณเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่องของ Fed ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่มักขยับขึ้นไปล่วงหน้าตามคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตว่าจะสิ้นสุดตรงไหน (กล่าวคือ Terminal rate จะอยู่ที่ระดับเท่าไร) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอยู่เหนือระดับ 3% ในปัจจุบัน และส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบคงที่เพื่อซื้อบ้าน (Fixed-mortgage rate) ที่เคลื่อนไหวตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรดังกล่าว ปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงกว่า 200bps ตั้งแต่ต้นปี มาอยู่ที่ระดับกว่า 5% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009

อย่างไรก็ดี ถ้าตลาดเชื่อว่า Terminal rate ของ Fed จะไม่ขยับขึ้นแล้วในวัฏจักรการปรับขึ้นดอกเบี้ยรอบนี้ ซึ่งปัจจุบันตลาดมองไว้ที่ 3.00-3.25% ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ไม่น่าปรับเพิ่มขึ้นกว่านี้แล้ว เนื่องจาก Price-in เรื่องดอกเบี้ย Fed ไปมากแล้ว รวมถึงเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อจากนี้ ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อซื้อบ้านก็น่าจะไม่ได้รับแรงกดดันให้ปรับเพิ่มขึ้นอีกจากประเด็นการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

แผนภาพที่ 25: อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบคงที่เพื่อซื้อบ้าน (เส้นสีเข้ม) เพิ่มขึ้นสู่ระดับกว่า 5% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009 ตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (เส้นสีฟ้าอ่อน) ที่เพิ่มขึ้นแตะระดับกว่า 3%

Federal funds rate vs. 30y fixed mortgage rate vs. 10y & 2y government bond yields



Note: Grey shadows refer to the NBER recession period. 10y & 2y yields and 30y fixed mortgage rate are as of 29 Apr.

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

แผนภาพที่ 26: การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยตามวัฏจักรการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

Rates movement in accordance with Fed tightening cycle ^{1\}

Begin	End	Months	Change in Fed funds rate (bps)	Change in 2y yield (bps)	Change in 10y yield (bps)	Change in 30y fixed mortgage (bps)
Feb 1972	May 1974	28	950	n/a	162	180
Nov 1976	Mar 1980	41	1,525	940	591	738
Jul 1980	Nov 1980	5	850	441	196	203
Apr 1983	Aug 1984	17	325	380	357	199
Feb 1988	Feb 1989	13	325	339	115	91
Jan 1994	Feb 1995	14	300	358	226	228
Jan 1999	May 2000	13	175	127	104	139
May 2004	Jun 2006	26	425	276	122	125
Nov 2015	Dec 2018	38	225	229	169	144
Average ^{3\}		20	519	386	235	233
Feb 2022	Sep 2023 (f)	20 (f)	300 (f)	250 (current ^{2\})	161 (current ^{2\})	255 (current ^{2\})

Note: 1\ begin = last trough rate, end = first peak rate; (f) are based on fed funds futures as of 4 May.

2\ We chose 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 29 Apr. 3\ We exclude the cycle of Feb 1972 to May 1974.

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

อัตราดอกเบี้ยที่ปรับเพิ่มขึ้นเริ่มส่งผลให้อุปสงค์ต่อสินเชื่อบ้านแผ่วลง

การปรับเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วกว่า 200bps นับตั้งแต่ต้นปี สู่ระดับกว่า 5% ของดอกเบี้ยเงินกู้แบบคงที่เพื่อซื้อบ้าน ประกอบกับราคาบ้านที่เร่งตัวขึ้นอย่างมากตั้งแต่ไตรมาส 3/2020 (ขยายตัว YoY ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์) ได้ทำให้ภาระจ่ายสินเชื่อบ้านต่อเดือนเมื่อเทียบกับรายได้เพิ่ม

สูงขึ้น สะท้อนผ่าน Affordability index (ความสามารถในการชำระ) ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องต่ำสุดตั้งแต่ปี 2008 และทำให้อุปสงค์ในตลาดบ้านที่ร้อนแรงก่อนหน้านี้เริ่มอ่อนกำลังลง โดยยอดขอสินเชื่อรายสัปดาห์ (Weekly mortgage applications) เริ่มปรับตัวลดลง ขณะที่ยอดขายบ้านใหม่และยอดขายบ้านมือสองเริ่มชะลอตัวลงเช่นกัน

แผนภาพที่ 27: เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจในตลาดบ้านเริ่มแผ่วลงบ้าง หลัง Fed ส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องอย่างรวดเร็ว

Selected housing indicators ^{1\}

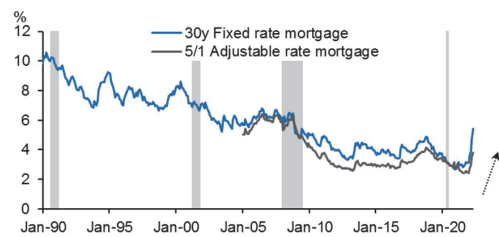
Housing Indicators		2018	2019	2020	2021	2022
						J F M A
Demand	New Home Sales (Unit)					
	Existing Home Sales (Unit)					
	Pending Home Sales (Index)					
	Housing Affordability (Index)					
	UoM: Home buying conditions (Index)					
Supply	Housing Starts (Unit)					
	Building Permits (Unit)					
	Housing inventory: existing home (Unit) ^{1\}					
	Housing inventory: new homes (Unit) ^{1\}					
	NAHB Home Builders Sentiment (Index)					
Home price	Case/Shiller National Home Price Index (%YoY)					
	US Census Median House Price (%YoY)					
	FHFA House Price Index (%YoY)					
Interest rate	10-yr Govt Bond Yield (%) ^{1\}					
	2-yr Govt Bond Yield (%) ^{1\}					
	5/1 Adjustable Mortgage Rate (%) ^{1\}					
	30-Yr Fixed Home Mortgage Rate (%) ^{1\}					

Note: 1\ Low numbers = Green, High numbers = Red

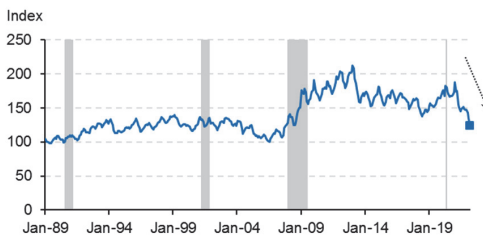
ที่มา: Bloomberg, St. Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: ความสามารถในการชำระหนี้บ้าน (กราฟขวามือบน) ปรับลดลงต่อเนื่อง ส่งผลให้อุปสงค์ซึ่งอาจสะท้อนได้ผ่านยอดขอสินเชื่อรายสัปดาห์ (เส้นสีแดง) ชะลอตัวลง

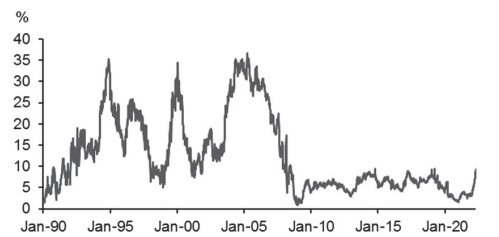
Mortgage rates



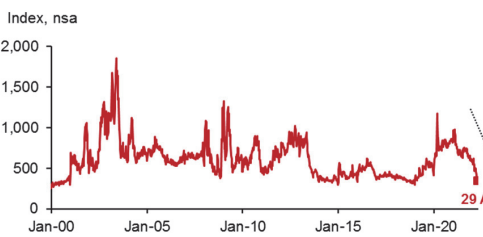
Affordability index



Share of new mortgages that are adjustable-rate



Weekly mortgages applications



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

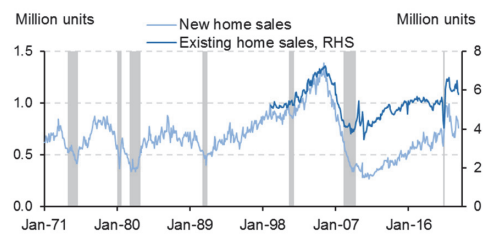
นอกจากนี้ อุปทานของบ้านที่มีระดับต่ำอย่างมากมาตั้งแต่ก่อนเกิด COVID-19 ขณะที่ด้านอุปสงค์ แม้จะเริ่มชะลอลง แต่ก็น่าจะยังไปต่อได้จากแรงหนุนของตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง สะท้อนผ่านตัวเลขการจ้างงานที่ยังเพิ่มขึ้นแข็งแกร่งและอัตราการว่างงานที่ต่ำ ขณะที่อัตราค่าจ้างขยายตัวในระดับสูง อีกทั้งอัตราการผิตนดชำระหนี้บ้านและการถูกยึดบ้านยังอยู่ในระดับที่ต่ำมากและยังไม่น่ากังวล เราจึงมองว่ากิจกรรมตลาดบ้านน่าจะยังเติบโตต่อเนื่อง สะท้อนผ่านเครื่องชี้กิจกรรมผ่านยอดก่อสร้างบ้าน

ใหม่และยอดขออนุมัติสร้างบ้านที่ยังมีแนวโน้มที่ดีเพื่อให้อุปทานสอดคล้องกับอุปสงค์

ดังนั้น จากมุมมองที่ราคาบ้านยังน่าจะขยายตัวในระดับที่สูง แม้มีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า ทำให้เรามอง Fed จะยังไม่รีบเปลี่ยนจุดยืนมาเป็นการชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยในระยะใกล้นี้ และทำให้คาดว่า Fed ยังยืนกรานถึงการเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยที่สูงถึง 50bps ต่อครั้ง ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค. นี้

แผนภาพที่ 29: Inventory ของตลาดบ้าน (กราฟขวามือบน) ที่อยู่ในระดับต่ำอย่างมาก คาดจะหนุนยอดก่อสร้างบ้านใหม่ต่อไป (กราฟซ้ายมือล่าง) และหนุนให้ราคาบ้านยังขยายตัวสูง

Home sales



Housing inventory 1



Housing starts & building permits



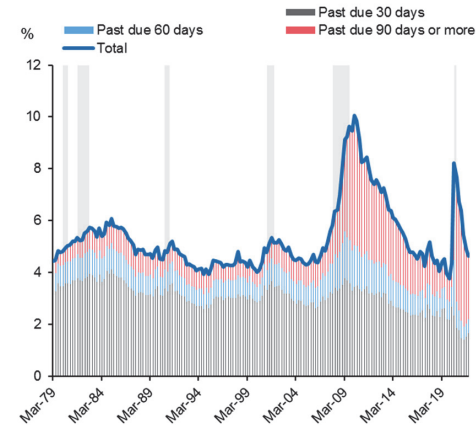
House price vs. unemployment rate vs. CPI: shelter



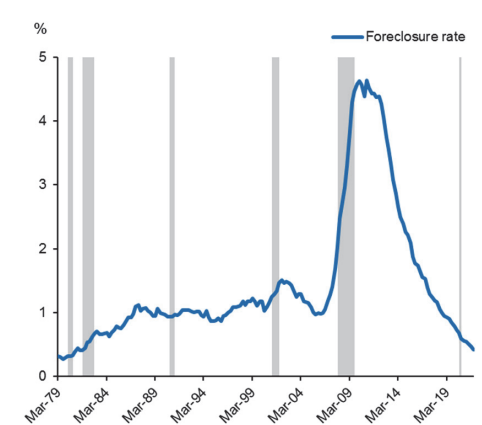
*Note: 1\ Home for sales as of end of period. Grey shadows refer to NBER Recession period.
ที่มา: Bloomberg, St. Louis Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

แผนภาพที่ 30: อัตราการผิตนดชำระหนี้บ้าน (กราฟซ้ายมือ) และการถูกยึดบ้าน อยู่ในระดับต่ำอย่างมา แต่ก็ควรจับตาดูอย่างใกล้ชิดในระยะข้างหน้า

Delinquency rate



Foreclosure rate



*Note: Grey shadows refer to a NBER Recession period.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

