

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

بالغของตลาดหุ้นยังไม่สิ้นสุด
จาก Valuation ที่แพง และการปรับลด
คาดการณ์ผลประกอบการบริษัท

แต่ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับลดลง
จำกัด จากสถานะการถือครองหุ้นที่มีเป็น
สัดส่วนน้อย

แนะนำให้ปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนใน
พันธบัตร จากอัตราผลตอบแทนที่อยู่ใน
ระดับสูง และแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่น่า
จะเริ่มลดลง ตามแนวโน้มเงินเฟ้อและการ
ชะลอตัวของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY.....	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น.....	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	15
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	17
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	26
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ.....	27
• เศรษฐกิจยุโรป	33
• เศรษฐกิจจีน	38
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	42
• เศรษฐกิจไทย	45

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

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscoverwealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้น (S&P500) ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ปรับตัวลงสู่ระดับ 3,600 จุด ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในช่วงเดือน มิ.ย. โดยมีสาเหตุสำคัญมาจากการปรับขึ้นคาดการณ์ดอกเบี้ย ในขณะที่คาดการณ์ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน (Forward EPS) ปรับลดลงเพียงเล็กน้อย ซึ่งว่าการปรับฐานนี้ สะท้อนผลกระทบจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น และอาจยังไม่ได้สะท้อนผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทที่มากพอ ซึ่งในระยะข้างหน้า เรามองว่าคาดการณ์กำไรน่าจะถูกรับลดเพิ่มเติม จากผลของราคาน้ำมันที่เริ่มลดลงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา

นอกจากนี้ Valuation ของตลาดหุ้นยังอยู่ในระดับที่แพง โดยเมื่อพิจารณาจากจุดต่ำสุดของการปรับฐานรอบนี้ เทียบกับในอดีตย้อนหลังไปตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ที่เป็น Bear markets หรือช่วงที่ตลาดหุ้นมีการปรับลดลงจากจุดสูงสุด (Drawdown) มากกว่า -20% พบว่าค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 จากการปรับฐานรอบนี้อยู่ที่ 15 เท่า สูงกว่าจุดต่ำสุดในอดีตทุกรอบ โดยสูงกว่าเฉลี่ยที่ 13 เท่า ถึง 15% ซึ่งว่า Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันแพงกว่าในอดีตพอสมควร ทำให้เรามองว่าขาลงของตลาดหุ้นรอบนี้อาจยังไม่สิ้นสุด

อย่างไรก็ดี ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับตัวลงได้จำกัด เนื่องจากผู้เล่นในตลาดหลายประเภท เช่น นักเก็งกำไรประเภท Hedge funds และผู้จัดการกองทุน มีสถานการณ์ถือครอง (Positions) หุ้นในสัดส่วนที่ต่ำมาก สะท้อนมุมมองที่ Bearish ต่อตลาดที่มาอยู่แล้ว และน่าจะจำกัดการเทขายหุ้นในระยะสั้น

สำหรับพันธบัตร เราประเมินว่า Bond yield อายุ 10 ปี จะทำจุดสูงสุดที่ระดับราว 4% ในช่วงสิ้นปีนี้ ก่อนจะลดลงเป็น 3.8% ในสิ้นปีหน้า เนื่องจาก 1) Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงกว่าระดับ Neutral rate แล้ว และอาจปรับขึ้นสู่ระดับที่ Restrictive ที่สุดตั้งแต่ปี 1984 ซึ่งน่าจะเพียงพอที่จะกดเงินเพื่อให้ลดลงในระยะข้างหน้า 2) Real yield เพิ่มขึ้นเป็นบวกเกือบครบทุกช่วงอายุ สะท้อนนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นมาพอสมควร และน่าจะใกล้ถึงระดับที่ Fed เห็นว่าเหมาะสมแล้ว 3) ตลาดในปัจจุบัน มอง Fed จะค้างดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณ ซึ่งว่าตลาดมอง Fed Hawkish มากเกินไป และอาจมีการปรับลดคาดการณ์ลงในระยะข้างหน้า และ 4) ตลาดพันธบัตรเริ่มมีปัญหาขาดแคลนสภาพคล่อง (Liquidity) ซึ่งน่าจะทำให้ Fed ปรับใช้นโยบายด้วยความระมัดระวังขึ้นในระยะข้างหน้า

Bond yield ที่น่าจะสูงสุดที่ราว 4% ใกล้เคียงระดับปัจจุบัน และมีแนวโน้มที่จะลดลง (ราคาพันธบัตรเพิ่มขึ้น) ตามแนวโน้มเงินเฟ้อและการชะลอตัวของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า และเมื่อประกอบกับอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรที่อยู่ในระดับที่สูงมาก Bond yield 10 ปี ของสหรัฐฯ ยืนอยู่ที่ระดับ 4% สูงสุดในรอบกว่า 10 ปี ทำให้เราปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตร

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ขาลงของตลาดหุ้นยังไม่สิ้นสุด จาก Valuation ที่แพง และการปรับลดคาดการณ์ผลประกอบการบริษัท
- แต่ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับลดลงจำกัด จากสถานการณ์ถือครองหุ้นที่มีเป็นสัดส่วนน้อย
- แนะนำให้ปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตร จากอัตราผลตอบแทนที่อยู่ในระดับสูง และแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่น่าจะเริ่มลดลง ตามแนวโน้มเงินเฟ้อและการชะลอตัวของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้ไทย			●	<ul style="list-style-type: none"> - ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยปรับเพิ่มขึ้นตาม Bond yield สหรัฐฯ จากเงินเฟ้อที่สูงกว่าคาด และ Fed ที่ส่งสัญญาณนโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น - เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดที่ราว 4% ปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5% - เพิ่มน้ำหนัก Overweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวดีเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ตาม การส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าจากแรงกดดันเรื่องการลดของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะการส่งออกที่พึ่งพิงตลาดสหรัฐฯ และยุโรปเป็นจำนวนมากมีความเสี่ยงที่จะเผชิญกับอุปสงค์ที่ชะลอตัว - เรายังคงมอง BoT จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยจะปรับขึ้นอีก 25bps สู่ระดับ 1.25% ในการประชุมครั้งสุดท้ายของปีในเดือน พ.ย. และจะปรับขึ้นอีกรวม 75bps สู่ระดับ 2% (terminal rate) ในปี 2023F - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน			●	<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างจำกัด ตามแนวทางการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด (Zero-Covid policy) - อัตราเงินเฟ้อในประเทศต่ำ เปิดทางให้ PBoC ยังคงใช้นโยบายผ่อนคลาย - ตลาดหุ้นดูจะตอบรับต่อการปรับขึ้นดอกเบี้ยไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังมี Sentiment ลบ จากข่าวการผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ เป็นระยะ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		●		<ul style="list-style-type: none"> - ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย อาจทำให้ Demand ลดลง กระทั่งต่อการส่งออก - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจพึ่งพาการนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์คิดเป็นสัดส่วนสูงถึงเกือบ 5% ของ GDP - อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้อาณาการกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			●	<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังสถานการณ์การระบาดคลี่คลายลง - ได้รับปัจจัยหนุนจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า - เงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ เปิดทางให้ใช้นโยบายผ่อนคลายการเงินนานกว่า Fed และ ECB และไม่เป็นอุปสรรคต่อการออกมาตราการกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง - ตลาดหุ้นมักจะไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป		●		<ul style="list-style-type: none"> - มีความเสี่ยงจากการขาดแคลนพลังงานเมื่อเข้าสู่ฤดูหนาวในช่วงปลายปี - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหานี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB ออกเครื่องมือ Anti-fragmentation tools ช่วยลดผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น หลังส่วนต่างระหว่าง Bond yield ในกลุ่มประเทศที่อ่อนแอและมีหนี้สาธารณะสูง และเยอรมนีต่างกว้างขึ้น สะท้อนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการผิดนัดชำระหนี้ของรัฐบาล - มีความเสี่ยง Recession สูงกว่าประเทศอื่น Earnings อาจถูกปรับลดลงมากกว่าภูมิภาคอื่น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●			<ul style="list-style-type: none"> - แนวโน้มการปรับตัวลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อาจส่งผลกระทบต่อกลุ่มประเทศที่พึ่งพาการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น บราซิล และชิลี - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินเฟ้อสูงเกินกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หลังเงินเฟ้อในภูมิภาคเร่งตัวขึ้นแรงเกินเป้าหมายธนาคารกลาง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ			●	<ul style="list-style-type: none"> - ได้รับปัจจัยบวกจากความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession และความไม่สงบทางการเมืองระหว่างประเทศ - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - ราคาทองคำลดลงมาใกล้ระดับราคาขายหน้าเหมือง (All-in-sustaining costs+ avg spread) ที่ระดับ \$1,570/oz - แนะนำให้ทยอยเข้าซื้อสะสมทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน		●		<ul style="list-style-type: none"> - อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังคงค่อนข้างตึงตัว ทั้งจากการลดโควตา ของ OPEC+ และน้ำมันจากคลังสหรัฐฯ (SPR) ที่เหลือน้อยลง ซึ่งอาจทำให้ราคา น้ำมัน (WTI) กลับขึ้นไปที่ระดับ \$90-100/bbl ในช่วงที่เหลือของปี - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs		●		<ul style="list-style-type: none"> - Mortgage rate เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 - 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	1,592	0.3%	2.0%	-2.5%	3.0%	-5.8%	-3.9%	-3.1%
Philippines PCOMP	5,984	-1.5%	1.3%	-5.6%	-4.4%	-15.3%	-16.0%	-18.2%
Indonesia JCI	7,038	1.8%	3.3%	-2.1%	2.5%	-3.3%	6.9%	6.1%
Singapore STI	2,985	-0.0%	-1.8%	-8.5%	-5.3%	-10.9%	-4.4%	-6.4%
Malaysia KLCI	1,440	1.6%	4.2%	-0.5%	-0.7%	-9.9%	-8.1%	-9.5%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	16,271	-1.4%	-1.9%	-11.8%	-20.9%	-21.3%	-30.5%	-37.5%
China H HSCEI	5,536	-1.5%	-1.7%	-11.7%	-22.0%	-20.5%	-32.8%	-40.3%
MSCI China	53	-1.6%	-2.9%	-12.7%	-24.2%	-20.4%	-37.2%	-44.9%
China CSI300	3,743	-0.6%	-2.6%	-4.1%	-11.6%	-6.3%	-24.2%	-24.0%
Taiwan TWSE	12,819	-0.2%	-2.4%	-11.1%	-14.2%	-25.2%	-29.6%	-24.1%
Korea KOSPI	2,213	-0.9%	0.0%	-5.7%	-8.1%	-18.9%	-25.7%	-26.4%
MSCI Korea	672	-0.9%	-0.3%	-4.1%	-9.3%	-18.0%	-26.2%	-25.3%
India SENSEX	59,567	0.2%	2.8%	0.2%	7.0%	2.9%	2.3%	-2.2%
MSCI India	2,038	0.6%	2.3%	-1.3%	4.9%	-0.9%	0.1%	-2.6%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,677	-1.0%	-1.2%	-0.4%	-1.7%	-12.1%	-10.3%	-10.0%
Japan TOPIX	1,882	-0.5%	-0.9%	-2.0%	-3.5%	-2.4%	-5.5%	-5.9%
Japan Nikkei 225	26,891	-0.9%	-0.7%	-1.5%	-3.3%	-2.4%	-6.6%	-6.3%
Europe STOXX600	396	0.3%	1.2%	-2.7%	-6.7%	-14.2%	-18.8%	-15.7%
Euro STOXX50	3,460	0.6%	2.3%	-0.9%	-3.8%	-11.9%	-19.5%	-16.7%
US Dow Jones	30,334	-0.3%	1.0%	0.5%	-5.3%	-12.8%	-16.5%	-14.8%
US S&P500	3,666	-0.8%	-0.1%	-3.3%	-8.3%	-16.6%	-23.1%	-19.4%
MSCI US REITs	1,079	-0.1%	-0.3%	-8.1%	-15.4%	-30.1%	-31.6%	-26.3%
J-REITs	1,863	0.2%	-2.1%	-7.4%	-6.5%	-6.2%	-9.9%	-10.7%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,934	0.3%	1.1%	-4.2%	-4.6%	-9.1%	-6.1%	-3.6%
Germany DAX	12,680	0.2%	1.9%	-0.7%	-4.3%	-12.6%	-20.2%	-18.0%
France CAC 40	6,029	0.8%	1.6%	-0.0%	-2.8%	-10.2%	-15.7%	-9.8%
Switzerland SMI	10,418	-0.1%	0.9%	-0.1%	-6.4%	-15.3%	-19.1%	-13.5%
Portugal PSI 20	5,444	0.7%	2.0%	-5.9%	-7.5%	-10.1%	-2.2%	-5.0%
Spain IBEX 35	7,559	0.8%	2.4%	-4.0%	-5.7%	-14.2%	-13.3%	-15.5%
Italy FTSE MIB	21,514	1.1%	2.8%	-2.4%	1.5%	-13.3%	-21.3%	-18.9%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	117,171	0.8%	2.5%	4.7%	18.3%	2.5%	11.8%	8.8%
Chile IPSA	5,139	1.0%	3.6%	-4.3%	-1.3%	4.6%	19.3%	26.8%
Mexico MEXBO	46,315	0.2%	1.2%	-1.4%	-2.3%	-13.1%	-13.1%	-11.0%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	442	-0.4%	-0.6%	-8.7%	-15.1%	-21.8%	-29.8%	-33.0%
MSCI Latin America	2,229	1.8%	3.5%	2.3%	12.9%	-13.3%	4.7%	2.8%
MSCI All Country World	563	-0.4%	2.0%	-3.9%	-9.2%	-18.2%	-25.4%	-24.2%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	84.35	0.5%	-1.5%	1.7%	-12.5%	-18.7%	12.2%	2.2%
Brent Spot	92.22	-0.0%	0.6%	2.7%	-11.2%	-14.9%	18.6%	9.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	7.87	-0.45	1.85	0.98	0.36	3.33	5.30	5.76
Gold Spot	1625.51	0.4%	-1.2%	-2.4%	-5.0%	-16.2%	-11.1%	-8.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2974.71	-0.2%	-0.9%	-3.1%	-6.0%	-10.6%	-2.3%	-2.8%
Bloomberg Agri Subindex	67.51	0.6%	-0.5%	-3.7%	7.4%	-12.8%	11.1%	17.8%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	287.88	0.0%	-0.7%	-2.1%	-2.0%	-2.4%	-8.8%	-8.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	212.26	0.0%	-0.0%	-0.3%	0.3%	-0.0%	-1.0%	-0.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	295.29	0.0%	-0.4%	-1.4%	-1.1%	-1.3%	-4.1%	-3.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	379.68	-0.2%	-0.7%	-2.6%	-3.7%	-2.9%	-7.6%	-6.7%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	252.14	-0.0%	-0.3%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-3.6%	-3.1%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.37	0	1	22	27	76	85	84
2Y	1.94	1	5	25	12	76	128	123
5Y	2.80	1	11	42	38	75	152	156
10Y	3.32	2	12	34	59	55	142	125
Spread 10Y-2Y	138	2	7	9	48	-21	14	2
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.24	9	23	71	137	133	273	254
Japan 10Y	0.26	-0	0	-0	2	0	18	16
UK 10Y	3.97	3	-36	66	193	196	300	277
German 10Y	2.44	3	10	55	122	150	262	255
Spain 10Y	3.58	1	6	55	109	168	301	305
Italy 10Y	4.81	-2	2	68	127	221	364	387
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	29.97	-0.0	-2.1	2.0	6.9	7.3	12.8	15.0
Dollar index	112.81	-0.1%	-0.4%	2.0%	5.5%	12.2%	17.9%	20.3%
USD/THB	38.28	-0.4%	-0.1%	3.0%	4.1%	12.9%	15.3%	14.7%
EUR/USD	0.98	0.4%	0.7%	-0.8%	-3.8%	-9.7%	-13.9%	-15.9%
GBP/USD	1.12	0.5%	0.3%	-1.0%	-6.3%	-14.0%	-17.2%	-18.8%
USD/JPY	150.42	0.1%	1.2%	4.2%	9.0%	17.0%	30.7%	32.3%
USD/CNY	7.25	-0.2%	0.8%	2.8%	7.1%	12.3%	14.0%	13.4%
USD/CNH	7.26	-0.4%	0.6%	2.8%	7.1%	12.1%	14.3%	13.6%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 10/21/2022

ตลาดหุ้น

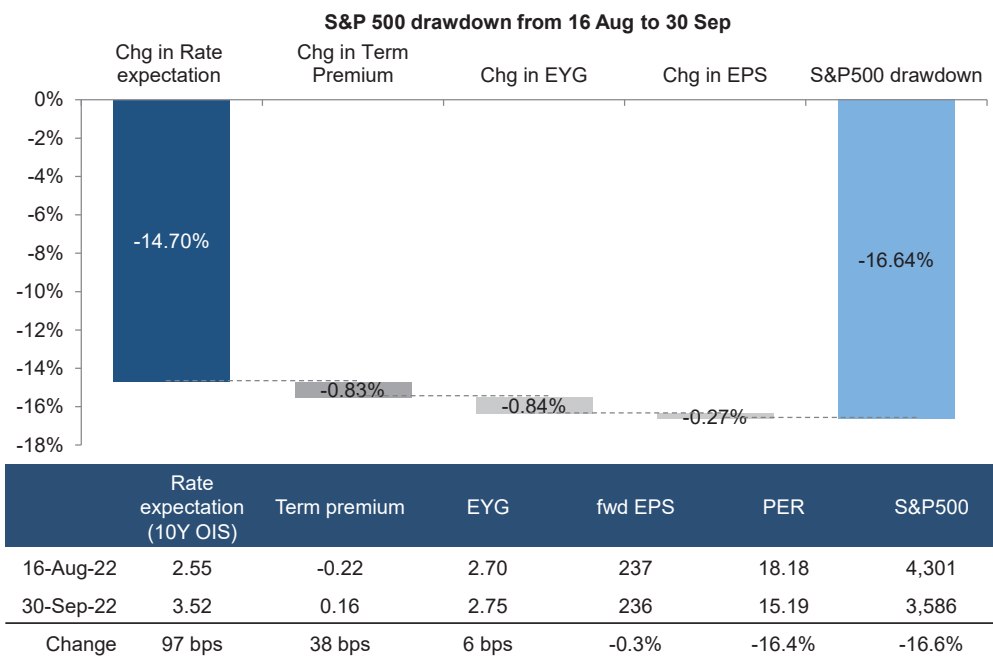
เรามองว่าขาลงของตลาดหุ้นยังไม่สิ้นสุด จาก 1) Valuation ที่แพง เมื่อเปรียบเทียบกับทั้งในอดีต และผลตอบแทนของสินทรัพย์อื่น อย่างพันธบัตร และ 2) แรงกดดันจากการปรับลดคาดการณ์ผลประกอบการบริษัท แต่ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับลดลงจำกัด จากสถานะการถือครองของผู้เล่นในตลาดหลายประเภทที่มีหุ้นในสัดส่วนน้อย

ตลาดหุ้นปรับตัวลงแรง แต่ Valuation ยังแพงอยู่

ตลาดหุ้น (S&P500) ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ปรับตัวลงสู่ระดับ 3,600 จุด ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในช่วงเดือน มิ.ย. โดยมีสาเหตุสำคัญมาจากการปรับขึ้นคาดการณ์ดอกเบี้ย โดยหากจำแนกการเคลื่อนไหวของดัชนี S&P500 จากจุดสูงสุดในวันที่ 16 ส.ค. ถึงจุดต่ำสุดในวันที่ 30 ก.ย. ซึ่งปรับตัวลง -17% การลดลงดังกล่าวมาจากผลของการปรับขึ้นคาดการณ์ดอกเบี้ยถึง -15% ซึ่งประเมินโดยใช้การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย

OIS อายุ 10 ปี ซึ่งเพิ่มขึ้นเป็น 3.5% จาก 2.5% ในขณะที่ส่วนอื่นๆ ได้แก่ ค่าคาดการณ์ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน (Forward EPS) ปรับลดลงเพียง -0.3% และการเพิ่มขึ้นของ Earnings yield gap ซึ่งเป็นผลตอบแทนส่วนเพิ่มของการลงทุนในหุ้นเทียบกับพันธบัตร ส่งผลเพียง -0.8% ซึ่งว่าการลดลงของตลาดหุ้นในช่วงเวลาดังกล่าว เป็นการสะท้อนผลกระทบจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น และอาจยังไม่ได้สะท้อนผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทที่มากพอ

แผนภาพที่ 1: ดัชนี S&P500 ปรับลดลง จากการปรับขึ้นคาดการณ์ดอกเบี้ยเป็นสำคัญ



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

เราได้ศึกษาจุดต่ำสุดของการปรับฐานในอดีตย้อนหลังไปตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 ที่เป็น Bear markets หรือช่วงที่ตลาดหุ้นมีการปรับลดลงจากจุดสูงสุด (Drawdown) มากกว่า -20% พบว่าค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 จากการปรับฐานรอบนี้อยู่ที่ 15 เท่า สูงกว่าจุดต่ำสุดในอดีตทุกรอบ โดยสูงกว่าเฉลี่ยที่ 13 เท่า ถึง 15% เช่นเดียวกับค่า Trailing P/E ซึ่งอยู่ที่ 18 เท่า สูงกว่าจุดต่ำสุดในอดีตทุกรอบ โดยสูงกว่าเฉลี่ยที่ 13 เท่า มากถึง 34% ซึ่งว่า Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันแพงกว่าในอดีตพอสมควร และหากจุดต่ำสุดนี้ เป็นจุดต่ำสุดสุดท้ายจริง จะเป็นจุดต่ำสุดที่แพงที่สุดในประวัติศาสตร์

เมื่อเทียบกับการลงทุนในพันธบัตร (Bond yield) คาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นนับว่าต่ำมาก สะท้อนใน Earnings yield gap (EYG) หรือผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นลบกับพันธบัตร ซึ่ง Forward EYG อยู่ที่ 2.8% ต่ำกว่าจุดต่ำสุดในอดีตทุกรอบ ต่ำกว่าเฉลี่ยในอดีตที่ 6.6% และ Trailing EYG

อยู่ที่ 1.9% ต่ำกว่าเฉลี่ยในอดีตที่ 2.5% ซึ่งว่าหุ้นมีความคุ้มค่าที่จะลงทุนน้อยกว่าพันธบัตร เมื่อเทียบกับการปรับฐานในอดีต

สรุปได้ว่า Valuation ของตลาดหุ้นจากการปรับฐานรอบนี้ นับว่ายังอยู่ในระดับที่แพง เมื่อเปรียบเทียบกับทั้งในอดีตและสินทรัพย์อื่น อย่างพันธบัตร และเมื่อพิจารณาถึงการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งน่าจะส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงและมีการปรับลดคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนลงกดดันตลาดหุ้นเพิ่มเติม ทำให้เรามองว่าขาของตลาดหุ้นรอบนี้อาจยังไม่สิ้นสุด

หากใช้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ซึ่งคิดจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร (Bond yield) หักลบด้วยคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต (Breakeven Inflation) ในการประเมินระดับ Valuation ของตลาดหุ้นที่เหมาะสม พบว่าตลาดหุ้น (S&P500) ควรเทรดที่ระดับ Forward P/E ที่ราว 14 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับปัจจุบันราว -10%

แผนภาพที่ 2: หากตลาดหุ้น Bottom ที่ระดับปัจจุบัน จะเป็นระดับที่แพงสุด เทียบกับในอดีต

S&P500 at the bottom of post-WWII bear markets

Trough date	Drawdown (%)	Trailing PER	Forward PER	10Y yield (%)	Trailing EYG (%)	Forward EYG (%)
1-Feb-56	20.8	12.5	n/a	n/a	n/a	n/a
26-Jun-62	28.0	15.4	n/a	4.0	2.5	n/a
7-Oct-66	22.0	12.9	n/a	5.0	2.7	n/a
26-May-70	36.0	13.2	n/a	8.2	-0.6	n/a
3-Oct-74	48.2	7.5	n/a	8.0	5.2	n/a
12-Aug-82	27.0	7.1	n/a	13.6	0.6	n/a
4-Dec-87	33.5	14.7	n/a	9.0	-2.2	n/a
9-Oct-02	49.1	17.0	13.2	3.6	2.3	4.0
9-Mar-09	56.8	11.1	10.5	2.9	6.2	6.7
23-Mar-20	33.9	14.5	13.4	0.8	6.1	6.7
Median	33.7	13.1	13.2	5.0	2.5	6.6
30-Sep-22	25.2	17.6	15.2	3.8	1.9	2.8

