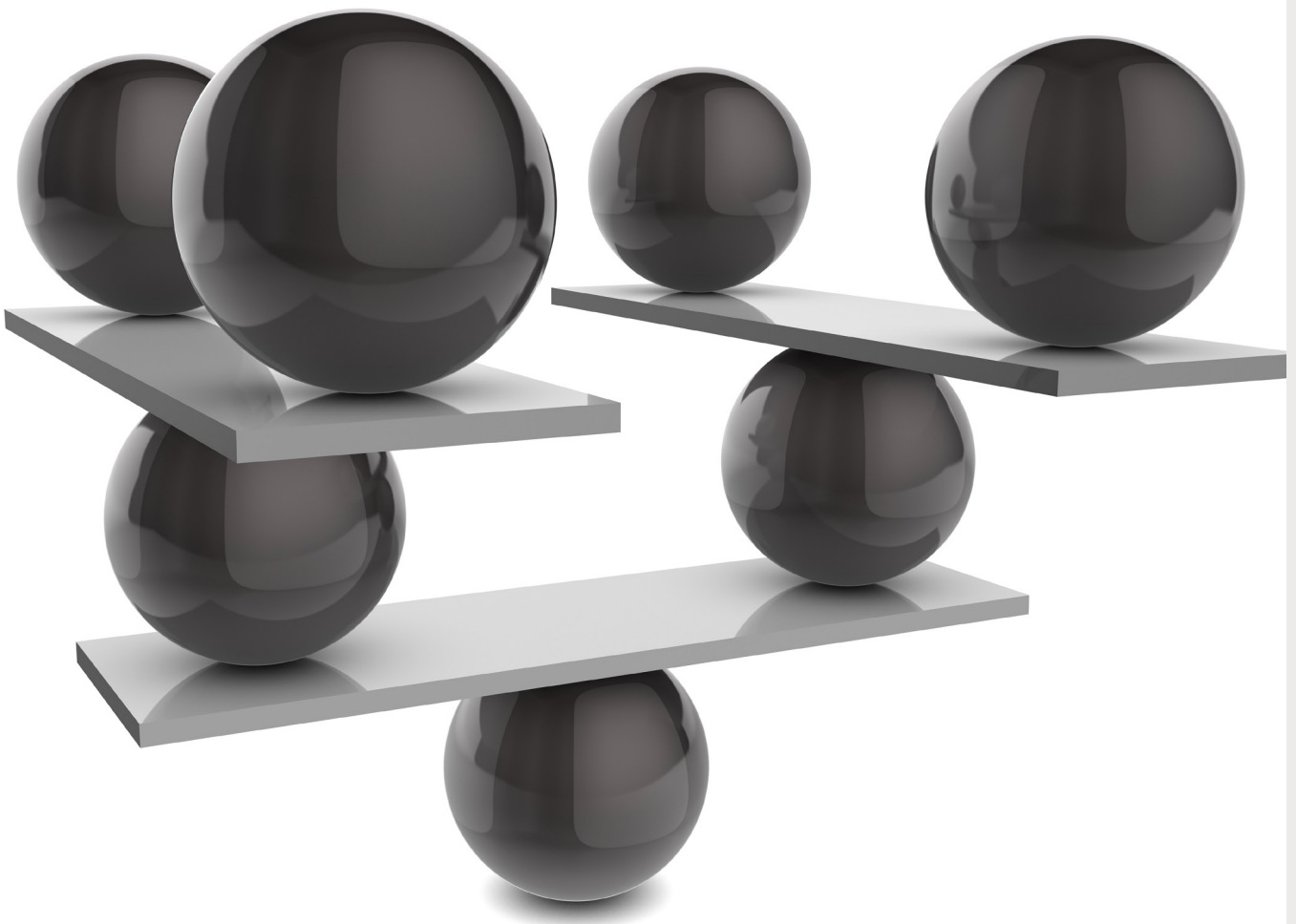


# TIP S

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

เรามองว่าตลาดกำลังมีมุมมองที่ดีเกินไป และกำลังมองข้ามปัจจัยเสี่ยง 3 ประการ ได้แก่ ความเสี่ยงในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Commercial real estate) ซึ่งอาจจุดชนวนให้หุ้นแบงก์ถูกเทขาย อีกระลอก

ความล่าช้าในการยกระดับเพดานหนี้สาธารณะ ซึ่งอาจนำไปสู่การปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้ง และเงินเฟ้อที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ Fed ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม

ในระยะข้างหน้า เราเชื่อว่าตลาดจะให้ความสนใจกับประเด็นความเสี่ยงเหล่านี้มากขึ้น ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี

# CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY .....	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY .....	04
• ตลาดหุ้น .....	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	18
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	22
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT .....	30
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ .....	31
• เศรษฐกิจยุโรป .....	38
• เศรษฐกิจจีน .....	43
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	47
• เศรษฐกิจไทย .....	51

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

**ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)**

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก

กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

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

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

# EXECUTIVE SUMMARY

สถานการณ์ในภาคธนาคารที่ค่อยๆ คลี่คลายลงในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาดีกว่าคาด ดูจะเป็นปัจจัยหลักหนุน Sentiment การลงทุนในตลาดหุ้น และผลักดันให้ดัชนี S&P500 ทรงตัวในระดับสูงถึง 4,100 จุดตลอด 1 เดือนที่ผ่านมา และมองข้ามปัจจัยเสี่ยง 3 ประการ ดังนี้

ประการแรก ความเสี่ยงในภาคอสังหาฯเพื่อการพาณิชย์ (Commercial real estate) ซึ่งอาจจุดชนวนให้หุ้นแบงก์ถูกเทขายอีกระลอก จากรูปแบบการทำงานที่เปลี่ยนแปลงไปหลังการระบอบของ COVID ที่ถึงแม้จะมีการกลับมาเปิดเมือง ทำกิจกรรมนอกบ้านตามปกติ แต่พนักงานก็ไม่ได้กลับเข้าออฟฟิศ 100% ตามเดิม ประกอบกับแนวโน้มดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นในตลาด ทำให้ภาคอสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์เป็นกลุ่มที่เปราะบางมากกว่ากลุ่มอื่น ในขณะที่ตลาดยังไม่ได้ให้ความสนใจกับประเด็นความเสี่ยงนี้ ซึ่งหากสถานการณ์ยังคงแย่ลงในระยะข้างหน้า ก็อาจเป็นข่าวร้ายที่จะจุดชนวนการเทขายหุ้นแบงก์อีกระลอก

ประการที่สอง ความล่าช้าในการยกระดับเพดานหนี้สาธารณะ ซึ่งอาจนำไปสู่การปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้ง คล้ายกับการผ่านกฎหมายในช่วงปี 2011 ซึ่งความล่าช้าครั้งนั้น ส่งผลให้สหรัฐฯ ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) ลงเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ และทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงมากถึง -15% และถึงแม้สหรัฐฯ จะไม่ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ แต่การยกระดับเพดานหนี้ก็ทำให้สภาพคล่องลดลง เป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น

ประการสุดท้าย เงินเฟ้อที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี อาจกดดันให้ Fed ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม เป็นลบต่อตลาดหุ้น โดยในอดีตช่วงภาวะเงินเฟ้อสูงตลาดหุ้น (S&P500) มักจะให้ผลตอบแทนติดลบช่วง 6 เดือนหลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย สะท้อนว่าในภาวะเงินเฟ้อสูง ตลาดมีความกังวลต่อความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้น หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย จากการทำแบบจำลองแนวโน้มเงินเฟ้อ พบว่าเงินเฟ้อมีโอกาสสูงที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นนับตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นไป เป็นความเสี่ยงต่อแนวโน้มดอกเบี้ยที่อาจปรับสูงขึ้นอีก ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีความเสี่ยงขาลงมากกว่าขาขึ้น

ดังนั้น ในระยะข้างหน้า เราเชื่อว่าตลาดจะให้น้ำหนักกับประเด็นความเสี่ยงเหล่านี้มากขึ้น เราจึงมองตลาดหุ้นน่าจะมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี

# GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

## Key Recommendations

- เรามองว่าตลาดกำลังมีมุมมองที่ดีเกินไป และกำลังมองข้ามปัจจัยเสี่ยง 3 ประการ ได้แก่ ความเสี่ยงในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Commercial real estate) ซึ่งอาจจุดชนวนให้หุ้นแบงก์ถูกเทขายอีกระลอก
- ความล่าช้าในการยกระดับเพดานหนี้สาธารณะ ซึ่งอาจนำไปสู่การปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้ง และเงินเพื่อที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ Fed ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม
- ในระยะข้างหน้า เราเชื่อว่าตลาดจะให้ความสนใจกับประเด็นความเสี่ยงเหล่านี้มากขึ้น ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี

# Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้ไทย				●	- เรามของ Bond yield จะกลับไประดับ 3.8-4% จากเงินเฟ้อที่ยังสูงกว่าเป้า และการ Bond Supply ที่จะเพิ่มขึ้น หลังการผ่านกฎหมายประเด็นเพดานหนี้ - คงคำแนะนำ Overweight
ตราสารทุน					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●			- เศรษฐกิจแข็งแกร่งกว่าคาด ประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ Fed ยังต้องเดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ย - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกปรับลดเพิ่มเติม ตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●			- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากแรงหนุนของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน - อย่างไรก็ดี การส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ที่จะชะลอตัว ตามตลาดสหรัฐฯ และยุโรป - ความเสี่ยงจากการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่ ซึ่งอาจทำให้การเบิกจ่ายเม็ดเงินงบประมาณชะลอตัว และทำให้การอนุมัติร่างฯ FY2024 ล่าช้า กระทบเม็ดเงินภาครัฐที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 4 ของปีนี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน			●		- เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง แยกว่าคาด ตามผลบวกหลังการเปิดเศรษฐกิจที่แผ่วลง - มีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากทั้งภาคการคลังและการเงินอย่างต่อเนื่อง แต่อาจดำเนินการอย่างระมัดระวัง ตามเป้า GDP ปี 2023 ที่ “ราว 5%” ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 5.3% และของปีก่อนที่อยู่ราว 5.5% - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		●			- ได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของประชากร ที่หันมาใช้เทคโนโลยีมากขึ้น เนื่องจากมีสินค้าส่งออกประเภทเครื่องใช้อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบคอมพิวเตอร์ เป็นสัดส่วนมาก - แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Demand ลดลง กระทบต่อการส่งออก แต่ถูกชดเชยจากการขยายเปิดเศรษฐกิจในปี 2023 - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศ - คงน้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย		●			- อัตราเงินเฟ้อที่ปรับขึ้นสูง ทำให้ธนาคารกลางต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค - รัฐออกมาตรการเพื่อลดเงินเฟ้อ โดยเฉพาะราคาอาหาร โดยจำกัดการส่งออกสินค้าเกษตร ช่วยเหลือค่าแก๊สในครัวเรือน และลดภาษีนำเข้าพลังงาน และโลหะในภาคการผลิต - รัฐบาลพยายามลดการพึ่งพาการนำเข้า และให้เงินช่วยเหลือโครงการ Production Linked Incentive (PLI) มูลค่าราว 1% ของ GDP ให้บริษัทเอกชน เพื่อให้อินเดียเป็นศูนย์กลางภาคการผลิตที่มีมูลค่าเพิ่ม (Value-added) สูง - เศรษฐกิจในปี 2023 มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลบวกที่ลดลงของการเปิดประเทศ และผลกระทบจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา - Valuation อยู่ในระดับที่แพงมาก เมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ด้วยกัน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			●		- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น จากมาตรการกระตุ้นการคลังและภาคท่องเที่ยว ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวตามอุปสงค์โลก - BoJ ยังคงใช้มาตรการ YCC หลังผู้ว่าฯ คนใหม่เข้ารับตำแหน่ง เป็นบวกต่อ Sentiment การลงทุน และระบุกำลังทบทวนนโยบายการเงินในมุมมองกว้างโดยใช้ระยะเวลาหนึ่งปีถึงหนึ่งปีครึ่ง - ตลาดหุ้นมักจะไม่ได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป		●			- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด จากสถานการณ์ขาดแคลนพลังงานที่คลี่คลาย - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเพื่อสกัดเงินเฟ้อ โดย ECB อาจปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นสู่ระดับ 3.75% และอาจเริ่มทำ QT ในเดือนมี.ค. 2023 - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	●				- เงินเฟ้อเริ่มมีแนวโน้มลดลงอย่างเห็นได้ชัด ธนาคารกลางน่าจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปี 2023 - มีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง - ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูงกว่าประเทศอื่นในกลุ่ม EM - ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นมาก ทั้งภายในประเทศและนอกประเทศ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ			●		- ราคาทองคำมี upside จำกัด เนื่องจากน่าจะสะท้อนความเสี่ยง Recession ไปมากแล้ว - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - Downside ของราคามีค่อนข้างจำกัด จากต้นทุนราคาขายหน้าเหมือง (All-in-sustaining costs) ที่ระดับ 1,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน		●			- อุปสงค์ มีแนวโน้มลดลงตามแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง - แต่อุปทานยังคงค้างตึงตัว ทั้งจากการลดโควตาฯ ของ OPEC+ และน้ำมันจากคลังสหรัฐฯ (SPR) ที่เหลือน้อยลง ซึ่งจะจำกัดความสามารถในการแทรกแซงราคาตลาดในภาคหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs		●			- ความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นและการลดการเข้าซื้อ MBS ของ Fed - Mortgage rate เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 7% สูงสุดตั้งแต่ปี 2002 - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap และ P/FFO อยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลขึ้น (fair) - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs		●			- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ J-REITs อยู่ในระดับสูง - อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มเข้มงวดขึ้น ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ - Valuation จากการประเมิน Dividen yield gap เพิ่มขึ้นเป็น 4% ซึ่งเป็นระดับที่ถูกที่สุดนับตั้งแต่ต้นปี 2021 - คงคำแนะนำ Neutral

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

# Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,527	0.9%	-0.8%	-2.0%	-7.6%	-6.0%	-8.5%	-6.6%
Philippines PCOMP	6,604	-0.7%	0.2%	1.3%	-1.2%	1.4%	0.6%	-1.3%
Indonesia JCI	6,748	0.4%	0.5%	-1.1%	-1.3%	-4.3%	-1.5%	-1.4%
Singapore STI	3,219	0.3%	0.1%	-3.1%	-1.4%	-1.1%	-1.0%	0.2%
Malaysia KLCI	1,411	-0.7%	-0.9%	-0.8%	-3.2%	-2.2%	-5.6%	-8.5%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	19,431	1.2%	-2.7%	-3.2%	-4.5%	10.9%	-1.8%	-5.1%
China H HSCEI	6,604	1.5%	-2.7%	-2.4%	-3.7%	11.1%	-1.5%	-6.0%
MSCI China	63	1.4%	-1.8%	-3.0%	-6.1%	10.7%	-1.7%	-5.3%
China CSI300	3,913	0.6%	-1.6%	-3.0%	-4.6%	3.7%	1.1%	-3.5%
Taiwan TWSE	16,188	0.0%	3.3%	3.7%	3.7%	10.8%	14.5%	0.2%
Korea KOSPI	2,568	0.8%	3.5%	0.9%	5.3%	6.2%	14.8%	-3.0%
MSCI Korea	790	0.6%	3.5%	1.6%	6.3%	8.4%	17.8%	-2.1%
India SENSEX	62,185	0.4%	0.4%	4.2%	4.3%	1.1%	2.2%	14.5%
MSCI India	2,035	0.8%	0.1%	4.8%	5.1%	-2.7%	-1.6%	7.9%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,260	-0.2%	0.3%	-1.0%	-0.4%	0.4%	3.1%	1.6%
Japan TOPIX	2,161	0.7%	1.6%	6.2%	9.4%	8.4%	14.3%	14.1%
Japan Nikkei 225	30,958	0.9%	3.7%	8.4%	14.2%	10.1%	18.6%	14.7%
Europe STOXX600	468	0.0%	0.6%	-0.3%	1.1%	6.6%	10.1%	7.1%
Euro STOXX50	4,368	-0.2%	1.2%	-0.9%	2.6%	10.7%	15.1%	17.8%
US Dow Jones	33,287	-0.4%	-0.2%	-1.5%	0.4%	-2.7%	0.4%	4.4%
US S&P500	4,193	0.0%	1.4%	1.4%	4.5%	4.1%	9.2%	5.5%
MSCI US REITs	1,141	0.5%	-1.8%	-1.3%	-6.8%	-4.4%	-0.5%	-12.0%
J-REITs	1,865	0.2%	-1.3%	1.7%	1.8%	-4.6%	-1.5%	-6.2%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,772	0.2%	0.3%	-1.8%	-1.7%	4.1%	4.3%	3.4%
Germany DAX	16,202	-0.3%	1.9%	2.0%	4.7%	12.3%	16.4%	14.3%
France CAC 40	7,427	-0.2%	0.3%	-2.0%	1.5%	11.2%	14.7%	16.8%
Switzerland SMI	11,539	-0.2%	-0.3%	0.7%	2.6%	4.0%	7.5%	0.6%
Portugal PSI 20	5,982	-0.8%	-2.2%	-3.5%	0.0%	1.9%	4.5%	-1.6%
Spain IBEX 35	9,288	0.6%	1.1%	-1.4%	0.6%	11.5%	12.9%	7.7%
Italy FTSE MIB	27,234	-0.8%	0.1%	-1.8%	-0.2%	10.8%	14.9%	12.8%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	110,213	-0.5%	1.1%	5.6%	2.4%	1.3%	0.4%	-0.1%
Chile IPSA	5,692	0.7%	1.7%	8.9%	7.1%	8.2%	8.2%	11.0%
Mexico MEXBO	53,466	-1.5%	-3.2%	-1.3%	0.7%	2.8%	10.3%	4.1%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	516	0.5%	0.4%	-0.4%	-1.3%	5.5%	2.1%	-4.2%
MSCI Latin America	2,280	-0.8%	-2.1%	2.3%	1.6%	5.8%	7.1%	-6.3%
MSCI All Country World	657	0.2%	1.4%	0.7%	3.5%	5.5%	8.6%	4.1%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	72.02	0.6%	1.6%	-7.5%	-4.5%	-7.6%	-10.3%	-34.7%
Brent Spot	75.98	0.5%	1.4%	-7.0%	-7.6%	-11.0%	-11.6%	-33.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.96	-0.03	-0.09	0.17	-2.86	-3.51	-1.69	0.83
Gold Spot	1958.96	-0.2%	-1.4%	-1.4%	7.6%	12.4%	7.4%	5.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2926.08	0.2%	0.1%	0.8%	1.7%	0.2%	0.3%	-10.2%
Bloomberg Agri Subindex	64.78	1.2%	-2.2%	-4.9%	-7.2%	-4.0%	-5.9%	-16.6%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	313.40	-0.1%	-0.2%	-0.4%	1.3%	5.8%	3.1%	8.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	214.56	0.0%	-0.0%	-0.1%	0.2%	0.5%	-0.1%	1.6%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	307.21	0.0%	-0.0%	-0.2%	0.5%	1.8%	-0.1%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	409.76	-0.1%	0.0%	0.2%	0.9%	3.1%	1.6%	6.2%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	261.53	-0.0%	-0.0%	-0.1%	0.5%	1.6%	0.3%	3.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.95	2	2	18	22	52	58	122
2Y	2.03	1	6	17	14	25	40	30
5Y	2.20	0	2	10	3	-18	23	-20
10Y	2.51	-0	-1	0	-8	-27	-14	-61
Spread 10Y-2Y	47	-1	-6	-17	-22	-52	-54	-92
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.72	4	18	15	-16	3	-16	87
Japan 10Y	0.40	-1	1	-7	-10	16	-2	16
UK 10Y	4.11	7	29	35	52	109	43	214
German 10Y	2.47	3	12	-1	-1	54	-10	146
Spain 10Y	3.52	3	11	0	8	63	-14	139
Italy 10Y	4.33	4	11	-2	-5	52	-38	130
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	17.34	0.1	-0.6	0.6	-3.8	-3.0	-4.3	-11.1
Dollar index	103.37	0.0%	0.8%	1.5%	-1.2%	-2.6%	-0.1%	1.3%
USD/THB	34.67	0.3%	1.6%	0.8%	-0.2%	-3.8%	0.2%	1.5%
EUR/USD	1.08	0.0%	-0.6%	-2.1%	2.1%	4.2%	0.9%	1.2%
GBP/USD	1.24	-0.2%	-0.7%	-0.6%	3.3%	3.1%	2.6%	-1.4%
USD/JPY	138.34	0.4%	1.3%	2.9%	2.6%	-1.1%	5.5%	8.2%
USD/CNY	7.05	0.3%	1.0%	2.2%	2.0%	-1.5%	2.2%	6.0%
USD/CNH	7.06	0.3%	0.9%	2.2%	2.0%	-1.4%	2.0%	6.0%

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

As of 5/23/2023

# ตลาดหุ้น



เรามองว่าตลาดกำลังมีมุมมองที่ดีเกินไป และกำลังมองข้ามปัจจัยเสี่ยง 3 ประการ ได้แก่ 1) ภาคอสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์ (Commercial real estate) ซึ่งอาจจุดชนวนให้หุ้นแบงก์ถูกเทขายอีกระลอก 2) ความล่าช้าในการยกหนี้สาธารณะ ซึ่งอาจนำไปสู่การปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้ง และ 3) เงินเฟ้อที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ Fed ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ในระยะข้างหน้า เราเชื่อว่าตลาดจะให้ความสนใจกับประเด็นความเสี่ยงเหล่านี้มากขึ้น ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี

## 3 ปัจจัยเสี่ยงที่ถูกมองข้าม

สถานการณ์ในภาคธนาคารที่ค่อยๆ คลี่คลายลงในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาดีกว่าคาด ดูจะเป็นปัจจัยหลักหนุน Sentiment การลงทุนในตลาดหุ้น และผลักดันให้ดัชนี S&P500 ทรงตัวในระดับสูงถึง 4,100 จุดตลอด 1 เดือนที่ผ่านมา ถึงแม้จะมีปัจจัยเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น จาก 1) ภาคอสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์ (Commercial real estate) ซึ่งอาจจุดชนวนให้หุ้นแบงก์ถูกเทขายอีกระลอก 2) ความล่าช้าในการยกหนี้สาธารณะ ซึ่งอาจนำไปสู่การปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้ง และ 3) เงินเฟ้อที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ Fed ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม

ความเสี่ยงที่กำลังรายล้อมนั้น ทำให้เราเชื่อว่าตลาดมีมุมมองที่ดีเกินไป โดยยังไม่ได้ให้น้ำหนักปัจจัยเสี่ยงเหล่านี้มากพอ ซึ่งในระยะข้างหน้า ตลาดน่าจะให้ความสนใจกับความเสี่ยงเหล่านี้มากขึ้น เราอธิบายความเสี่ยงแต่ละประเด็น ดังนี้

### อสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์ (Commercial Real Estate) อาจจุดชนวนให้เกิดการเทขายหุ้นแบงก์อีกระลอก

เหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run) ในช่วงเดือน มี.ค. ถูกจุดชนวนขึ้นหลังการประกาศขายขาดทุนพันธบัตรที่ถืออยู่ของธนาคาร Silicon Valley (SVB) เพื่อเสริมสภาพคล่อง ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับขึ้นดอกเบี้ยในปีที่ผ่านมา และการจัดการสินทรัพย์ที่ไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้คนกังวลว่าจะเหตุการณ์คล้ายกันกับแบงก์อื่น เลยรีบแห่ถอนเงินฝาก และเทขายหุ้นแบงก์ที่มีลักษณะกิจการคล้ายกัน เพื่อปิดความเสี่ยง จนทำให้ธนาคาร Signature และ First Republic ปิดกิจการลงในเวลาต่อมา

เมื่อพิจารณาจากการเงิน พบว่าทั้ง 3 ธนาคารมีจุดอ่อนเหมือนกัน คือ มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ มีอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน และปล่อยสินเชื่อ (Interest-earning assets) 3-4% ต่ำกว่าธนาคารระดับภูมิภาค (Regional bank) อื่นๆ ที่ 5% ในขณะที่มีภาระดอกเบี้ยจากเงินฝาก เงินกู้ยืมที่สูง ทำให้เทียบเคียงแล้วมีอัตรากำไร (Earning assets yield - Liabilities yield) เพียง 1-2pp ต่ำกว่า Regional bank อื่นๆ ที่ 3pp กำไรที่ต่ำทำให้แบงก์เหล่านี้อ่อนไหวต่อแนวโน้มเศรษฐกิจมากกว่าแบงก์อื่น และประสบปัญหาขาดแคลนสภาพคล่องทันทีเมื่อเกิดเหตุการณ์แห่ถอนเงิน (Bank run)

นอกจากนี้ แบงก์เหล่านี้มีเงินฝากที่ไม่ได้รับการคุ้มครองจากรัฐ (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) เป็นจำนวนมาก โดยรัฐมีการรับประกันเงินฝากสูงสุดจำนวน 250,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบัญชี ต่อธนาคาร ในขณะที่แบงก์ที่ปิดไปอย่าง Silicon Valley (SVB) และ Signature มีสัดส่วนเงินฝากที่เกินการคุ้มครอง (Uninsured deposits to total deposits) มากถึง 94% และ 89% ตามลำดับ หรือเรียกได้ว่าเป็นเงินฝากเกือบทั้งหมด ทำให้เมื่อเกิด Bank run เลยตกเป็นแบงก์อันดับแรกๆ ที่ถูกถอนเงินฝาก

ในระยะข้างหน้า เรามองว่าสถานการณ์ในภาคธนาคารน่าจะค่อยๆ คลี่คลายลง โดยธนาคาร Western Alliance, PacWest และ Zions ซึ่งถูกเก็งว่าจะล้มเป็นรายต่อไป และถูกเทขายหุ้นในช่วงต้นเดือน พ.ค. นั้น ไม่ได้มีจุดอ่อน 2 ข้อนี้โดดเด่นเท่ากับแบงก์ที่ล้มไป นอกจากนี้ ในช่วง 3 สัปดาห์ที่ผ่านมา การเทขายหุ้นแบงก์เหล่านี้ ก็หยุดลง ทำให้ความเป็นไปได้ที่จะเกิดแบงก์ล้มจากสาเหตุเดียวกันค่อนข้างจำกัด

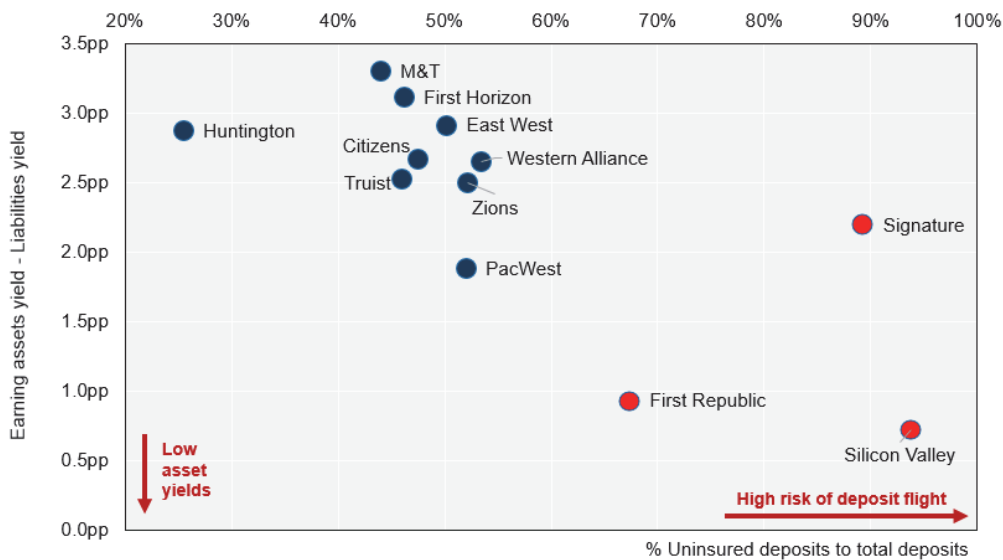
**แผนภาพที่ 1: แบงก์ที่ล้มลงมีอัตรากำไรต่ำกว่าแบงก์อื่น และมีสัดส่วนเงินฝากที่ไม่ได้รับการคุ้มครองเป็นส่วนใหญ่**

US Regional Bank	Total assets (USD, bn)	Total interest-earning assets	Total interest-bearing liabilities	Earning assets yield - Liabilities yield	Uninsured deposits to total deposits	Real estate to total assets	Commercial RE to total assets	Price chg since SVB collapse (8 Mar)
Silicon Valley	212	3.4%	2.6%	0.7pp	94%	2%	1%	-100%
Signature	110	4.2%	2.0%	2.2pp	89%	30%	30%	-100%
First Republic	233	3.7%	2.7%	0.9pp	67%	61%	16%	-100%
PacWest	44	5.4%	3.5%	1.9pp	52%	31%	23%	-78%
Western Alliance	71	6.0%	3.3%	2.7pp	53%	43%	22%	-61%
First Horizon	81	5.2%	2.1%	3.1pp	46%	32%	17%	-49%
Zions	89	4.5%	2.0%	2.5pp	52%	27%	15%	-48%
East West	67	5.5%	2.6%	2.9pp	50%	49%	29%	-38%
Truist	574	4.7%	2.2%	2.5pp	46%	17%	5%	-35%
Valley National	64	5.2%	3.0%	2.2pp	n.a.	57%	48%	-33%
Citizens	222	4.8%	2.1%	2.7pp	48%	33%	14%	-33%
Huntington	189	4.9%	2.0%	2.9pp	26%	26%	11%	-32%
US Regional banks (equal-weight avg)		4.9%	2.0%	2.9pp		43%	32%	

\*Data as of 31 Mar 2023, except uninsured deposits to total deposits as of 31 Dec 2022 and %price changes as of 8 May 2023

ที่มา: Bloomberg, S&P Global, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 2: ธนาคาร Western Alliance, PacWest และ Zions ซึ่งถูกเกรงว่าจะล้มเป็นรายต่อไป และถูกขายหุ้นในช่วงต้นเดือน พ.ค. นั้น ไม่ได้มีจุดอ่อนโดดเด่นเท่ากับแบงก์ที่ล้มไป**



\*Dots in red color are failed banks

\*FDIC deposit insurance amount is \$250,000 per depositor, per insured bank

ที่มา: Bloomberg, S&P Global, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี จุดอ่อนต่อไปที่ยังเป็นความเสี่ยง คือ สินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ (Commercial real estate) เช่น สินเชื่อเพื่อการก่อสร้างหรือต่อเติมอาคารสำนักงาน ห้างสรรพสินค้า และคอนโดปล่อยเช่า ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบต่อเนื่อง ตั้งแต่เริ่มมีการระบาดของ COVID ซึ่งมีการปิดเมือง พนักงานทำงานที่บ้าน ทำให้อัตรการเช่าพื้นที่สำนักงานลดลง ซึ่งต่อมาแม้จะมีการกลับมาเปิดเมือง ทำกิจกรรมนอกบ้านตามปกติ แต่พนักงาน

ก็ไม่ได้กลับเช่าออฟฟิศ 100% ตามเดิม แสดงให้เห็นในอัตรว่างของสำนักงาน (Office vacancy rate) ที่เพิ่มขึ้นเป็น 19% สูงสุดตั้งแต่มีการเก็บข้อมูลในปี 2015

นอกจากนี้ ในปีที่ผ่านมา Fed ได้เร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ทำให้ความต้องการกู้ยืมในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่มีความอ่อนไหวต่อแนวโน้มดอกเบี้ย ลดลงเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะในอสังหาริมทรัพย์ สะท้อนให้เห็นในผลสำรวจเจ้าหน้าที่สินเชื่ออาวุโส