เศรษฐกิจยุโรป

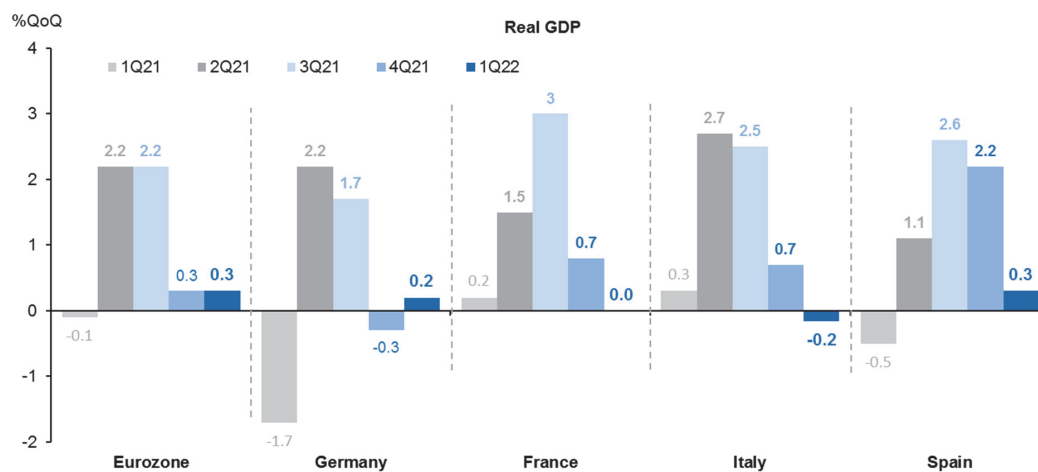
เศรษฐกิจยุโรปยังได้ปัจจัยสนับสนุนจากภาคบริการที่ได้รับอานิสงส์จากการเปิดเศรษฐกิจหลัง COVID-19 ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ได้รับผลกระทบจากสงครามและการ Lockdown ในจีน ทั้งนี้ ยุโรปได้ออกแผน REPowerEU เพื่อลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซียเมื่อต้นเดือน มี.ค. โดยตั้งเป้าลดก๊าซจากรัสเซียลง 2 ใน 3 ในปีนี้ และยุติพลังงานจากรัสเซียทั้งหมดภายในปี 2027 แต่แผนดังกล่าวมีความเข้มงวดมากขึ้นจากความต้องการยุติน้ำมันจากรัสเซียในปีนี้ด้วย ดังนั้น ต้องติดตามการบริหารจัดการเรื่องพลังงานของยุโรปอย่างใกล้ชิด เนื่องจากจะกระทบเงินเฟ้อและเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ ด้านนโยบายการเงิน ECB ได้ส่งสัญญาณเร่งถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินทั้งการยุติ QE โดยเร็วและปรับขึ้นดอกเบี้ยทันทีในเดือน ก.ค จากเงินเฟ้อที่มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ขณะที่ปัจจุบันตลาดคาด ECB จะขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งในปีนี จากเมื่อเดือน เม.ย. ที่คาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวในเดือน ธ.ค.

ภาคบริการยังฟื้นตัวดีสนับสนุนกิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวม ชดเชยภาคการผลิตที่ได้รับผลกระทบจากสงครามและการ Lockdown ในจีน

เศรษฐกิจยุโรปไตรมาส 1 ขยายตัว 0.3% QoQ เท่ากับไตรมาส 4/2021 ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP

ขยายตัว 5.1% YoY (vs. 4.7% ไตรมาสก่อน) และอยู่เหนือระดับก่อนการระบาดของ COVID-19 ที่ 0.4% อย่างไรก็ดี ประเทศหลักส่วนใหญ่ระบุถึงการใช้จ่ายภาครัฐเร็วขึ้นที่หดตัวท่ามกลางราคาสินค้าที่พุ่งขึ้นต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 31: GDP ไตรมาส 1 ขยายตัว 0.3% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อนหน้า



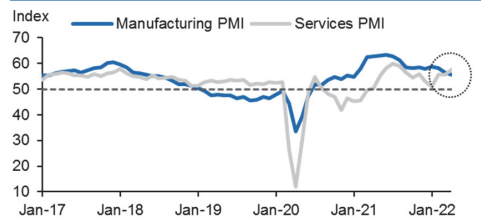
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ เศรษฐกิจยังได้รับปัจจัยสนับสนุนจากภาคบริการที่ยังฟื้นตัวต่อเนื่อง (สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคบริการที่ยังเพิ่มขึ้นในเดือน เม.ย. อยู่ที่ 57.7 จุด) จากแรงส่งของการเปิดเศรษฐกิจหลัง COVID-19 ที่ช่วยหนุนภาคการท่องเที่ยว ขณะที่ภาคการผลิตอ่อนแอลง (ดัชนี PMI ภาคการผลิตปรับลดลงต่อเนื่องอยู่ที่

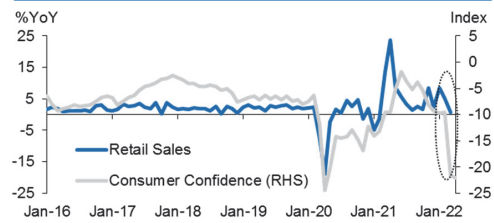
55.5 จุด ในเดือน เม.ย.) ท่ามกลางสงครามรัสเซีย-ยูเครน และการใช้มาตรการ Lockdown เพื่อควบคุม COVID ในจีน ที่ซ้ำเติมปัญหาขาดแคลนอุปทาน และหนุนต้นทุนการผลิตสินค้าเพิ่มขึ้นสูง โดยเฉพาะราคาพลังงาน

แผนภาพที่ 32: ภาคการบริการยังฟื้นตัวหนักกิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวม ขณะที่ภาคการผลิตชะลอจากผลของสงคราม ด้านยอดค้าปลีกชะลอมากตามการปรับลดลงของความเชื่อมั่นผู้บริโภค

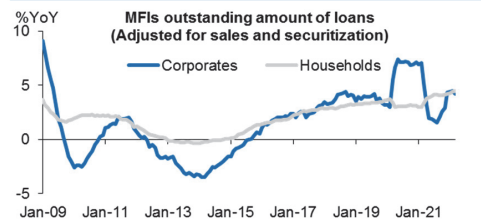
Manufacturing vs. Services PMI



Consumption



Credit growth



Trade



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

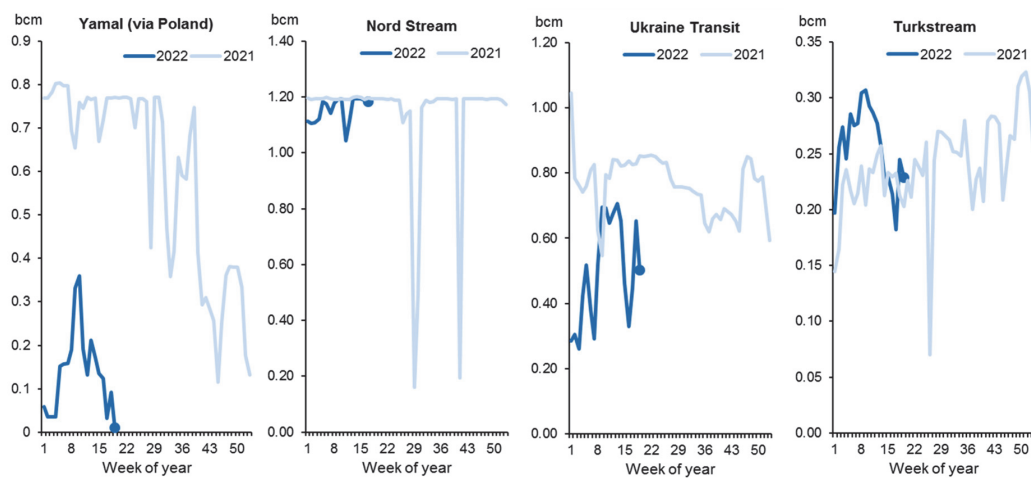
มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยนอกเหนือจากการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ได้รับแรงกดดันจากเงินเฟ้อแล้ว (ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน เม.ย. ปรับตัวลดลงเป็น -22.0 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่การระบาดรุนแรงของ COVID-19 ในเดือน เม.ย. 2020) เศรษฐกิจยังเผชิญปัจจัยเสี่ยงหลักจากความไม่แน่นอนด้านพลังงานเนื่องจากการพึ่งพารัสเซียเป็นอย่างมากในหลายปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะก๊าซธรรมชาติ โดยหากรัสเซียระงับการส่งออกพลังงานมาให้ หรือเกิดการคว่ำบาตรการนำเข้าพลังงานจากรัสเซียทั้งหมด เศรษฐกิจของยุโรปอาจชะลอลงจนเข้าสู่ภาวะ Recession ได้ เนื่องจากภาคการผลิตจะถูกหยุดชะงัก โดยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานมาก

(Energy-intensive) อาทิ เคมีภัณฑ์, เหล็ก, กระดาษ, อาหาร และรถยนต์

ทั้งนี้ การส่งออกก๊าซของรัสเซียมายังยุโรปผ่านท่อหลักโดยรวมยังอยู่เกณฑ์ดี มีเพียงการส่งก๊าซผ่านโปแลนด์ (ท่อ Yamal) ที่ปรับลดลงมากและจะถูกยุติลงในเดือน พ.ค. จากการที่โปแลนด์ตัดสินใจไม่ทำตามความต้องการของ ประธานาธิบดี Vladimir Putin ในการจ่ายค่าก๊าซด้วยสกุลเงินรูเบิล (ซึ่งจะกล่าวถึงเพิ่มเติมในหัวข้อถัดไป) โดยต้องติดตามการส่งออกก๊าซของรัสเซียมายังยุโรปอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะผ่านท่อ Nord Stream ที่คิดเป็นสัดส่วนใหญ่

แผนภาพที่ 33: การส่งก๊าซของรัสเซียมายังยุโรปผ่านท่อหลักยังอยู่ในเกณฑ์ดี มีเพียงก๊าซที่ส่งผ่านโปแลนด์ (กราฟซ้ายมือสุด) ที่ต่ำกว่าปีก่อนมากและกำลังจะถูกลดจากประเด็นไม่จ่ายค่าก๊าซด้วยสกุลเงินรูเบิล

EU natural gas imports from Russia by export route ^{1\}



Note: 1\ Min and Max values are calculated from 2015-2020, as of 11 May.

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

พัฒนาการด้านพลังงานในยุโรปยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิด เนื่องจากเป็นตัวชี้วัดแนวโน้มเงินเฟ้อและเศรษฐกิจ

สถานการณ์ด้านพลังงานในยุโรปมีความไม่แน่นอนมากขึ้นหลังปลายเดือน มี.ค. ปธน. Vladimir Putin ออกกฤษฎีกาว่า ประเทศที่ไม่เป็นมิตร (ที่ออกมาตรการคว่ำบาตร) จะต้องจ่ายค่าก๊าซด้วยสกุลเงินรูเบิล นับตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย. ผ่านการเปิดบัญชีพิเศษกับ Gazprombank จำนวนสองบัญชี (บัญชีเงินยูโร/ดอลลาร์สหรัฐฯ กับบัญชีเงินรูเบิล) โดย Gazprombank จะเป็นตัวกลางโอนเงินค่าก๊าซที่แปลงเป็นรูเบิลแล้วให้กับบริษัทก๊าซ

โปแลนด์กับบัลแกเรียตัดสินใจไม่ทำตามในการจ่ายเป็นรูเบิล ส่งผลให้รัสเซียประกาศยุติการส่งก๊าซมาให้ในเดือน พ.ค. ขณะที่ประเทศอื่นๆ ในยุโรปก็มีความเห็นไม่ตรงกันเนื่องจากมองว่าหากจ่ายเป็นรูเบิลจะเป็นการละเมิดมาตรการคว่ำบาตรที่ได้ประกาศไปก่อนหน้านี้ โดยเยอรมนี, อิตาลี, สโลวาเกีย, ฮังการี และออสเตรีย เห็นว่าไม่เป็นการละเมิดและได้ดำเนินการเปิดบัญชีกับ Gazprombank ขณะที่ประเทศอื่นๆ ยังไม่ตัดสินใจชัดเจน

สาเหตุที่โปแลนด์กับบัลแกเรียสามารถเลือกที่จะไม่ทำตามความต้องการของ ปธน. Putin ส่วนหนึ่งเป็นเพราะอยู่ในสถานะที่ต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในยุโรป อาทิ การบริโภคก๊าซที่คิดเป็นสัดส่วนต่ำเมื่อเทียบกับการบริโภคพลังงานรูปแบบอื่น โดยโปแลนด์คิดเป็น 13% บัลแกเรีย 12% ขณะที่ค่าเฉลี่ยในยุโรปอยู่ที่ 23% และโปแลนด์ตั้งใจจะนำเข้าพลังงานจากรัสเซียในปีนี้อยู่แล้ว ทำให้มีการเตรียมตัว โดยมีปริมาณก๊าซในคลังสำรองในระดับสูงเกือบ 80% ขณะที่ค่าเฉลี่ยในยุโรปอยู่ที่ 30% เท่านั้น