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

แผนภาพที่ 3: Real yield ซ้ำค่า Forward P/E ของ S&P500 ครอบงำที่ระดับราว 14 เท่า ซึ่งต่ำกว่าปัจจุบันราว -10%



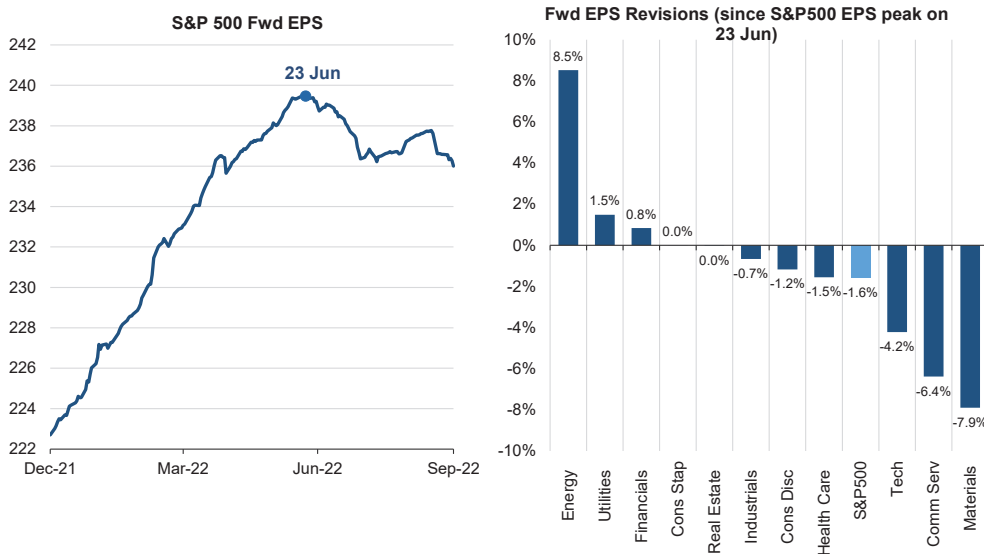
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผลประกอบการบริษัทอาจถูกกดดันจากราคาน้ำมันที่ลดลง

นอกจาก Valuation ที่แพงแล้ว ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม โดยในช่วง 3-4 เดือนที่ผ่านมา นักวิเคราะห์เริ่มมีการปรับลดคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ในช่วง 12 เดือนข้างหน้า (Forward EPS) ถูกปรับลดลงราว -2% ตั้งแต่เดือน มิ.ย. โดยมีเพียงหุ้นกลุ่มพลังงาน (Energy) ที่ยังถูกปรับขึ้นเป็นอย่างมาก(+9%) ตามราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นสูงก่อนหน้านี้

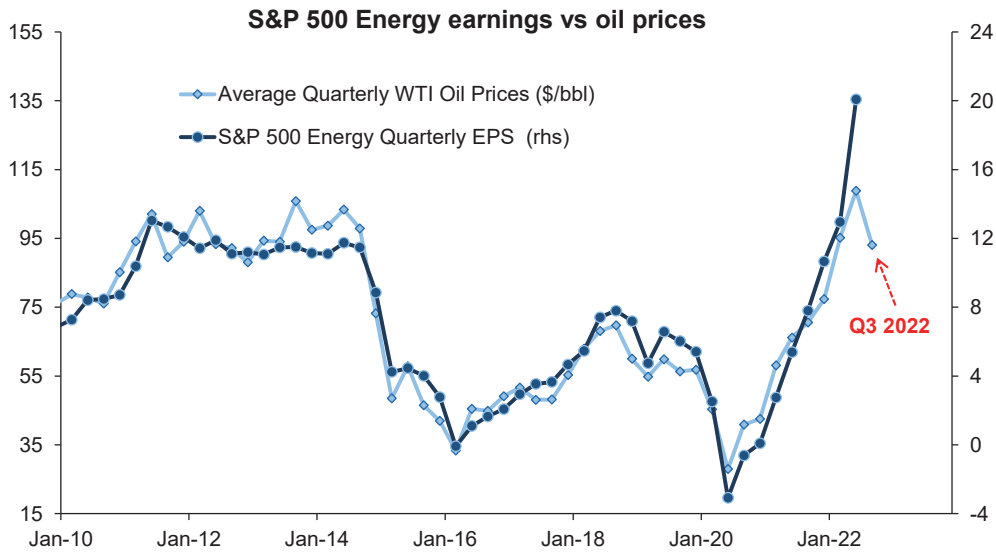
อย่างไรก็ดี เรามองว่าคาดการณ์กำไรของกลุ่มพลังงานอาจปรับขึ้นได้จำกัดในระยะข้างหน้า จากราคาน้ำมันที่ลดลงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งน่าจะส่งผลให้ผลกำไรในไตรมาส 3 ชะลอตัวลง และเมื่อประกอบกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ทำให้คาดการณ์กำไรของตลาดรวมน่าจะถูกรับลดเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 4: คาดการณ์กำไรของ S&P500 (Forward EPS) ถูกรับลดลงราว -2% ตั้งแต่เดือน มิ.ย. โดยมีเพียงหุ้นกลุ่มพลังงาน (Energy) ที่ยังถูกปรับขึ้นเป็นอย่างมาก



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

แผนภาพที่ 5: คาดการณ์กำไรของกลุ่มพลังงานไตรมาส 3 มีแนวโน้มชะลอตัวลง ตามการลดลงของราคาน้ำมัน



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

ตลาดหุ้นอาจปรับลดลงจำกัดในระยะสั้น

ถึงแม้เราจะมองว่าตลาดหุ้นอาจยังไม่จบลงเร็วๆ นี้ แต่ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับตัวลงได้จำกัด เนื่องจากผู้เล่นในตลาดหลายประเภทมีสถานะการถือครอง (Positions) หุ้นในสัดส่วนที่ต่ำมาก ได้แก่

1) สถานะของนักเก็งกำไร เช่น Hedge funds ซึ่งสะท้อนให้เห็นในจำนวนสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (CFTC Net Non-commercial futures positions) ที่อยู่ในสถานะ Short มากสุดตั้งแต่ปี 2020

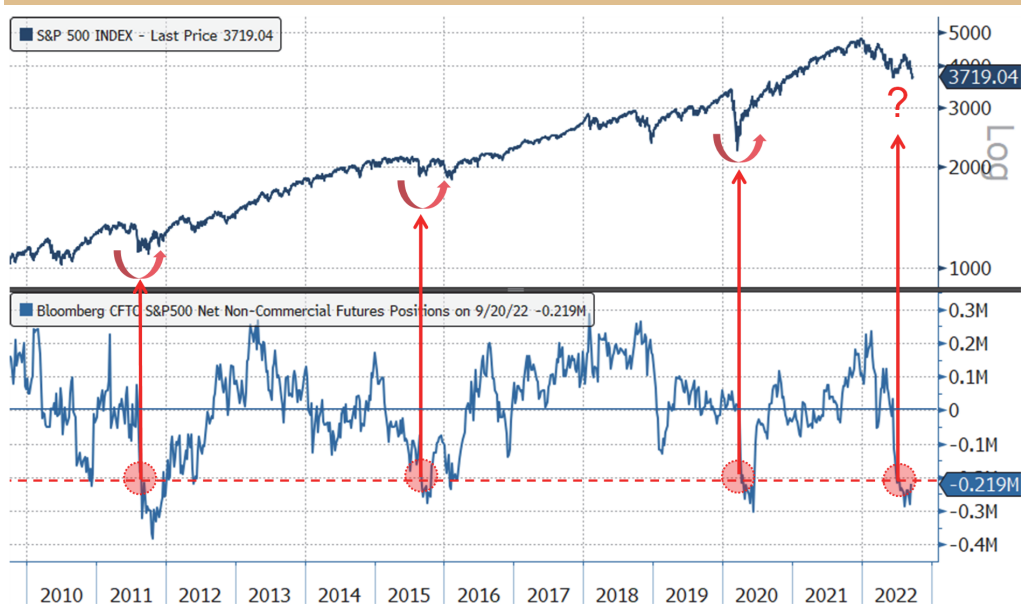
2) สถานะของผู้จัดการกองทุน ซึ่งผลสำรวจโดย Bank of America เดือน ต.ค. ระบุว่าผู้จัดการกองทุนมีการ Underweight

การลงทุนในหุ้นในสัดส่วนที่มากที่สุดตั้งแต่มีการจัดสำรวจในปี 2002 ในขณะที่มีสัดส่วนการถือเงินสด (Average cash level in % of AUM) สูงสุดตั้งแต่ปี 2001

3) สถานะของนักลงทุนรายย่อย ซึ่งผลสำรวจโดย American Association of Individual Investors (AAII Sentiment Survey) เดือน ต.ค. ระบุว่านักลงทุนรายย่อยมีมุมมอง Bearish ต่อตลาดหุ้นในอีก 6 เดือนข้างหน้า ในสัดส่วนที่สูงถึง 60% ใกล้เคียงระดับในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจในปี 1990, 2002 และ 2008

สัดส่วนการลงทุนในหุ้นที่ต่ำของทั้งนักเก็งกำไร ผู้จัดการลงทุน และนักลงทุนรายย่อย น่าจะจำกัดการเทขายหุ้น และจำกัดการปรับตัวลงของตลาดหุ้นในระยะสั้น

แผนภาพที่ 6: ตลาดหุ้นอาจปรับลดลงได้จำกัด ท่ามกลางสถานะ Short ที่มากที่สุดตั้งแต่ปี 2020



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

Bond yield อาจเริ่มปรับขึ้นได้จำกัดต่อจากนี้

นับตั้งแต่ที่ Fed ใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อสกัดเงินเฟ้อ Bond yield ปรับพุ่งขึ้นแรงต่อเนื่องสู่ระดับสูงกว่า 4% จาก 2.5% ในเดือน ส.ค. อย่างไรก็ตาม เรามอง Bond yield จะเริ่มปรับขึ้นได้อย่างจำกัดต่อจากนี้ เนื่องจาก

ประการแรก Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงกว่าระดับ Neutral rate โดยปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds rate) อยู่ที่ 3-3.25% สูงกว่า 2.5% ซึ่งเป็นระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) และสะท้อนนโยบายการเงินที่กำลังอยู่ในภาวะตึงตัว (Restrictive) และหาก Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยเป็น 4.6% ตามคาดการณ์ดอกเบี้ยของ Fed (Dot plot) ในเดือน ก.ย. อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะเกินกว่า Neutral rate ถึง 2pp นับเป็นระดับที่ Restrictive ที่สุดตั้งแต่ปี 1984 ซึ่งน่าจะเพียงพอที่จะกดเงินเฟ้อให้ลดลงในระยะข้างหน้า

ประการที่สอง Real yield ปรับเพิ่มขึ้นเป็นบวกเกือบครบทุกช่วงอายุ โดยอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) หรืออัตราผลตอบแทนพันธบัตรหักลบด้วยคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต มักจะถูกใช้เป็นตัวชี้วัดระดับความเข้มงวดของนโยบายการเงิน โดยหาก Real yield ตีลบ หมายถึงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรหรืออัตราดอกเบี้ยในตลาดต่ำกว่าคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต สะท้อนนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ในทางกลับกัน หาก Real yield เป็นบวก อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอยู่สูงกว่าคาดการณ์เงินเฟ้อ ซึ่งถึงแม้แนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่จะกดเงินเฟ้อให้ลดลง สะท้อนนโยบายการเงินที่เข้มงวด

คณะกรรมการ Fed ส่วนใหญ่มีความเห็นไปในทิศทางเดียวกันว่า ต้องการให้ Real yield ปรับเพิ่มขึ้นเป็นบวก และหลายท่านเห็นว่า Real yield ควรเพิ่มขึ้นเป็นบวกครบทุกช่วงอายุ จึงจะสะท้อนระดับความเข้มงวด (Restrictive) ที่เหมาะสม

ปัจจุบัน Real yield เพิ่มขึ้นเป็นบวกเกือบครบทุกช่วงอายุ เหลือเพียงช่วงอายุสั้นต่ำกว่า 6 เดือนที่ยังติดลบ สะท้อนนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นมาพอสมควร และน่าจะใกล้ถึงระดับที่ Fed เห็นว่าเหมาะสมแล้ว

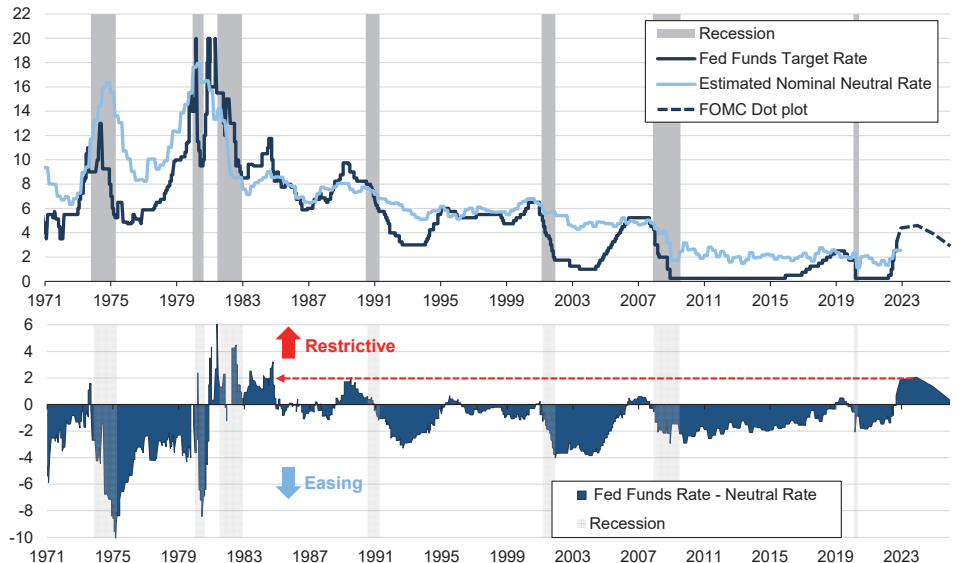
ประการที่สาม ตลาดมอง Fed จะค้ำดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูงนานเกินไป โดยตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า Fed Funds Futures ประเมิน Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสู่ระดับ 4.5-5% และจะค้ำอยู่ในระดับที่สูงเกินกว่า 4% ต่อเนื่องไปอีก 4 ปีข้างหน้า ซึ่งสูงกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณใน Dot plots เดือน ก.ย. ซึ่งระบุจะปรับลดดอกเบี้ยลงต่ำกว่าระดับ 4% ในปลายปี 2024 หรือในอีก 2 ปีข้างหน้า ซึ่งตลาดมอง Fed Hawkish มากเกินไป

ประการสุดท้าย ตลาดพันธบัตรเริ่มมีปัญหาด้านสภาพคล่อง (Liquidity) ซึ่งเห็นได้จากดัชนี Bloomberg Treasury Liquidity index ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงใกล้เคียงช่วงวิกฤติการระบาดของ COVID-19 โดยตลาดพันธบัตรเริ่มขาดแคลนสภาพคล่องนับตั้งแต่ปลายปีก่อนที่ Fed เริ่มใช้นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้นและลดขนาดงบดุล (QT) ทำให้ Demand ของ Fed ซึ่งเป็นผู้ซื้อหลักในตลาดพันธบัตรหายไป

ผลกระทบจากปัญหาดังกล่าว ทำให้ผู้ขายไม่สามารถขายพันธบัตรในจำนวนมากโดยที่ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาในตลาดได้ ต้องแบ่งจำนวนขายน้อยลง ถึงจะขายได้สำเร็จ โดยถึงแม้ผลกระทบในปัจจุบันจะยังไม่ร้ายแรง แต่ปัญหาที่เริ่มก่อตัวขึ้น น่าจะทำให้ Fed ปรับใช้นโยบายด้วยความระมัดระวังขึ้นในระยะข้างหน้า

นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเป็นภาวะ Restrictive และมีแนวโน้มว่า Fed จะปรับให้นโยบาย Restrictive มากที่สุดตั้งแต่ช่วงปี 1980 รวมถึงปัญหาด้านสภาพคล่องที่เริ่มก่อตัวขึ้น ทำให้เรามองว่า Bond yield น่าจะปรับขึ้นได้จำกัดในระยะข้างหน้า

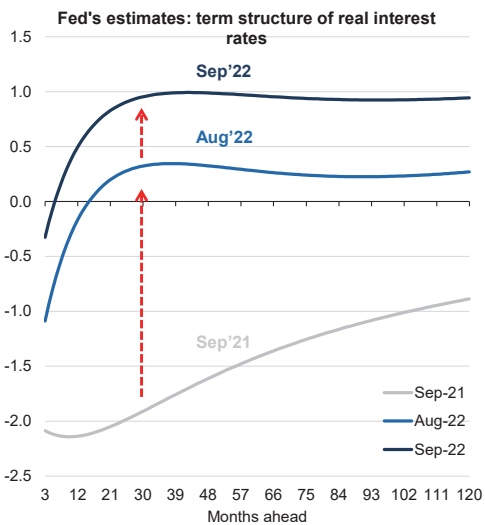
แผนภาพที่ 7: Fed คาดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า Neutral rate ถึง 2pp มากสุดตั้งแต่ปี 1984



*Estimated Nominal Neutral Rate calculated by using terminal expected Fed funds rate (for data 3Q20-2Q22), using natural rate of interest (r-star) from NY Fed and Richmond Fed plus 3-year inflation expectation from Cleveland Fed (for data between 1982 and 2Q20) and r-star plus CPI (for data prior to 1982)

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

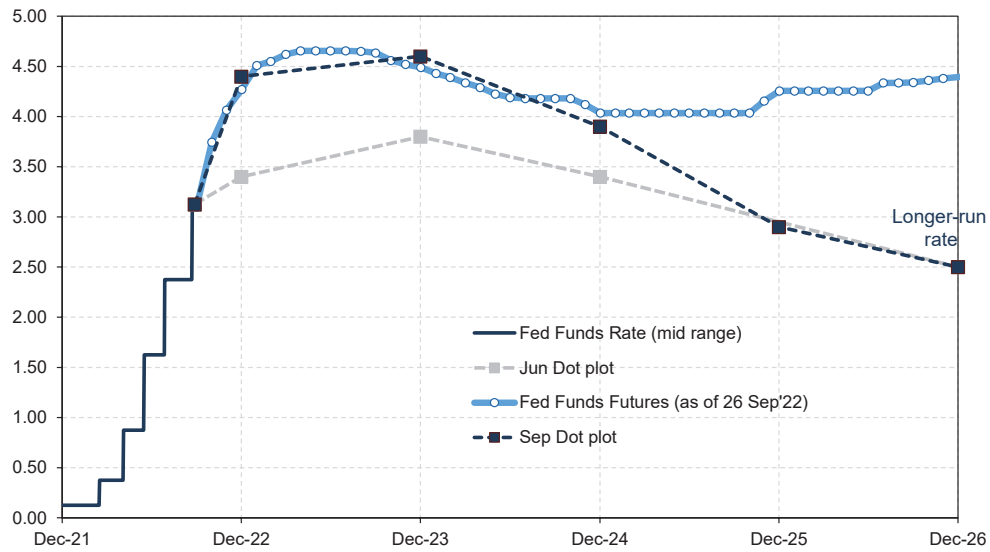
แผนภาพที่ 8: Real yield ปรับเพิ่มขึ้นเป็นบวก เกือบครบทุกช่วงอายุ สะท้อนนโยบายการเงินที่เข้าสู่ภาวะ Restrictive



Fed member	Comments on real interest rates
Charles Evans (Chicago) 27 Sep'22	<ul style="list-style-type: none"> With the median federal funds rate projected to be 4.4 percent by the end of the year and with core inflation next year forecast to be 3.1 percent, the real federal funds rate would be something like 1.3 percent. This is above the 1/4 to 1/2 percent range most FOMC participants see as the long-run real neutral rate, and so by this calculation, it's clearly restrictive.
Loretta Mester (Cleveland) 26 Sep'22	<ul style="list-style-type: none"> "Real interest rates -- judged by the expectations over the next year of inflation -- have to be in positive territory and held there for a time,"
John Williams (New York, vice chairman) 30 Aug'22	<ul style="list-style-type: none"> I think that my baseline view would be, yes, you do need to get [the federal funds rate] somewhat above [3.5%] because you're trying to get not just to neutral in a real interest rate sense, but you're actually trying to get ... demand in line with supply.
Thomas Barkin (Richmond) 4 Aug '22	<ul style="list-style-type: none"> "I think we're going to need to get real forward-looking interest rates into positive territory throughout the yield curve,"

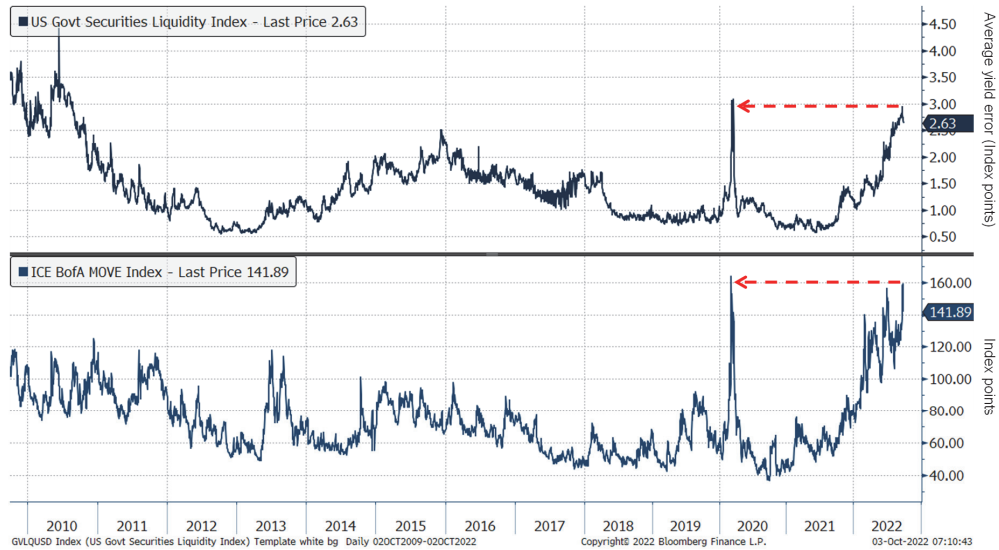
ที่มา: Federal Reserve, FT, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: ตลาดมอง Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย และคงที่ระดับสูงกว่า 4% ในช่วง 4 ปีข้างหน้ามากกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณ



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

แผนภาพที่ 10: ตลาดพันธบัตรขาดแคลนสภาพคล่อง (Liquidity) ท่ามกลางการใช้มาตรการ QT



*US Government Securities Liquidity Index measures the average yield error from fair value for notes and bonds maturing in at least a year.
 *ICE BofA MOVE index is a yield curve weighted index of the normalised implied volatility on 1-month Treasury options which are weighted at the 2, 5, 10, and 30 year contracts over the next 30 days.