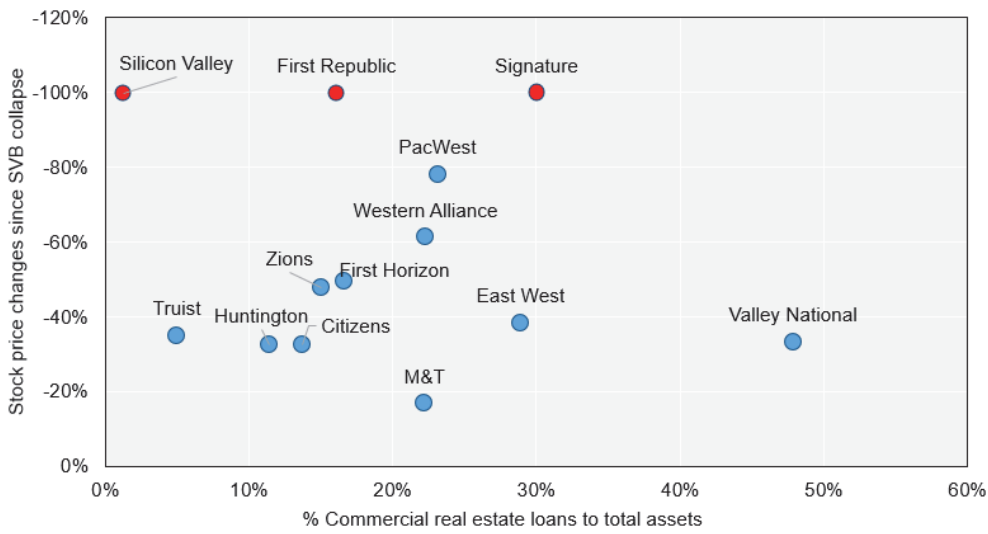
เกี่ยวกับ Demand ในการขอสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์ (Senior loan officer survey on demand for loans secured by nonfarm nonresidential structures) ซึ่งลดลงต่ำสุดตั้งแต่มีการเก็บข้อมูลในปี 2014

ในขณะที่ ตลาดหุ้นจะยังไม่ได้นำหน้าความเสี่ยงจากประเด็นสินเชื่ออสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์มากนัก ดังจะเห็นได้จากราคาหุ้นแบงก์ ซึ่งมีสัดส่วนสินเชื่ออสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์สูง เช่น Valley National และ East West แต่ราคาหุ้นกลับลดลง

ใกล้เคียงกับ Regional bank อื่นๆ สะท้อนว่าตลาดยังไม่ได้กังวลต่อประเด็นความเสี่ยงนี้นัก

รูปแบบการทำงานที่เปลี่ยนแปลงไป และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดทำให้ภาคอสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์เป็นกลุ่มที่เปราะบางมากกว่ากลุ่มอื่น ในขณะที่ตลาดยังไม่ได้ให้ความสนใจกับประเด็นความเสี่ยงนี้ ซึ่งหากสถานการณ์ยังคงเปลี่ยนแปลงในระยะข้างหน้า ก็อาจเป็นข่าวร้ายที่จะจุดชนวนการเทขายหุ้นแบงก์อีกระลอก

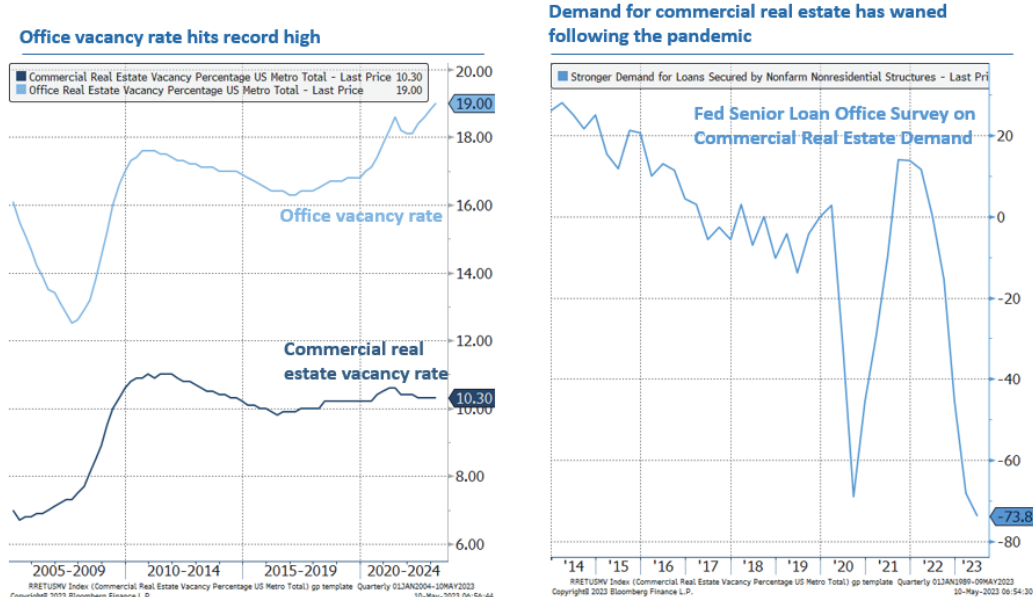
**แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นจะยังไม่ได้อัปรับต่อความเสี่ยงใน Commercial Real Estate มากนัก**



\*Dots in red color are failed banks

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

**แผนภาพที่ 4: แรงกดดันจากอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น และรูปแบบการทำงานที่เปลี่ยนไปหลัง COVID ทำให้ Demand ของอสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์ลดลง**



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

**ความล่าช้าในการยกระดับเพดานหนี้ อาจทำให้สหรัฐฯ ถูกปรับลดอันดับเครดิตลง**

วันที่ 1 มิ.ย. เป็นกำหนดเส้นตายอย่างรวดเร็วที่สุดที่สหรัฐฯ จำเป็นต้องผ่านกฎหมายยกระดับเพดานหนี้สาธารณะ หรือระดับใช้เพดานหนี้ชั่วคราว เพื่อหลีกเลี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ (Default) แต่จนถึงก่อนสัปดาห์สุดท้ายของเดือน พ.ค. สภาก็ยังไม่สามารถตกลงในรายละเอียดได้

ความล่าช้าในการผ่านกฎหมาย อาจทำให้สหรัฐฯ ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) คล้ายกับในปี 2011 ซึ่งส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงมากถึง -15% ซึ่งกว่า -10% นั้น เกิดขึ้นหลังจากที่สหรัฐฯ ผ่านกฎหมายไปแล้ว แต่ถูกเทขายเพิ่มเติมหลังสถาบันจัดอันดับ S&P ปรับลดอันดับหนี้รัฐบาลสหรัฐฯ ลงจาก AAA เป็น AA+ ซึ่งนับเป็นการปรับลดจากอันดับสูงสุดเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์

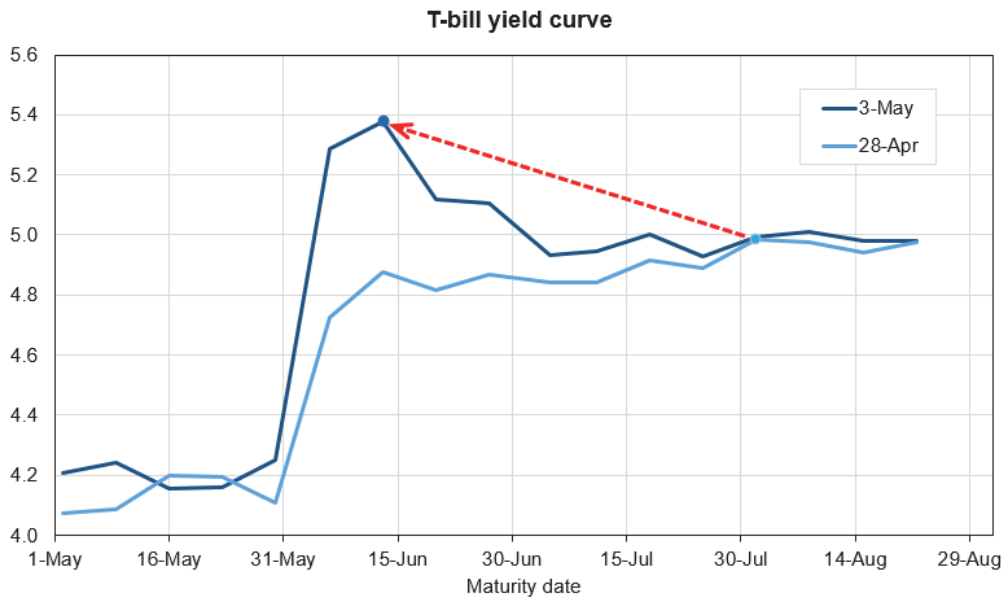
สาเหตุที่สหรัฐฯ ผ่านกฎหมายล่าช้า เป็นเพราะเสียงข้างมากใน ส.ส. และสว. เป็นคนละพรรค (Divided) ซึ่งมีความเห็นในรายละเอียดขัดแย้งกัน ทำให้ว่าที่ปธน. จะลงนามให้กฎหมายมีผลบังคับใช้โดยสมบูรณ์ ก็เหลือเวลาอีกเพียงไม่กี่ชั่วโมงจะถึงกำหนดชำระหนี้งวดต่อไป สถานการณ์ดังกล่าวมีความคล้ายกับปัจจุบัน ซึ่งเสียงข้างมากใน ส.ส. นำโดยพรรค Republican ส่วนสว. นำโดยพรรค Democrat ทำให้ยังไม่ได้ข้อสรุปของกฎหมายยกระดับเพดานหนี้ เป็นความเสี่ยงต่อการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ

ก่อนหน้านี้ สถาบันจัดอันดับมีการกล่าวถึงเงื่อนไขการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งสามารถแบ่งหนี้ออกเป็น 3 ประเภท ได้แก่ ค่าใช้จ่ายทั่วไป (Non-interest payments), ดอกเบี้ยจ่าย (Interest payments) แก่ผู้ถือพันธบัตร และเงินชำระคืนเงินต้น (Principal payments) โดยสถาบัน Fitch และ S&P มองว่าการผิดนัดชำระค่าใช้จ่ายทั่วไปของรัฐบาลและการผิดนัดชำระดอกเบี้ยจ่าย มีผลต่ออันดับความน่าเชื่อถือ ในขณะที่ Moody's ผ่อนคลายกว่า มองว่าการผิดนัดดอกเบี้ยจ่ายเท่านั้นที่จะทำให้มีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง ส่วนการผิดนัดชำระคืนเงินต้น เข้าเกณฑ์ Default เหมือนกันทั้ง 3 สถาบัน แต่มีความเป็นไปได้น้อยเนื่องจากรัฐบาลสามารถออกพันธบัตรใหม่มาจ่ายคืนเงินต้น แทนพันธบัตรเก่าที่หมดอายุลงได้

นับตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. หรือหลังเส้นตายเร็วสุดที่ก.การคลังประเมิน สหรัฐฯ มีกำหนดชำระค่าใช้จ่าย (Non-interest payments) เช่น ประกันสังคม, ประกันสุขภาพ (Medicare/Medicaid), เงินเดือนเจ้าหน้าที่รัฐ และผู้ขายอาวุธสงคราม (Defense vendors) เกือบทุกวัน ในขณะที่มีกำหนดชำระดอกเบี้ยจ่าย (Interest payments) แก่ผู้ถือพันธบัตรในวันที่ 15 มิ.ย. และ 30 มิ.ย.