นอกเหนือจากประเด็นก๊าซธรรมชาติ เมื่อต้นเดือน พ.ค. ยุโรปได้ประกาศต้องการยุติการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซียด้วยแบ่งเป็นน้ำมันดิบภายใน 6 เดือน และน้ำมันสังเคราะห์ภายในปี นี้ (ผ่อนผันจนถึงสิ้นปี 2024 สำหรับฮังการีและสโลวาเกีย และจนถึงกลางปี 2024 สำหรับสาธารณรัฐเช็ก เนื่องจากพึ่งพาน้ำมันจากรัสเซียมาก) ทำให้แผนการยุติการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซียหรือ REPowerEU ที่ประกาศต้นเดือน มี.ค. มีแนวโน้มเข้มงวดมากขึ้น จากเดิมที่ต้องการเพียงลดการนำเข้าก๊าซจากรัสเซียลง 2 ใน 3 ในปีนี้เท่านั้น ก่อนที่จะยุตินำเข้าพลังงานจากรัสเซียอย่างเต็มรูปแบบในปี 2027

อย่างไรก็ดี ฮังการียังไม่เห็นด้วยกับแผนการยุติการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซียในปี นี้ ทำให้แผนดังกล่าวยังไม่ได้รับการอนุมัติ เนื่องจากทั้ง 27 ประเทศสมาชิกจะต้องเห็นชอบอย่างเป็นทางการโดยฮังการีเรียกร้องขอเวลาผ่อนผัน 5 ปี และเงินช่วยเหลือในการลงทุนและหาแหล่งน้ำมันจากที่อื่นซึ่งประเมินไว้ที่ราว 500-700 ล้านยูโร ทำให้เป็นไปได้ยากที่แผนยุติน้ำมันจากรัสเซียในปี นี้จะได้รับการอนุมัติในระยะใกล้ และยังคงมีความไม่แน่นอนสูง

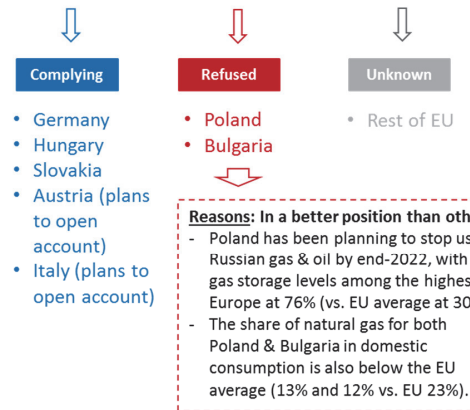
ทั้งนี้ เรามองว่านอกเหนือจากแผนลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซียที่ดูเข้มงวดขึ้นแล้ว สิ่งสำคัญคือการบริหารจัดการเรื่องพลังงานเพื่อให้บรรลุตามเป้าหมายที่วางไว้ ทั้งการจัดการก๊าซธรรมชาติจากแหล่งอื่นและการลงทุนเพิ่มท่อส่งก๊าซผ่านเส้นทางอื่นๆ นอกเหนือจากรัสเซีย ที่อาจไม่ได้เป็นไปตามคาด ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อเงินเฟ้อให้ขยายตัวสูงยาวนานกว่าคาด ขณะที่เศรษฐกิจอาจเข้าสู่ภาวะ Recession จากการขาดแคลนพลังงานที่จะกระทบกิจกรรมภาคการผลิตให้หยุดชะงัก

แผนภาพที่ 34: ประเทศในยุโรปยังเห็นต่างเรื่องการจ่ายค่าก๊าซด้วยรูเบิลตามที่ ปธน. Putin ต้องการ ขณะที่แผนการยุติน้ำมันในปีนี้ยังไม่ได้รับการอนุมัติจากทั้ง 27 ประเทศ

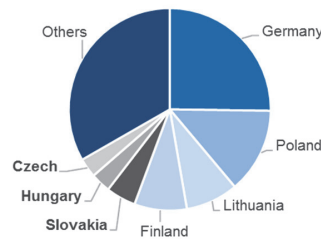
President Putin has requested gas be paid for in rubles



President Putin has signed a decree: "unfriendly" counties must pay for gas in rubles, starting 1 Apr 2022.



EU oil imports from Russia: by member states (2021) ^{1\}



EU's Russian oil sanctions

Crude oil	Within 6 months
Refined oil	By the end of 2022

- The EU offered Hungary & Slovakia until end-2024 to comply with the sanctions and the Czech Republic until Jun 2024 as they are heavily reliant on Russia.
- The exemptions, however, failed to convince Hungary with its leader requesting a longer exemption of 5 years.
- This has stalled the EU sanctions plan as it requires unanimous approval from all 27 member states.

Note: 1\ Russian oil accounts for 23% of EU oil imports in 2021, representing 2.33 million barrels per day (bpd) of crude oil and condensate.

ที่มา: Reuters, Deutsche Bank, IEA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB ส่งสัญญาณเร่งถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง

คณะกรรมการธนาคารกลางยุโรป (ECB) หลายท่านออกมาส่งสัญญาณเร่งถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินในช่วงที่ผ่านมา ทั้งการยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE) โดยเร็ว และการปรับขึ้นดอกเบี้ยทันทีในเดือน ก.ค. ท่ามกลางเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง (อยู่ที่ 7.5% YoY ในเดือน เม.ย.) และยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงจากความไม่แน่นอนด้านพลังงานท่ามกลางสงครามรัสเซีย-ยูเครน ที่ยืดเยื้อ ประกอบกับค่าเงินยูโรที่อ่อนค่าลงมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จากการเร่งขึ้นดอกเบี้ยของ Fed (อยู่ที่ 1.04 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร เมื่อวันที่ 17 พ.ค. ซึ่งอ่อนค่าสุดนับตั้งแต่ปี 2016) ซึ่งจะยิ่งซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อผ่านต้นทุนนำเข้าที่สูงขึ้น

ประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่เปิดเผยในเดือน มี.ค. ของ ECB ชี้ว่า เงินเฟ้อเฉลี่ยของยุโรปจะอยู่ที่ 5.1% ในปีนี้ แต่อาจพุ่งขึ้นเป็น 7.1% หากเกิดการคว่ำบาตรการนำเข้าพลังงานจากรัสเซียทั้งหมด และ/หรือ รัสเซียระงับการส่งออกพลังงานมายังยุโรปโซน ขณะที่เศรษฐกิจอาจโตเพียง 2.3% (ต่ำกว่ากรณีฐาน 1.4%) จากปัญหาการหยุดชะงักของกิจกรรมภาค

การผลิตและกิจกรรมเศรษฐกิจที่เป็นผลตามมาจากการขาดแคลนพลังงาน

ต้นเดือน มี.ค. EU ได้ออกแผน REPowerEU เพื่อลดการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซีย โดยตั้งเป้าลดการนำเข้าก๊าซจากรัสเซียลง 2 ใน 3 ในปีนี้ และยุติพลังงานฟอสซิลทั้งหมดจากรัสเซียภายในปี 2027 แต่ล่าสุดแผนดังกล่าวมีความเข้มงวดมากขึ้นหลังต้นเดือน พ.ค. EU ได้ประกาศต้องการระงับการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซียในปีนี้ด้วย ทำให้เงินเฟ้อของกลุ่มมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง โดยเฉพาะหากไม่สามารถบริหารจัดการได้ตามแผน อาทิ หากพลังงานมาชดเชยส่วนจากรัสเซียได้ไม่เพียงพอ

ผลสำรวจนักเศรษฐศาสตร์ล่าสุด (6-12 พ.ค.) จัดทำโดย Bloomberg ชี้ว่านักเศรษฐศาสตร์คาด ECB จะปรับดอกเบี้ย Deposit rate ขึ้น 3 ครั้งปีนี้ ในเดือน ก.ค., ก.ย. และ ธ.ค. (รวม 75bps) ซึ่งเพิ่มขึ้นอย่างมากจากผลสำรวจที่จัดทำต้นเดือน เม.ย. ที่นักเศรษฐศาสตร์คาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นเพียง 25bps ในเดือน ธ.ค.

ติดตามการประชุม ECB ในวันที่ 9 มิ.ย. ซึ่งจะมีการออกประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อใหม่ และคาด ECB จะประกาศจุดยุติของ QE ซึ่งจะเปิดทางไปสู่การปรับขึ้นดอกเบี้ย


แผนภาพที่ 35: คณะกรรมการ ECB ออกมาส่งสัญญาณเร่งถอนนโยบายผ่อนคลายทางการเงินในช่วงที่ผ่านมาท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง

Comments on policy


Executive Board

- 


ECB to decide the next step of normalization in June

Elderson (6 May)
- 


Rate: the path of rate hike is more important than the exact date of the first move

Lane (5 May)
- 


QE: may no longer be necessary
Rate: shouldn't raise rate before Q2 GDP release (29 Jul)

Panetta (5 May)
- 

QE: should be able to stop at end June
Rate: July hike possible

Schnabel (3 May)
- 

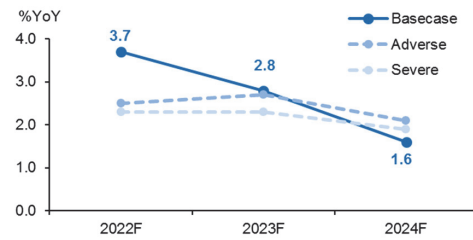
QE: no reason not to be ended in July
Rate: July is possible but not likely

de Guindos (1 May)
- 

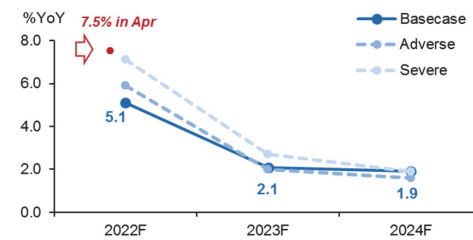
QE: expect to end "at the beginning of Q3"
Rate: will keep all options open & progress gradually

Lagarde (29 Apr)

GDP projections ^{1\}



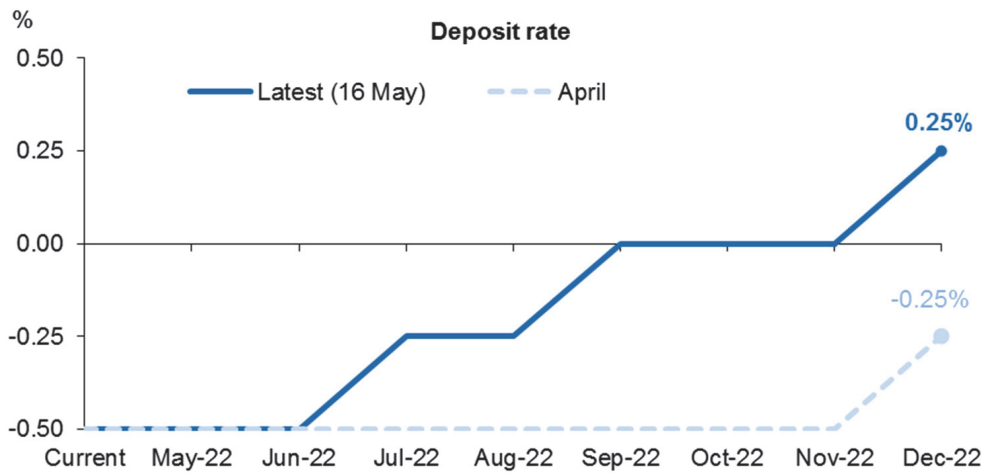
HICP inflations projections ^{1\}



Note: 1\ ECB's March projections.

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

แผนภาพ 36: นักเศรษฐศาสตร์คาด ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งในปีนี้ ในเดือน ก.ค., ก.ย. และ ธ.ค. สู่ระดับ 0.25% ณ สิ้นปีนี้ จากเมื่อเดือน เม.ย. ที่คาดจะปรับขึ้นเพียงครั้งเดียวในเดือน ธ.ค.



Note: Latest survey conducted 6-12 May.