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

เราประเมินว่า Bond yield จะทำจุดสูงสุดที่ประมาณ 4% ก่อน จะลดลงในปีหน้า

เราประเมิน Bond yield อายุ 10 ปี จะทำจุดสูงสุดที่ระดับราว 4% ในช่วงสิ้นปีนี้ ก่อนจะลดลงเป็น 3.8% ในสิ้นปีหน้า จากสมมติฐาน ดังนี้

1. Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสู่ระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ระดับต่างๆ (ตามตารางด้านล่าง) ในไตรมาส 1/2023 และคงอัตราดอกเบี้ยที่ระดับสูงกว่า 4% จนถึงสิ้นปี 2024

2. Fed เริ่มลดดอกเบี้ยสู่ระดับแนวโน้มระยะยาว (Long-run neutral rate) (ตามตารางด้านล่าง) ในปี 2025
3. Fed ทำ QT เดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเนื่องไปจนถึงสิ้นปี 2023 เป็นอย่างน้อย

โดย Bond yield ที่ระดับ 4% ได้ price-in Terminal rate ที่ระดับราว 4.75-5% และ Long-run neutral rate ที่ระดับราว 2.5-2.7% ซึ่งเรามองว่าน่าจะสะท้อนแนวโน้มดอกเบี้ยที่เข้มงวดพอสมควร และน่าจะเป็นระดับที่เหมาะสมสำหรับการปรับขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้

แผนภาพที่ 11: เราประเมิน Bond yield อายุ 10 ปี จะทำจุดสูงสุดที่ระดับราว 4% ในช่วงสิ้นปีนี้ ก่อนจะลดลงเป็น 3.8% ในสิ้นปีหน้า

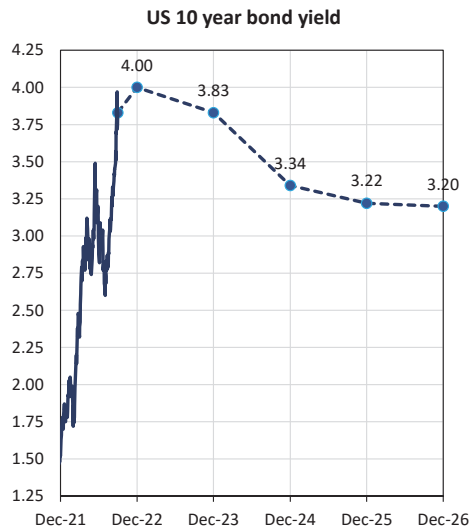
At 4%, the 10Y bond yield has already priced-in a 5% terminal rate

Implied 10Y bond yield at YE2022 for various terminal rates and neutral rate assumption

		Terminal rate				
		4.25	4.50	4.75	5.00	5.25
LR neutral rate	2.50	3.78	3.85	3.93	4.00	4.08
	2.60	3.84	3.91	3.99	4.06	4.14
	2.70	3.90	3.97	4.05	4.12	4.20
	2.80	3.96	4.03	4.11	4.18	4.26
	2.90	4.02	4.09	4.17	4.24	4.32
	3.00	4.08	4.15	4.23	4.30	4.38
	3.10	4.14	4.21	4.29	4.36	4.44
	3.20	4.20	4.27	4.35	4.42	4.50
	3.30	4.26	4.33	4.41	4.48	4.56
	3.40	4.32	4.39	4.47	4.54	4.62
3.50	4.38	4.45	4.53	4.60	4.68	

Assumptions:

- Fed raises policy rate to terminal rate by 1Q23 and maintains the rate above 4% until Dec'24
- Fed begins cutting to the long-run neutral rate in 2025
- QT at \$95bn/m at least until end-2023



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

โดยสรุป เรามองว่าขาของตลาดหุ้นยังไม่สิ้นสุด จาก Valuation ที่แพง และแรงกดดันจากการปรับลดคาดการณ์ผลประกอบการบริษัท แต่ในระยะสั้น ตลาดหุ้นอาจปรับลดลงจำกัด จากสถานะการถือครองของผู้เล่นในตลาดหลายประเภทที่มีหุ้นในสัดส่วนน้อย

เมื่อเทียบกับสินทรัพย์อื่น อย่างพันธบัตร เรามองว่ามีความน่าสนใจลงทุนมากกว่า จากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรอยู่ในระดับที่สูงมาก Bond yield 10 ปี ของสหรัฐฯ ยืนอยู่ที่ระดับ 4% สูงสุดในรอบกว่า 10 ปี ประกอบกับแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่น่าจะสูงสุดที่ราว 4% และมีแนวโน้มที่จะลดลง (ราคาพันธบัตรเพิ่มขึ้น) ตามแนวโน้มเงินเฟ้อและการชะลอตัวของเศรษฐกิจ ทำให้เราปรับเพิ่มน้ำหนัก Overweight พันธบัตร 🍷

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในช่วงเดือนที่ผ่านมา มาอยู่ที่ราว 3.25% ตาม Bond yield สหรัฐฯ หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาสูงกว่าคาดและ Fed ออกมาส่งสัญญาณนโยบายการเงินเข้มงวด เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดที่ราว 4% ปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5%

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงราว 25bps ในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามพันธบัตรสหรัฐฯ หลังตัวเลขเงินเฟ้อสหรัฐฯ ออกมาสูงกว่าคาด จนทำให้ตลาดปรับ

คาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ให้เร็วและแรงขึ้น โดยคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยไปจนถึงระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ราว 5% ในช่วงต้นปีหน้า

แผนภาพที่ 12: ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นแรงราว 25bps ในช่วงเดือนที่ผ่านมา ตามพันธบัตรสหรัฐฯ



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

แผนภาพที่ 13: ตลาดปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ให้เร็วและแรงขึ้น โดยคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยไปจนถึงระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ราว 5% ในช่วงต้นปีหน้า

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
11/2/2022	3.2%	96.8%	0.0%	0.0%					
12/14/2022	0.0%	0.0%	1.4%	45.2%	53.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	27.8%	50.1%	21.2%	0.0%	0.0%
3/22/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	16.7%	40.9%	33.2%	8.8%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	16.0%	39.8%	33.5%	9.8%	0.4%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	17.8%	39.3%	31.6%	9.1%	0.4%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.3%	4.7%	21.8%	37.9%	27.5%	7.5%	0.3%
9/20/2023	0.0%	0.1%	1.4%	8.8%	25.7%	35.4%	22.7%	5.8%	0.2%
11/1/2023	0.0%	0.6%	4.2%	15.2%	29.4%	30.6%	16.3%	3.7%	0.1%
12/13/2023	0.2%	1.9%	8.2%	20.3%	29.8%	25.4%	11.7%	2.4%	0.1%

ที่มา: CME Fedwatch tool, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามอง Bond yield สหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดที่ราว 4% ปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5%

เราคาด Bond yield สหรัฐฯ จะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องไปทำจุดสูงสุดที่ 4% ปลายปีนี้ (ดูรายละเอียดในส่วนตลาดหุ้น) จากแรงกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ย และการถอนสภาพคล่อง (QT) ของ Fed โดยมีสมมติฐานดังนี้

1. Fed ขึ้นดอกเบี้ยไปสูงสุดที่ 4.5% (Terminal rate) ต้นปีหน้า และ
2. คงดอกเบี้ยที่ 4.5% ไปจนถึงปี 2024

3. ทอยลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ “ปกติ” (Long run neutral rate) ที่ 2.5% ในปี 2025
4. ทำ QT ที่อัตรา 95bn ต่อเดือนต่อเนื่องไปถึงปลายปี 2024
5. ในขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยทอยขึ้นดอกเบี้ยครั้งละ 25bps ไปหยุดที่ 2% ในไตรมาส 1 ปีหน้า

ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรไทย คาดจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.5% ณ สิ้นปีนี้ ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตร ไทย-สหรัฐฯ ลดลงจาก -96bps ในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ราว -50bps

แผนภาพที่ 14: เราคาดส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตร ไทย-สหรัฐฯ จะลดลงจาก -96bps ในปัจจุบัน ไปอยู่ที่ราว -50bps ปลายปีนี้



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำเคลื่อนไหวทรงตัวในเดือนที่ผ่านมา แม้จะมีแรงกดดันเพิ่มขึ้นจากแนวโน้มการปรับขึ้นดอกเบี้ย เรายังคงแนะนำให้สะสมทองคำ จากความเสี่ยงภาวะ Recession และความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ ประกอบกับราคาที่ลดลงเข้าใกล้ระดับราคาขายหน้าเหมืองทองคำ ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำปรับลดลงได้จำกัดในระยะข้างหน้า สำหรับราคาน้ำมัน เราเชื่อว่าราคาน้ำมัน (WTI) มีโอกาสปรับตัวขึ้นจากปัจจัยอุปทานที่จำกัด จากการประกาศลดโควตาการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ความช่วยเหลือพิเศษจากคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (US SPR) ที่เหลืออยู่จำกัด ในขณะที่กำลังการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ไม่เติบโตตามที่ตลาดเคยคาดการณ์ไว้ เราจึงมองราคาน้ำมันดิบน่าจะเคลื่อนไหวในกรอบราคา 90 - 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายของปี

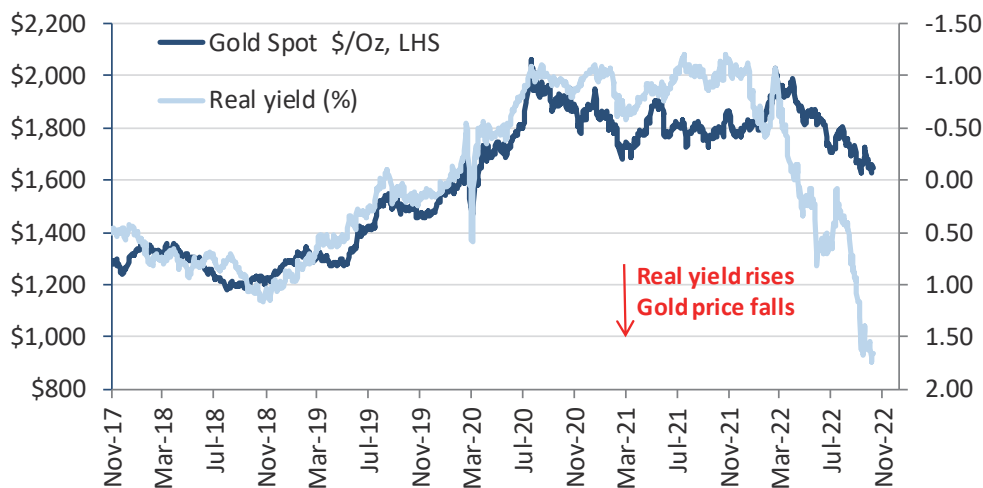
ราคาทองคำ

ราคาทองคำเคลื่อนไหวทรงตัวในเดือนที่ผ่านมา แม้จะมีแรงกดดันเพิ่มขึ้นจากแนวโน้มการปรับขึ้นดอกเบี้ย

ราคาทองคำเคลื่อนไหวทรงตัว 5-10% ในกรอบที่ระดับ 1,620-1,730 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

ถึงแม้ตลาดจะปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับสูงสุด (Terminal rate) ที่ 5% เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ 4.5-4.75% ซึ่งสะท้อนให้เห็นในอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real yield) ที่ปรับขึ้นสู่ระดับ 1.7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2009

แผนภาพที่ 15: ราคาทองคำเคลื่อนไหวทรงตัวในเดือนที่ผ่านมา แม้จะมีแรงกดดันเพิ่มขึ้นจากแนวโน้มการปรับขึ้นดอกเบี้ย



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

ธนาคารกลางมักจะเพิ่มการเข้าซื้อทองคำ ในช่วงที่สกุลเงินในประเทศอ่อนค่าลง

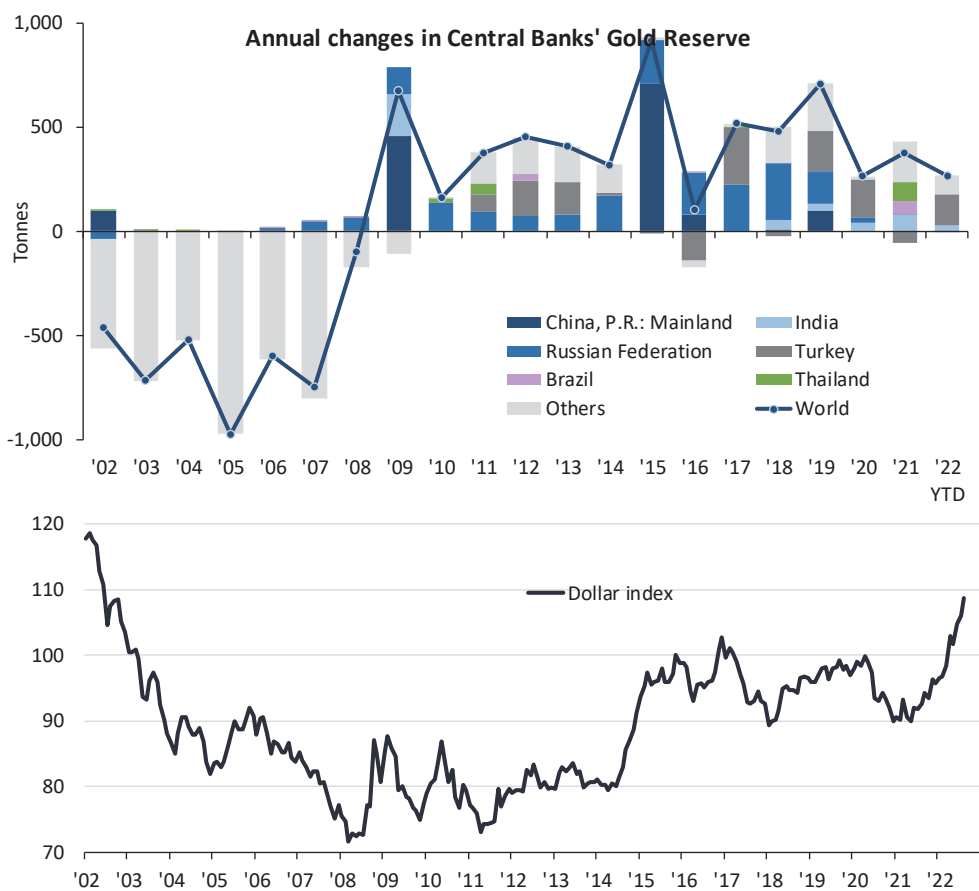
นโยบายการเงินของสหรัฐฯ ที่เข้มงวดขึ้นตั้งแต่ต้นปี ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (Dollar index) แข็งค่าขึ้นเกือบ +20% สวนทางกับค่าเงินของประเทศคู่ค้าอื่นที่อ่อนค่าลงแรง เป็นความเสี่ยงต่อความมั่นคงของประเทศ และทำให้ธนาคารกลางโดยเฉพาะในประเทศที่กำลังพัฒนาซื้อทองคำเข้าทุนสำรอง (Reserve) เป็นจำนวนมาก ยกตัวอย่างเช่น ตุรกี ซึ่งค่าเงินลีราอ่อนค่าลง 120% เทียบกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โดยส่วนหนึ่งเป็นผลของการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่อัตราเงินเฟ้ออยู่สูงถึง 80% และในช่วงเวลาเดียวกัน ธนาคารกลางตุรกีได้ซื้อทองคำในจำนวนที่มากถึง 147 ตัน คิดเป็นสัดส่วนถึงเกือบ 60% ของอุปสงค์ทองคำของธนาคารกลางทั้งหมด

พฤติกรรมดังกล่าวคล้ายกับจีน ในปี 2015-2016 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวลงต่ำสุดในรอบ 25 ปี ค่าเงินหยวนอ่อนค่าลงกว่า 10% เทียบกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ธนาคารกลางจีนได้ซื้อทองคำจำนวนมากถึง 789 ตัน ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่มากถึง 80% ของอุปสงค์ทองคำของธนาคารกลาง และ 10% ของอุปสงค์ทองคำทั้งหมดในระยะเวลา 2 ปีนั้น

ผลสำรวจธนาคารกลาง โดย World Gold Council ซึ่งจัดทำขึ้นในเดือน มิ.ย. 2022 ระบุเหตุผลที่ธนาคารกลางจะเพิ่มสัดส่วนทองคำในทุนสำรองในช่วง 12 เดือนข้างหน้า มาจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากวิกฤติเศรษฐกิจทั่วโลก ตามด้วยการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างระบบการเงินโลก และความเสี่ยงทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นของประเทศสกุลเงินหลัก (Reserve currency)

เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง มีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) อาจเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ธนาคารกลางเข้าซื้อทองคำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe-haven asset) ในระยะข้างหน้า และเมื่อประกอบกับ 1) ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) และ 2) ระดับราคาทองคำปัจจุบันที่ลดลง เข้าใกล้ระดับราคาขายหน้าเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs + Average spread) ที่ระดับ 1,570 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ (อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ใน TIPS ฉบับเดือน ส.ค.) ทำให้เรามองว่าราคาทองคำน่าจะมี Downside ที่จำกัดต่อจากนี้

แผนภาพที่ 16 : ธนาคารกลางของประเทศกำลังพัฒนามักจะเพิ่มการเข้าซื้อทองคำ ในช่วงที่สกุลเงินในประเทศอ่อนค่าลง



ที่มา: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

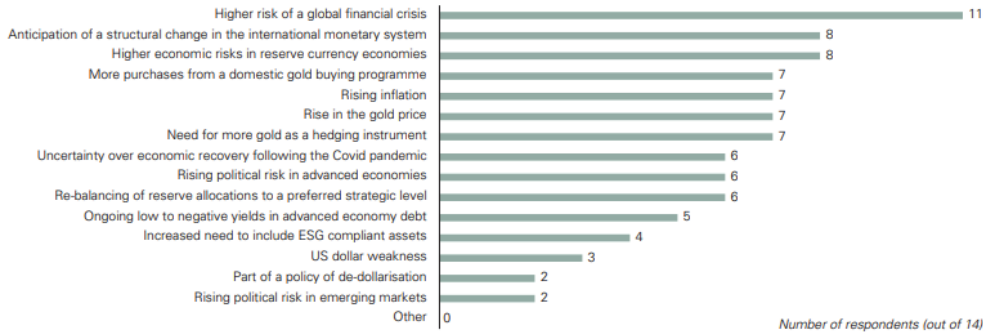
แผนภาพที่ 17: เหตุผลหลักที่ธนาคารกลางจะเพิ่มสัดส่วนทองคำในทุนสำรอง มาจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากวิกฤติเศรษฐกิจทั่วโลก

Q7: What factors are driving your institution's plan to increase gold reserves in the next 12 months? Please select all that apply.

The small number of central banks (n=14) that told us they anticipate an increase in gold reserves in the next 12 months were asked about the factors influencing their decision.

As this question is based on a small number of institutions we are providing the raw numbers to give an indication of which factors are most important.

A higher risk of global financial crisis is the main reason for plans to increase gold reserves. Structural changes in the international monetary system and economic risks in reserve currency economies are also major factors.



Base: All central banks that responded that they will increase their gold holdings in the next 12 months (14 banks).

ที่มา: World Gold Council

น้ำมัน

เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีโอกาสปรับตัวขึ้นจากปัจจัยอุปทานที่จำกัดจากการประกาศลดโควตาการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ความช่วยเหลือพิเศษจากการระบายน้ำมันดิบจากคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (US SPR) ที่เหลืออยู่จำกัด ในขณะที่กำลังการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ไม่เติบโตตามที่ตลาดเคยคาดการณ์ไว้ สืบเนื่องจากปัญหาการลงทุนด้านการสำรวจและผลิตที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง เราจึงมองราคาน้ำมันดิบน่าจะเคลื่อนไหวในกรอบราคา 90 - 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายของปี

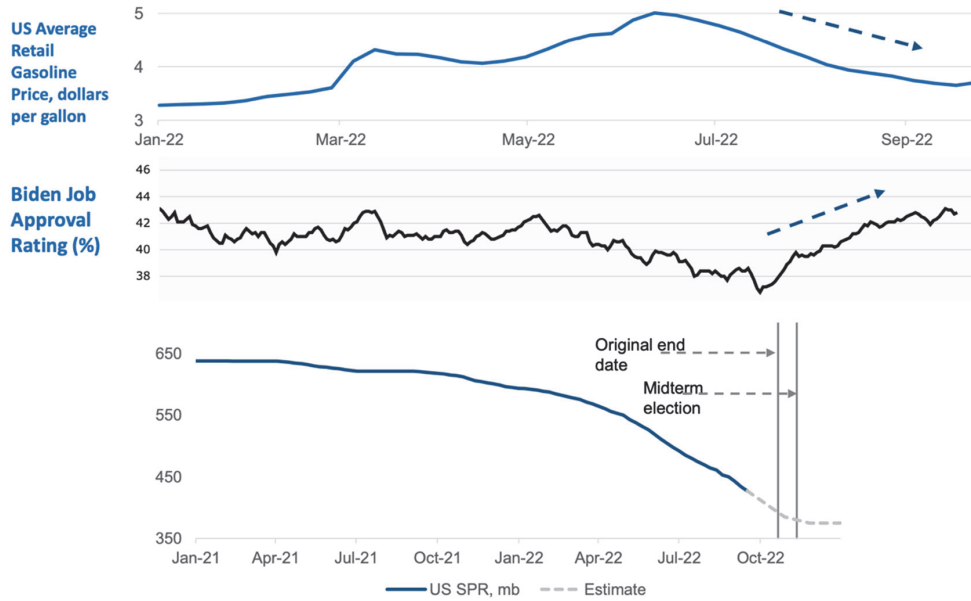
สหรัฐฯ ขยายระยะเวลามาตรการระบายน้ำมันออกจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ออกไปครอบคลุมช่วงเลือกตั้งกลางเทอม

ตั้งแต่ช่วงต้นปีเป็นต้นมา รัฐบาลสหรัฐฯ ได้ใช้มาตรการระบายน้ำมันดิบออกจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ หรือ US Strategic Petroleum Reserve: SPR เพื่อช่วยบรรเทาสถานะน้ำมันตึงตัวและกดดันราคาพลังงานที่อยู่ในระดับสูงอันเป็นผลกระทบมาจากภาวะสงครามรัสเซีย-ยูเครน โดยเฉพาะนับตั้งแต่เดือน พ.ค. ที่เร่งระดับการช่วยเหลือขึ้นสูงถึงราววันละ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดย

ดั้งเดิมมีกำหนดการจะสิ้นสุดลงในเดือน ต.ค. 2022 และคาดแล้วเลร์รี่จะนำน้ำมันดิบในคลัง SPR ออกจำหน่ายรวม 180 ล้านบาร์เรล การยื่นมือเข้ามาแทรกแซงตลาดของรัฐบาลสหรัฐฯ นี้ช่วยส่งผลให้ราคาเชื้อเพลิงสำคัญอย่างน้ำมันเบนซินเฉลี่ยหน้าปั๊มในสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 5 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อแกลลอน เมื่อเดือน มิ.ย. ลงมาอยู่ที่ประมาณ 3.7 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อแกลลอน ในเดือน ก.ย. ส่งผลพลอยได้ให้คะแนนนิยมของรัฐบาลชุดปัจจุบันปรับตัวดีขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

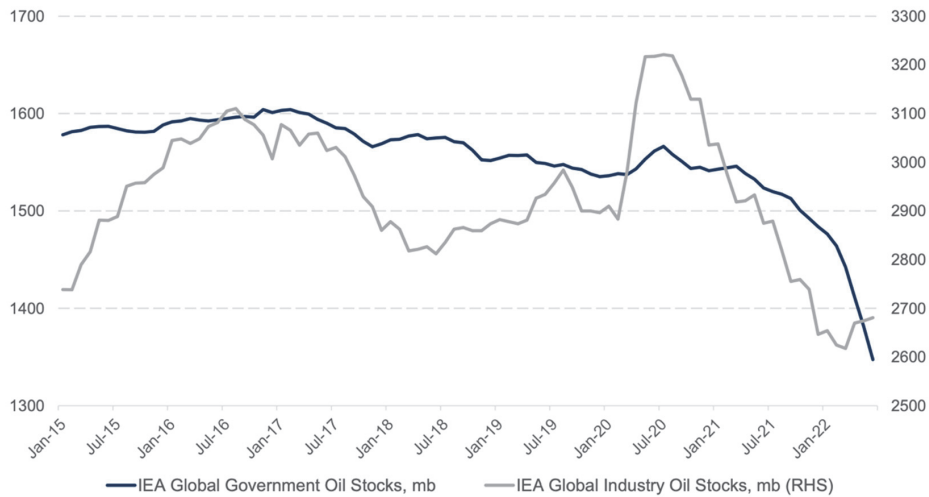
อย่างไรก็ดี หลังมีการประกาศลดโควตาการผลิตจากกลุ่ม OPEC+ ลง 2 ล้านบาร์เรลต่อวันไปเมื่อต้นเดือน ต.ค. ที่ผ่านมาน้ำมันราคาปรับตัวกลับมาเป็นขาขึ้นอีกครั้ง จึงมีความพยายามต่อเนื่องจากสหรัฐฯ ในการป้องกันไม่ให้อัตราค่าพลังงานพุ่งสูงขึ้น ซึ่งจะกระทบต่อคะแนนนิยมจากประชาชนในช่วงโค้งสุดท้ายก่อนการเลือกตั้งกลางเทอมในเดือน พ.ย. นี้ โดยล่าสุดนาย Joe Biden ประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนปัจจุบัน ได้ประกาศขยายระยะเวลาของมาตรการช่วยเหลือออกไปอีกจนถึงอย่างน้อยเดือน ธ.ค. เพื่อดันราคาต่อเนื่อง แต่ในขณะเดียวกัน การที่ทางภาครัฐฯ ยังต้องยื่นมือเข้ามาช่วยเหลือผู้อุปทานก็สะท้อนถึงสภาวะความไม่เพียงพอที่ยังไม่หมดไป และการเร่งระบายน้ำมันออกจากคลังสำรองมาจำนวนมากในปัจจุบันก็เป็นการลดขีดความสามารถของทางภาครัฐฯ ในการเข้ามาช่วยเหลือในภายภาคหน้า