ในระยะข้างหน้า ถึงแม้กฎหมายประเดิมเพดานหนี้จะมีผลบังคับใช้ได้ทันก่อนรัฐบาลหมดเงิน แต่เพราะเป็นการผ่านกฎหมายอย่างกระชั้นชิด ทำให้ยังต้องติดตามแนวโน้มอันดับเครดิต ซึ่งเป็นความเสี่ยงสำคัญกดดันตลาดหุ้น

**แผนภาพที่ 5: ตลาดเลื่อนกำหนดเส้นตายที่สภาต้องผ่านกฎหมาย Debt ceiling ขึ้นมาเป็นช่วงต้นเดือน มิ.ย. จากเดิมที่คาดว่าจะในช่วงเดือน ส.ค.**



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

**แผนภาพที่ 6: การผ่านกฎหมายเป็นไปอย่างล่าช้า เนื่องจากเสียงข้างมากใน ส.ส.และสว. เป็นคนละพรรค (Divided)**

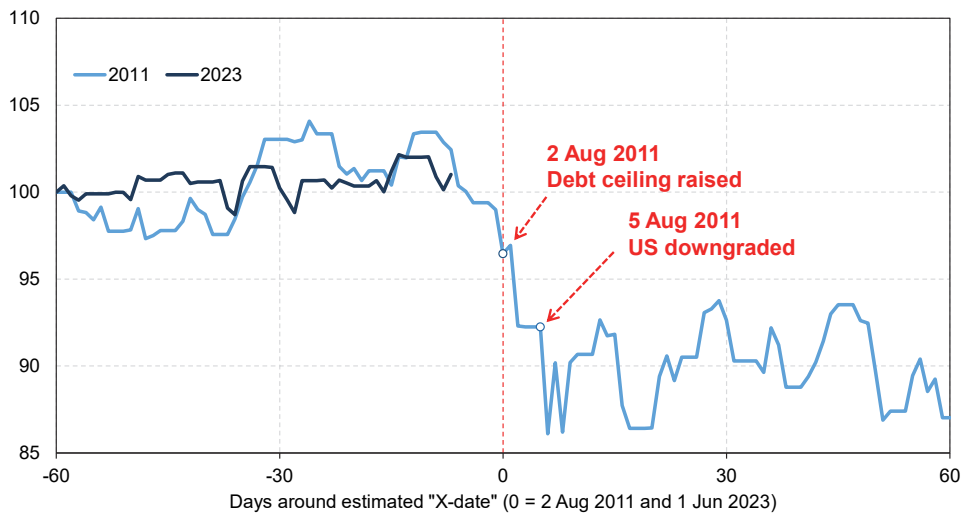
**Recent Near-Catastrophes with the Debt Limit**

Year	Debt limit raised	Duration before the 'X-date'	US president	US congress majority	Peak of US 1Yr Sovereign CDS spread
2011	2 Aug 2011	Hours	Obama (D)	Divided	80 bps
2013	16 Oct 2013	1 day	Obama (D)	Divided	78 bps
2015	2 Nov 2015	A few weeks	Obama (D)	Republican	45 bps
2017	8 Sep 2017	A few weeks	Trump (R)	Republican	8 bps
2021	14 Oct 2021	A few weeks	Biden (D)	Democrat	19 bps
	16 Dec 2021	Less than 1 week	Biden (D)	Democrat	17 bps
2023	Estimated X-date in early-Jun		Biden (D)	Divided	162 bps

ที่มา: Bipartisan Policy Center, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 7: การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในปี 2011 เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นถูกเทขายแรง**

**S&P500 movements during debt ceiling fight**



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

ทั้งนี้ ในมุมมองของ Supply พันธบัตรในตลาด การยกระดับเพดานหนี้ จะเปิดทางให้รัฐบาลสามารถออกประมูลพันธบัตรใหม่ได้อีกครั้ง ส่งผลให้ปริมาณพันธบัตรในตลาดเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอาจต้องปรับสูงขึ้นเพื่อดึงดูดนักลงทุน และทำให้สภาพคล่องในระบบตึงตัวขึ้น

โดยปัจจุบันซึ่งหนี้ชนเพดาน รัฐบาลไม่สามารถออกพันธบัตรใหม่ได้ ทำให้ในระหว่างนี้รัฐบาลใช้จ่ายจากบัญชีของรัฐบาล

(Treasury General Account) ซึ่งเป็นเงินสะสมจากรายได้ภาษี และการออกหนี้ก่อนหน้านี้นี้ หากสหรัฐฯ ยกกระดับเพดานหนี้สำเร็จ รัฐบาลจะกลับมาออกพันธบัตรใหม่เพื่อเติมเงินเข้าไปในบัญชี

เราประเมินว่าหากรัฐบาลออกหนี้เพื่อให้มีเพียงพอใช้จ่ายในระบบเศรษฐกิจ หรือเทียบเคียงแล้ว คือ ให้เงินในบัญชีกลับขึ้นไปที่ระดับปกติที่ 2% ของ GDP รัฐบาลจะต้องออกพันธบัตรใหม่มูลค่าราว 4 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

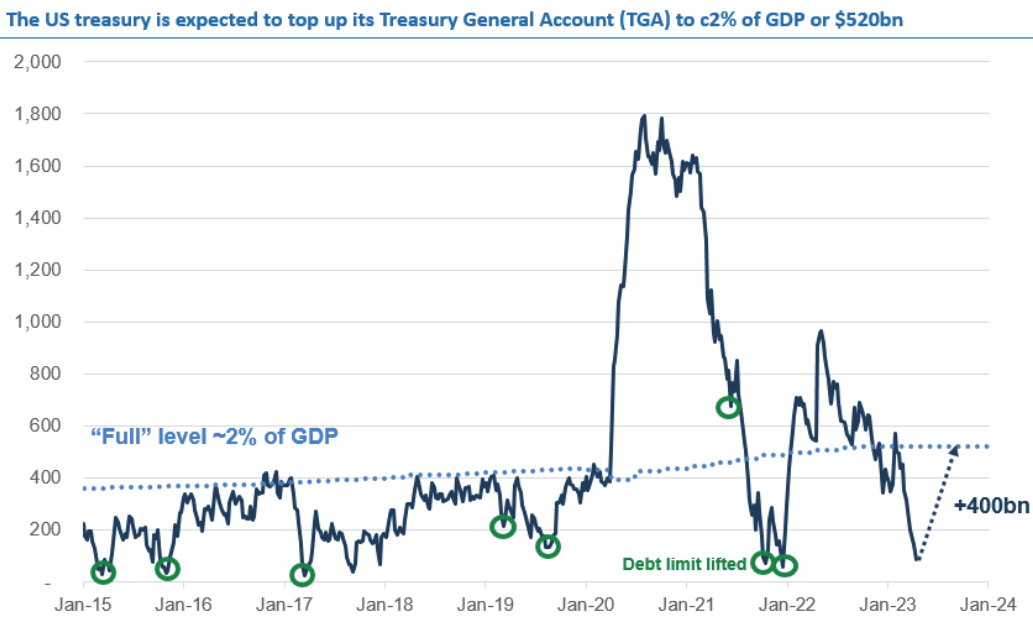
หากรัฐบาลออกขายพันธบัตรมูลค่า 4 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงครึ่งหลังของปี จะส่งผลต่อ Term premium ของพันธบัตรอายุ 10 ปี ให้เพิ่มขึ้นราว 20-30bps ซึ่งหากรวมกับการทำ QT หรือการปล่อยให้พันธบัตรหมดอายุโดยไม่ซื้อกลับของ Fed ที่มูลค่าราว 5.7 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามเป้าในช่วงครึ่งหลังของปี จะส่งผลให้ Term premium เพิ่มขึ้นทั้งสิ้นราว 60-80bps

Term premium คือ ผลตอบแทนส่วนเพิ่มของการถือพันธบัตรระยะยาวแทนการถือพันธบัตรระยะสั้น แล้วซื้อใหม่ไป

เรื่อยๆ (Roll-over) สะท้อนอุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรระยะยาวในตลาด Term premium ที่เพิ่มขึ้น จึงสะท้อนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากปริมาณพันธบัตรระยะยาวในตลาด หนุนให้ Bond yield ระยะยาวอยู่ในระดับสูงในระยะข้างหน้า และทำให้สภาพคล่องในระบบลดลง

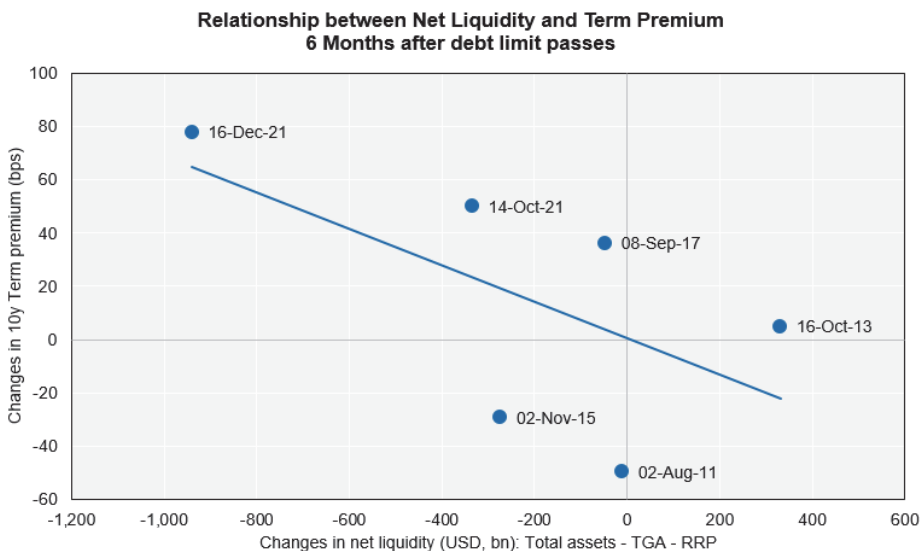
ดังนั้น ถึงแม้สหรัฐฯ จะไม่ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ แต่การยกระดับเพดานหนี้ก็นับเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้นผ่านสภาพคล่องที่ลดลง

**แผนภาพที่ 8: หากรัฐบาลออกหนี้เพื่อให้เงินในบัญชีกลับขึ้นไปในระดับปกติที่ 2% ของ GDP รัฐบาลจะต้องออกพันธบัตรใหม่มูลค่าราว 4 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ**



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

**แผนภาพที่ 9: ปริมาณพันธบัตรที่เพิ่มขึ้น 4 ดอลลาร์สหรัฐฯ จากการขายพันธบัตรในช่วงครึ่งหลังของปี รวมทั้งการทำ QT ที่มูลค่าราว 5.7 แสนล้านดอลลาร์ จะส่งผลให้ Term premium เพิ่มขึ้นราว 60-80bps**



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

## Fed อาจกลับมาขึ้นดอกเบี้ย

การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed มีจุดประสงค์เพื่อสกัดการเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ ซึ่งในช่วง 2 ปีก่อน อัตราเงินเฟ้อมีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ระดับสูงสุดในรอบกว่า 40 ปี ทำให้ Fed จำเป็นต้องเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยจนมาอยู่ที่ระดับ 5-5.25% ในปัจจุบัน ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อก็ปรับลดลงมาอยู่ที่ 4.9% จากสูงสุดที่ 9% ในเดือน มิ.ย. ปีก่อน

อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เพิ่มขึ้นมาอยู่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ เป็นสัญญาณบวก และสูงกว่าระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) ซึ่งว่านโยบายการเงินที่ระดับปัจจุบันน่าจะเพียงพอที่จะควบคุมอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งสอดคล้องกับการปรับขึ้นดอกเบี้ยในอดีต ที่ Fed มักจะขึ้นดอกเบี้ยจนกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อทุกครั้ง

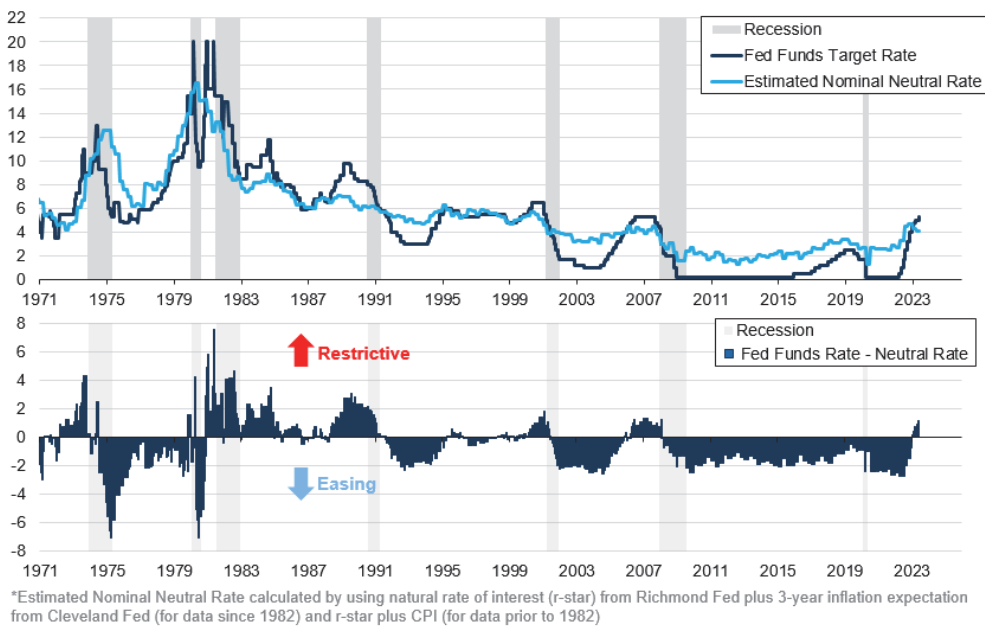
อย่างไรก็ดี ระดับอัตราดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียว อาจไม่เพียงพอที่จะทำให้ Fed มั่นใจได้ว่าอัตราเงินเฟ้อจะไม่กลับมาเพิ่มขึ้นอีก ต้องคำนึงถึงระยะเวลาที่นโยบายการเงินจะอยู่ในระดับเข้ม

งวดมากพอ หรืออีกนัยหนึ่งคือ ระยะเวลาที่อัตราดอกเบี้ยอยู่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อด้วย

ยกตัวอย่าง การปรับขึ้นดอกเบี้ยในรอบปี 1973-1974 ซึ่ง Fed ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงกว่าเงินเฟ้อ แต่ขึ้นไปสูงกว่าไม่นาน ก็รีบปรับลดดอกเบี้ยลงมาต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อ ทำให้เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งในอีก 2 ปีต่อมา และทำให้เศรษฐกิจตกอยู่ในภาวะ Stagflation หรือภาวะที่เศรษฐกิจจะชะงักงัน แต่เงินเฟ้อกลับเพิ่มขึ้นสูง เป็นระยะเวลานานเกือบ 1 ทศวรรษ

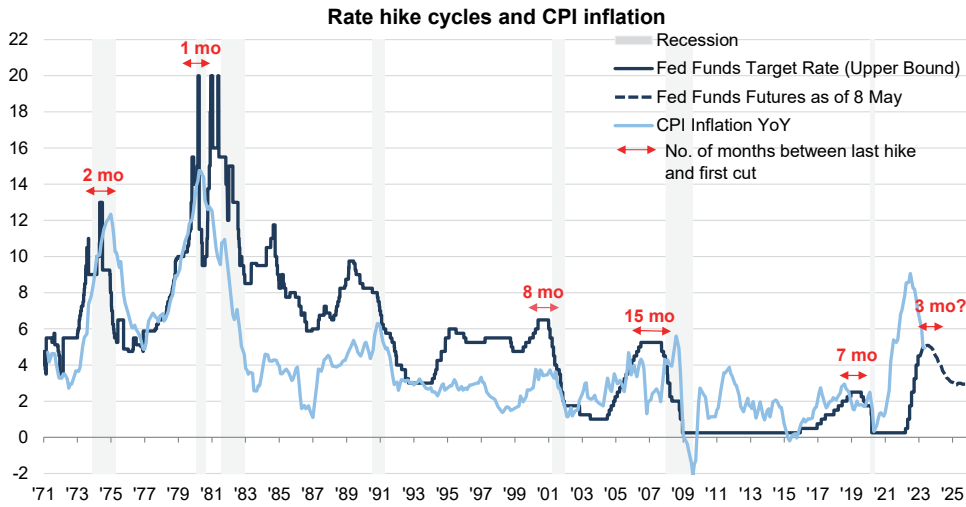
ตลาดปัจจุบันมองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในเดือน มิ.ย. เป็นการขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย โดยในอดีตหลังจากที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ Fed มักจะค้างดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงสุด เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 7 เดือน หากอิงระยะเวลาดังกล่าว การขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้ายในเดือน มิ.ย. เทียบเคียงได้ว่า Fed อาจเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยลงอย่างรวดเร็วสุดในเดือน ม.ค. ปีหน้า

**แผนภาพที่ 10: Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 5.25% สูงกว่าระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) สะท้อนระดับนโยบายการเงินที่เข้มงวด**



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

**แผนภาพที่ 11: หลังจากใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อ Fed มักจะค้ำดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูงนั้น เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 7 เดือน**

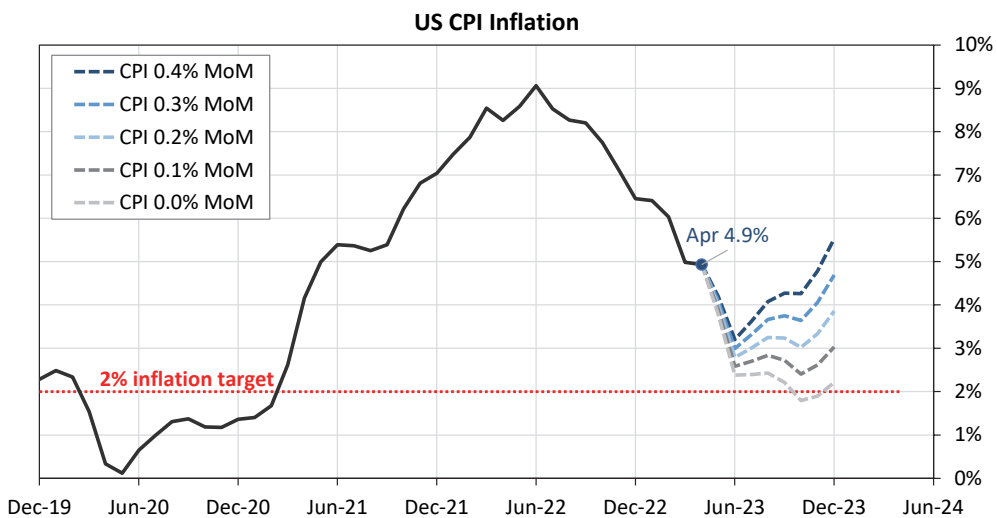


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จากการทำแบบจำลองแนวโน้มเงินเฟ้อ พบว่าอัตราเงินเฟ้อ (CPI) อาจกลับมาเพิ่มขึ้นนับตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นไป จากฐานราคา que เริ่มลดลง ณ ช่วงเวลาเดียวกันนี้ในปีก่อน โดยหากสมมติให้อัตราเงินเฟ้อต่อจากนี้คงที่ที่อัตราต่างๆ กันตั้งแต่ 0-0.4% ต่อเดือน (%MoM) อัตราเงินเฟ้อเทียบกับปีก่อน (%YoY) จะลดลงเข้าใกล้เป้าหมายของ Fed สู่ระดับ 2-3%YoY ภายในเดือน มิ.ย. แต่จะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น หลังจากนั้น โดยมีเพียงกรณีเดียวที่อัตราเงินเฟ้อจะลดลงต่อ คือ เงินเฟ้อต้องคงที่ที่ 0%MoM ไปเรื่อยๆ

อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สูงถึง 0.3%MoM และยิ่งเร่งตัวขึ้นเป็น 0.5%MoM ในเดือนล่าสุด ทำให้เรามองว่ามีโอกาสน้อยที่อัตราเงินเฟ้อจะลดลงต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี อัตราเงินเฟ้อที่อาจเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ทำให้ Fed น่าจะยังไม่รีบส่งสัญญาณในทิศทางผ่อนคลาย เช่นการปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้

**แผนภาพที่ 12: อัตราเงินเฟ้ออาจกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี**



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

นอกจากนี้ ตัวเลขเศรษฐกิจหลายหมวด ยังอยู่ในเกณฑ์ที่แข็งแกร่ง เทียบกับในอดีตที่ Fed ปรับมาผ่อนคลายนโยบายการเงิน (Fed's pivot) โดยเฉพาะตัวเลขตลาดแรงงาน เช่น การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) ซึ่งเดือนล่าสุดอยู่ที่ 2.5 แสนราย สูงกว่าเฉลี่ยช่วง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในอดีตที่

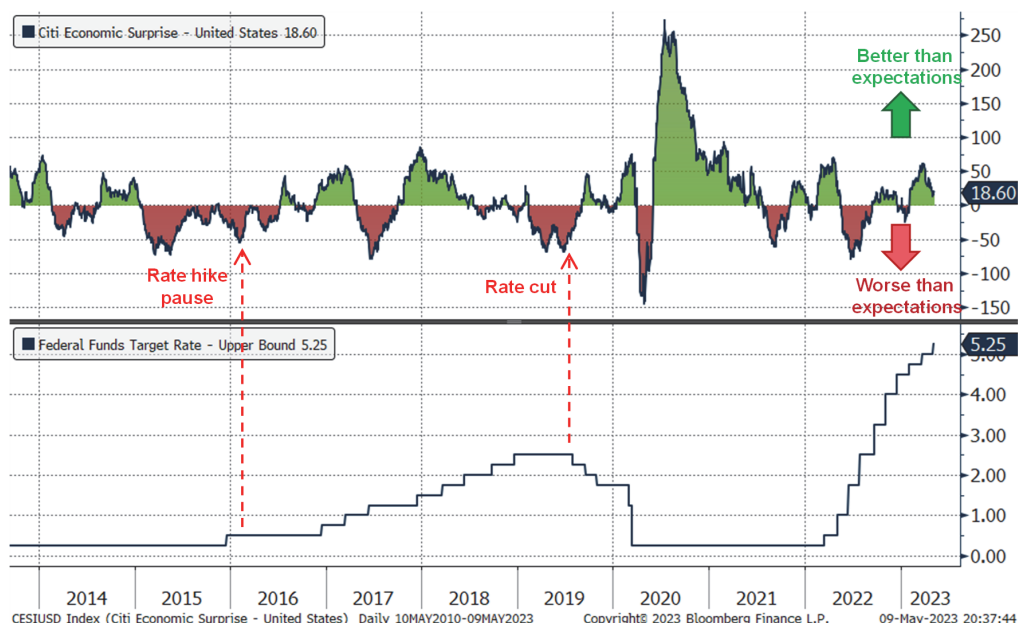
1.5 แสนราย เป็นอย่างมาก ในขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อ (5Y5Y inflation swap) ยังทรงตัวที่ระดับสูง 2.6% เหนือเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ทำให้ Fed น่าจะยังคงทิศทางนโยบายเข้มงวดอย่างน้อยไปจนถึงสิ้นปีนี้