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

เศรษฐกิจจีน

ตัวเลขเศรษฐกิจของจีนยังคงถูกกดดันต่อเนื่องจากการใช้มาตรการ Zero-COVID ของรัฐบาลที่ทำให้มีการประกาศ Lockdown ในหลายพื้นที่ อาทิ Shanghai และ Beijing ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาคบริการและภาคการผลิตต้องหยุดชะงักลง ทั้งนี้ ในการประชุม Politburo ล่าสุด ทางจีนยังคงมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจของปีนี้ โดยจะใช้การบริโภคและการลงทุนเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้บรรลุเป้าหมาย เรามองว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลดดอกเบี้ยและอัตราส่วนสำรองขั้นต่ำ (RRR) ในครั้งนี้มีแนวโน้มว่าจะเป็นไปอย่างจำกัด เนื่องจาก PBoC มีท่าทีระมัดระวังการผ่อนคลายเป็นวงกว้างมากขึ้น โดยเรามองว่า PBoC อาจจะมีการปรับลดดอกเบี้ย MLF/LPR ลงอีกเพียง 10bps ในปีนี้ และอาจมีการลดลงเพิ่มอีกหาก Targeted policy ไม่สามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้ตามที่คาดหวัง

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ออกมาแยกว่าคาด จากการใช้มาตรการ Zero COVID ของภาครัฐ ขณะที่อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบเกือบ 2 ปี

กิจกรรมในภาคการผลิตเดือน เม.ย. ชะลอตัวลงในทุกหมวดจากสถานการณ์ COVID-19 ที่รุนแรงที่นำไปสู่การ Lockdown ในหลายพื้นที่ โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน เม.ย. ปรับตัวลดลง -2.1 จุด เป็น 47.4 จุด ใกล้เคียงกับตลาดคาดที่ 47.3 จุด ต่ำสุดตั้งแต่เดือน ก.พ. 2020 ส่วนดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลงอย่างมาก -6.5 จุด เป็น 41.9 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 46.0 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -6.7 จุด เป็น 40.0 จุด และดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -5.4 จุด เป็น 52.7 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศยอดขายปลีก (Retail Sales) หดตัว -11.1% YoY เพิ่มขึ้นจากที่หดตัว -3.5% ในเดือนก่อน และแยกว่าที่ตลาดคาดที่ -6.6% นำโดยยอดขายรถยนต์ (-31.6% vs. -7.5% เดือนก่อน) และเครื่องประดับ (-26.7% vs. -17.9% เดือนก่อน)

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) พลิกกลับมาหดตัว -2.9% YoY จากที่ขยายตัว 5.0% ในเดือนก่อน และแยกว่าที่ตลาดคาดที่ 0.5% นำโดยผลผลิตรถยนต์ (-31.8% vs. -1.0% เดือนก่อน), เคมีภัณฑ์ (-0.6% vs. 3.0% เดือนก่อน),

แผงวงจรรวม (-12.1% vs. -5.1% เดือนก่อน) และสิ่งทอ (-6.3% vs. 0.7% เดือนก่อน)

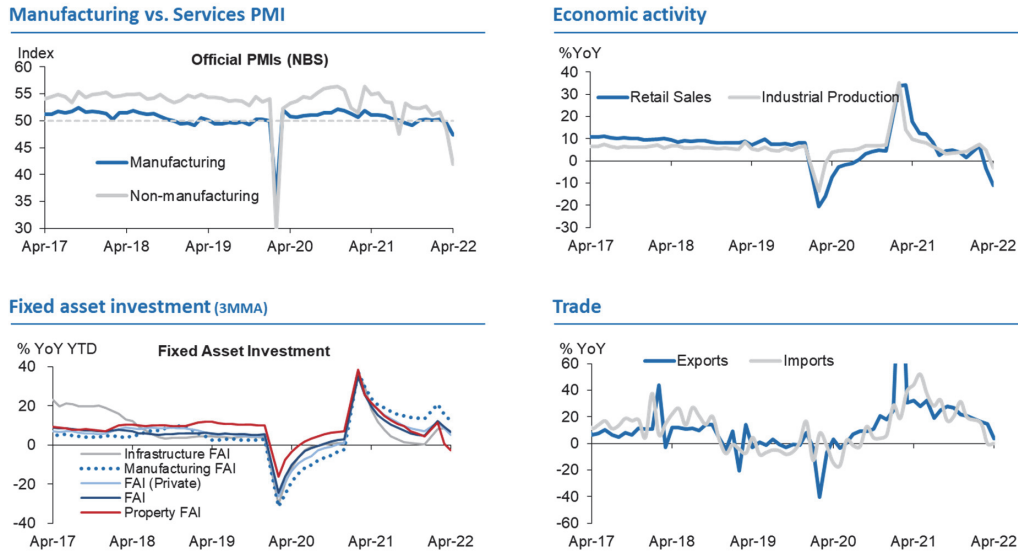
ด้านอุปสงค์ต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน เม.ย. ชะลอตัวลงเป็น 3.9% YoY จาก 14.7% ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาดที่ 2.7% ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ทรงตัว 0.0% YoY จากที่หดตัว -0.1% ในเดือนก่อนและดีกว่าที่ตลาดคาดที่ -3.0% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน เม.ย. เกินดุล 5.1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก 4.7 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) ขยายตัว 6.8% YoY YTD ชะลอตัวลงจาก 9.3% ในเดือนก่อน แต่ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ 7.0% โดยการลงทุนชะลอตัวลงในภาคการผลิต (12.2% vs.15.6% เดือนก่อน) และโครงสร้างพื้นฐาน (6.5% vs. 8.5% เดือนก่อน) และพลิกกลับมาหดตัวในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-2.7% vs. 0.7% เดือนก่อน)

ด้านอัตราการว่างงาน (Survey Unemployment Rate) เพิ่มขึ้นเป็น 6.1% จาก 5.8% ในเดือนก่อน สูงสุดในรอบเกือบ 2 ปี และสูงกว่าเป้าหมายของทางการที่ 5.5%

ตัวเลขเศรษฐกิจของจีนยังคงถูกกดดันต่อเนื่องจากการใช้มาตรการ Zero-COVID ของรัฐบาลที่ทำให้มีการประกาศ Lockdown ในหลายพื้นที่ อาทิ Shanghai และ Beijing ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาคบริการและภาคการผลิตต้องหยุดชะงักลง

แผนภาพ 37: ตัวเลขเศรษฐกิจจะลดลงในเดือน เม.ย. จากผลกระทบของการ Lockdown ในหลายพื้นที่



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

ในการประชุม Politburo ทางการเงินยังคงมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจของปีนี้แม้ว่าจะต้องเผชิญความไม่แน่นอนจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ภายในประเทศ โดยจะใช้การบริโภคและการลงทุนเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้บรรลุเป้าหมาย

ในการประชุม Politburo ในวันที่ 28 เม.ย. รัฐบาลจีนยังคงมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายทั้งทางสังคมและเศรษฐกิจของปีนี้ แม้ว่าเศรษฐกิจของจีนกำลังเผชิญกับความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้นอันเนื่องมาจากการระบาดของ COVID-19 ซึ่งได้นำไปสู่มาตรการ Lockdown ที่เข้มงวด และความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน โดยทางการเน้นย้ำว่า “จะเร่งสนับสนุนผ่านนโยบายและทำงานอย่างขยันขันแข็งเพื่อให้บรรลุเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ และรักษาการเติบโตให้อยู่ในขอบเขตที่เหมาะสม” นอกจากนี้ ยังเน้นย้ำว่า “จะเร่งดำเนินการตามมาตรการสนับสนุนที่ประกาศไปแล้วและเตรียมมาตรการผ่อนคลายเพิ่มเติม”

ด้านนโยบายจัดการเรื่อง COVID-19 ประธานาธิบดี Xi Jinping ยังเน้นย้ำว่าประเทศควรยึดมั่นในแนวทาง “Dynamic Zero-COVID” และเตือนว่าหากไม่ทำตามแนวทางนี้ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมหาศาล

ทั้งนี้ เพื่อบรรลุเป้าหมายเศรษฐกิจของปีนี้ทางการจะมุ่งเน้นการกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศและผลักดันการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลัก โดยคาดว่าจะมีการออกมาตรการกระตุ้นต่างๆ ออกมาเพิ่มเติม เช่น การเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นเพื่อนำไปลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ, เร่งให้การอนุมัติโครงการลงทุนภาครัฐทำให้เร็วและง่ายขึ้น และการออกคูปองแทนเงินสดเพื่อกระตุ้นการบริโภค

ซึ่งสอดคล้องกับในปี 2009 ที่ GDP ไตรมาสแรกออกมาต่ำกว่าเป้าหมายทั้งปี (GDP ไตรมาส 1/2009 อยู่ที่ 6.4% vs เป้าหมายทั้งปีที่ 8%) เช่นเดียวกับปีนี้ (GDP ไตรมาส 1/2022 อยู่ที่ 4.8% vs เป้าหมายทั้งปีที่ 5.5%) และในปีดังกล่าวเป็นปีที่เศรษฐกิจโลกอ่อนแอจากวิกฤติ Subprime นอกเหนือจากการปรับลดดอกเบี้ยและการให้ผลประโยชน์ทางภาษี ทางการเงินก็ได้ใช้การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเป็นตัวขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจปี 2009 โดยมีการออกแผนการลงทุนมูลค่า 4 ล้านล้านหยวน (12.5% ของ GDP ปี 2008) ซึ่งส่งผลให้การเติบโตของ GDP ทั้งปีของปี 2009 กลับมาบรรลุเป้าหมายได้ (GDP ทั้งปีอยู่ที่ 9.4% vs เป้าหมายทั้งปีที่ 8%)

แผนภาพ 38: จีนยังคงพยายามบรรลุเป้าหมายการเติบโตเศรษฐกิจปีนี้ที่ 5.5% แม้ว่า GDP ไตรมาสแรกออกมาที่ 4.8% ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายทั้งปี

Politburo meeting

- As of April 28, China's government is still striving to achieve its full-year social and economic targets
 - According to the committee, China's economy is facing rising uncertainties due to the COVID outbreak and Russia-Ukraine conflict.
 - The govt reiterated they would "intensify policy support, work diligently to achieve economic growth and maintain growth within a reasonable range".
 - They also highlighted the need to "accelerate the implementation of supportive measures already announced, prepare additional easing measures, and properly handle policy intensity and relative magnitude under the guidance of economic targets."



- In terms of investment and consumption, the Politburo meeting decided to boost domestic demand and push for "comprehensive infrastructure investment acceleration."
- Policy makers will roll out a relief package for SMEs and COVID-hit industries and facilitate consumption growth.



COVID-19 risk areas: By province (as of 8 May)

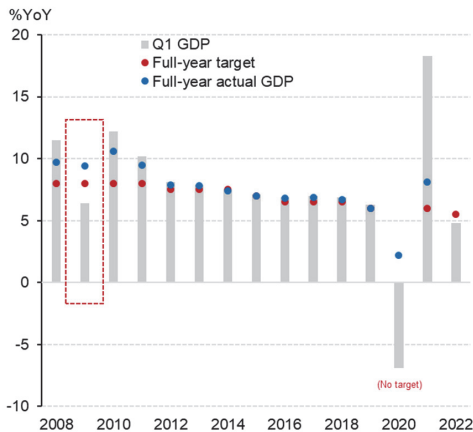


- Regarding the Covid policy - President Xi Jinping emphasized the country should stick to its "dynamic Zero-COVID" policy and warned that economic consequences would follow if it doesn't.
- Currently, the main areas under lockdown are Beijing and Shanghai.
- The Ukrainian-Russian war and lockdowns have been key factors pressuring exports this year.

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

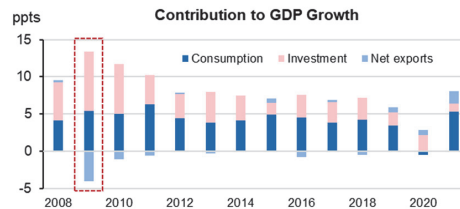
แผนภาพ 39: ในปี 2009 ที่ GDP ไตรมาสแรกเติบโตไม่ถึงเป้าหมายทั้งปี ทางกรได้ประกาศแผนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานมูลค่า 4 ล้านล้านหยวน เป็นเครื่องมือหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

Q1 GDP vs Full-year target



- The Great Financial Crisis of 2008-2009 resulted in GDP for the first quarter of 2009 missing the full-year target of 8%, the only time such a miss has happened in the 21st century. Amid the weak global economy, the government must focus on stimulus measures aimed at domestic consumption and investment.

2009 China's stimulus package



The investment program

- A program was announced on Nov 2008 as a set of investments totaling ~CNY4trn (12.5% of China's GDP in 2008), to be spent over 27 months from the fourth quarter of 2008 through 2010. The program was focused on building infrastructure.