แผนภาพที่ 18: รัฐบาลสหรัฐฯ ยืดระยะเวลาการช่วยเหลือตลาดน้ำมันด้วยการระบายน้ำมันออกจากคลัง SPR ออกไปครอบคลุมช่วงการเลือกตั้งกลางเทอมในเดือน พ.ย. หลังราคาพลังงานที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมาส่งผลดีต่อคะแนนนิยมของรัฐบาล



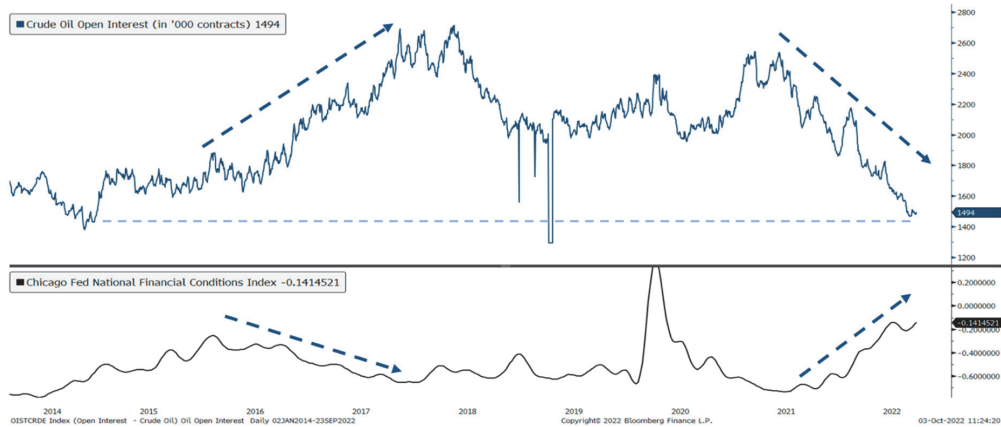
ที่มา: EIA, RealClearPolitics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 19: คลังสำรองน้ำมันเชิงยุทธศาสตร์ของนานาประเทศต่างถูกนำออกมาใช้เช่นเดียวกัน โดยการลดลงประมาณ 150 ล้านบาร์เรลใน 6 เดือนแรกของปี 2022 มีที่มาจากสหรัฐฯ ราว 100 ล้านบาร์เรล และประเทศอื่น ๆ รวมกันอีก 50 ล้านบาร์เรล



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

แผนภาพที่ 20: ความผันผวนของราคาที่สูงจากภาวะสงครามและการแทรกแซงราคาของหลายฝ่าย ประกอบกับสภาวะทางการเงิน (Financial condition) ที่ตึงตัวขึ้นอย่างมากในปีนี้ ส่งผลให้สภาพคล่องวัดจากจำนวนสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่เปิดอยู่ (Open interest) ในตลาดซื้อขายสัญญาน้ำมันล่วงหน้าลดลงไปอยู่ในระดับเดียวกับปี 2014 ซึ่งอุปสงค์น้ำมันโลกยังอยู่เพียง 93 ล้านบาร์เรลต่อวัน



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

อัตราการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ พ้นตัวซ้ำกว่าที่นักวิเคราะห์เคยคาดการณ์

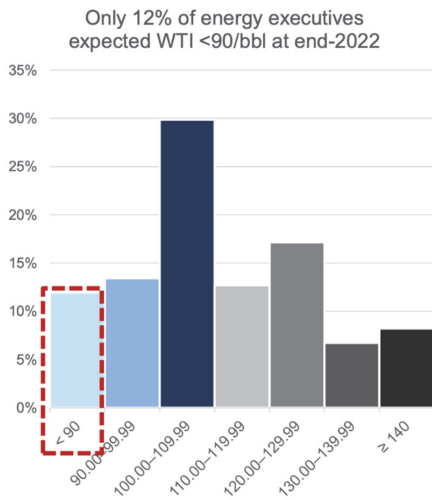
วิกฤติ Covid-19 ส่งผลให้กิจกรรมขุดเจาะและสำรวจน้ำมันดิบในสหรัฐฯ หยุดชะงักลงอย่างฉับพลัน จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ที่ราว 700 แท่น ในเดือน ก.พ. 2020 ลดลงเหลือเพียง 200 แท่น ในเดือน พ.ค. 2020 เช่นเดียวกับอัตราการผลิตที่ระดับ 13 ล้านบาร์เรลต่อวัน ลดลงเหลือเพียง 11 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในช่วงเวลาเดียวกัน จนเมื่อสถานการณ์การระบาดเริ่มคลี่คลายลง และสหรัฐฯ รวมถึงนานาประเทศเริ่มกลับมาเปิดประเทศ กิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มกลับมาฟื้นตัว (Reopening) ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2020 ต่อเนื่องมาถึงปัจจุบัน จำนวนแท่นขุดเจาะก็กลับมาเติบโตอย่างต่อเนื่องจนมาอยู่ในระดับใกล้เคียงก่อนการแพร่ระบาดของ Covid-19 ที่ประมาณ 600 แท่นในเดือน มิ.ย. 2022 อย่างไรก็ดี จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ กลับหยุดเติบโตหลังจากนั้น และคงระดับอยู่ที่ราว 600 แท่นมาจนปัจจุบัน ต่างจากรูปแบบในอดีตที่จำนวนแท่นขุดเจาะมักจะปรับเพิ่มขึ้นหลังราคาน้ำมันประมาณ 3 - 5 เดือน ตลาดจึงเคยคาดการณ์ไว้ว่าราคา

น้ำมันดิบที่อยู่ในระดับสูงในช่วงไตรมาส 2 ของปี น่าจะส่งผลให้จำนวนแท่นขุดเจาะและอัตราการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ในไตรมาส 3 - 4 ของปีนี้เติบโตต่อเนื่อง

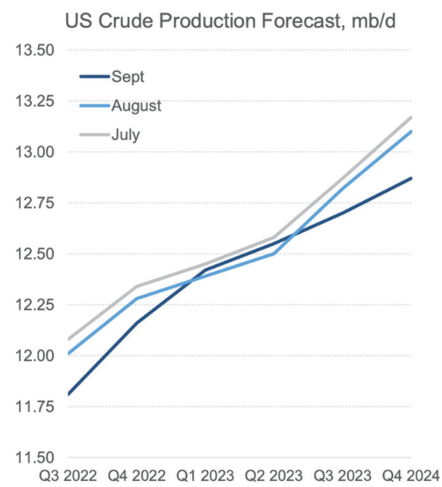
แต่สถานการณ์ที่เกิดขึ้นจริงกลับแตกต่างออกไปจากคาดการณ์ เมื่อการลงทุนสำรวจและผลิตที่ต่ำกว่าคาดของบริษัทพลังงานในช่วงที่ผ่านมาส่งผลให้อัตราการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ อยู่ต่ำกว่าระดับ 12 ล้านบาร์เรลต่อวันในไตรมาส 3 ที่ผ่านมา และมองไปข้างหน้า ราคาน้ำมันดิบปัจจุบันที่รับลงมาต่ำกว่าที่ผู้บริหารบริษัทพลังงานในสหรัฐฯ เคยมองไว้เมื่อช่วงกลางปี น่าจะส่งผลเสียเพิ่มเติมต่อการตัดสินใจลงทุนเพื่อสำรวจและผลิตน้ำมันหน่วยงานสำคัญที่มีหน้าที่รวบรวมข้อมูลและสถิติ และประมาณการตัวเลขด้านพลังงานของสหรัฐฯ อย่าง Energy Information Administration: EIA จึงมีการปรับลดคาดการณ์อัตราการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ สำหรับช่วงปลายปีนี้ไปจนถึงสิ้นปี 2023 ลงต่อเนื่อง อุปทานที่เติบโตซ้ำกว่าคาดนี้จึงเป็นอีกเหตุผลสำคัญที่ทางภาครัฐยังต้องใช้มาตรการระบายน้ำมันดิบออกจากคลังสำรอง SPR ออกมาเพื่อให้เพียงพอต่อความต้องการ

แผนภาพที่ 21: ราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ลดลงต่ำกว่าที่ผู้บริหารบริษัทพลังงานในสหรัฐฯ เคยมองไว้เมื่อช่วงกลางปี กระทั่งการตัดสินใจลงทุนเพื่อสำรวจและผลิตน้ำมันดิบ สะท้อนไปที่ตัวเลขประมาณการการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ที่ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง

WTI price has dropped well below energy firm expectations from mid-year... ¹⁾



...resulting in a cut to US crude output forecasts



Note: 1) Executives from 134 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, June 8-16, 2022

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

แผนภาพที่ 22: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ที่มักจะเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมันดิบประมาณ 3 - 5 เดือนกลับหยุดเติบโตตั้งแต่ประมาณช่วงกลางปี 2022 แม้ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับสูงในช่วงเวลาครึ่งปีแรกที่ผ่านมา



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

การลงทุนเพื่อการสำรวจและผลิตน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติ (Upstream oil & gas investment) ทั่วโลกอยู่ในระดับต่ำมาต่อเนื่องหลายปี

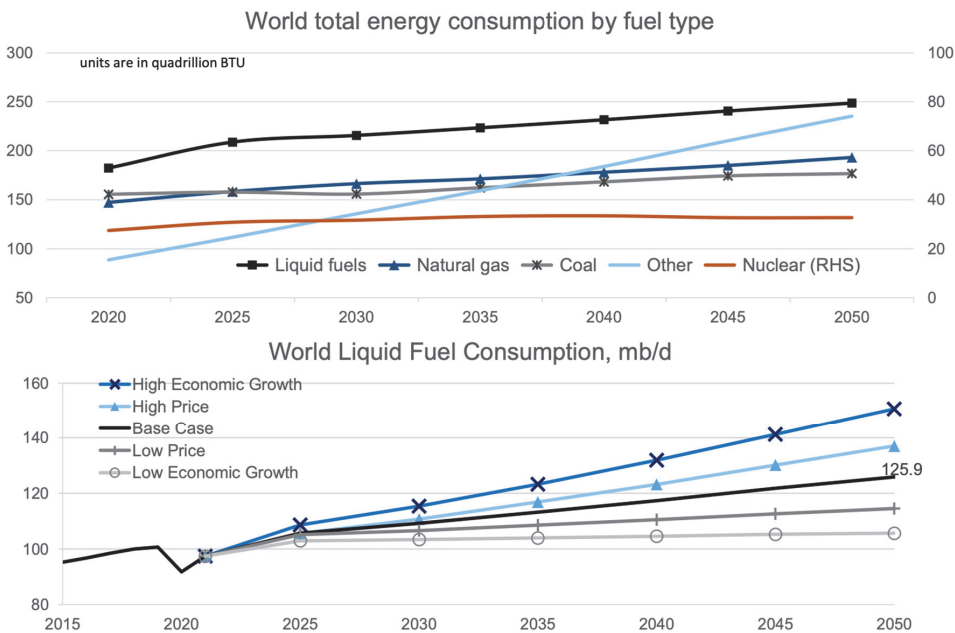
ในช่วงระหว่างปี 2011 ถึง 2014 เป็นยุคที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ และทั่วโลก ต่างทยอยฟื้นตัวจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยครั้งสำคัญที่รู้จักกันในชื่อ วิกฤตการณ์แฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis) ความต้องการใช้พลังงานเติบโตขึ้นต่อเนื่องผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบในช่วงนั้นอยู่ในระดับราคาประมาณ 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลต่อเนื่องหลายปี ประกอบกับสภาวะทางการเงิน (Financial conditions) ที่อ่อนตัวลงจากการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายของธนาคารกลาง ระดับดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ใกล้ 0% ทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทเอกชนอยู่ในระดับต่ำ สภาพแวดล้อมที่เหมาะสมนี้ผลักดันให้บริษัทพลังงานลงทุนสำรวจและผลิตน้ำมันดิบในระดับสูงต่อเนื่องจนเกิดเป็นยุคที่เรียกว่า Shale Oil Boom ซึ่งมาถึงจุดสูงสุดในปี 2014 ที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditures) ของบริษัทพลังงานจดทะเบียนในสหรัฐฯ รวมกันสูงกว่า 8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเม็ดเงินลงทุนเพื่อการสำรวจและผลิตน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติ (Upstream oil & gas investment) ทั่วโลกรวมกันสูงถึงราว 8 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

อย่างไรก็ดี ยุครุ่งเรืองของการลงทุนเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันดิบระหว่างปี 2011 - 2014 ได้นำมาซึ่งอัตราการผลิตที่สูงขึ้นจนสร้างสภาวะอุปทานส่วนเกินขึ้นในเวลาต่อมา และกดดัน

ราคาน้ำมันดิบให้ลงมาอยู่ที่ระดับประมาณ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลนับตั้งแต่ปี 2015 เป็นต้นมาจนถึงช่วงก่อนเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส Covid-19 ประกอบกับนโยบายจากทางภาครัฐของนานาประเทศที่หันมาให้ความสำคัญกับยุทธศาสตร์การเปลี่ยนถ่ายพลังงาน (Energy transition) ไปสู่พลังงานทางเลือกที่เป็นพลังงานหมุนเวียนสะอาดเช่น พลังงานลม และ พลังงานแสงอาทิตย์ มากขึ้น รวมถึงยานยนต์ขับเคลื่อนด้วยพลังงานไฟฟ้า หรือ EV ที่เริ่มมีการพูดถึงเป็นวงกว้างมากขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ปัจจัยเหล่านี้เพิ่มความไม่แน่นอนต่อการตัดสินใจลงทุนของบริษัทพลังงานรูปแบบดั้งเดิมที่มีความเสี่ยงสูงเนื่องจากการลงทุนระยะยาวและใช้เม็ดเงินจำนวนมาก

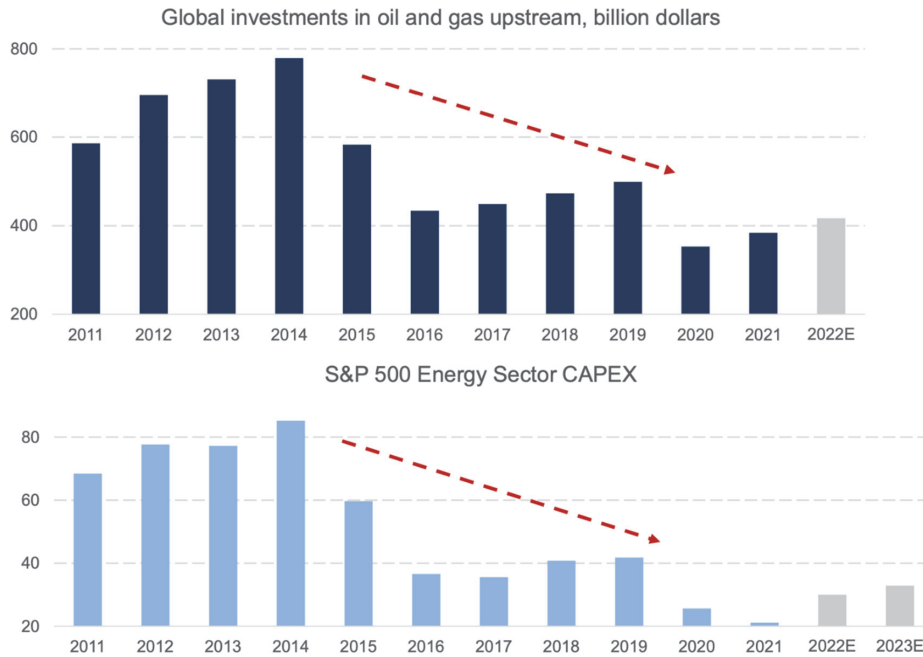
แม้ว่าน้ำมันจะถูกคาดการณ์ว่าจะเป็นแหล่งพลังงานหลักของโลกไปอีกอย่างน้อย 30 ปีข้างหน้า แต่สภาพแวดล้อมที่ไม่เอื้อต่อการลงทุน กดดันให้จำนวนเม็ดเงินลงทุนต่อปีในพลังงานรูปแบบดั้งเดิมในปัจจุบันลดลงเหลือเพียงกึ่งหนึ่งเมื่อเทียบกับปี 2014 นอกจากนี้ ห่วงโซ่อุปทานของวัตถุดิบสำคัญต่อการขุดเจาะน้ำมันดิบเช่น ท่อเหล็ก ทราาย และสารเคมี รวมถึงแรงงานมีทักษะที่ยังไม่กลับเข้าสู่สถานการณ์ปกติ ต่างชะลอความสามารถในการเพิ่มอัตราการผลิตในช่วงเวลานั้น ๆ ทำให้ผู้บริหารบริษัทพลังงานในสหรัฐฯ กว่า 4 ใน 5 คนมองว่าสถานการณ์ความตึงตัวของสมดุลระหว่างอุปสงค์-อุปทานน้ำมัน จะยิ่งทวีความรุนแรงชัดเจนมากขึ้นภายในช่วงปลายปี 2024 🌐

แผนภาพที่ 23: น้ำมันถูกคาดการณ์ว่าจะยังเป็นแหล่งพลังงานหลักสำคัญของโลก สอดคล้องกับความต้องการบริโภคที่มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องอย่างน้อยไปจนถึงปี 2050



ที่มา: EIA International Energy Outlook 2021, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 24: เม็ดเงินลงทุนต่อปีในการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ ทั้งในระดับโลกและภายในประเทศสหรัฐฯ อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องหลังจากทำจุดสูงสุดเมื่อปี 2014



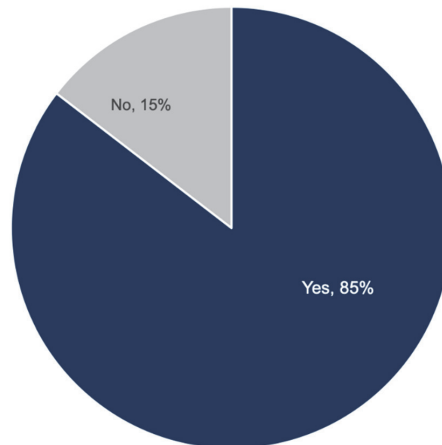
ที่มา: IEA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 25: ผู้บริหารบริษัทผลิตและสำรวจพลังงานในสหรัฐฯ กล่าวว่านโยบายของรัฐบาลชุดปัจจุบัน มีส่วนสำคัญในการสร้างสภาพแวดล้อมที่ไม่เป็นมิตรต่อการลงทุนเพิ่มกำลังการผลิต และส่วนใหญ่มองว่าสถานการณ์น้ำมันจะตึงตัวมากขึ้นอย่างมีนัยภายในปลายปี 2024 จากปัจจัยการลงทุนต่ำต่อเนื่อง

Comments from Exploration & Production (E&P) Respondents ^{1\}

- The *cost of supplies and wait times for delivery have increased substantially.*
- Nothing good can come out of the 2022 "Inflation Reduction" Act. I expect the result of that legislation will be an expansion of inflation. *Extra taxes on the industry will further dampen the amount of money available to spend on new projects.* There is nothing happening in the current administration that would encourage anyone to be in the oil and gas business.
- Specific contradictory statements and positions by the White House and like-minded politicians following that *political agenda are very harmful for our energy security*
- *No one is interested in giving capital to E&P firms.* It's wonderful news for long-term prices.
- The *biggest issue we have in our industry is the federal government,* which advocates for our extinction. This *has affected our ability to hire new, young talent* from colleges because they've been brainwashed into believing that our industry is bad and that our industry is disappearing, with no future for them. *This will be an issue in our industry and the public will pay with higher commodity costs. The capital being chased out of our industry is leading to less supply, and that always leads to higher prices.*

Most energy firms expect a significant tightening of the oil market by the end of 2024, given the current underinvestment in exploration ^{2\}



Note: 1\ Executives from 105 exploration & production (E&P) firms answered this question during the survey collection period, Sept. 14-22, 2022. 2\ Executives from 144 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, Sept. 14-22, 2022

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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีโมเมนตัมที่แผ่วลง ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องของ Fed ที่เริ่มกดดันอุปสงค์ และกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่เงินเฟ้อยังคงขยายตัวในระดับสูงกดดันกำลังซื้อ โดยดัชนี ISM เดือน ก.ย. ปรับตัวลดลงทั้งภาคการผลิตและบริการ ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้นแต่ยังอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ยังมีเครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวที่ยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะตลาดแรงงาน ทำให้เรามองว่า Fed จะยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ โดยคาดจะปรับขึ้น +75bps สู่ระดับ 3.75-4.00% ในการประชุมวันที่ 1-2 พ.ย. และอาจต้องปรับขึ้นทำจุดสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 5.00-5.25% ในต้นปี 2023 ด้านการเลือกตั้งกลางเทอมวันที่ 8 พ.ย. คาดผลจะออกมาเป็นรัฐสภาเสียงแตก โดยพรรค Democrat จะยังรักษาเสียงข้างมากในวุฒิสภาได้ แต่จะเสียสภาผู้แทนฯ ให้กับพรรค Republican ซึ่งจะส่งผลให้การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเป็นไปได้ยาก
- เศรษฐกิจยุโรปโซนส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องและมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ในปลายปีนี้ โดยเฉพาะเศรษฐกิจเยอรมนีที่พึ่งพาภาคการผลิตและก๊าซจากรัสเซียมาก โดยดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการปรับลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องในเดือน ก.ย. ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ท่ามกลางวิกฤตพลังงานที่ยังสร้างความไม่แน่นอนให้กับเศรษฐกิจและเงินทุนเพื่อให้อุปสงค์ฟื้นตัวขึ้นสูงเป็นประวัติการณ์ โดยในช่วงปลายเดือน ก.ย. EU ได้อนุมัติแผน Energy Emergency Intervention ซึ่งจะมีการลดการใช้ไฟฟ้า 5% ภาคบังคับ และเก็บภาษีส่วนเกินของบริษัทพลังงานเพื่อนำมาช่วยเหลือครัวเรือนและธุรกิจ ด้านนโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง โดย ECB ขึ้นดอกเบี้ย Deposit rate ไปแล้ว 200bps ในปีนี้สู่ระดับ 1.50% ซึ่งคาดจะปรับขึ้นอีกอย่างน้อย 100bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 2.50% ต้นปีหน้า
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มในเชิงบวกมากขึ้นจากสัญญาณบวกของการผ่อนคลายนโยบาย Zero-COVID ในอนาคต ทั้งในส่วนของวัคซีนแบบสูตรดมและวัคซีน mRNA และการเปิดประเทศของฮ่องกง โดย GDP ไตรมาส 3/2022 ขยายตัว 3.9% YoY เร่งตัวขึ้นจากที่เติบโต 0.4% ในไตรมาสก่อน จากผลของการใช้มาตรการจำกัดการเดินทางเพื่อคุม COVID-19 ที่มีความเข้มงวดน้อยลงเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน อย่างไรก็ตาม การที่ประธานาธิบดี Xi Jinping ยังคงเน้นย้ำความสำคัญของนโยบาย Zero-COVID ในถ้อยแถลงเปิดการประชุม Party congress ครั้งที่ 20 ทำให้คาดว่า การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และยากที่จะบรรลุเป้าหมาย GDP ที่ 5.5% ในปีนี้ได้
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นในระยะข้างหน้าจะได้รับแรงหนุนจากมาตรการท่องเที่ยว จากทั้งการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ และมาตรการสนับสนุนการท่องเที่ยวในประเทศที่จะเริ่มใช้ตั้งแต่เดือน ต.ค. เป็นต้นไป ส่วนด้านค่าเงินเยนนั้น คาดกระทรวงการคลังจะมีการแทรกแซงค่าเงินอย่างต่อเนื่องหากค่าเงินเยนอ่อนค่าไปแตะระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯอีกครั้ง เพื่อแสดงความชัดเจนในการตรึงค่าเงินเอาไว้และยืดเวลาจนกว่าที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะมีท่าทีผ่อนคลายในเรื่องการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะช่วยให้ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ระหว่าง 2 ประเทศมีความแคบลงและจะทำให้ค่าเงินเยนมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของมาตรการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน โดยรัฐบาลได้ขยายระยะเวลามาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพออกไปเพื่อช่วยเหลือกลุ่มผู้มีรายได้น้อยที่มีความอ่อนไหวต่อค่าครองชีพสูง ขณะที่การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้าจากแรงกดดันเรื่องการถดถอยของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะการส่งออกที่พึ่งพิงตลาดสหรัฐฯและยุโรปเป็นจำนวนมากมีความเสี่ยงที่จะเผชิญกับอุปสงค์ที่จะชะลอลง ด้านเงินบาทอ่อนค่าใกล้เคียงกับประเทศคู่ค้าคู่แข่งและไทยยังมีเสถียรภาพทางการเงินที่แข็งแกร่งอยู่มาก โดยทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยลดลงจากการตีมูลค่าสินทรัพย์ในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นสำคัญ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