Accommodative monetary policies

- In addition to the interest rate cut and RRR, the govt included various measures to stimulate lending such as new credit mechanisms, SMEs, and a broader scope for issuing corporate bonds.

Tax cuts

- The government also cut taxes, including via acceleration of some planned reforms. These included: increasing VAT rebates on exports, reducing taxes on small firms by cutting the tax rate, and raising the threshold for the tax levy on monthly income.

ที่มา: Christine Wong (2011), "The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China", OECD Journal on Budgeting, <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Public%20Governance%20Issues%20in%20China.pdf>, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 40: เครื่องมือที่เราคาดว่าทางการจีนจะใช้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น กระตุ้นการออกตราสารหนี้ท้องถิ่น เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนในการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น

2009 Investment program

Infrastructure Investment	Trillion Yuan (% share)
Transport and power infrastructure (railroads, roads, airports, electricity grid).	1.5 (37.5%)
Earthquake reconstruction	1.0 (25.0%)
Rural village infrastructure	0.4 (9.3%)
Environment, energy efficiency and carbon emission reduction	0.2 (5.3%)
Affordable housing	0.4 (10.0%)
Technological innovation and restructuring	0.4 (9.3%)
Health and education	0.2 (3.8%)

Possible policy tools ^{1\}

Policy Measure	Sectors Affected
Higher usage of local government special bond (LGSB)	Infrastructure investment
Relaxation of project selection criteria	Infrastructure investment
Consumption coupons	Consumption
Subsidies to employees	Consumption
Further demand/supply side property easing	Property
Social housing construction	Property
Expansion of export tax rebates/increase in export tax rebate rates	Export

Note: 1\ Goldman Sachs

ที่มา: Christine Wong (2011), "The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China", OECD Journal on Budgeting, <https://www.oecd.org/gov/budgeting/Public%20Governance%20Issues%20in%20China.pdf>, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านเครื่องมือด้านดอกเบี้ยและอัตราส่วนสำรองขั้นต่ำ (RRR) คาดว่าจะเป็นไปอย่างจำกัด

เรามองว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลดดอกเบี้ยและอัตราส่วนสำรองขั้นต่ำ (RRR) ในครั้งนี้มีแนวโน้มว่าจะเป็นไปอย่างจำกัด เนื่องจาก PBOC มีท่าทีระมัดระวังการผ่อนคลายเป็นวงกว้างมากขึ้น

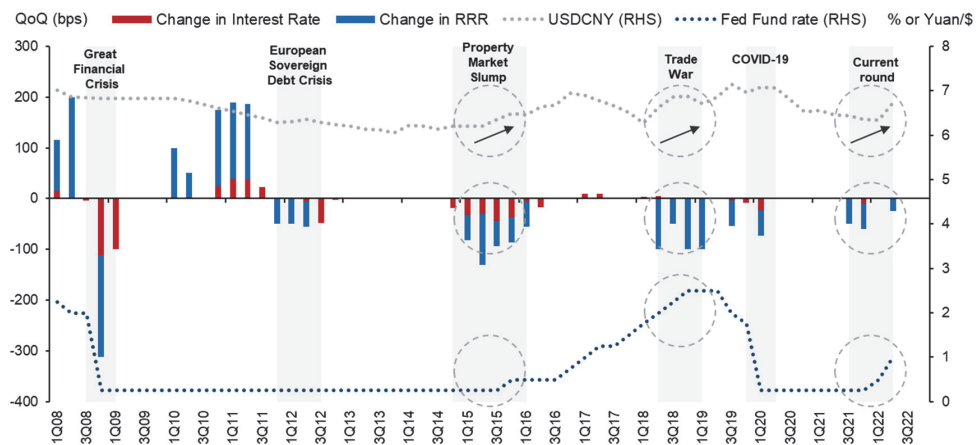
ซึ่งจะสังเกตเห็นได้ว่าตั้งแต่ช่วงการระบาดของ COVID-19 ทางการจีนพยายามใช้การผ่อนคลายเป็นวงกว้างน้อยลงเมื่อเทียบกับวัฏจักรผ่อนคลาย (Easing cycle) ก่อนหน้า เนื่องจากมีความกังวลว่าจะเกิดภาวะฟองสบู่ขึ้นในอนาคต รวมถึงระมัดระวังการเกิดภาวะเงินทุนไหลออกที่มักเกิดในช่วงที่การดำเนินนโยบายการเงินระหว่างสหรัฐฯ และจีนมีความแตกต่างกัน

ทำให้แม้ว่าในวัฏจักรรอบนี้ เศรษฐกิจจีนจะเผชิญปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ และภาวะอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอ เช่นเดียวกับในช่วงปี 2015-16 แต่เรามองว่า PBoC จะไม่ปรับลดดอกเบี้ยลงแรงเหมือนในช่วง 2015-2016 ที่มีการปรับลดดอกเบี้ยลงไปถึง 165bps (vs. 10bps ในวัฏจักรปัจจุบัน) โดยเราคาดว่าทางการจีนจะเน้นไปที่การกระตุ้นเฉพาะส่วนเป้าหมาย (Targeted policy) มากกว่า เช่น การปรับลดดอกเบี้ยกู้ยืมในตลาดอสังหาริมทรัพย์ หรือนโยบายการคลังที่จะดำเนินการผ่านการลงทุนเพิ่มเติมในโครงสร้างพื้นฐาน

โดยเรามองว่า PBoC อาจจะมีการปรับลดดอกเบี้ย MLF/LPR ลงอีกเพียง 10bps ในปีนี้ และอาจมีการลดลงเพิ่มอีกหาก Targeted policy ไม่สามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้ตามที่คาดหวัง 🌐

แผนภาพ 41: การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านเครื่องมือดอกเบี้ยและอัตราส่วนสำรองขั้นต่ำ (RRR) ลดลงอย่างมากใน Easing cycle ปัจจุบัน

China's monetary easing cycles ^{1\}



Note: 1\ Changes in interest rates are based on 1-year lending rate during 2008-2016 and 1-year MLF during 2017-present.

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นแม้จะฟื้นตัวขึ้นหลังสถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายลง แต่ยังคงมีความไม่แน่นอนสูงจากสถานการณ์ระหว่างรัสเซีย-ยูเครน และการ Lockdown ในประเทศจีน ที่ส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสูงขึ้น ห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงัก และส่งผลต่อพัฒนาการเศรษฐกิจทั่วโลก ซึ่งจะกระทบต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่น ในระยะข้างหน้า ขณะที่รัฐบาลญี่ปุ่นกำลังจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่า 13.2 ล้านล้านเยน เพื่อสนับสนุนค่าครองชีพสำหรับครอบครัวที่มีบุตรและการอุดหนุนราคาน้ำมัน ซึ่งรัฐบาลคาดว่าจะกดเงินเฟ้อในช่วง พ.ค.-ก.ย. ได้ 0.5ppt ต่อเดือน ด้านนโยบายการเงินมีแนวโน้มผ่อนคลายต่อเนื่อง โดยในการประชุมครั้งล่าสุด BoJ ประกาศซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นในทุกวันทำการ และคาดว่า BOJ จะมีจุดยืนทางนโยบายที่ผ่อนคลายไปตลอดทั้งวาระของนาย Haruhiko Kuroda หรือ เม.ย. 2023 เป็นอย่างน้อย ตามปัจจัยเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและเงินเฟ้อที่ยังไม่ได้เกิดจากแรงกดดันฝั่งอุปสงค์

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศฟื้นตัวต่อเนื่องในเดือน เม.ย. อย่างไรก็ตามการส่งออกและการผลิตยังคงมีแรงกดดันจากประเด็นรัสเซีย-ยูเครน และการ Lockdown ในประเทศจีน

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน เม.ย. ฟื้นตัวขึ้น โดยดัชนีรวม Composite PMI ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น 51.1 จุด และดีกว่าตัวเลขเบื้องต้นที่ 50.9 จุด ท่ามกลางการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่คลี่คลายลง ทำให้มีการยกเลิกสถานการณ์กึ่งฉุกเฉินในทุกพื้นที่ ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการเร่งตัวขึ้น (+1.1, 50.5) ส่วนภาคการผลิตชะลอตัวลง (-0.6, 53.5) จากยอดคำสั่งซื้อที่ชะลอตัวลงและการจ้างงานที่ชะลอตัวลงต่ำสุดในรอบ 9 เดือน ด้านดัชนีราคาต้นทุนการผลิตเร่งตัวสูงขึ้นเป็นอันดับ 5 นับตั้งแต่มีการสำรวจ ส่วนดัชนีราคาขายเร่งตัวขึ้นสูงสุดเป็นประวัติการณ์

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ขยายตัว 2.0% MoM, SA ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยจาก -0.9% ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ 1.0% โดยเมื่อเทียบกับช่วง

เดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกพลิกกลับมาขยายตัว 0.9% YoY (vs. -0.9% เดือนก่อน)

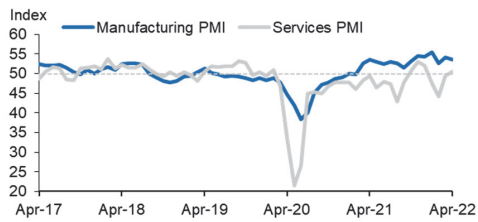
ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มี.ค. ชะลอลงเป็น 0.3% MoM, SA จากที่ขยายตัว 2.0% ในเดือนก่อน แต่แย่กว่าที่ตลาดคาดที่ 0.5% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -1.7% YoY (vs. 0.5% เดือนก่อน)

ด้านอุปสงค์นอกประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น 14.7% YoY จาก 19.1% ในเดือนก่อน ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 17.1% ด้านยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 31.2% YoY จาก 34.1% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 28.9%

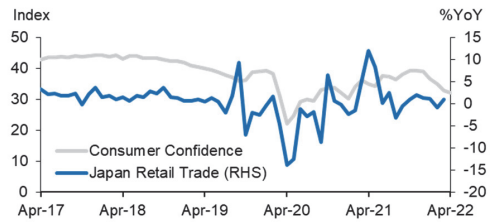
ด้านการลงทุน ยอดสั่งซื้อเครื่องจักรไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) เดือน ก.พ. ชะลอตัวเป็น 4.83% YoY, 3mma (vs. 7.27% เดือนก่อน)

แผนภาพ 42: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศส่งสัญญาณฟื้นตัวหลังการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในประเทศ คลื่นคลายลง ในขณะที่การส่งออกยังคงถูกกดดันจากปัญหาในห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก

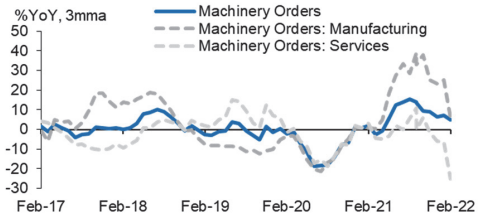
Manufacturing vs. Services PMI



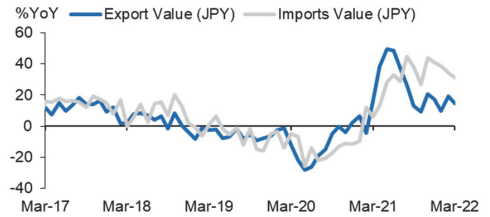
Retail sales



Investment



Trade



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

GDP ไตรมาส 1/2022 พลิกกลับมาหดตัวจากผลของการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินและราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้น