Wall Street

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีโมเมนตัมที่แผ่วลง ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องของ Fed ที่เริ่มกดดันอุปสงค์ และกิจกรรมภาคก่อสร้างที่ทรุดตัว ขณะที่เงินเฟ้อยังคงขยายตัวในระดับสูงกดดันกำลังซื้อ โดยดัชนี ISM เดือน ก.ย. ปรับตัวลดลงทั้งภาคการผลิตและบริการ ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้นแต่ยังอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ยังมีเครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวที่ยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะตลาดแรงงาน ทำให้เรามองว่า Fed จะยังคงเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อ โดยคาดว่าจะปรับขึ้น +75bps สู่ระดับ 3.75-4.00% ในการประชุมวันที่ 1-2 พ.ย. และอาจต้องปรับขึ้นทำจุดสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 5.00-5.25% ในต้นปี 2023 ด้านการเลือกตั้งกลางเทอมวันที่ 8 พ.ย. คาดผลจะออกมาเป็นรัฐสภาเสียงแตก โดยพรรค Democrat จะยังรักษาเสียงข้างมากในวุฒิสภาได้ แต่จะเสียสภาผู้แทนฯ ให้กับพรรค Republican ซึ่งจะส่งผลให้การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเป็นไปได้ยาก

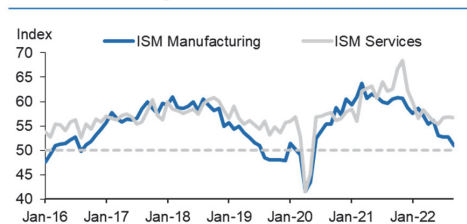
โมเมนตัมเศรษฐกิจแผ่วลง แต่คาด Fed จะยังเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อไป

โมเมนตัมเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มอ่อนแอลง ท่ามกลางการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องของ Fed (ปรับขึ้นแล้ว +300bps ในช่วง 9 เดือนแรกของปีอยู่ที่ระดับ 3.00-3.25%) ที่เริ่มกดดันอุปสงค์ โดยดัชนี ISM ภาคการผลิตเดือน ก.ย. ปรับตัวลดลง -1.9 จุด เป็น 50.9 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2020

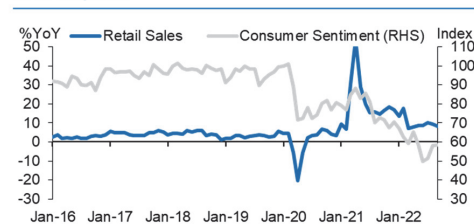
และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 52.0 จุด จากยอดคำสั่งซื้อทั้งในและนอกประเทศที่ยังหดตัว ขณะที่ผลผลิตปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย ส่วนดัชนี ISM ภาคบริการปรับลดลงเล็กน้อย -0.2 จุด เป็น 56.7 จุด แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภค U. of Michigan Consumer Sentiment ฟื้นตัวดีขึ้นต่อในเดือน ก.ย. อยู่ที่ 58.6 จุด จาก 58.2 จุด ในเดือนก่อน แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก และการฟื้นตัวโดยหลักยังคงเป็นผลจากราคาน้ำมันที่ลดลง

แผนภาพที่ 26: ดัชนี ISM ภาคการผลิตชะลอตัวต่อเนื่องต่ำสุดในรอบ 2.5 ปี ส่วนภาคบริการปรับลดลงเล็กน้อย และอยู่ในระดับต่ำ ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้นต่อ แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก

ISM manufacturing vs. services



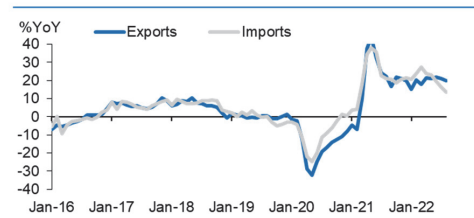
Consumption



Investment



Trade



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

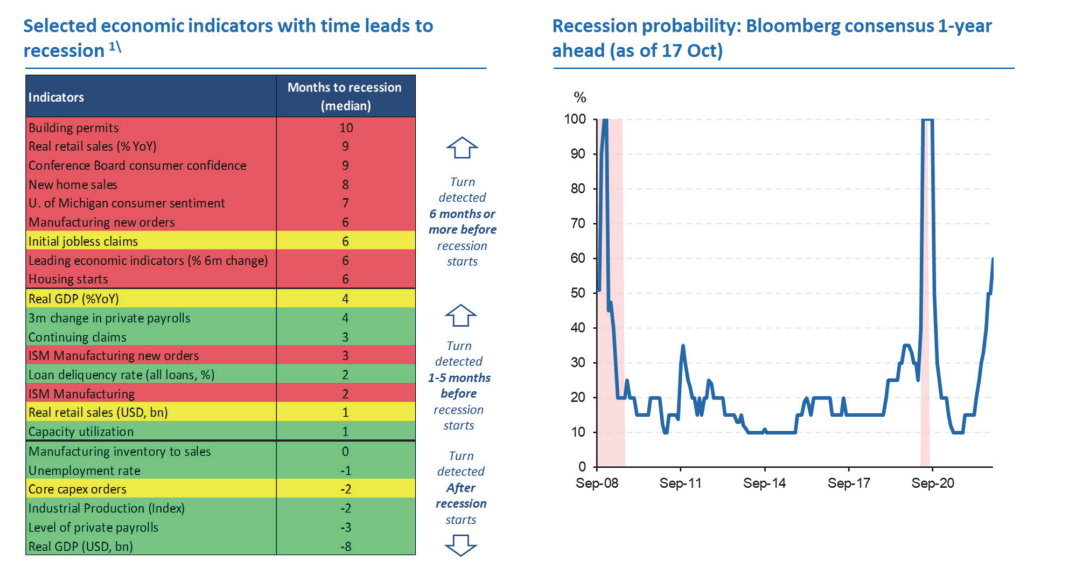
ด้านกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับแรงกดดันจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มากที่สุด อ่อนแอลงต่อเนื่องทั้งยอดขายบ้านและการก่อสร้างบ้านใหม่ โดยอยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่วิกฤต COVID-19 ในปี 2020 ขณะที่ราคาบ้านประเมินโดย FHFA Housing Price Index และ S&P Case Shiller เริ่มมีสัญญาณว่าได้ทำจุดสูงสุดไปแล้วในเดือน มิ.ย. และมีแนวโน้มปรับลดลงต่อเนื่องต่อจากนี้

อย่างไรก็ดี แม้ไม่เมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมอ่อนแอลง แต่ก็มีเครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวที่ยังแข็งแกร่งอยู่ โดยเฉพาะตัวเลขตลาดแรงงาน อาทิ การจ้างงานนอกภาคเกษตร การ

ขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรก อัตราการว่างงาน และอัตราค่าจ้างเฉลี่ยรายชั่วโมง เป็นต้น ซึ่งสะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อจากฝั่งอุปสงค์ที่จะยังคงสูงและสร้างความกังวลให้กับ Fed รวมถึงตัวเลขกิจกรรมเศรษฐกิจอย่างผลผลิตภาคอุตสาหกรรม

ดังนั้น เรามองว่า Fed จะยังคงเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่อง โดยเราคาด Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตรา +75bps ในการประชุมวันที่ 1-2 พ.ย. สู่ระดับ 3.75-4.00% และคาดดอกเบี้ยสูงสุดหรือ Terminal rate จะอยู่ที่ 5.00-5.25% ในต้นปีหน้า

แผนภาพที่ 27: เครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวยังคงแข็งแกร่ง (กลุ่มสีเขียว) โดยเฉพาะตลาดแรงงาน ทำให้คาดว่า Fed จะยังปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ตลาดประเมินความน่าจะเป็นที่จะเกิด Recession ใน 1 ปีข้างหน้า 60%



Note: 1\ Estimated by Deutsche Bank: red color = indicator has already turned, yellow = indicator just started turning, green = indicator has shown no signs of turning yet.
ที่มา: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

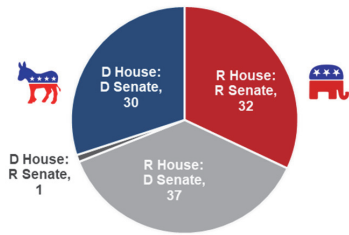
การเลือกตั้ง Midterm ในวันที่ 8 พ.ย. คาดจะออกมาในรูปของรัฐสภาเสียงแตก ซึ่งจะจำกัดการออกมาตรการทางการคลังเพิ่มเติม โดยเฉพาะนโยบายส่วนที่เหลือของประธานาธิบดี Biden ทั้งนโยบายเรียนฟรีและการปรับขึ้นภาษี

การเลือกตั้งกลางเทอม (Midterm elections) จะมีขึ้นในวันที่ 8 พ.ย.นี้ ซึ่งสมาชิกสภาผู้แทนฯ (ส.ส.) ทั้ง 435 ที่นั่ง และวุฒิสมาชิก (ส.ว.) 35 จากทั้งหมด 100 ที่นั่ง จะต้องทำการเลือกตั้งใหม่ ซึ่งในอดีตพรรคที่เป็นฝ่ายรัฐบาลมักเสียเปรียบ โดยเฉลี่ยจะเสีย ส.ส. 27 ที่นั่ง และส.ว. 4 ที่นั่ง

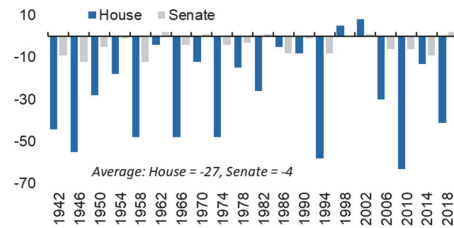
ผลสำรวจ (ณ วันที่ 3 ต.ค.) ชี้ว่าพรรค Democrat ซึ่งเป็นรัฐบาลจะสามารถครองเสียงข้างมากในวุฒิสภาไว้ได้ตามเดิม เนื่องจากการอนุมัติแผนเศรษฐกิจ 2 ฉบับ ได้แก่ Inflation Reduction Act และ CHIPS Act ในเดือน ส.ค. ของปธน. Joe Biden ได้ช่วยให้คะแนนนิยมของพรรค Democrat ดีขึ้นมากในส่วนของ ส.ว. อย่างไรก็ตาม ในส่วนของสภาผู้แทนฯ มีแนวโน้มที่พรรค Republican จะได้ครองเสียงข้างมาก ทำให้ผลการเลือกตั้งครั้งนี้จะออกมาในรูปของ 'รัฐสภาเสียงแตก (Divided Congress)' กล่าวคือ พรรค Democrat ครองวุฒิสภา ขณะที่พรรค Republican ครองสภาผู้แทนฯ

แผนภาพที่ 28: ผลสำรวจ (ณ วันที่ 3 ต.ค.) ชั้พรรค Democrat (สีน้ำเงิน) จะสามารถครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา (Senate) ขณะที่พรรค Republican (สีแดง) จะครองสภาผู้แทนฯ (House)

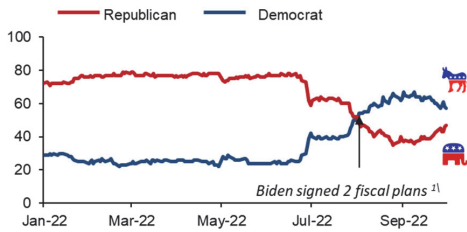
Odds of controlling Congress (as of 3 Oct)



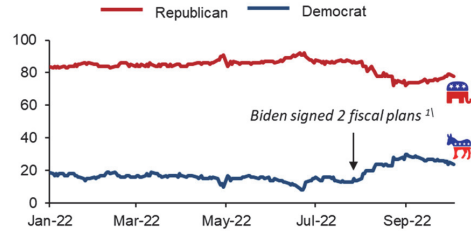
President's party (Dem) seat gain/loss from midterms



Probability of Senate control (as of 3 Oct)



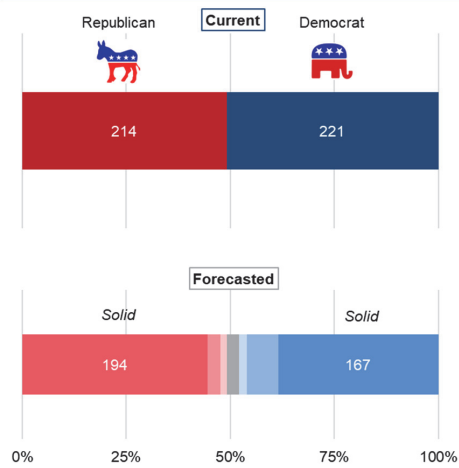
Probability of House control (as of 3 Oct)



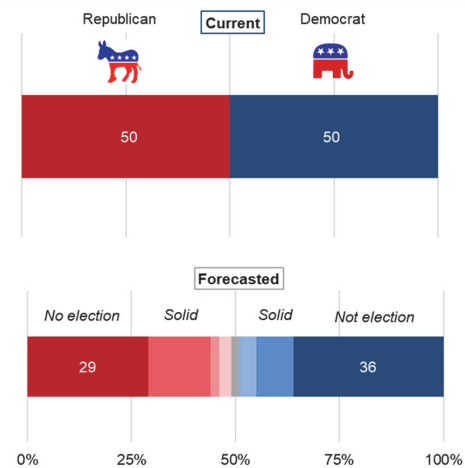
Note: 1) President Biden signed 2 fiscal plans: CHIPS & Science Act (9 Aug) and Inflation Reduction Act (16 Aug). ที่มา: Deutsche Bank, FiveThirtyEight, Predict, Bloomberg, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 29: พรรค Republican (สีแดง) มีโอกาสสูงกว่าที่จะครองสภาผู้แทนฯ (กราฟซ้ายมือ) ขณะที่พรรค Democrat (สีน้ำเงิน) มีโอกาสสูงกว่าในวุฒิสภา (กราฟขวามือ)

House seats (as of 3 Oct)



Senate seats (as of 3 Oct)



Note: Solid (most dark red/blue) = >95% chance, Likely (dark red/blue) = >75% chance, Lean (light red/blue) = >60% chance, Toss-up (grey) = <60% both. ที่มา: FiveThirtyEight, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การที่เป็นรัฐสภาเสียงแตกจะส่งผลให้การออกมาตรการทางการคลังเพิ่มเติมให้เป็นไปได้อย่างยากลำบาก แม้ในกรณีที่ เกิด Recession ก็คาดว่าจะมีการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างจำกัดเท่านั้น

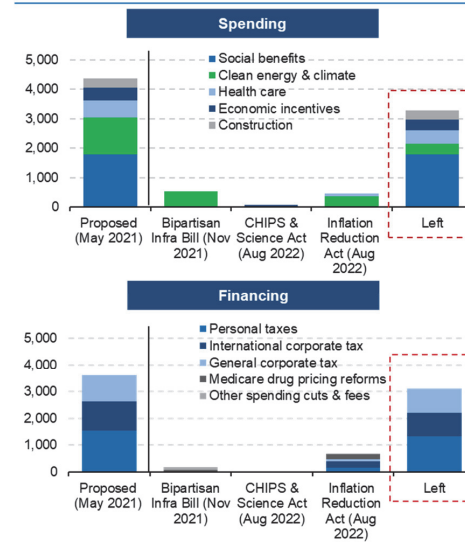
และแผนกระตุ้นเศรษฐกิจส่วนที่เหลือ (ราว 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ของปธน. Biden ซึ่งโดยมากเป็นมาตรการทางการคลังคมอย่างการเรียนฟรี และแผนปรับขึ้นภาษี คงจะไม่เกิดขึ้น

แผนภาพที่ 30: การเป็นรัฐสภาเสียงแตกจะจำกัดการออกมาตรการทางการคลังเพิ่มเติม โดยเฉพาะนโยบาย ส่วนที่เหลือของ ปธน. Biden (กราฟขวามือ: กรอบสีแดง)

Fiscal policy outcomes

	Recession	Soft landing	High inflation
Democrat Congress	Major fiscal package: could pass more of Biden's agenda	Narrow fiscal package	Narrow fiscal package: measures to address household costs, likely offset with tax hikes
Divided Congress (R House; D Senate)	No major changes/modest fiscal easing possible	No major changes/D Senate likely to resist spend cuts	No major changes/modest spending cuts possible
Republican Congress	Limited tax cuts	No major changes/modest spending cuts possible	Spending cuts

Biden's fiscal agenda ^{1\}



Note: 1\ Proposed are based on American Jobs and Families Plans.

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

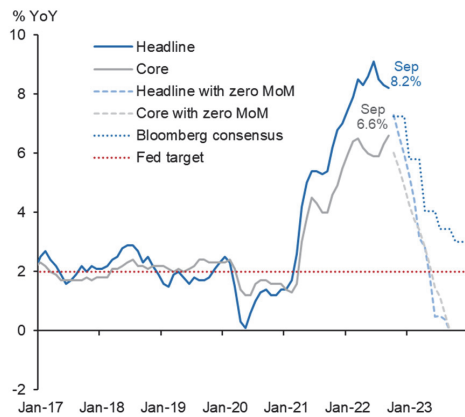
Fed ยังคงต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างแข็งกร้าว ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังขยายตัวสูงอย่างมาก โดยเฉพาะ Core CPI ที่เร่งตัวขึ้น

อัตราเงินเฟ้อเดือน ก.ย. ยังคงออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาด โดยเฉพาะจากเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ที่เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 40 ปี ที่ 6.6% YoY (vs. 6.3% เดือนก่อน; 6.5% ตลาดคาด) ท่ามกลางราคาในหมวดบริการที่ยังเพิ่มขึ้นสูงต่อเนื่อง อาทิ หมวดค่าเช่า (คิดเป็นราว 1 ใน 3 ของน้ำหนักในตระกร้าเงินเฟ้อ) และ

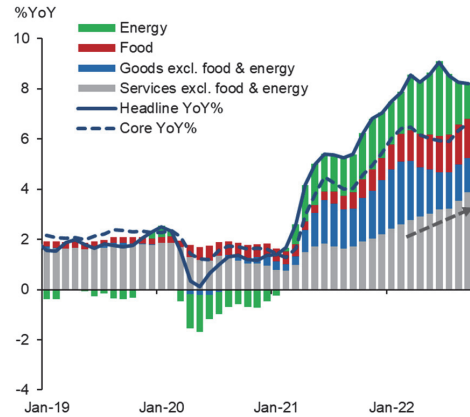
กลุ่มที่ใช้แรงงานจำนวนมากอย่างร้านอาหารและบริการทางการแพทย์ที่ได้ปัจจัยหนุนจากค่าจ้างที่โตสูง ซึ่งนับเป็นหมวดที่ค่อนข้างหนักและคงทน ทำให้เงินเฟ้อโดยรวมมีแนวโน้มชะลอลงได้ช้า ด้านเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 อยู่ที่ 8.2% YoY จาก 8.3% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 8.1% โดยราคาพลังงานปรับตัวลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ราคาอาหารยังคงเพิ่มขึ้นสูง

แผนภาพที่ 31: เงินเฟ้อยังคงขยายตัวสูงอย่างมากในเดือน ก.ย. โดยเฉพาะ Core CPI ที่เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 40 ปี ท่ามกลางแรงกดดันจากหมวดบริการ (กราฟขวามือ: แท่งสีเทา)

Inflation with projections ¹⁾



Inflation composition



Note: Bloomberg consensus as of 13 Oct.

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

เงินเฟ้อที่ยังคงออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาด และมีแนวโน้มชะลอลงได้ช้า ทำให้ Fed ยังคงมีความจำเป็นต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างแข็งกร้าวต่อไป โดยหลังการเปิดเผยตัวเลขเงินเฟ้อตลาด (อิงจาก Fed funds futures) คาดว่าจะได้เห็น Fed ปรับดอกเบี้ยขึ้นในอัตราสูง +75bps (จากปัจจุบันที่ 3.00-3.25%) ต่อเนื่องเป็นครั้งที่ 4 ในการประชุมวันที่ 1-2 พ.ย. ค่อนข้างแน่นอน (ตลาดให้น้ำหนักกว่า 90% อิงจาก FedWatch Tool ของ CME Group) และอาจต้องปรับขึ้นในอัตราสูงดังกล่าวต่อเนื่องในการประชุมเดือน ธ.ค. ด้วย

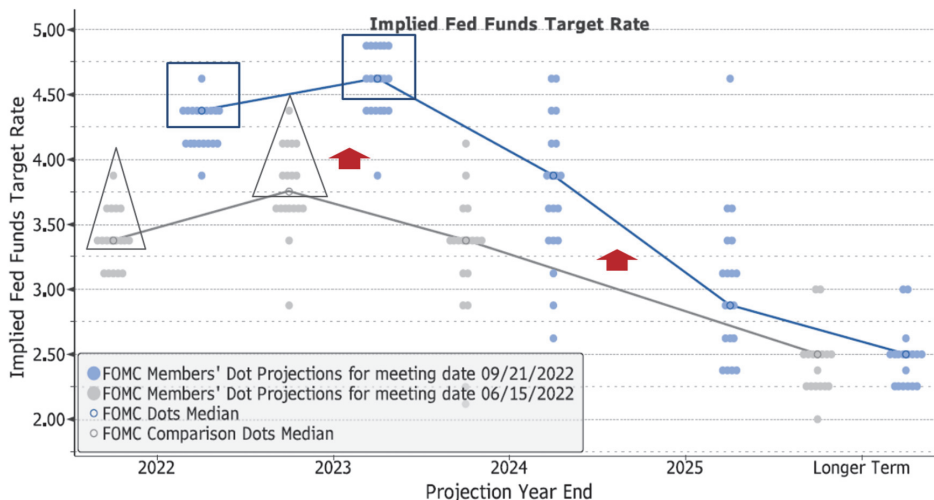
โดยตลาดมองว่า Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นทำจุดสูงสุดหรือ Terminal rate ที่เกือบ 5.0% ในเดือน เม.ย. 2023 เพิ่มขึ้น

จากเดิมที่ 4.7% ก่อนรายงานตัวเลขเงินเฟ้อ ซึ่งยังใกล้เคียงกับ Dot plot ล่าสุด (เดือน ก.ย.) ที่คณะกรรมการ Fed ประเมินระดับดอกเบี้ยที่เหมาะสม ซึ่งส่วนใหญ่คาด Terminal rate ที่ 4.75% และกรอบบนอยู่ที่ 5% ในปี 2023

ด้าน Jefferies พันธมิตรของเรา ได้ปรับมุมมองการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed สูงขึ้น หลังรายงานเงินเฟ้อ โดยคาดว่า Terminal rate จะอยู่ที่ 5.00-5.25% (vs. เดิมคาด 4.50-4.75%) ซึ่งสูงกว่า Dot plot เล็กน้อย โดยมองว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราสูงที่ +75bps ทั้งในการประชุมเดือน พ.ย. และ ธ.ค. และปรับขึ้นอีก +50bps ในการประชุมครั้งแรกของปีหน้า (เดือน ก.พ. 2023)

แผนภาพที่ 32: Dot plot ล่าสุด (เดือน ก.ย.) ที่คณะกรรมการ Fed ประเมินระดับดอกเบี้ยที่เหมาะสม ซึ่งส่วนใหญ่คาดดอกเบี้ยสูงสุดอยู่ที่ 4.75% และกรอบบนอยู่ที่ 5%

Fed's Dot plot



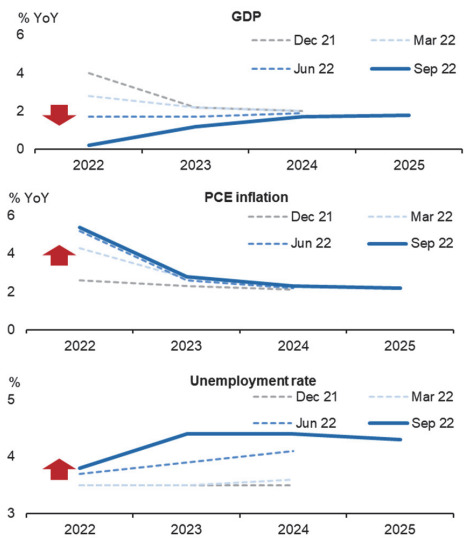
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับขึ้นดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งมากขึ้น ทำให้ Fed ยอมรับมากขึ้นในการประชุมครั้งล่าสุดว่าเศรษฐกิจจะชะลอลงมาก และการเกิด Recession นั้นเสี่ยงได้ยากมากขึ้นในการพยายามกดเงินเพื่อ สะท้อนผ่านประมาณการเศรษฐกิจของ Fed ที่มีการปรับลดคาดการณ์ GDP ลงค่อนข้างมาก และอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นแตะ 4.4% ใน