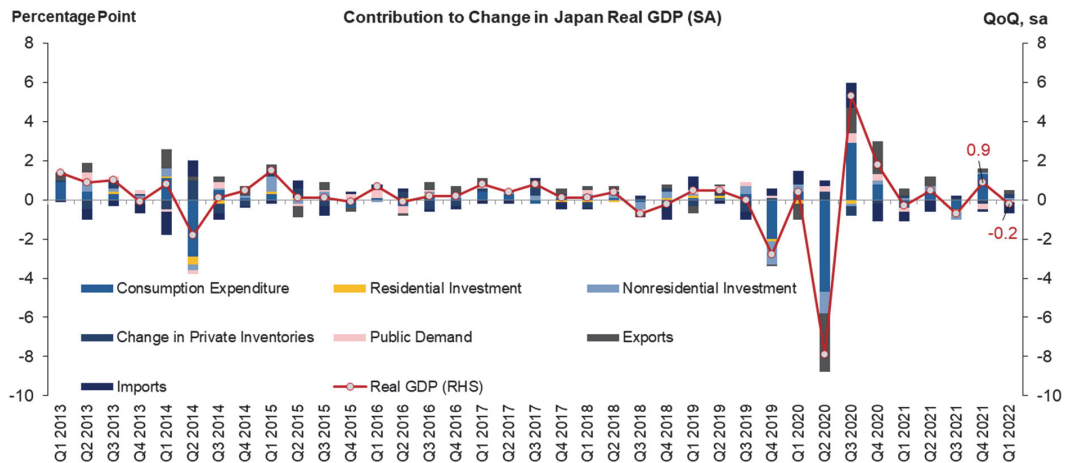
GDP ไตรมาส 1/2022 (เบื้องต้น) พลิกกลับมาหดตัว -1.0% QoQ, saar ตีกว่าที่ตลาดคาดที่ -1.8% จากที่ขยายตัว 3.8% ในไตรมาสก่อน (หรือ 0.2% YoY จาก 0.4% ไตรมาสก่อน) นำโดยการบริโภคภาคเอกชนที่พลิกกลับมาหดตัว -0.1% QoQ, saar (vs. 10.2% ไตรมาสก่อน) ด้านการลงทุนที่มีชี้อาศัย (Private Non-Residential Investment) ขยายตัว 1.9% QoQ, saar (vs. 1.5% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนในที่อยู่อาศัย

(Private Residential Investment) หดตัวลดลง -4.3% (vs. -4.5% ไตรมาสก่อน)

ภาคต่างประเทศ การส่งออกขยายตัว 4.7% QoQ, saar (vs. 3.6% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การนำเข้าเร่งตัวขึ้นอย่างมาก 14.1% (vs. 1.4% ไตรมาสก่อน)

ด้านการใช้จ่ายภาครัฐ (Public Expenditure) หดตัว -0.9% QoQ, saar (vs. -4.4% ไตรมาสก่อน) โดยการบริโภคภาครัฐพลิกกลับมาขยายตัว 2.4% (vs. -1.1% ไตรมาสก่อน) ส่วนการลงทุนภาครัฐหดตัวต่อเนื่อง -13.6% (vs. -17.4% ไตรมาสก่อน)

แผนภาพ 43: GDP พลิกกลับมาหดตัวในไตรมาส 1/2022 โดยหลักมาจากการนำเข้าที่เร่งตัวขึ้นอย่างมาก (แท่งสีน้ำเงิน)



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

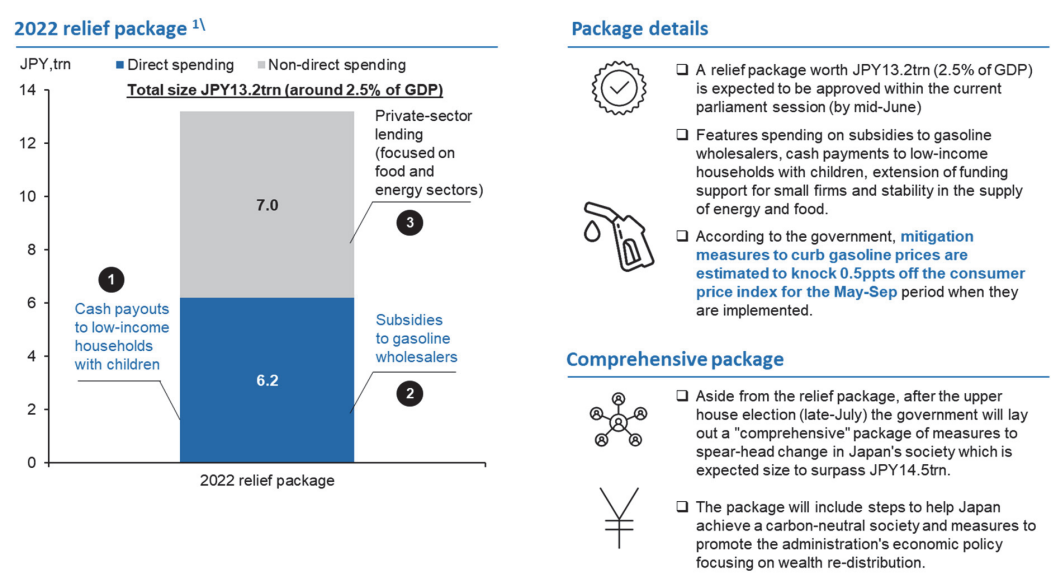
รัฐบาลเตรียมออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่า 13.2 ล้านล้านเยน เพื่อช่วยบรรเทาความไม่มั่นคงที่เพิ่มขึ้นและลดค่าครองชีพสำหรับครอบครัวที่มีบุตร

รัฐบาลญี่ปุ่นกำลังพิจารณามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนใหม่ โดยคาดว่าจะมีมูลค่ารวม 13.2 ล้านล้านเยน (2.5% ของ GDP) ซึ่งสูงกว่าที่เคยคาดไว้เมื่อเดือนก่อนที่ 1.0-5.5 ล้านล้านเยน โดยมาตรการจะแบ่งเป็น 1) การแจกเงินให้สำหรับครอบครัวที่มีบุตรและการอุดหนุนราคาน้ำมัน วงเงิน 6.2 ล้านล้านเยน ซึ่งคาดว่าจะทำให้เงินเฟ้อในช่วง พ.ค.-ก.ย. ลดลง 0.5ppts ต่อเดือน

และ 2) มาตรการเงินกู้สำหรับบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลาง วงเงิน 7.0 ล้านล้านเยน ทั้งนี้ คาดว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก้อนนี้จะได้รับการอนุมัติผ่านสภาภายในช่วงกลางเดือน มิ.ย.

นอกจากนี้ รัฐบาลกำลังวางแผนที่จะออกงบประมาณเพิ่มเติมเพื่อให้บรรลุเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมและการกระจายรายได้ ซึ่งคาดว่าจะมีขนาดใหญ่กว่า 13.2 ล้านล้านเยน และคาดว่าจะได้รับการอนุมัติของสภาหลังการเลือกตั้งสภาบงในช่วงปลายเดือน ก.ค.

แผนภาพ 44: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบนี้มุ่งเน้นไปที่การลดค่าครองชีพเป็นหลัก



Note: 1\ Direct spending with this relief package is more than the JPY1.0-5.5trn previously expected.
ที่มา: Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

BoJ คงนโยบายการเงินเดิมตามคาด โดยประกาศซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นแบบไม่จำกัดเพื่อจำกัดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีให้เคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.25% และปรับประมาณการเงินเพื่อ FY2022 ขึ้นจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินเดิมในการประชุม Monetary Policy Meeting (MPM) วันที่ 27-28 เม.ย. โดยมีมติ 8 ต่อ 1 คงเป้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและยาว และมีมติเป็นเอกฉันท์คงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่ประกาศไว้ก่อนหน้านี้ ได้แก่

- คงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.25% และประกาศเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นในทุกวันทำการ

- คงวงเงินการเข้าซื้อ ETFs และ REITs สูงสุดต่อปีที่ 12 ล้านล้านเยน และ 1.8 แสนล้านเยน ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด
- ซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) และระยะยาว (Corporate Bonds) ในอัตราเดียวกันกับก่อนการระบาดของ COVID-19 เพื่อให้ยอดคงค้างค่อยๆ กลับสู่ระดับก่อนเกิดโรคระบาด (Pre-COVID Level) กล่าวคือ ประมาณ 2 ล้านล้านเยน สำหรับตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น และประมาณ 3 ล้านล้านเยน สำหรับตราสารหนี้เอกชนระยะยาว
- คงระยะเวลาโครงการเงินกู้ปลอดดอกเบี้ย (Special Funds-Supplying Operations) ที่ให้สถาบันการเงินนำไปปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 สำหรับ SME จนถึงเดือน ก.ย. 2022

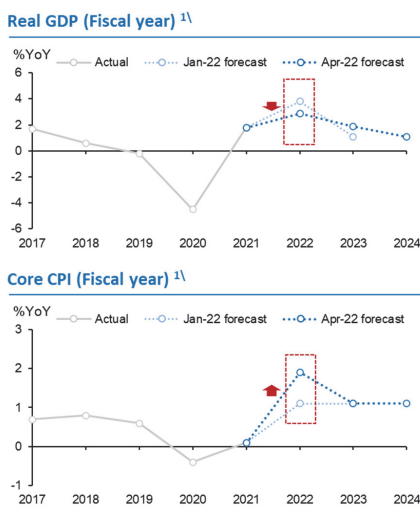
ในส่วนของการประมาณการเศรษฐกิจ BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ 2022F จะขยายตัวลดลงเป็น 2.9% จากประมาณการครั้งก่อนในเดือน ม.ค. ที่คาดว่าจะขยายตัว 3.8% จากความเสี่ยงเรื่องการแพร่ระบาดของ COVID-19 ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้นและการชะลอตัวของเศรษฐกิจในต่างประเทศ พร้อมกับการปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีงบประมาณ 2023F ขึ้นเป็น 1.9% จากเดิมที่คาด 1.1%

ด้านประมาณการราคา BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1.9% ในปีงบประมาณ 2022F จากประมาณการครั้งก่อนในเดือน ม.ค.

ที่คาดว่าจะขยายตัว 1.1% แต่คาดเงินเฟ้อจะชะลอตัวลงเป็น 1.1% ในปีงบประมาณ 2023F และอยู่ที่ 1.1% ในปีงบประมาณ 2024F เท่ากับประมาณการครั้งก่อน โดยเงินเฟ้อยังคงห่างไกลเป้าหมายที่ 2% อย่างมากในระยะปานกลาง (แม้ในระยะสั้นจะเร่งตัวขึ้นมาก) สะท้อนว่านโยบายการเงินจะยังคงผ่อนคลายอย่างมากเป็นระยะเวลานาน

ทั้งนี้ นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่า BoJ ยังเน้นย้ำว่า ค่าเงินเยนที่อ่อนยังเป็นผลบวกต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นในภาพรวม แม้ว่าการปรับตัวอย่างรวดเร็วของค่าเงินเยนอาจส่งผลกระทบต่อวางแผนของภาคธุรกิจ

แผนภาพ 45: BoJ ย้ำจุดยืนทางนโยบายที่ผ่อนคลายผ่านการซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นในทุกวันทำการ ท่ามกลางแรงกดดันต่อเศรษฐกิจจากหลายทิศทาง



Outlook for economic activity and prices

On April 27-28, the BoJ's Monetary Policy Meeting, as largely expected, maintained the status quo across all monetary policy parameters, and announced the purchase of 10-year Japanese government bonds at a fixed yield of 0.25%, basically every trading day; in this scenario, the end of monetary easing is less likely.

- The projected growth rates for fiscal 2021 and 2022 are lower because of factors such as resurgence in COVID-19, rise in commodity prices, and slowdown in overseas economies.
- However, the projected growth rate for fiscal 2023 is higher, partly owing to a rebound from the lower projection for the previous year.
- The projected rate of increase in the CPI for fiscal 2022 is significantly higher, mainly reflecting the impact of the rise in energy prices.

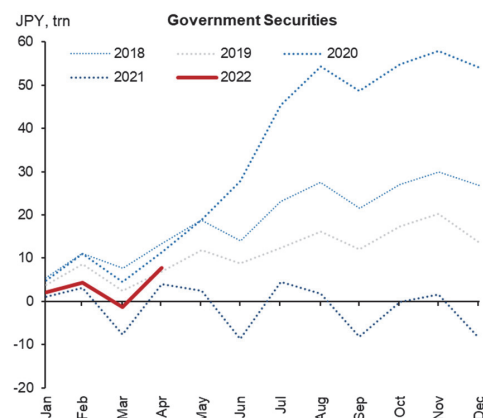
Regarding risk balance, risks to economic activity are skewed to the downside for the time being, mainly due to the impact of COVID-19 and the situation surrounding Ukraine, but are generally balanced thereafter. Risks to prices are skewed to the upside for the time being, mainly reflecting uncertainties over energy prices, but are generally balanced thereafter.

Note: 1\ BoJ's forecasts.

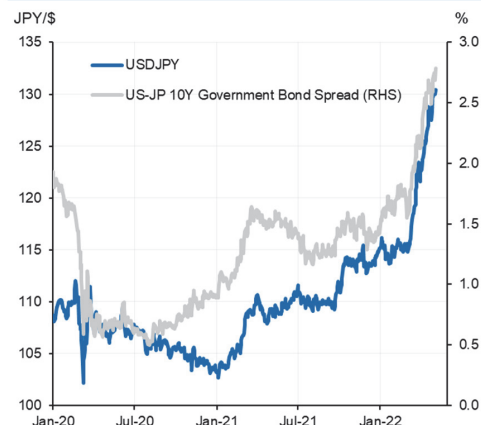
ที่มา: Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพ 46: เงินเยนยังคงอ่อนค่าต่อเนื่องจากจุดยืนทางนโยบายที่ต่างกันของ BoJ และ Fed อย่างไรก็ตาม นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่า BoJ ยังเน้นย้ำว่า ค่าเงินเยนที่อ่อนยังเป็นผลบวกต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นในภาพรวม

BoJ acquisition of government securities



USD/JPY and yield spread



- Current acquisition of government bonds is higher than in 2021, but not very high compared to 2020.
- As the market currently expects a Fed's terminal rate of 3.00-3.25% (Fed fund future), the yen could possibly reach 135, regarding our estimate.
- If the BoJ wants to keep the yen from weakening further, it has tools such as direct purchases of the Yen, expanding the YCC band, and shifting its YCC target. However, as of 28 April there is no intervention has yet been made by the BoJ and Kuroda has consistently emphasized that the weak yen is good for the Japanese economy as a whole.

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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.2% YoY ในไตรมาสแรก จากการใช้จ่ายภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้น ในระยะข้างหน้า การผ่อนคลายมาตรการเปิดรับนักท่องเที่ยวจะหนุนให้กิจกรรมเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับภาคการท่องเที่ยวฟื้นตัวต่อเนือง อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชนมีแรงกดดันเพิ่มเติมจากการปรับเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ รวมทั้งราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก จากที่มาตรการตรึงราคาไว้ไม่เกิน 30 บาทต่อลิตรสิ้นสุดลงในเดือน เม.ย. โดยหากปัจจัยต่างๆ อาทิ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ปรับเพิ่มขึ้น และพิจารณาการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ รวมทั้งการปรับขึ้นราคาสินค้าและบริการของผู้ประกอบการสูงกว่าที่คาด จนทำให้คาดการณ์เงินเฟ้อในระยะข้างหน้าเร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยยะ ภายใต้บริบทที่เศรษฐกิจฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้น จะเป็นปัจจัยหนุนที่อาจทำให้ รมท. ตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้นกว่าคาดการณ์ในกรณีฐานของเราได้ (ปัจจุบันคาดขึ้นดอกเบี้ยช่วงกลางปีหน้า)

การใช้จ่ายภาคเอกชนหนุนให้ GDP ในไตรมาสแรกขยายตัว +2.2% YoY; จับตาความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น

เศรษฐกิจไทยขยายตัวที่ 2.2% YoY ในไตรมาส 1 โดยปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนที่ขยายตัว 1.8% เนื่องจากได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายของภาครัฐ และการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown ต่างๆ ทั้งนี้ ตัวเลขที่ประกาศออกมาสูงกว่าคาดการณ์ของตลาด (ตลาดคาด 1.7%) แต่ต่ำกว่าคาดการณ์ของเราเล็กน้อย (TISCO ESU คาด 2.5%) และหลังขจัดผลของฤดูกาล GDP ไตรมาส 1 ขยายตัว 1.1% QoQ, sa (vs. 1.8% ไตรมาสก่อน)

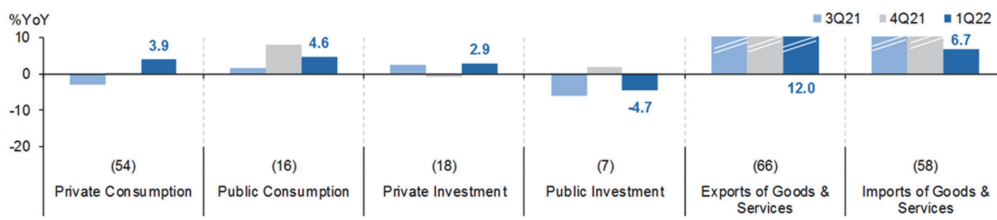
ด้านอุปสงค์ (Demand side) อุปสงค์ในประเทศปรับตัวดีขึ้นจากการใช้จ่ายภาคเอกชนเป็นหลัก โดยการบริโภคภาคเอกชนขยายตัวอย่างแข็งแกร่งเป็น 3.9% (vs. 0.4% ไตรมาสก่อน) จากการใช้ที่เพิ่มขึ้นทั้งในหมวดสินค้าและบริการ ด้านการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้นเป็น 2.9% (vs. -0.8% ไตรมาสก่อน) สำหรับการใช้จ่ายภาครัฐชะลอตัว โดยการอุปโภคภาครัฐชะลอตัวเป็น 4.6% (vs. 8.1% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนภาครัฐหดตัว -4.7% (vs. 1.7% ไตรมาสก่อน) ส่วนอุปสงค์ในต่างประเทศมีแรงหนุนจากการส่งออกบริการขยายตัวต่อเนื่องที่ 30.7% (vs. 28.8% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การส่งออกสินค้าชะลอตัวเป็น 10.2% YoY (vs. 16.6% ไตรมาสก่อน)

ด้านอุปทาน (Supply side) กิจกรรมเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับภาคท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้น อาทิ สาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร (34.1% vs. -4.9% ไตรมาสก่อน) และสาขาการขนส่ง (4.6% vs. 3.2%) ขยายตัวดีขึ้นตามการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown และมาตรการการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ ด้านการผลิตสินค้าเกษตรกรรมขยายตัวดีขึ้น (4.1% YoY vs. -0.6% ไตรมาสก่อน) นำโดยผลผลิตพืชสำคัญ อาทิ ข้าวเปลือก อ้อย โรงงาน ปาล์มน้ำมัน และลัมปะรด รวมทั้งผลผลิตในหมวดปศุสัตว์ที่ดีขึ้น (เช่น ไก่เนื้อและไข่ไก่ และสุกร) นอกจากนี้ การผลิตสินค้าอุตสาหกรรมชะลอตัว (1.9% vs. 3.8% ไตรมาสก่อน) และสาขาการทำเหมืองแร่และเหมืองหินอ่อนแอลง (-18.7% vs. -13.4% ไตรมาสก่อน)

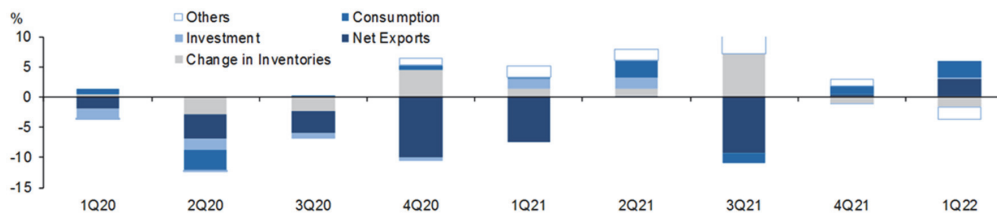
เรามองว่า GDP ในไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากฐานที่สูงในช่วงเดียวกันของปีก่อน การบริโภคภาคเอกชนที่มีแนวโน้มอ่อนแอลงหลังจากที่มาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายของภาครัฐได้สิ้นสุดลง ประกอบกับราคาพลังงานและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกดดันกำลังซื้อภาคครัวเรือน อย่างไรก็ตาม การส่งออกบริการมีแนวโน้มดีขึ้นจากการผ่อนคลายมาตรการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติอย่างต่อเนื่อง โดยรัฐมีแผนที่จะยกเลิกการลงทะเบียนผ่านระบบ Thailand Pass ในเดือน มิ.ย.

แผนภาพที่ 47: การใช้จ่ายภาคเอกชนทั้งการบริโภคและการลงทุนปรับตัวดีขึ้น

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



Contribution to GDP growth from demand-side indicators

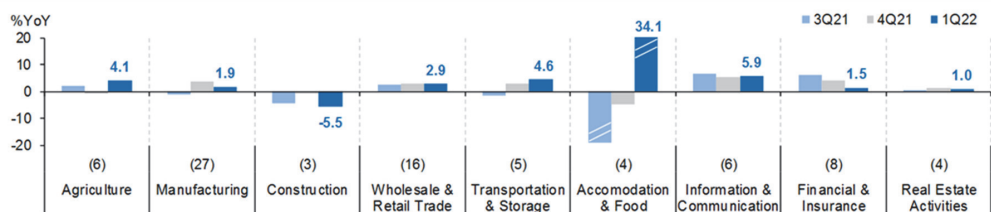


Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2021 GDP (CVM).

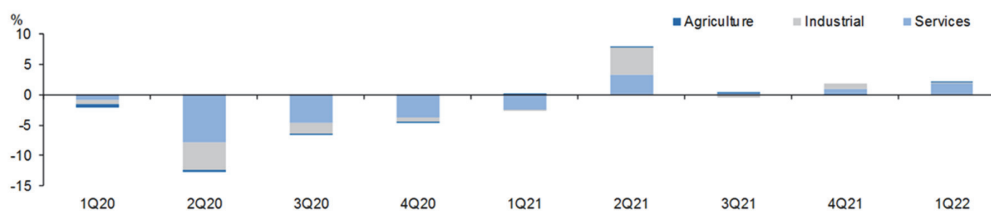
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 48: ภาคการท่องเที่ยวกลับมาขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะสาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร

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).

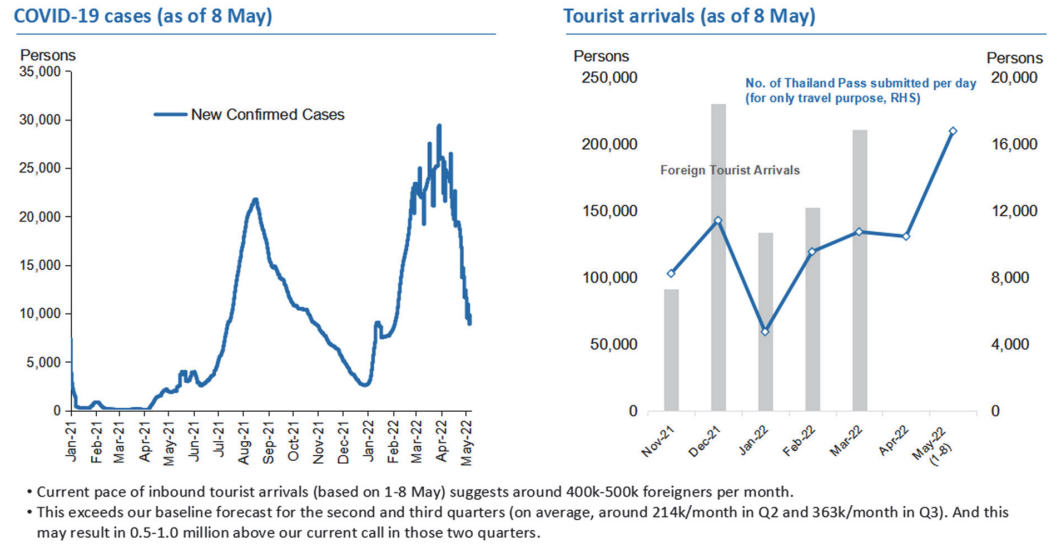
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การผ่อนคลายมาตรการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติช่วยหนุนให้จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น

หลังจากที่สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 คลี่คลายลง ศบค. ได้มีการผ่อนคลายมาตรการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. เป็นต้นมา โดยผู้ที่เดินทางเข้าประเทศที่ได้รับวัคซีนครบถ้วนไม่ต้องรับการตรวจหาเชื้อ COVID-19 แล้ว แต่ผู้ที่ยังได้รับวัคซีนไม่ครบถ้วนจะต้องทำการกักตัวเป็นเวลา 5 วัน และเข้ารับการตรวจหาเชื้อด้วยวิธี RT-PCR ในวันที่ 4-5 นอกจากนี้ เงินประกันขั้นต่ำในการเดินทางต่อรายถูกปรับลดลงมาอยู่ที่ 1 หมื่นดอลลาร์สหรัฐฯ จากเดิมที่ 2 หมื่นดอลลาร์สหรัฐฯ อีกด้วย