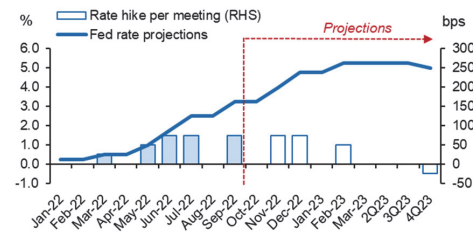
ปลายปี 2023 (อัตราการว่างงานล่าสุดเดือน ก.ย. อยู่ที่ 3.5%) โดยแม้ประมาณการเศรษฐกิจจะชี้ว่า GDP จะยังขยายตัวและอัตราการว่างงานถือว่าไม่ได้อยู่ในระดับที่สูงมากนัก แต่ก็สะท้อนความเสี่ยงที่มีเพิ่มมากขึ้น และคาดได้ว่า Fed จะดำเนินนโยบายการเงินอย่างระมัดระวังมากขึ้นในปี 2023

แผนภาพที่ 33: Fed มองเศรษฐกิจจะชะลอลงมากกว่าที่คาดไว้เดิมและอัตราการว่างงานจะเพิ่มขึ้นเป็น 4.4% ในปีหน้า (กราฟซ้ายมือ) สะท้อนการเกิด Recession ที่เสี่ยงได้ยากมากขึ้น จากแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยที่แข็งแกร่งอย่างมาก

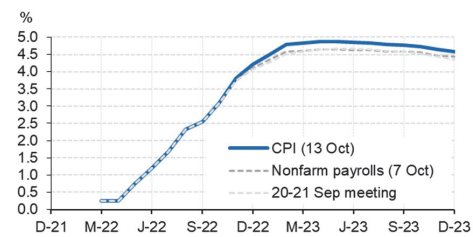
Fed's economic projections



Federal Funds Rate projections



Fed Funds Futures



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

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปส่งสัญญาณอ่อนแอลงต่อเนื่องและมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ในปลายปีนี้ โดยเฉพาะเศรษฐกิจเยอรมนีที่พึ่งพาภาคการผลิตและก๊าซจากรัสเซียมาก โดยดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการปรับลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องในเดือน ก.ย. ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ท่ามกลางวิกฤตพลังงานที่ยังสร้างความไม่แน่นอนให้กับเศรษฐกิจและเงินทุนเพื่อไ้พุ่งขึ้นสูงเป็นประวัติการณ์ โดยในช่วงปลายเดือน ก.ย. EU ได้อนุมัติแผน Energy Emergency Intervention ซึ่งจะมีการลดการใช้ไฟฟ้า 5% ภาคบังคับ และเก็บกำไรส่วนเกินของบริษัทพลังงานเพื่อนำมาช่วยเหลือครัวเรือนและธุรกิจ ด้านนโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง โดย ECB ขึ้นดอกเบี้ย Deposit rate ไปแล้ว 200bps ในปีนี้สู่ระดับ 1.50% ซึ่งคาดว่าจะปรับขึ้นอีกอย่างน้อย 100bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 2.50% ต้นปีหน้า

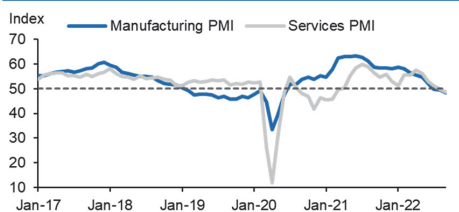
กิจกรรมเศรษฐกิจอ่อนแอลงต่อเนื่องและมีความเสี่ยงเข้าสู่ Recession ปลายปีนี้

กิจกรรมเศรษฐกิจของยูโรโซนอ่อนแอลงต่อเนื่อง โดยดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องในเดือน ก.ย. ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ท่ามกลางวิกฤตพลังงานที่ส่งผลให้เงินเฟ้อของกลุ่มพุ่งขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง (เงินเฟ้อ HICP เดือน ก.ย. ขยายตัว 9.9% YoY) กดดันกำลังซื้อ ขณะที่ภาคการผลิตลดกำลังการผลิตลงเนื่องจากแบกรับภาระต้นทุนพลังงานไม่ไหว

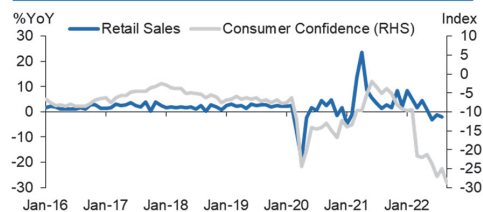
ด้านนโยบายการเงินก็มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง โดย ECB ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย Deposit rate ไปแล้ว 200bps ในปีนี้สู่ระดับ 1.50% โดยคาดว่าจะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีก 50bps ในปีนี้ และอีกอย่างน้อย 50bps ในช่วงต้นปีหน้า ซึ่งจะทำให้ดอกเบี้ยทำจุดสูงสุดหรือ Terminal rate ที่ 2.25% เพิ่มความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession

แผนภาพที่ 34: กิจกรรมเศรษฐกิจยังคงอ่อนแอ โดย PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการหดตัวต่อเนื่องในเดือน ก.ย. ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงทำจุดต่ำสุดใหม่

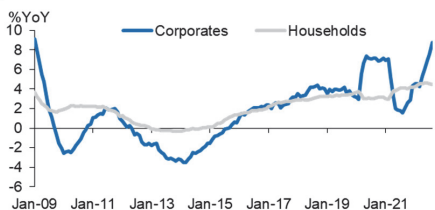
Manufacturing vs. Services PMI



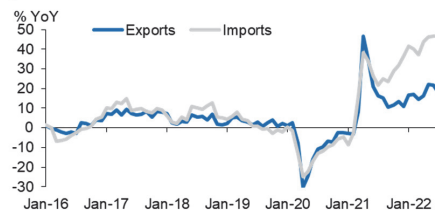
Consumption



Credit growth (adjusted for sales and securitization)



Trade



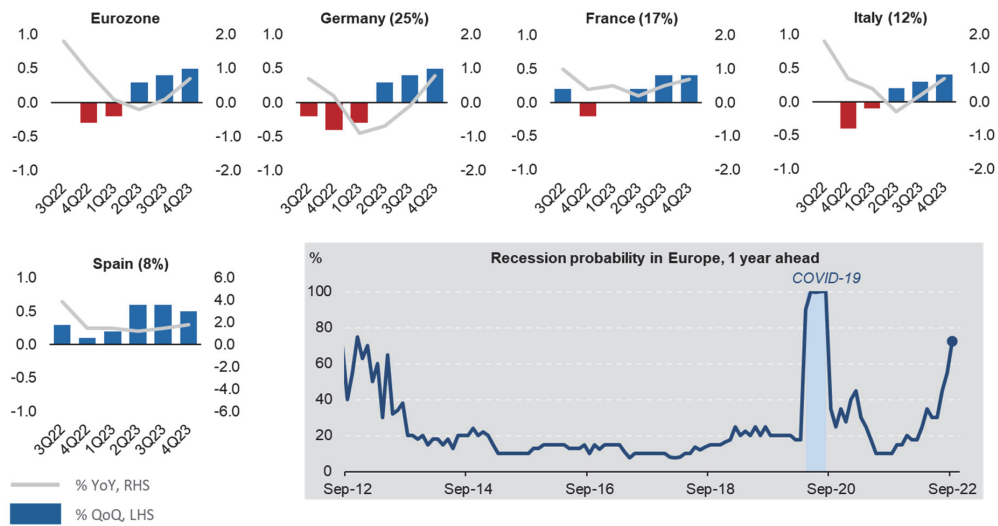
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยนักเศรษฐศาสตร์ในผลสำรวจของ Bloomberg ประเมินโอกาสเกิด Recession ในยุโรปภายใน 1 ปีข้างหน้าสูงถึงราว 80% ซึ่งคาดว่าจะเห็นตัวเลข GDP รายไตรมาสหดตัวต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปีนี้ โดยเฉพาะเศรษฐกิจของเยอรมนีที่คาด

จะหดตัว QoQ ตั้งแต่ไตรมาส 3 ส่วนหนึ่งเนื่องจากมีสัดส่วนอุตสาหกรรมการผลิตในเศรษฐกิจค่อนข้างใหญ่ (คิดเป็นมูลค่าเกือบ 1 ใน 3 ของ GDP)

แผนภาพที่ 35: นักเศรษฐศาสตร์ประเมินโอกาสเกิด Recession ใน 1 ปีข้างหน้าสูงถึง 80% โดยคาด GDP ของยุโรปจะหดตัว QoQ ตั้งแต่ปลายปีนี้ จากวิกฤตพลังงาน

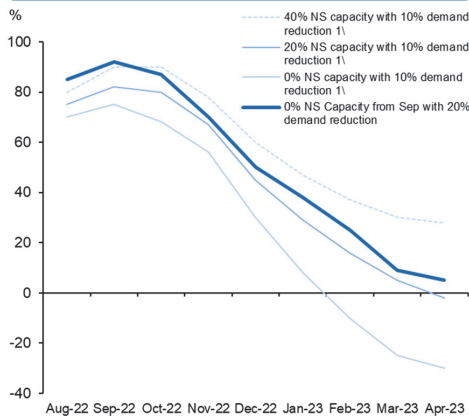
Bloomberg consensus quarterly GDP growth forecast and recession probability ^{1\}



Note: 1\ Survey of economists conducted 9-15 Sep. (%) represents countries' share of EU GDP in 2020. ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

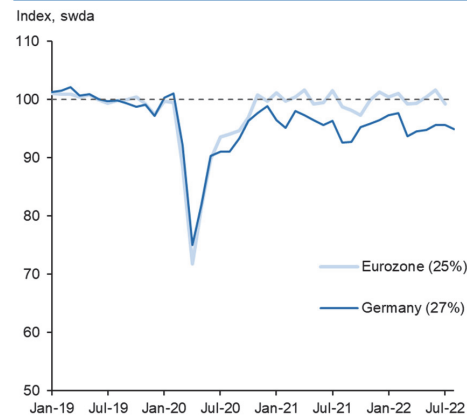
แผนภาพที่ 36: ภาคการผลิตโดยเฉพาะของเยอรมนีได้รับแรงกดดันอย่างมาก ท่ามกลางต้นทุนด้านพลังงานที่สูงขึ้น

Gas storage level based on different scenarios



Germany's top energy regulator on 29 Sep said that savings of at least 20% are needed to avert a shortage of fuel this winter and avoid rationing.

Industrial Production: Index (2019 = 100), swda ^{2\}



Large industrials have been the main contributors to the gas savings in Germany since May ^{3\}; this shows lowered production, especially in energy-intensive industries such as chemicals, paper and metals, and poses significant downside risk to growth, esp. for Germany, which is highly reliant on the manufacturing sector.

Note: 1\ Estimates using storage level as of mid-July as a starting point. 2\ (%) indicates share of industry sector in GDP. 3\ According to IMF Research. ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, Statista, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

EU อนุมัติแผนพลังงานฉบับที่ 3 'Energy Emergency Intervention' แก่วิกฤตพลังงานที่มีความไม่แน่นอนมากขึ้น

สถานการณ์ด้านพลังงานในยุโรปมีความตึงเครียดมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยหลังจากรัสเซียระงับการส่งออกก๊าซผ่านท่อ Nord Stream ซึ่งเป็นท่อหลักในช่วงต้นเดือน ก.ย. อย่างไรก็ตามไม่มีกำหนด ก็มีประเด็นท่อ Nord Stream ถูกก่อการร้ายจนเกิดรอยรั่ว 4 จุด ทำให้สหภาพยุโรป (EU) ออกแผนพลังงานฉบับที่ 3 'Energy Emergency Intervention' ซึ่งรวมพลังงานของประเทศสมาชิก EU ได้อนุมัติเมื่อสิ้นเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา หลังจากที่ได้อนุมัติแผน Gas Demand Reduction ขอความร่วมมือประเทศสมาชิกลดการใช้ก๊าซลง 15% เป็นเวลา 8 เดือน (เดือน ส.ค. 2022- มี.ค. 2023) และแผน REPowerEU เพื่อยุติการพึ่งพาพลังงานจากรัสเซีย ก่อนหน้านั้น

โดยแผน Energy Emergency Intervention แบ่งเป็น 2 ส่วนหลักคือ 1) การลดการใช้ไฟฟ้าภาคบังคับ (Mandatory) ในอัตรา 5% ช่วง Peak hours (หรือประมาณ 7 โมงเช้า ถึง 4 ทุ่ม) จนถึงเดือน มี.ค. 2023 และ 2) ส่วนที่เป็นการสร้างเม็ดเงินเพื่อนำไปช่วยเหลือครัวเรือนและธุรกิจที่ได้รับผลกระทบ ได้แก่ การจำกัดรายได้ของบริษัทผลิตไฟฟ้าต้นทุนต่ำ หรือไม่ได้ใช้ก๊าซในการผลิต โดยคาดว่าจะสร้างเม็ดเงิน 1.17 แสนล้านยูโร และการเก็บภาษีลาภลอย (Windfall taxes) กับบริษัทพลังงาน ซึ่งประเมินจะได้เม็ดเงิน 2.5 หมื่นล้านยูโร

นอกจากนี้ EU ยังได้มีการพิจารณามาตรการอื่นๆ ที่สำคัญ ได้แก่ 1) การกำหนดเพดานราคาก๊าซ (Dynamic Price Limit) ที่เคลื่อนไหวระหว่างวันในดัชนีหลัก Dutch Title Transfer Facility (TTF) เป็นการชั่วคราว ขณะที่จะดำเนินการจัดทำดัชนีก๊าซอันใหม่ให้สอดคล้องกับสถานการณ์ปัจจุบันที่ยุโรปนำเข้าก๊าซจากรัสเซีย น้อยลงมาก 2) การกำหนดกรอบ (Collar หรือ Bandwidth) การเคลื่อนไหวของราคาในตลาดอนุพันธ์ เป็นการชั่วคราว 3) การลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องให้กับบริษัทพลังงานโดยการขยายสินทรัพย์ที่สามารถนำมาวางเป็นหลักประกัน ซึ่งจะรวมถึงหนังสือค้ำประกันโดยรัฐบาล และการเพิ่ม Clearing threshold ขึ้นเป็น 4 พันล้านยูโร (จากเดิมที่ 3 พันล้านยูโร) ซึ่งหากต่ำกว่าระดับดังกล่าว ธุรกิจที่ไม่ใช่การเงิน จะไม่ต้องวางหลักประกันในการทำธุรกรรมอนุพันธ์แบบ Over-the-Counter และ 4) การซื้อก๊าซร่วมกันของประเทศสมาชิก (Joint purchase) เพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรองให้ได้ราคาที่ดีกว่า โดยมาตรการข้างต้นจะมีการพิจารณาระหว่างประเทศสมาชิก EU อีกครั้ง และน่าจะอนุมัติได้ในช่วงกลางเดือน พ.ย.

การพยายามออกมาตรการแก้ปัญหาเรื่องวิกฤตพลังงานอย่างต่อเนื่องของ EU ประกอบกับที่สามารถเดิมก๊าซในคลังสำรองได้ตามเป้าหมายเร็วกว่าที่คาด และสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติ ได้ช่วยให้ราคาก๊าซในยุโรปปรับตัวลดลงมา รว ~50% จากที่ทำจุดสูงสุดในช่วงปลายเดือน ส.ค. ซึ่งได้ช่วยลดแรงกดดันต่อเศรษฐกิจลงไปได้บ้างและน่าจะทำให้ EU สามารถผ่านพ้นฤดูหนาวครั้งนี้ไปได้ หรือจนถึงไตรมาสแรกปีหน้า

แผนภาพที่ 37: EU อนุมัติแผนพลังงานฉบับที่ 3 ท่ามกลางก๊าซจากรัสเซียที่ลดลงต่อเนื่อง

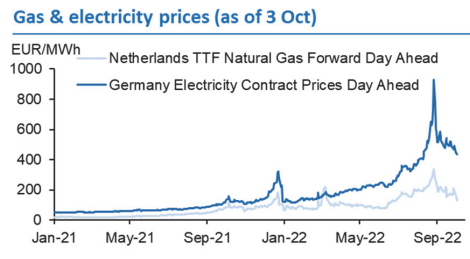
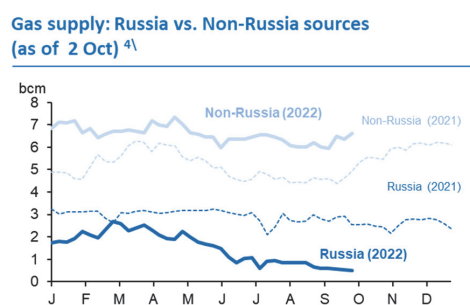
EU 3rd plan to combat energy crisis (14 Sep) ^{1\}

Emergency Intervention to reduce electricity bills:

- A mandatory 5% electricity demand cut** during peak hours until Mar 2023 with an aim to cut overall demand by 10%.
- Helps reduce gas consumption by ~1.2bcm this winter**
- A temporary revenue cap** on low-cost electricity producers set at EUR180/MWh. Expected to raise EUR117bn to subsidize users.
- A windfall tax on energy companies** at a rate of at least 33% on 2022 profit which surpasses a 20% increase of the average profit of the previous three years. Expected to raise EUR25bn to subsidize users.
- Raise ~EUR140bn to subsidize households & companies**

Under consideration

- An EU-wide price cap on gas imports:** still studying potential risks, especially to supply ^{2\}.
- Emergency Liquidity Instrument:** proposed relaxing rules on energy trading margins ^{3\}.



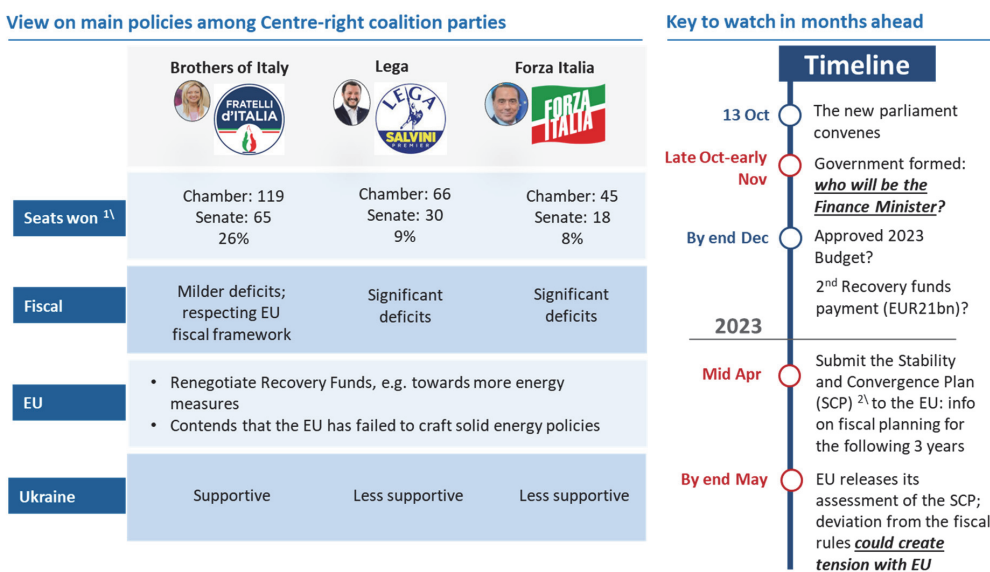
Note: 1\ EU energy ministers agreed on 30 Sep. 2\ 15 countries have called for the action. 3\ Ongoing discussion: measures include raising the clearing threshold for commodities & other derivatives to EUR4bn (currently EUR3bn), allowing bank guarantees to be accepted as collateral. 4\ Norway, LNG, Algeria and other minor
ที่มา: Bloomberg, Bruegel, European Commission, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พรรคร่วมฝ่ายขวานำโดย Brothers of Italy ชนะการเลือกตั้งตามที่ได้คาดการณ์ โดยสิ่งที่ต้องติดตามต่อไปคืองบประมาณปี 2023 ที่ต้องผ่านภายในสิ้นปีนี้

การเลือกตั้งทั่วไปของอิตาลีเมื่อวันที่ 25 ก.ย. พรรคร่วมฝ่ายขวานำโดย Brothers of Italy ร่วมกับ Lega และ Forza ได้รับชัยชนะตามที่ตลาดคาดการณ์เป็นวงกว้าง โดยได้ที่นั่งในสภาผู้แทนฯ 230 จากทั้งหมด 400 ที่นั่ง และวุฒิสภา 113 จากทั้งหมด 200 ที่นั่ง โดยนาง Giorgia Meloni หัวหน้า

พรรค Brothers of Italy ได้รับการแต่งตั้งขึ้นดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรี (22 ต.ค.) ขณะที่ตำแหน่งรมว.คลัง ซึ่งตลาดให้ความสนใจอย่างมากตกเป็นของนาย Giancarlo Giorgetti รองหัวหน้าพรรค Lega ซึ่งเป็นอดีต รมว.พัฒนาเศรษฐกิจภายใต้รัฐบาลของนาย Mario Draghi ส่วนนาย Antonio Tajani อดีตประธานรัฐสภายุโรป ได้ดำรงตำแหน่งรมว.ต่างประเทศและรองนายกฯ ทำให้ความสัมพันธ์กับสหภาพยุโรป (EU) อาจจะเป็นไปในทิศทางดีดิ่งเครียดน้อยลง

แผนภาพที่ 38: พรรคร่วมฝ่ายขวานำโดย Brothers of Italy ร่วมกับ Lega และ Forza ได้รับชัยชนะตามที่ตลาดคาดการณ์เป็นวงกว้าง ขณะที่ประเด็นที่ต้องจับตาต่อไปคืองบประมาณประจำปี 2023 ที่ต้องผ่านสภาภายในสิ้นปีนี้



Note: 1\ Chamber of Deputies = 400 seats; Senate = 200 elective seats. 2\ SCP can be used to judge whether fiscal policy remains 'prudent'.

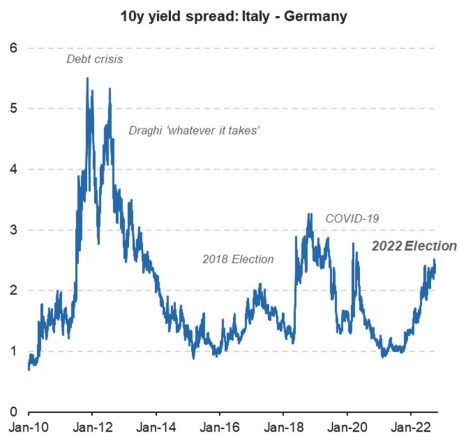
ที่มา: Bloomberg, Euronews, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สำหรับประเด็นที่ต้องจับตาต่อ คือ งบประมาณประจำปี 2023 ที่ต้องผ่านสภาภายในสิ้นปีนี้ โดยเฉพาะเป้าขาดดุลการคลัง (Fiscal deficits) หากสูงกว่าเป้าที่รัฐบาลของนาย Draghi เคยเสนอไว้ที่ -3.9% มาก ก็นับเป็นการสร้างความกังวลให้กับตลาดต่อเสถียรภาพทางการคลัง จากระดับหนี้สาธารณะของอิตาลีที่สูง

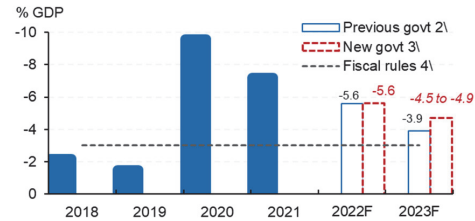
มากอยู่แล้ว (~150% GDP) ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอิตาลีคาดว่าจะพุ่งสูงขึ้นไปอีก นอกจากนี้ ยังนับเป็นการเพิ่มความตึงเครียดกับ EU เมื่อต้องเสนอแผนงบประมาณให้ EU พิจารณาในช่วงปลายเดือน เม.ย. 2023

แผนภาพที่ 39: หากเป้าขาดดุลการคลังออกมาสูงกว่า 3.9% GDP ที่รัฐบาลก่อนเสนอไว้มาก ก็นับเป็นการสร้างความกังวลให้กับตลาด ส่งผลให้ Bond yield ของรัฐบาลอิตาลีคาดจะพุ่งขึ้นสูงไปอีก

10y Government bond yield spread: Italy-Germany ^{1\}



Italy's fiscal deficits



The new Italian government will need to approve a 2023 budget by year-end. The questions now are:

- 1) **How high will the fiscal deficit be** compared to the previous government's 3.9% of GDP?
 - Bloomberg reported Italian officials are set to announce a projection of 4.5-4.9%.
- 2) **Will that deficit comply with EU fiscal rules?**
 - The fiscal rules are suspended through 2023, meaning the budget could be complied with quantitatively. However, qualitatively, the EU might have some concerns, especially regarding the financing plans which the new government has yet to indicate clearly.

Note: 1\ As of 6 Oct. 2\ According to the SCP that is submitted to EU in Apr 2022. 3\ According to people familiar with the fiscal plans reported by Bloomberg (27 Sep) with GDP seen expanding about ~0.5% in 2023F. 4\ EU fiscal rules are suspended from 2020 to 2023.

ที่มา: Bloomberg, European Commission, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

GDP ไตรมาส 3/2022 ขยายตัว 3.9% YoY เร่งตัวขึ้นจากที่เติบโต 0.4% ในไตรมาสก่อน จากผลของการใช้มาตรการจำกัดการเดินทางเพื่อคุม COVID-19 ที่มีความเข้มงวดน้อยลงเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน อย่างไรก็ตาม การที่ประธานาธิบดี Xi Jinping ยังคงเน้นย้ำความสำคัญของนโยบาย Zero-COVID ในถ้อยแถลงเปิดการประชุม Party congress ครั้งที่ 20 ทำให้คาดว่า การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และยากที่จะบรรลุเป้าหมาย GDP ที่ 5.5% ในปีนี้ได้ นอกจากนี้ ในถ้อยแถลงยังเน้นย้ำถึงการพัฒนาเศรษฐกิจภายใต้ระบบสังคมนิยมและการรวมชาติอย่างสันติ แต่ไม่ปฏิเสธถึงการใช้นโยบายการทหาร ทำให้ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

GDP ไตรมาส 3 ขยายตัว 3.9% YoY สูงกว่าตลาดคาด จากการลงทุนและการผลิต ขณะที่การบริโภคอ่อนแอและอัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้น ด้านส่งออกชะลอตัวต่อเนื่องตามอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ

GDP ไตรมาส 3/2022 ขยายตัว 3.9% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.3% และเร่งตัวขึ้นจากที่เติบโต 0.4% ในไตรมาสก่อน ขณะที่เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน GDP ขยายตัว 3.9% QoQ (vs. -2.7% ไตรมาสก่อน) ดีขึ้นเช่นกัน จากผลของการใช้มาตรการจำกัดการเดินทางเพื่อคุม COVID-19 ที่มีความเข้มงวดน้อยลงเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน

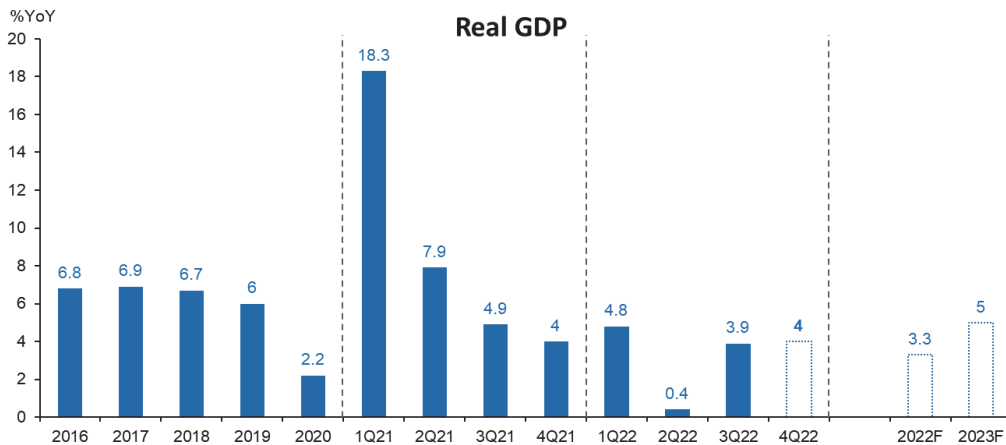
กิจกรรมภาคการผลิตในเดือน ก.ย. ปรับตัวดีขึ้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 50.1 จุด พลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (เหนือ 50 จุด) ครั้งแรกในรอบ 3 เดือน ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -2.0 จุด เป็น 50.6 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 52.4 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -3.0 จุด เป็น 48.9 จุด จากผลกระทบของการ Lockdown ในหลายพื้นที่ ขณะที่ดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น +3.7 จุด เป็น 60.2 จุด จากแรงสนับสนุนของมาตรการภาครัฐ

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. ชะลอตัวลงเป็น 2.5% YoY จาก 5.4% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 3.0% การชะลอตัวนำโดยชาวของเครื่องใช้ในครัวเรือน (-6.1% vs. 3.4% เดือนก่อน) ร้านอาหาร (-1.7% vs. 8.4% เดือนก่อน) และยอดขายรถยนต์ (14.2% vs. 15.9% เดือนก่อน)

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น 6.3% YoY จาก 4.2% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.8% นำโดยอุปกรณ์สื่อสารและคอมพิวเตอร์ (10.6% vs. 5.5% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (12.5% vs. -1.5% เดือนก่อน) ด้านผลผลิตรถยนต์ (23.7% vs. 30.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงแต่ยังคงขยายตัวในระดับสูง

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ก.ย. ขยายตัว 5.9% YoY YTD ใกล้เคียงกับเดือนก่อนที่ 5.8% และตลาดคาดที่ 6.0% โดยการลงทุนเร่งตัวขึ้นในภาคการผลิต (10.1% vs. 10.0% เดือนก่อน) และการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (8.6% vs. 8.3% เดือนก่อน) แต่ภาคอสังหาริมทรัพย์ (-8.0% vs. -7.4% เดือนก่อน) หดตัวต่อเนื่อง

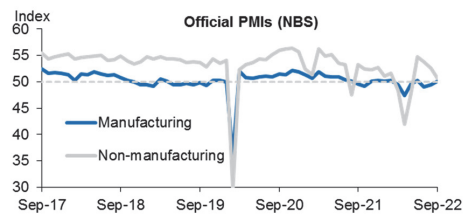
แผนภาพที่ 40: GDP ไตรมาส 3 ขยายตัว 3.9% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 0.4% ในไตรมาสก่อน โดยตลาดคาดว่า GDP ทั้งปีนี้จะขยายตัว 3.3% เท่านั้น



Note: Forecast are based on Bloomberg consensus as of 25 Oct.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 41: กิจกรรมในภาคการผลิตปรับตัวดีขึ้นหลังจากที่สถานการณ์ภัยแล้งคลี่คลาย

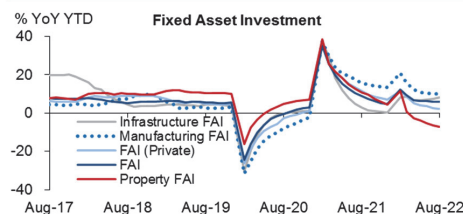
Manufacturing vs. Services PMI



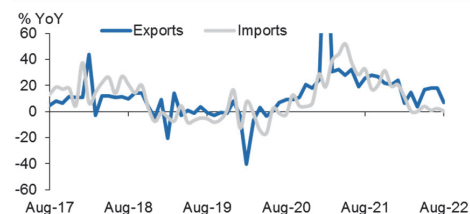
Economic activity



Fixed asset investment (3MMA)



Trade



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

ภาคอสังหาฯของจีนยังคงอยู่ในภาวะที่อ่อนแออย่างมาก สะท้อนจากตัวเลขยอดขาย การลงทุนและราคา ทำให้รัฐบาลต้องเร่งออกมาตรการเพิ่มเติมเพื่อเข้ามาช่วยเหลือ

ภาคอสังหาฯจีนยังคงอ่อนแออย่างมากจากภาวะขาดความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและการขาดสภาพคล่องของผู้ประกอบการหลายเจ้า ทำให้รัฐบาลมีท่าทีในการผ่อนคลายนโยบายทางด้านอสังหาฯ มากขึ้นเรื่อยๆ โดยมีทั้งการลดดอกเบี้ยนโยบายและการผ่อนคลายกฎเกณฑ์การซื้อบ้าน ซึ่งล่าสุดทางรัฐบาลกลางได้มีการออก 3 มาตรการหลักเพื่อหนุนภาคอสังหาฯ ได้แก่

1. ให้อินเตอร์ขนาดใหญ่ของรัฐ 6 แห่งขยายสินเชื่อให้ผู้ประกอบการเพิ่มเติมอีกมูลค่าอย่างน้อย 6 แสนล้านหยวน

2. ลดดอกเบี้ยจากการกู้ยืมจากกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเพื่อการซื้อบ้าน (Housing provident fund) 15bps
3. มีการให้ผลประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ที่ต้องการขายบ้านเก่าเพื่อไปซื้อบ้านใหม่

นอกจากนี้ รัฐบาลท้องถิ่นก็ได้มีมาตรการออกมาตรการที่มองว่าเหมาะสมในแต่ละพื้นที่ เช่น เมือง Liuyang มีการให้เงินช่วยเหลือในการซื้อบ้านใหม่และมีการช่วยเหลือในการขอสินเชื่อ, เมือง Taizhou ปรับลดสัดส่วนเงินดาวน์หากกู้ยืมจากกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเพื่อการซื้อบ้าน, ในหลายเมืองอนุญาตให้ผู้ปกครองสามารถซื้อบ้านให้บุตรโดยกู้ยืมจากกองทุนสำรองเลี้ยงชีพเพื่อการซื้อบ้านของตนเอง

แผนภาพที่ 42: รัฐบาลยังคงเร่งออกนโยบายเพื่อสนับสนุนภาคอสังหาฯ อย่างต่อเนื่อง

Property related indicators

Indicators			2019	2020	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22
Policy	Central Government	Tone from politburo meeting						Apr 2021: "Prevent Speculation"			July 2021: "Promote Stable Development"					Dec 2021: "Support Reasonable Demand"				Apr 2022: "Support First-Home Demand"			July 2022: "Support Demand Easing Delivery"		
	Local Home Purchase Rules	City-level easing	%	61	11	29	21	24	28	30	26	15	23	37	32	44	49	56	58	92	85	89	93	72	
	Mortgage rate	Loan Prime rate (5-year)	%	4.80	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.60	4.60	4.60	4.60	4.45	4.45	4.45	4.30	4.30
Funding	Developer financing	Total fund raised by developers	%YoY*	5.6	5.43		5.37			5.42			5.54		5.63			5.49			4.62				
		China High-yield dollar bond index	Index	97	97	99	99	98	98	96	93	90	86	78	72	75	74	73	62	68	67	65	59	59	64
Activity	Housing activity	70-city new home price	%MoM	0.55	0.31	0.28	0.36	0.41	0.48	0.52	0.41	0.3	0.16	-0.08	-0.25	-0.33	-0.28	-0.04	-0.13	-0.07	-0.3	-0.17	-0.1	-0.11	-0.29
		Floor space sold	%YoY	-0.1	2.6	11	11	8.9	8	9.4	4.8	0.1	-2	-3.5	-5	-1.8	-3	-10	-10	-18	-39	-32	-18	-29	-23
		Real Estate investment	%YoY*	9.9	7	7.6	7.6	7.7	10.3	9	7.2	6.4	5.9	4	3.3	3	-3	3.7	3.7	-2.4	-10	-7.8	-9.4	-12	-14

Recent support measures from China authorities



- The PBOC told state-owned banks to extend at least 600 billion yuan of net financing to the property sector over the final four months of this year.
- The PBOC cut loan rates for the housing provident fund by 15 basis points for first home buyers. It was the first reduction in seven years.
- The Ministry of Finance offered tax refunds for homeowners who exchange their existing home for a new one.

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

ประธานาธิบดี Xi Jinping เน้นย้ำความสำคัญของนโยบาย Zero-COVID, การพัฒนาเศรษฐกิจภายใต้ระบบสังคมนิยม และการรวมชาติอย่างสันติ ในการเปิดการประชุม Party congress ครั้งที่ 20

ปธน. Xi Jinping ได้กล่าวเปิดการประชุม Party congress ครั้งที่ 20 ซึ่งมีขึ้นระหว่างวันที่ 16-22 ต.ค. โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้

- Zero-COVID - ยังคงเน้นย้ำความสำคัญของนโยบาย Zero-COVID โดยผู้นำจีนระบุว่า จะให้ความสำคัญกับสุขภาพและความปลอดภัยของประชาชนเป็นอันดับแรก
- การรวมชาติได้ทุกวัน - เน้นย้ำการใช้นโยบายหนึ่งประเทศสองระบบ (One country, Two systems) และความพยายามในการรวมชาติอย่างสันติ แต่ก็ไม่ได้ปฏิเสธตัวเลือกในการใช้กองกำลังทหาร
- การพัฒนาเศรษฐกิจ - มุ่งเน้นการเติบโตอย่างมีคุณภาพอย่างต่อเนื่องและตั้งเป้าให้จีนเป็นสังคมนิยมสมัยใหม่ที่มีความเข้มแข็งเป็นประชาธิปไตยและก้าวหน้าทางวัฒนธรรม โดยเน้นย้ำความสำคัญของภาคธุรกิจจริงและส่งเสริมการสร้างห่วงโซ่อุปทานให้มีความทันสมัย เพื่อให้ประชาชนมีรายได้และความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น

- เทคโนโลยี - เร่งส่งเสริมการวิจัยเพื่อเพิ่มความสามารถในการพึ่งพาตนเองทางวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี
- ประเด็นอื่นๆ - เน้นพัฒนาการศึกษาคุณภาพสูงและเท่าเทียม, เน้นย้ำเรื่องปราบปรามการทุจริต, ใช้วิธีการอย่างค่อยเป็นค่อยไปในการบรรลุปเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม, เร่งเพิ่มประสิทธิภาพและการฝึกซ้อมของกองกำลังทหาร

ส่วนสัญญาณด้านการเปิดประเทศจีนดูมีความคืบหน้ามากขึ้นทั้งข่าวลือในการลดวันกักตัวของผู้เข้าประเทศจีนจาก 10 วันเป็น 7 วัน, การไปเยือนต่างประเทศครั้งแรกในรอบ 2 ปีของ Xi Jinping, การเปิดประรับนักท่องเที่ยวของฮ่องกง, มีการอนุมัติวัคซีน mRNA ของ Walvax ในอินโดนีเซียและการอนุมัติวัคซีนแบบสูตรผสม อย่างไรก็ตาม วัคซีนทั้ง 2 ตัวก็ยังมีข้อสงสัยในเรื่องของประสิทธิภาพในการรักษาและกำลังการผลิต ทั้งนี้ เรามองว่าจีนจะมีการผ่อนคลายกฎเกณฑ์การเข้า-ออกประเทศหลังการประชุมประจำปีในเดือน มี.ค. 2023 เป็นต้นไป โดยมีปัจจัยการพิจารณาหลักคือ การผลิตวัคซีนแบบสูตรผสมและสถานการณ์ COVID ในฮ่องกงหลังเปิดประเทศแล้ว 🌐

แผนภาพที่ 43: วัคซีน Walvax ของประเทศจีนได้รับการอนุมัติใช้งานในประเทศอินโดนีเซีย (ขวามือ) และได้มีการอนุมัติวัคซีนแบบสูดดม

Inhaled vaccine makes progress



- **China has become the first country to approve an inhaled Covid vaccine.** CanSino's inhaled adenovirus vaccine "Ad5-nCoV for Inhalation" showed better immunogenicity and safety than the inactivated vaccine CoronaVac as a heterologous booster in a Phase I/II study.
- However, Jin et al. suggest that CanSino's inhaled adenovirus vaccine is less potent against the Delta and Omicron variants. More importantly, production capacity remains unclear.

Chinese mRNA approved, but not for at-home use



- **A Chinese-developed mRNA Covid vaccine is the first to receive emergency use authorization (Indonesia).** We see a chance of approval of the mRNA vaccine in China by 1Q23 or 2Q23.

ที่มา: Pengfei Jin et al.; Bloomberg Intelligence, China Daily, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในระยะข้างหน้าคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยว จากกิจการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติและมาตรการสนับสนุนการท่องเที่ยวในประเทศที่จะเป็นที่เริ่มใช้ตั้งแต่เดือน ต.ค. เป็นต้นไป ส่วนด้านค่าเงินเยนนับคาดการณ์ระงวองการคลังจะมีการแทรกแซงค่าเงินอย่างต่อเนื่องหากค่าเงินเยนอ่อนค่าไปแตะระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐอีกครั้ง เพื่อแสดงความชัดเจนในการตรึงค่าเงินเอาไว้เพื่อยืดเวลาจนกว่าที่ธนาคารกลางสหรัฐจะมีความที่ผ่อนคลายในเรื่องการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่าง 2 ประเทศมีความแคบลงและทำให้ค่าเงินเยนมีแนวโน้มจะแข็งค่าขึ้น

เศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน ก.ย. พ้นตัวขึ้นท่ามกลางการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่คลี่คลายลง ส่วนภาคการส่งออกเร่งตัวขึ้นได้รับแรงหนุนจากการส่งออกรถยนต์ อย่างไรก็ตามแนวโน้มของภาคการส่งออกยังไม่สดใสนักจากภาวะอุปสงค์ชะลอตัวทั่วโลก

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน ก.ย. เร่งตัวขึ้น โดยดัชนี Composite PMI ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 51.0 จุด ไกล่เคียงตัวเลขเบื้องต้นที่ 50.9 จุด ท่ามกลางการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่คลี่คลายลง ส่งผลให้ดัชนีภาคบริการเร่งตัวขึ้นกลับมาอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวอีกครั้ง (+2.7, 52.0) ขณะที่ภาคการผลิตชะลอตัวลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2021 (-0.7, 50.8) โดยผลผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 และต่ำสุดในรอบ 1 ปี ส่วนยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศชะลอตัวลงท่ามกลางอุปสงค์ที่ลดลงจากตลาดต่างประเทศ

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. ขยายตัว 1.4% MoM, SA เร่งตัวขึ้นจาก 0.7% ในเดือนก่อนและสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 4.1% YoY (vs. 2.4% เดือนก่อน)

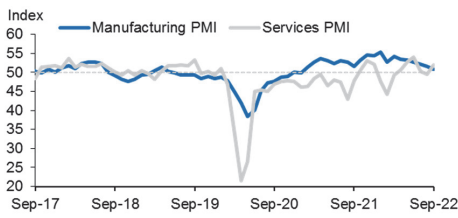
ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ส.ค. ขยายตัว 2.7% MoM, SA เร่งตัวขึ้นจาก 0.8% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาขยายตัวที่ 5.1% YoY (vs. -2.0% เดือนก่อน)

ด้านอุปสงค์นอกประเทศมูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน ก.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น 28.9% YoY จาก 22.0% ในเดือนก่อน ด้านมูลค่านำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 45.9% YoY จาก 49.9% ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 44.9% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน ก.ย. ขาดดุล -JPY2,009.8bn ลดลงจากที่ขาดดุล -JPY2,337.8bn ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 14

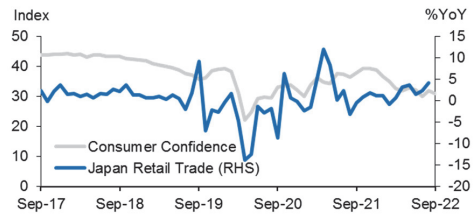
ด้านการลงทุนยอดสั่งซื้อเครื่องจักรไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง (Core Machine Orders) เดือน ส.ค. เร่งตัวเป็น 9.67% YoY, 3mma (vs. 8.9% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 44: คาดกิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง แต่ภาคการส่งออกจะได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์ชะลอตัวทั่วโลก

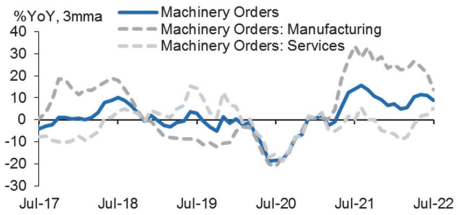
Manufacturing vs. Services PMI



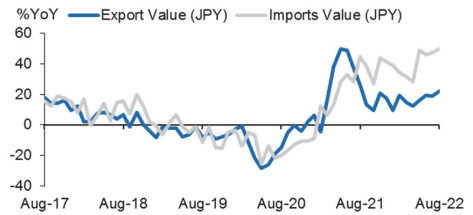
Retail sales



Investment



Trade



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

ญี่ปุ่นกระตุ้นการท่องเที่ยวทั้งจากการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติและมาตรการสนับสนุนการท่องเที่ยวในประเทศ

ญี่ปุ่นเปิดประเทศให้นักท่องเที่ยวเข้าออกได้อย่างเป็นอิสระอย่างตั้งแต่วันที่ 11 ต.ค. เป็นต้นมา หลังใช้เวลาประมาณ 6 เดือนในการค่อยๆผ่อนคลายกฎเกณฑ์ต่างๆ โดยเราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวน่าจะกลับมาแบบค่อยเป็นค่อยไป เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีนที่คิดเป็น 1 ใน 3 ของนักท่องเที่ยวทั้งหมดจะยังไม่สามารถเดินทางออกนอกประเทศได้อย่างอิสระ ณ เวลานี้ และภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลกอาจทำให้ภาคการท่องเที่ยวยังฟื้นตัวได้ช้า นอกจากนี้ รายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติคิดเป็นประมาณ 1% ของ GDP เท่านั้น เราจึงคาดว่าผลบวกของการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นอาจมีจำกัด

ส่วนการท่องเที่ยวในประเทศได้มีการนำมาตรการสนับสนุนกลับมาใช้ในชื่อ National Travel Discount Program โดยเป็นมาตรการในลักษณะเดียวกับ Go To travel ที่ใช้ในปี 2020 โดยมีระยะเวลาการใช้นโยบายตั้งแต่เดือน ต.ค. - ธ.ค. 2022 โดยจะให้เงินสนับสนุน 9,000-11,000 เยนต่อคืน (vs. 20,000 เยนต่อคืนของ Go to Travel) ทั้งนี้ภาครัฐจะได้ประเมินว่าน่าทำให้มีเม็ดเงินสะพัดเพิ่มเติมในช่วงที่มีการใช้มาตรการประมาณ 2 ล้านล้านเยน หรือ 0.4% ของ GDP และคาดว่าจะทำให้ CPI ต่อเดือนลดลงไปเดือนละ 0.2-0.4%

แผนภาพที่ 45: มาตรการ National Travel Discount Program คาดจะทำให้ค่าใช้จ่ายในภาคท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ โดยคาดว่าจะมี Policy effect ราว 2 ล้านล้านเยน

Timeline of border entry easing

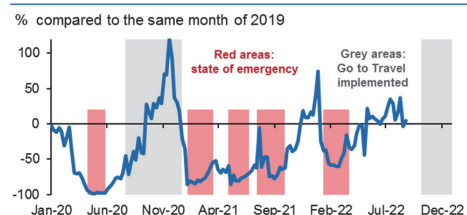
Effective Date	RT-PCR test	Tour package	Travel guide	Maximum quota per day
1-Mar	☑	Business/Education purposes only		5,000
14-Mar	☑			7,000
10-Apr	☑			10,000
1-Jun	☑	☑	☑	20,000
7-Sep	☒	☑	☒	50,000
11-Oct	☒	☒	☒	Unlimited

☑ = required ☒ = not required

Go to Travel

	Go to Travel	National Travel Discount program
Applicable Period	Jul-Dec 2020	Oct - Dec 2022
Discount rate	Max 50%	Max 40%
Maximum Subsidy	JPY20,000	JPY9,000/11,000

Number of guests nationwide



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

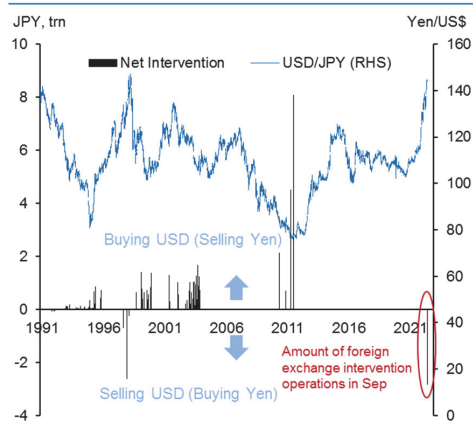
ญี่ปุ่นมีการแทรกแซงค่าเงินเพิ่มเติมอีกในเดือน ต.ค. เพื่อพยุงค่าเงินเยนไม่ให้หลุดระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

กระทรวงการคลังได้เข้าซื้อเงินเยนเพื่อพยุงค่าเงินเยนไม่ให้อ่อนเกินไปกว่าระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 27 ต.ค. โดยการแทรกแซงดังกล่าวทำให้ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นจากระดับ 152 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 144.5 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยการแทรกแซงค่าเงินในครั้งนี้เป็นการแทรกแซงครั้งที่สองหลังจากที่มีการแทรกแซงไปแล้วในเดือน ก.ย. ด้วยเม็ดเงิน 2.8 ล้านล้านเยน

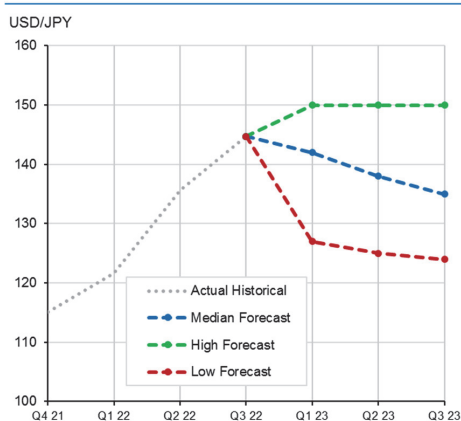
ทั้งนี้ หากค่าเงินเยนอ่อนไปใกล้เคียงกับระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ อีกในอนาคต เราคาดว่ากระทรวงการคลังจะแทรกแซงค่าเงินเพิ่มเติมอีกเหมือนในช่วงปี 2003-2004 ที่มีการแทรกแซงค่าเงินอย่างต่อเนื่องเพื่อแสดงความชัดเจนในการตรึงค่าเงินเอาไว้ และยิ่งเวลาจนกว่าที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะมีท่าทีผ่อนคลายในเรื่องการขึ้นดอกเบี้ยลง ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ย (Interest rate gap) ระหว่าง 2 ประเทศแคบลง และทำให้ค่าเงินเยนมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น โดยในปัจจุบันตลาดมองว่าค่าเงินเยนจะมีโอกาสอ่อนลงไปที่ต่ำสุดที่ระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 46: ตลาดมองค่าเงินเยนอ่อนสุดที่ระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

MoF market intervention



Dollar-Yen forecast



Note: Data as of 6 Oct.