การผ่อนคลายมาตรการดังกล่าวส่งผลให้จำนวนผู้ลงทะเบียนเดินทางผ่านระบบ Thailand Pass โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการท่องเที่ยวปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ โดยจำนวนนักท่องเที่ยวในช่วงวันที่ 1-8 พ.ค. เฉลี่ยอยู่ที่ 1.7 หมื่นคนต่อวัน ปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 1 เท่าเมื่อเทียบกับเดือนก่อน ซึ่งหากนำอัตราการเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวดังกล่าวไปคำนวณหาจำนวนนักท่องเที่ยวต่อเดือนจะอยู่ที่ราว 4-5 แสนคนต่อเดือน ซึ่งสูงกว่าที่นักท่องเที่ยวในไตรมาส 2 และไตรมาส 3 ที่เราได้เคยประเมินไว้ (คาดเฉลี่ย 2.1 แสนคนต่อเดือนในไตรมาส 2 และ 3.6 แสนคนต่อเดือนในไตรมาส 3) ดังนั้น ผลจากการผ่อนคลายมาตรการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติจะทำให้คาดการณ์นักท่องเที่ยวในไตรมาสที่ 2 และ 3 อาจสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ราว 0.5-1 ล้านคน

แผนภาพที่ 49: การผ่อนคลายมาตรการเดินทางเข้าประเทศช่วยหนุนให้จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น



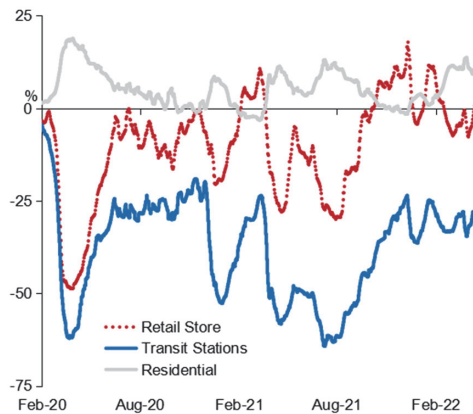
ที่มา: Bloomberg, BoT, DGA, Royal Thai Government, Department of Consular Affairs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การผ่อนคลายมาตรการควบคุมการแพร่ระบาด COVID-19 อย่างต่อเนื่องช่วยหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจให้ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะกิจกรรมที่เกี่ยวข้องเนื่องกับการท่องเที่ยว สะท้อนผ่านเครื่องชี้เศรษฐกิจภาคบริการ ทั้งสาขาการขนส่งและคลังสินค้า (Transportation and Storage) และสาขาที่พักแรมและบริการ

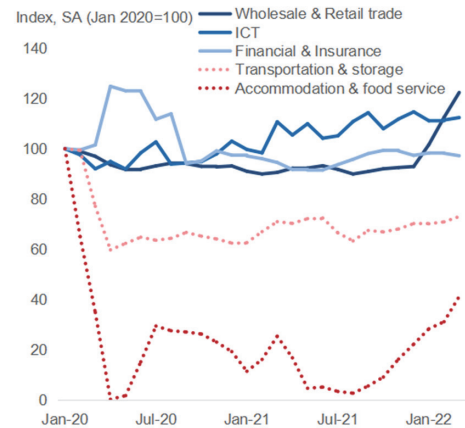
ด้านอาหาร (Accommodation and Food service) ที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอย่างชัดเจน โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จะทำให้กิจกรรมเศรษฐกิจดังกล่าวจะฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 50: เราคาดว่าจะเห็นกิจกรรมเศรษฐกิจในภาคบริการ โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง

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



Services Production Index



Note: 1\ 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: Google, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

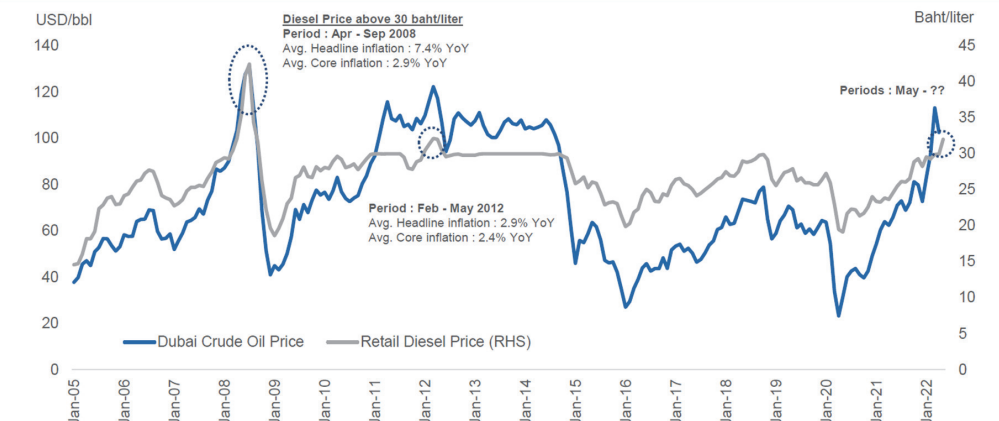
การปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดีเซลจะส่งผ่านไปยังต้นทุนการผลิต และหนุนเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับสูง

หลังจากที่มาตรการตรึงราคาน้ำมันดีเซลไว้ที่ 30 บาท/ลิตร ได้สิ้นสุดลงในเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา หลังจากนั้นในช่วงเดือน พ.ค.-มิ.ย. รัฐบาลได้หันมาดำเนินมาตรการอุดหนุนราคาเพียงครั้งหนึ่งของราคาน้ำมันดีเซลที่ปรับขึ้นแทน โดยราคาน้ำมันดีเซลที่เริ่มทยอยปรับขึ้นเป็นภาระต่อการใช้จ่ายครัวเรือนที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอย่างมีนัยยะ (กว่า 60% ของการขนส่งทางถนน ใช้น้ำมันดีเซล) และหนุนอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline Inflation) ให้อยู่ในระดับสูง ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงขาขึ้น (Upside Risk) ต่อประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปีของเราที่คาดการณ์ไว้ที่ 4.8% โดยอ้างอิงจากการคำนวณของเรา การปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดีเซล 10% จะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปสูงขึ้นราว 0.2-0.5% และจะใช้เวลา 3-6 เดือนในการส่งผ่านไปยังต้นทุนของสินค้าและบริการ

นอกจากการปรับขึ้นราคาน้ำมันดีเซลแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่อาจทำให้คาดการณ์เงินเฟ้อในระยะข้างหน้าเร่งตัวขึ้น อาทิ เงินบาทที่อ่อนค่าจะเพิ่มความกังวลเกี่ยวกับเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจากการนำเข้าสินค้าที่ราคาแพงขึ้น การพิจารณาปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำที่คาดว่าจะได้ข้อสรุปในเดือน ส.ค. - ก.ย. (ปริมาณการขึ้นยังไม่ได้ข้อสรุป แต่มีบางส่วนขอให้มีการปรับขึ้นประมาณ 50%) การระงับการส่งออกสินค้าของบางประเทศ โดยเฉพาะหมวดอาหาร และปัญหาห่วงโซ่อุปทานที่ยืดเยื้อ เป็นต้น ซึ่งหากปัจจัยดังกล่าว (รวมทั้งการปรับขึ้นราคาสินค้าและบริการของผู้ประกอบการสูงกว่าที่คาด) ทำให้คาดการณ์เงินเฟ้อในระยะปานกลางและระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ ดังนั้น ต้องจับตาการปรับขึ้นราคาสินค้าของผู้ประกอบการและเงินเฟ้อคาดการณ์อย่างใกล้ชิดในระยะข้างหน้า รวมทั้งการส่งสัญญาณถึงแนวโน้มนโยบายการเงินของ ธปท. ที่อาจมีความเสี่ยงการปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้นกว่าคาดการณ์ในกรณีฐานของเราได้ (ปัจจุบันคาดขึ้นดอกเบี้ยช่วงกลางปีหน้า)

แผนภาพที่ 51: การปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดีเซลจะส่งผ่านไปยังต้นทุนการผลิต และหนุนเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับสูง

Dubai crude oil price vs. Diesel price



- The govt kept the 30 baht per liter cap on diesel price in place only until the end of April. From May to June, it will subsidize half of the price above 30 baht per liter.
- This will significantly increase the burden on household spending for retail oil usage (~60% of road transport uses diesel) and keep headline inflation at a high level, resulting in upside risk to our headline inflation call (currently at 4.8%).
- Based on our calculations, a 10% increase in diesel price will lift headline inflation by 0.2-0.5%. It will take around 3-6 months to pass-through the rise to other cost of goods and services.
- If inflation spikes higher-than-expected and the Thai baht continues to lose momentum, there is a higher chance of a year-end rate hike.

ที่มา: Energy Policy and Planning Office, MoC, Bloomberg, TISCO
Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลยังเหลือเม็ดเงินเพื่อใช้ในการออกมาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพที่สูงขึ้น

ท่ามกลางค่าครองชีพที่สูงขึ้นตามราคาน้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ รัฐบาลยังมีงบประมาณที่สามารถนำมาใช้ในการออกมาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพเพิ่มเติม โดยรัฐบาลยังมีแหล่งเงินทุนดังนี้

1. พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 1 ล้านล้านบาท ยังมีวงเงินคงเหลืออยู่ราว 1.8 หมื่นล้านบาท โดยรัฐจะต้องลงนามในสัญญากู้เงินภายในสิ้นเดือน ก.ย. 2021 ซึ่งปัจจุบันยังไม่มีรายละเอียดการใช้เม็ดเงินดังกล่าว
2. พ.ร.ก. เงินกู้ฯ 5 แสนล้านบาท ยังมีวงเงินคงเหลืออยู่ราว 7.4 หมื่นล้านบาท โดยรัฐจะต้องลงนามในสัญญากู้เงินภายในสิ้นเดือน ก.ย. 2022
3. งบกลางภายใต้งบประมาณรายจ่ายประจำปี FY2022 มีวงเงินคงเหลือราว 6.0 หมื่นล้านบาท ซึ่งโดยปกติจะมีการจัดสรรงบประมาณราว 3-4 หมื่นล้านบาท เพื่อใช้ในรายการเงินสำรองจ่ายในกรณีฉุกเฉิน

4. เงินกู้เพิ่มเติมที่สามารถกู้ได้ก่อนที่จะถึงเพดานหนี้สาธารณะ โดยสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (PDMO) รายงานว่า ณ มี.ค. 2022 หนี้สาธารณะของประเทศไทยอยู่ที่ประมาณ 10 ล้านล้านบาท คิดเป็น ~61% ของ GDP ซึ่งรัฐบาลจะยังสามารถกู้เงินเพิ่มเติมได้อีก 1.5 ล้านบาท ก่อนที่หนี้สาธารณะจะชนเพดานที่ 70% ของ GDP อย่างไรก็ตาม ภายใต้อำนาจพระราชบัญญัติการจัดการหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548 กำหนดไว้ว่า รัฐบาลสามารถกู้ยืมเพื่อวัตถุประสงค์ในการจัดหาเงินทุนสำหรับการขาดดุลงบประมาณได้ไม่เกิน 20% ของงบประมาณประจำปีราว 6.2 แสนล้านบาท และ 80% ของงบประมาณรายจ่ายที่กำหนดไว้สำหรับการชำระคืนเงินต้นราว 8 หมื่นล้านบาท ซึ่งรวมแล้วจะกู้ได้ราว 7 แสนล้านบาท

แผนภาพที่ 52: รัฐบาลยังเหลือเม็ดเงินเพื่อใช้ในการออกมาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพที่สูงขึ้น

Government's funding sources for the rest of FY2022 ^{1\}

Sources of Funding	Remaining Budget (THB,bn)	Notes
1) THB1trn Emergency Loan Decree	17.6	• Govt had to sign financial contracts by the end of Sep 2021, thus it is not clear how loans can be applied for thereafter.
2) THB500bn Emergency Loan Decree	74.3	• Govt must sign financial contracts by the end of Sep 2022.
3) Central Budget of FY2022	60.0	• Normally, THB30-40bn of the budget will be allocated for disaster management.
4) Additional borrowing before reaching debt limit	1,500	<ul style="list-style-type: none"> • As of Mar 2022, Thailand's public debt was around THB10trn, equivalent to ~61% of GDP, according to the Public Debt Management Office (PDMO). • Govt still has room to borrow another THB1.5trn before public debt reaches its ceiling at 70% of GDP. • However, according to the Public Debt Management Act B.E. 2548, the government can borrow for the purpose of financing the budgetary deficit, which is to not exceed 20% of the annual budget = ~THB620bn plus 80% of the expenditure budget set out for repayment of principal= ~THB80bn.

Note: 1\ as of April 2022.

ที่มา: PDMO, Press, 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



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



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



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



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



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



สิทธวัฒน์ เจริญสภาพร
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	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน : 02 550 1335
	พรอมานาด ชั้น 3 : 02 947 5315	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168	
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารกสินท์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	รัตนธิเบศร์ : 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	