ที่มา: Ministry of finance, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน โดยรัฐบาลได้ขยายระยะเวลามาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพออกไปเพื่อช่วยเหลือกลุ่มผู้มีรายได้น้อยที่มีความอ่อนไหวต่อค่าครองชีพสูง ขณะที่การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้าจากแรงกดดันเรื่องการกดยกของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะการส่งออกที่พึ่งพิงตลาดสหรัฐฯ และยุโรปเป็นจำนวนมากมีความเสี่ยงที่จะเผชิญกับอุปสงค์ที่จะชะลอตัวลง ด้านเงินบาทอ่อนค่าใกล้เคียงกับประเทศคู่ค้าคู่แข่งและไทยยังมีเสถียรภาพทางการเงินที่แข็งแกร่งอยู่มาก โดยทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยลดลงจากการตีมูลค่าสินทรัพย์ในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นสำคัญ

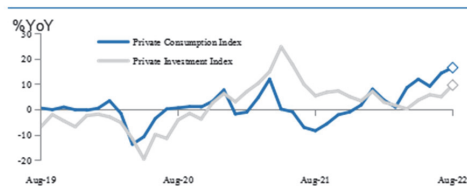
กิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ส.ค. ขยายตัวแข็งแกร่ง ขณะที่ความเสี่ยงของเศรษฐกิจโลกที่ถดถอยอาจกดดันการส่งออกในระยะข้างหน้า

อุปสงค์ในประเทศขยายตัวต่อเนื่อง โดยการบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นเป็น 16.6% YoY (vs. 14.4% เดือนก่อน) โดยหลักมาจากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทน (+41.5%) และภาคบริการ (+36.8%) ด้านการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 9.7% YoY (vs. 5.1% เดือนก่อน) โดยขยายตัวในทุกหมวด โดยเฉพาะยอดขายเครื่องจักรกลภายในประเทศ (+19.2%) และยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่สำหรับลงทุน (+34.6%) ด้านการใช้จ่ายภาครัฐในงบประจำ (ไม่รวมเงินโอน) ของรัฐบาลเพิ่มขึ้น 1.4% YoY (vs. +0%

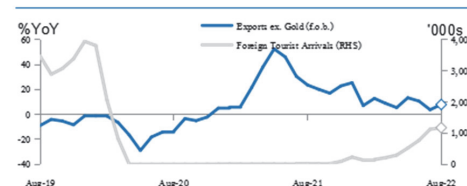
เดือนก่อน) ขณะที่การเบิกจ่ายงบลงทุนเติบโต 2.2% ส่วนอุปสงค์ในต่างประเทศก็ปรับตัวดีขึ้น โดยนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนเล็กน้อยอยู่ที่ 1.17 ล้านคนในเดือน ส.ค. เกินระดับ 1 ล้านคนต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 จากการผ่อนคลายมาตรการเดินทางระหว่างประเทศอย่างต่อเนื่อง สำหรับการส่งออกสินค้าเติบโต 8.2% YoY (vs. 3.4% เดือนก่อน) โดยสินค้าที่ส่งออกขยายตัวแข็งแกร่ง ได้แก่ เครื่องใช้ไฟฟ้า (+17.2%) ยานยนต์ (+17.8%) เครื่องจักรและอุปกรณ์ (+19.4%) ขณะที่การส่งออกหมวดปิโตรเลียมชะลอตัวลง (+10.1% vs. +28.2% เดือนก่อน) จากการบริหารจัดการสินค้าคงคลังของโรงกลั่นน้ำมัน

แผนภาพที่ 47: อุปสงค์ในประเทศและอุปสงค์ในต่างประเทศปรับตัวขึ้น ในเดือน ส.ค.

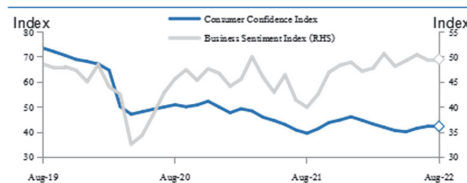
Domestic demand indicators



External demand indicators



Sentiment indicators



Price indicators



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







รัฐบาลขยายระยะเวลามาตรการลดค่าครองชีพ โดยมุ่งช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยเป็นหลัก

สงครามรัสเซีย-ยูเครนส่งผลให้ราคาพลังงานและราคาสินค้าโภคภัณฑ์เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งต้นทุนดังกล่าวถูกส่งผ่านมายังราคาสินค้าและบริการและทำให้ผู้บริโภคมีภาระค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะผู้มีรายได้น้อยที่มีความอ่อนไหว

ต่อค่าครองชีพสูง รัฐบาลจึงขยายระยะเวลามาตรการบรรเทาค่าครองชีพ อาทิ การให้เงินอุดหนุนค่าก๊าซหุงต้ม (100 บาท/เดือน), ค่าไฟฟ้า (315 บาท/เดือน) และค่าน้ำประปา (100 บาท/เดือน) ซึ่งเราคาดว่ามาตรการเหล่านี้จะช่วยลดภาระค่าใช้จ่ายลงได้บางส่วนในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปีนี้ อย่างไรก็ตาม ผู้บริโภคยังมีแนวโน้มที่จะระมัดระวังการใช้จ่ายท่ามกลางค่าครองชีพที่อยู่ในระดับสูง

แผนภาพที่ 48: ภาครัฐต่ออายุมาตรการบรรเทาภาระค่าครองชีพออกไป โดยมุ่งเป้าไปที่กลุ่มผู้มีรายได้น้อย

Measures to ease impact of energy price rise (Sep 2022 – Apr 2023)

- 
Cooking gas subsidy (THB0.3bn)
 - Welfare card holders will get a 100 baht/person/3 months cooking gas subsidy, raised from 45 baht/person/3 months
 - Targeted Persons: 0.2 M. persons
 - Period: Oct - Dec 2022
- 
Cooking gas subsidy for street vendors (n.a.)
 - Street vendors who have state welfare cards will get a 100 baht monthly cooking gas subsidy
 - Targeted Persons: n.a.
 - Period: Oct - Dec 2022
- 
Electricity bill subsidy (THB1.8bn)
 - Those using electricity up to 50 units per month will be exempted from any fees. If they use more than 50 units per month, govt will subsidize THB315. If the bill is more than THB315, they will have to pay the full amount.
 - Targeted Persons: 810,000 households
 - Period: Oct 2022 - Apr 2023
- 
Tap water bill subsidy (THB0.1bn)
 - Those using tap water up to THB315 per month will get a subsidy of THB100, and those using more than THB315 per month will have to pay the full amount.
 - Targeted Persons: 210,000 households
 - Period: Oct 2022 - Apr 2023
- 
Electricity bill subsidy for people affected by the fuel tariff (Ft) hike (THB9.1bn) ¹⁾:
 - Those using electricity up to 300 units per month will get a discount on the higher Ft while those using electricity 301 - 500 units per month will get a 15 - 75% discount on the higher Ft.
 - Targeted Persons: 21.5 M. persons (~89% of all household electricity users)
 - Period: Sep - Dec 2022
- 
Reducing contribution to the Social Security Fund (THB17bn)
 - Contribution under Section 33 will be reduced from 5% to 3% and contribution under Section 39 will be reduced from 432 baht/month to 240 baht/ month
 - Targeted Persons: 13.3 M. persons
 - Period: Oct - Dec 2022

Note: 1) The fuel tariff was raised to 0.93 baht/unit and electricity price is at a record high 4.7 baht/unit (+18%).
 ที่มา: Royal Thai Government, Local News, Social Security Office, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

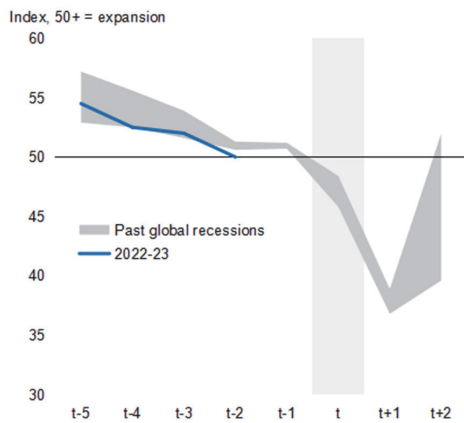
การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า จากแรงกดดันเรื่องการถดถอยของเศรษฐกิจโลก

เรายังมีมุมมองที่ระมัดระวังเกี่ยวกับแนวโน้มการส่งออกในปี 2023F จากความเสี่ยงเรื่องการถดถอยของเศรษฐกิจโลก โดยล่าสุด IMF ได้ปรับลดคาดการณ์ GDP โลกในปี 2023F ลงเหลือ 2.7% YoY (vs. 2.9% ครั้งก่อน) ท่ามกลางความเป็นไปได้ของการเกิดเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯและยุโรป ทั้งนี้ ความเสี่ยงที่จะเกิดเศรษฐกิจถดถอยที่รุนแรงของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก

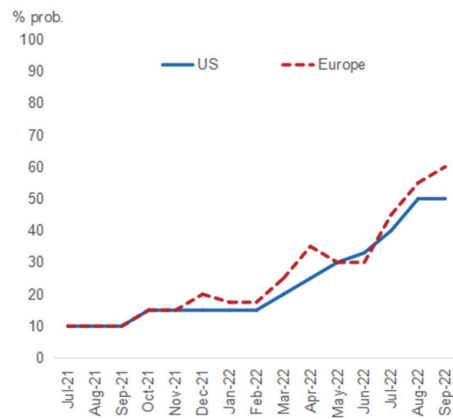
การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แข็งแกร่งของธนาคารกลางสหรัฐฯ ขณะที่วิกฤตพลังงานก็เพิ่มความเสี่ยงของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่น่าเป็นห่วงมากในยุโรปด้วยเช่นกัน ดังนั้น ความเสี่ยงที่ประมาณการส่งออกจะถูกปรับลดลงยังมีความเป็นไปได้สูง ขึ้นกับพัฒนาการข้างต้นเป็นสำคัญ (ความเสี่ยงภาวะถดถอยในทั้ง 2 ประเทศเกินกว่า 50% ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า อิงจากการสำรวจของ Bloomberg) จากปัจจุบันที่คาดส่งออกเติบโต +7.0% ในปี 2022F และ +2.4% ในปี 2023F

แผนภาพที่ 49: แนวโน้มเศรษฐกิจโลกไม่สดใส จากความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพิ่มขึ้นในสหรัฐฯ และยุโรป

Global PMI during global recessions ^{1\}



Probability of recession: 12 months ahead ^{2\}



Note: 1\ World Bank's estimate. Global Purchasing Managers' Index (PMI) around the five global recessions, as well as the recent period, based on the quarterly data. Past global recessions show the range for the five global recessions (i.e., 1975, 1982, 1991, 2009, and 2020), and time "t" denotes the beginning of respective global recessions: 1974Q1, 1981Q4, 1990Q4, 2008Q3, and 2020Q1, respectively. For 2022-23, time "t" shows 2023Q1. 2\ Bloomberg survey.

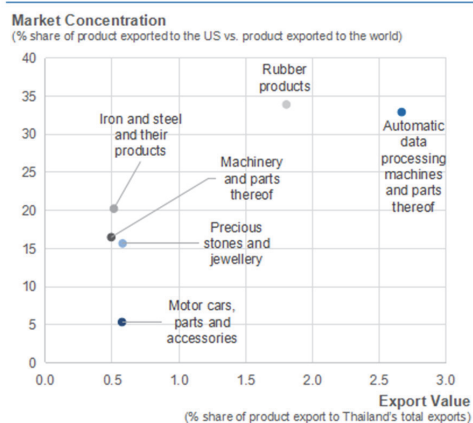
ที่มา: World Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกสินค้าสินค้าของไทยที่กระจุกตัวไปยังตลาดสหรัฐฯ และยุโรปจะต้องเผชิญกับความผันผวนที่เพิ่มขึ้นตามอุปสงค์ที่ชะลอตัว โดยสินค้าส่งออกที่พึ่งพิงตลาดสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก อาทิ ผลิตภัณฑ์เหล็ก ผลิตภัณฑ์ยางและเครื่องคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ ขณะที่สินค้าส่งออกที่

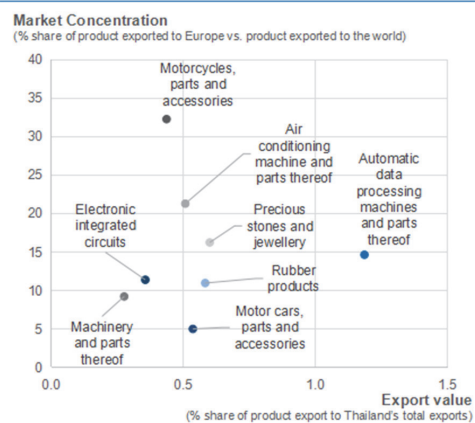
พึ่งพิงตลาดยุโรป เป็นจำนวนมาก อาทิ ชิ้นส่วนจักรยานยนต์ ชิ้นส่วนเครื่องปรับอากาศ และเครื่องคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ ดังนั้น การส่งออกสินค้าเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะชะลอลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 50: สินค้าส่งออกไทยที่พึ่งพิงตลาดสหรัฐฯ และยุโรปมาก จะเผชิญความท้าทายมากขึ้น จากความเสี่ยงแนวโน้มเศรษฐกิจถดถอยที่เพิ่มสูงขึ้น

Key export products with heavy reliance on the US



Key export products with heavy reliance on EU (27)



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

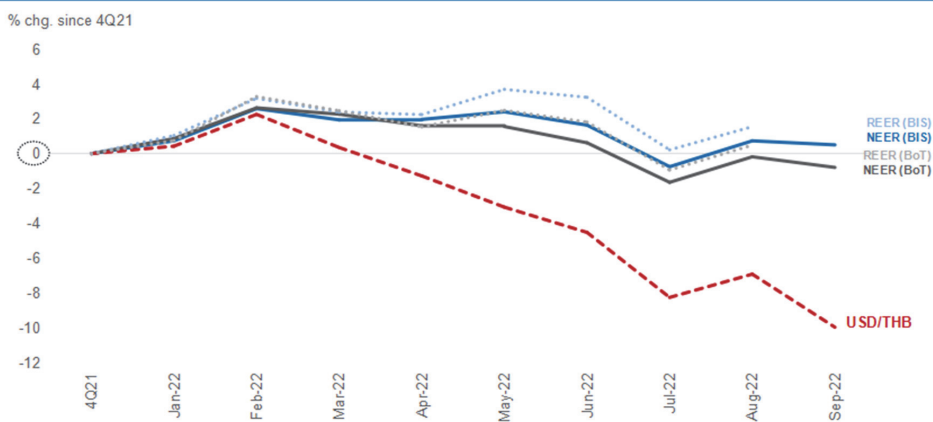
เงินบาทอ่อนค่าใกล้เคียงกับประเทศคู่ค้าคู่แข่ง เราจึงคาดว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป

เราเห็นการอ่อนค่าเร็วขึ้นของเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ (อ่อนค่าเพิ่มเติมอีก -3% ในเดือน ก.ย. จากที่อ่อนค่าราว -9% ในช่วง 8 เดือนแรกของปี) แต่เป็นการอ่อนค่าที่สอดคล้องกับสกุลเงินในภูมิภาค โดยหากประเมินในรูปแบบของดัชนีค่าเงินบาท NEER ซึ่งเป็นค่าเงินบาทเทียบกับการเคลื่อนไหวของสกุลเงินของประเทศคู่ค้าคู่แข่ง (ทั้งดัชนีที่คำนวณโดย BIS และ BoT) พบว่า เงินบาทอ่อนค่าใกล้เคียงกับเงินสกุลอื่นๆ หรือแทบจะไม่ได้

แตกต่างอย่างมีนัยยะ ดังนั้น เรามองว่าประเด็นดังกล่าวจะไม่ได้สร้างความกังวลต่อธนาคารกลาง และทำให้ กนง. ยังคงยึดหลักการปรับนโยบายการเงินให้กลับสู่ระดับปกติอย่างค่อยเป็นค่อยไป (รวมถึงการปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราปกติเพียง +25bps ต่อครั้ง) เรายังคงมุมมองในกรณีฐานว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25bps สู่ระดับ 1.25% ในการประชุมครั้งสุดท้ายของปีในเดือน พ.ย. และจะปรับขึ้นอีกรวม 75bps สู่ระดับ 2% (terminal rate) ในปี 2023F

แผนภาพที่ 51: ค่าเงินบาทอ่อนค่าลงมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ หลัง Fed ส่งสัญญาณเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ขณะที่ค่าเงินบาททรงตัวเมื่อเทียบกับสกุลเงินคู่ค้าคู่แข่ง

USD/THB and effective exchange rate (EER) ^{1\}



Note: 1\ Period average. Nominal (NEER) and real (REER) effective exchange rate (NEER) represent Thai baht against the basket of key trading partners' currencies as calculated by the BIS and the BoT. REER is adjusted for inflation.

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

ไทยยังมีสถานะของทุนสำรองของไทยที่แข็งแกร่ง แม้จะลดลงจากการตีมูลค่าสินทรัพย์ในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

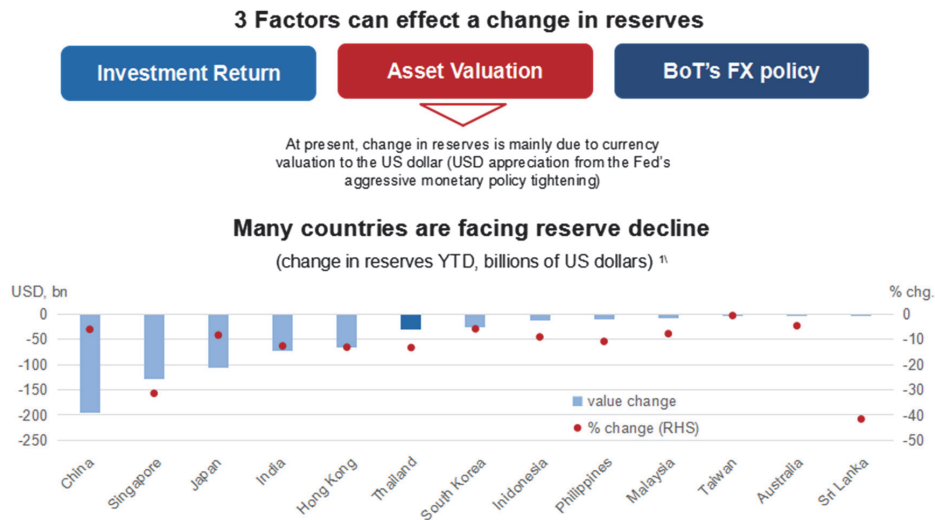
ทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยลดลงต่อเนื่องท่ามกลางการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โดยนับจากต้นปีทุนสำรองลดลงราว 10% ซึ่งโดยหลักแล้วเป็นผลมาจากการตีมูลค่าสินทรัพย์ในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐฯและการแทรกแซงค่าเงินให้อ่อนค่าช้าลงและเป็นการลดลงในระดับที่ใกล้เคียงกับประเทศอื่นๆ ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบปริมาณทุนสำรองของไทยกับประเทศอื่นๆ ก็พบว่า

ไทยมีทุนสำรองระหว่างประเทศมากเป็นอันดับต้นๆ ของโลก โดยไทยมีทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ที่ 2.4 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือมีสัดส่วนที่ราว 48% ของ GDP (ข้อมูล ณ เดือน ก.ย.)

เรามองว่าเสถียรภาพทางการเงินของไทยยังมีความแข็งแกร่งอยู่มาก สะท้อนได้จากปริมาณของทุนสำรองระหว่างประเทศที่สูงกว่าเกณฑ์ของมาตรฐานสากล อาทิ สูงกว่าหนี้ต่างประเทศระยะสั้น 3 เท่า และสูงกว่ามูลค่านำเข้า 9 เท่า อีกทั้งสถานะของทุนสำรองในปัจจุบันดีกว่าช่วงวิกฤตต้มยำกุ้งอย่างมาก

แผนภาพที่ 52: ทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยลดลงใกล้เคียงกับประเทศอื่นๆ

Factors effecting change in reserves

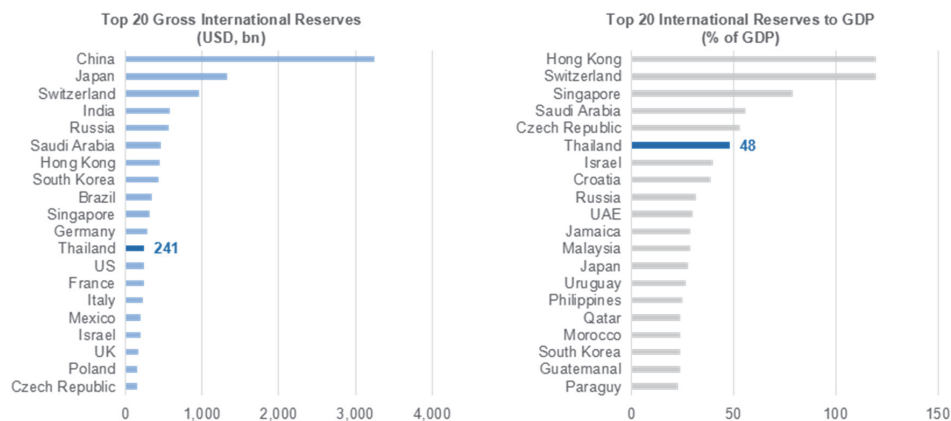


Note: 1\ Foreign exchange reserve as of Aug 2022.

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

แผนภาพที่ 53: ไทยมีทุนสำรองระหว่างประเทศมากเป็นอันดับต้นๆ ของโลกทั้งในด้านมูลค่า และสัดส่วนต่อ GDP

Gross international reserves



Note: 1\ Thailand data including net forward position as of 2 Sep. For other countries, data are latest available.

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

แผนภาพที่ 54: ทุนสำรองระหว่างประเทศของไทยมีความแข็งแกร่งอยู่มาก

External stability indicators

Indicators	International Standard	Tom Yum Kung Crisis (1997)	Current
Reserves (USD, bn) ¹⁾	--	9	241
Reserves / Short-term external debt (times) ²⁾	> 1 times	~ 0.7	3.2
Reserves / Imports (times)	> 3 times	~ 5	9.4
Current account balance (% of GDP)	≤ 2%	1995 & 1996: -8% 1997: -2%	2022F: -1.4% 2023F: +2.0% ³⁾

Note: 1\ including net forward position as of 2 Sep. 2\ short-term external debt no more than 1 year at original maturity. 3\ Bloomberg consensus

ที่มา: BoT, Moneyandbanking, 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



ธรรมารัตน์ 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



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



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



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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3454
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360
	เมกา บางนา ชั้น 1 : 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4: 02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3 : 02 458 2636
	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G: 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน : 02 550 1335
	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	รัตนาธิเบศร์ : 02 965 5844	รังสิต : 02 959 2166
	วรจักร : 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	