**แผนภาพที่ 13: ตัวเลขเศรษฐกิจยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะตลาดแรงงาน ดีกว่าเกณฑ์ที่ Fed จะเปลี่ยนทิศทางนโยบาย**

Indicators	Trends	Current	Fed's Trigger
<b>Financial Markets</b>			
S&P500 Drawdown	Stabilizing	-15%	More than -20% (SPX 3,840)
Yield Curve: 10Y-2Y	Inverted	-48bps	Inverted
<b>Economic Growth</b>			
ISM Manufacturing	Falling	47pts	Sharp fall or less than 50
Nonfarm Payrolls	Decelerating	253k	Falling & less than 150k
US Economic Surprise	Falling	15pts	Negative
<b>Inflation</b>			
CPI	Falling	5.0%	4% or below post 1980's
5Y5Y Inflation Swap	Stabilizing	2.6%	Less than 2%
<b>Financial Conditions</b>			
High-Yield Credit Spread	Rising	466bps	More than 500bps
FRA-OIS spread	Rising	34bps	More than 50bps

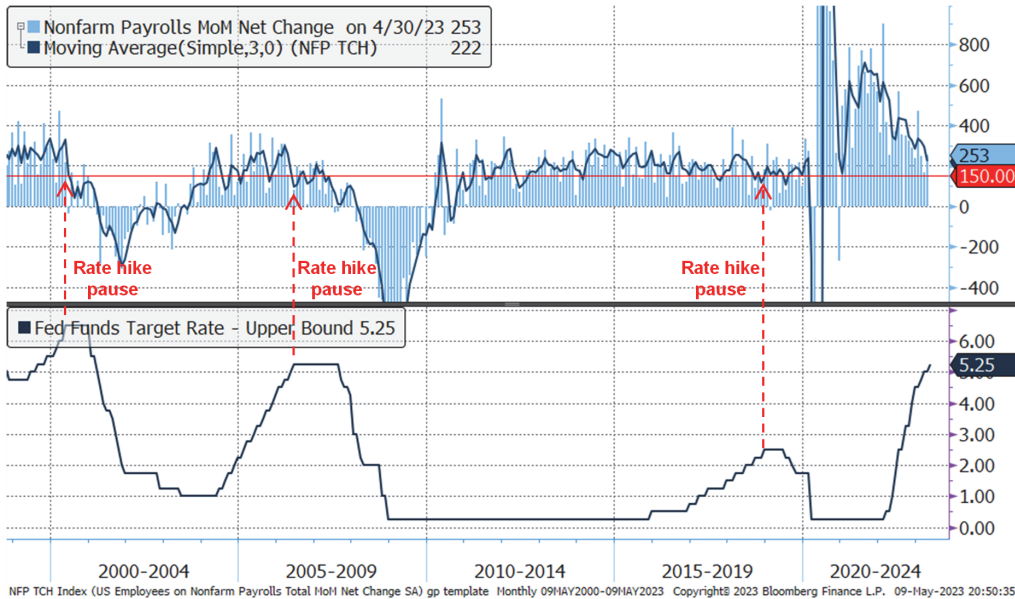
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 14: ตัวเลขเศรษฐกิจยังออกมาดีกว่าคาด ไม่สอดคล้องกับช่วงเวลาที่ Fed ปรับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินในอดีต**



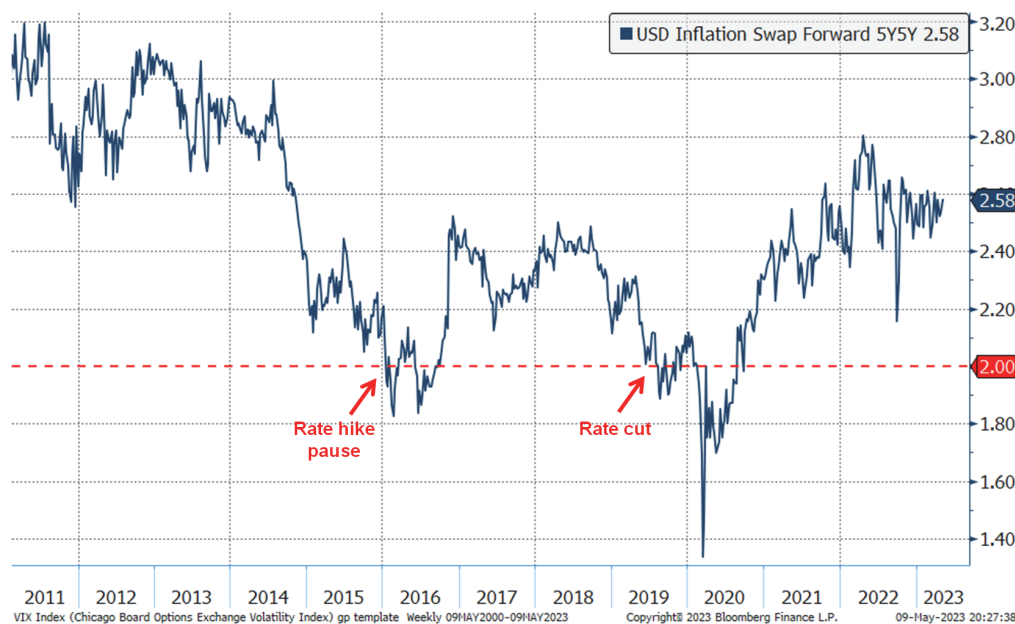
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 15: การจ้างงานยังคงแข็งแกร่ง มากกว่าช่วงที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในอดีต**



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

**แผนภาพที่ 16: คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตอยู่ที่ 2.6% สูงกว่าเป้าหมายที่ 2% ค่อนข้างมาก**



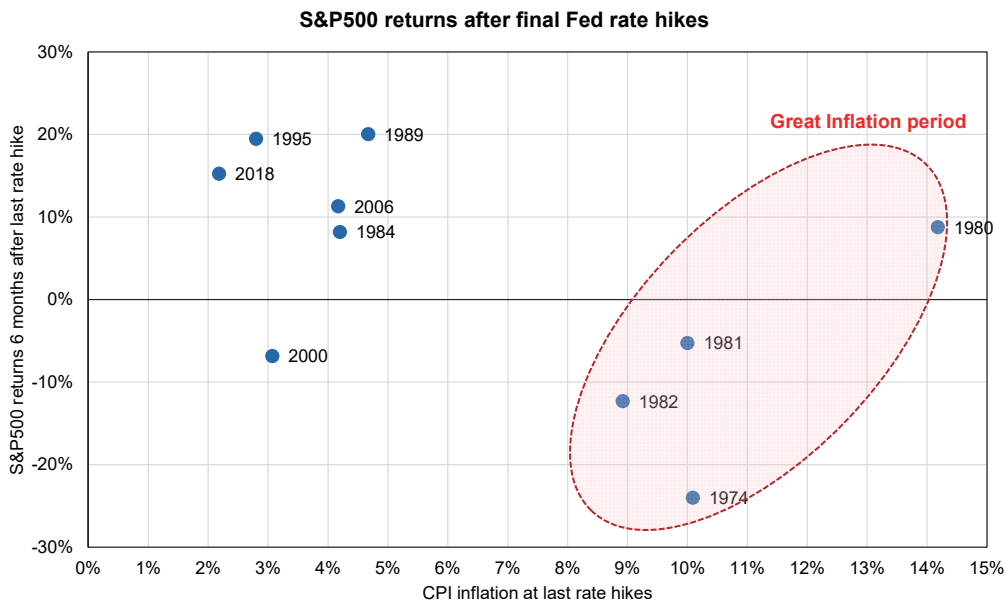
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจทำให้ Fed ต้องปรับดอกเบี้ยสูงขึ้นอีก จะเป็นปัจจัยกดดันตลาดหุ้น ดังจะเห็นได้จากผลตอบแทนของ S&P500 6 เดือน หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ซึ่งมักจะติดลบในภาวะเงินเฟ้อสูงในช่วงปี 1970s-1980s ต่างจากช่วง 20-30 ปีที่ผ่านมาที่อยู่ในภาวะเงินเฟ้อต่ำ ดอกเบี้ย ซึ่งมักจะให้ผลตอบแทนเป็นบวก 6 เดือน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น สะท้อน

ว่าในภาวะเงินเฟ้อสูง ตลาดมีความกังวลต่อความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้น หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ดังนั้น ด้วยความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจกลับมาเพิ่มขึ้น ตัวเลขเศรษฐกิจโดยเฉพาะการจ้างงานที่ยังคงแข็งแกร่ง ในขณะที่ Fed น่าจะยังคงทิศทางนโยบายเข้มงวดอย่างน้อยจนถึงสิ้นปีนี้ ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีความเสี่ยงขาลงมากกว่าขาขึ้น



แผนภาพที่ 17: ในภาวะเงินเฟ้อสูง ตลาดมีความกังวลต่อความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้น หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย และมักจะให้ผลตอบแทนติดลบหกเดือน หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย



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

โดยสรุป เรามองว่าตลาดมีมุมมองที่ดีเกินไป และกำลังมองข้ามปัจจัยเสี่ยง 3 ประการ ได้แก่ 1) ภาคอสังหาริมทรัพย์ (Commercial real estate) ซึ่งอาจจุดชนวนให้หุ้นแบงก์ถูกเทขายอีกระลอก 2) ความล่าช้าในการยกระดับเพดานหนี้สาธารณะ ซึ่งอาจนำไปสู่การปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้ง และ

3) เงินเฟ้อที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ Fed ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ในระยะข้างหน้า เราเชื่อว่าตลาดจะให้ความสนใจกับประเด็นความเสี่ยงเหล่านี้มากขึ้น ทำให้เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 🕒

# ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนตัวเงินคลังสหรัฐฯ (Treasury Bills) อายุ 1 – 6 เดือน ปรับขึ้นมาอยู่เหนือระดับ 5% ตามที่เรคาด เปิดโอกาสให้ขาลงทุนคลังทางการสหรัฐฯ เจรจาขกระดับเพดานหนี้สาธารณะสำเร็จ ซึ่งน่าจะผ่านพ้นไปได้ภายในสิ้นเดือน พ.ค. – ต้นเดือน มิ.ย. คลังนาง Janet Yellen รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังสหรัฐฯ คาดวันที่รัฐบาล จะไม่สามารถจ่ายหนี้ได้ หรือ X Date มีโอกาสเกิดขึ้นตั้งแต่ช่วงต้นเดือน มิ.ย. นี้ ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (10-Year Treasury Bond) ปรับตัวสูงขึ้นเข้าใกล้คาดการณ์ของเราที่ระดับ 3.8 – 4.0% หลังตลาดเริ่ม Price in สภาวะเงินเฟ้ออาจต้องใช้เวลานานกว่าที่คาดก่อนจะลดลงสู่ระดับเป้าหมาย ประกอบกับข้อมูลตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังแข็งแรงแรงลดความเป็นไปได้ที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะเริ่มผ่อนปรนความเข้มงวดของทิศทางนโยบายการเงิน (Fed pivot) ลงภายในปีนี้

**ผลตอบแทน T-Bills สหรัฐฯ กลับมาอยู่ในระดับปกติ แต่ยังมี ความผันผวนสูงจนกว่าการเจรจากระดับเพดานหนี้จะสำเร็จ**

ประเด็นหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นจนถึงระดับเพดานหนี้ (Debt ceiling) ตั้งแต่เมื่อต้นปี เข้ามากดดันตลาดตราสารหนี้ค่อนข้างมากในช่วงเดือน เม.ย. จนถึงต้นเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา เป็นเหตุให้ผลตอบแทนตัวเงินคลังสหรัฐฯ อายุ 1 เดือน ลดลงต่ำกว่าระดับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ราว -170 basis points เนื่องจากวัน X Date หรือวันที่รัฐบาลสหรัฐฯ จะไม่สามารถจ่ายหนี้ได้เต็มจำนวนตามกำหนดการณ์ เคยถูกคาดการณ์ว่าอยู่ในช่วงเดือน ก.ค. 2023 ทำให้กองทุนตลาดเงิน (Money market funds) ที่มีเม็ดเงินไหลเข้ามาอย่างต่อเนื่องจากอานิสงส์ “Bank Walk” (ประชาชนเป็นวงกว้างทยอยถอนเงินจากบัญชีเงินฝากธนาคารเพื่อนำไปซื้อตราสารเงินระยะสั้นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าอย่างต่อเนื่อง) เลือกลงทุนในตัวเงินคลังอายุ 1 เดือนที่น่าจะปลอดภัยจากประเด็นผิติดชำระหนี้หรือชำระหนี้ล่าช้า จากวันที่ได้ถอนที่อยู่ก่อน X Date พอสมควร

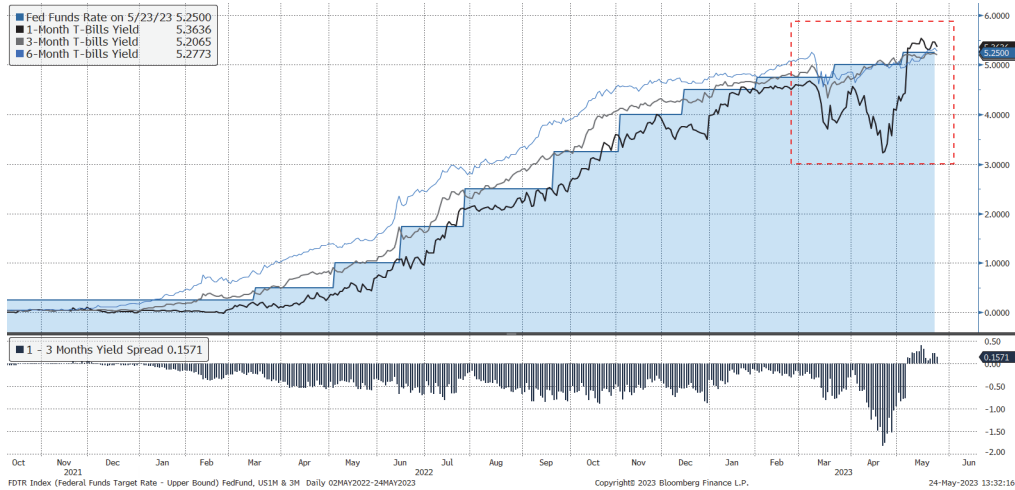
อย่างไรก็ดี รัฐบาลสหรัฐฯ มีรายรับจากการจัดเก็บภาษีได้ต่ำกว่าที่คาด ประกอบกับรายจ่ายที่มาก ส่งผลให้ปริมาณเงินสำรองที่ถูกฝากไว้ในบัญชี Treasury General Account ซึ่งเป็นข้อมูลเปิดเผยต่อสาธารณะชน ลดลงอย่างรวดเร็วจนเหลือน้อยกว่า 1 แสน

ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่วันที่ 17 พ.ค. เป็นต้นมา จนทำให้ X Date ขยับเข้ามาใกล้ขึ้นอย่างมาก โดยนาง Janet Yellen รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังสหรัฐฯ แถลงว่า รัฐบาลสหรัฐฯ มีโอกาสสูงที่จะไม่สามารถจ่ายหนี้เต็มจำนวนได้ตามกำหนดตั้งแต่ช่วงต้นเดือน มิ.ย. และมีความเป็นไปได้ที่จะเกิดขึ้นตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย.

ด้วยเหตุดังกล่าว เราจึงมองว่าการเจรจากระดับเพดานหนี้สาธารณะระหว่างพรรค Democrat ซึ่งครองเสียงส่วนมากในวุฒิสภา (Senate) ในขณะที่พรรค Republican ครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร (House of Representatives) แม้มีโอกาสที่การเจรจาจะยืดเยื้อไปจนถึงไม่กี่ชั่วโมงก่อนสหรัฐฯ จะผิติดชำระหนี้อย่างที่เคยเกิดในปี 2011 แต่ก็จะผ่านพ้นไปได้อย่างช้าที่สุดในช่วงต้นเดือน มิ.ย. เพื่อป้องกันไม่ให้รัฐบาลสหรัฐฯ ผิติดชำระหนี้ซึ่งจะส่งผลเสียอย่างใหญ่หลวงต่อความน่าเชื่อถือของประเทศและสภาวะเศรษฐกิจ

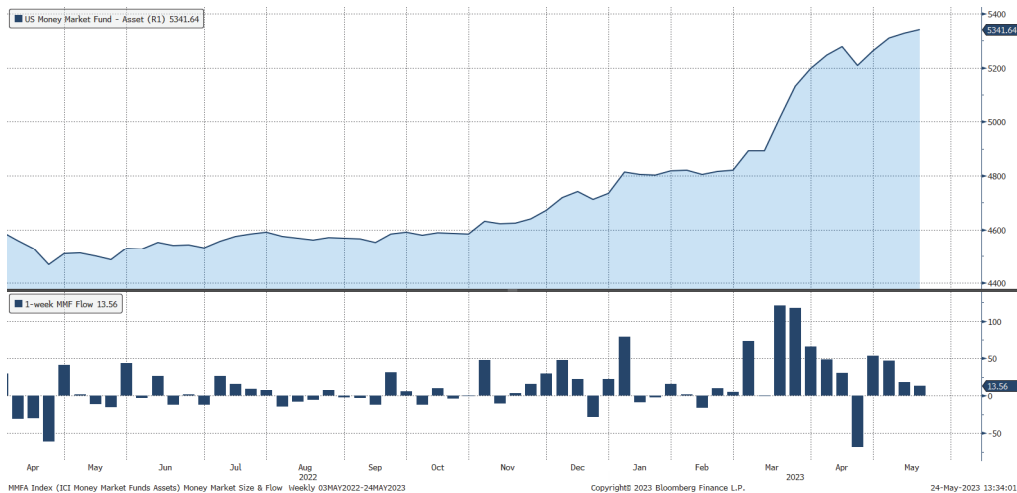
และเมื่อประเด็นเพดานหนี้สาธารณะผ่านพ้นไป ตัวเงินคลังสหรัฐฯ ที่ปัจจุบันให้ผลตอบแทนใกล้เคียงระดับดอกเบี้ยนโยบาย 5.00 – 5.25% นับว่าเป็นผลตอบแทนระดับที่สูงและเกิดขึ้นไม่บ่อยครั้ง จึงมีความน่าเชื่อถือสูง โดยครั้งล่าสุดที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ อยู่เทียบเท่ากับปัจจุบัน ต้องย้อนหลังไปถึงปี 2007 หรือกว่า 16 ปีที่แล้ว

**แผนภาพที่ 18: ผลตอบแทนของตั๋วเงินคลังสหรัฐฯ (T-Bills) อายุ 1 เดือนปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 5.3% โกลด์เคียงกับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย**



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

**แผนภาพที่ 19: ปรากฏการณ์ “Bank Walk” ยังคงดำเนินต่อไปอัตราที่ต่ำลง สะท้อนผ่านขนาดของกองทุนตราสารเงินในสหรัฐฯ ที่ยังคงขยายตัวเพิ่มมากขึ้น**



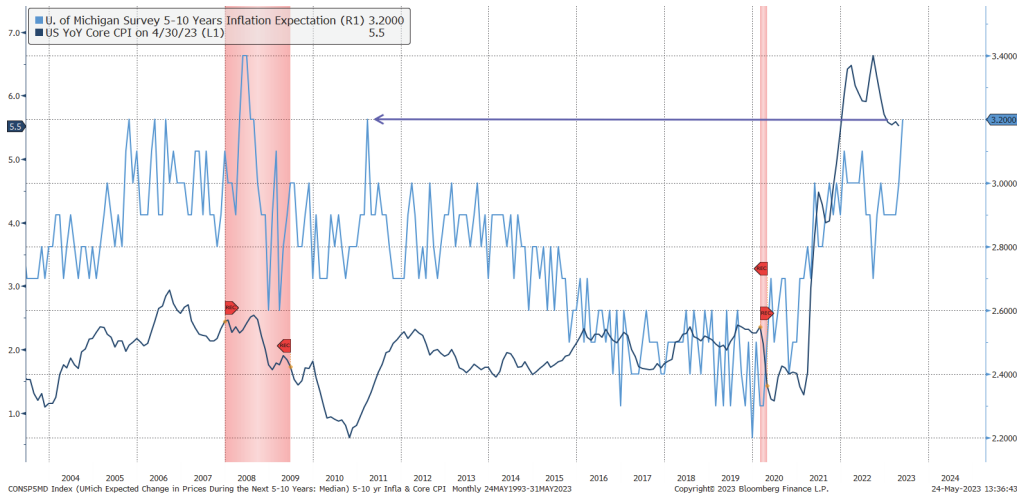
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี มีโอกาสปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 4.0%**

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) ถูกกดดันจากปริมาณอุปทานที่จำกัดในช่วงที่ผ่านมาจากประเด็นเพดานหนี้ ประกอบกับความคาดหวังธนาคารกลางสหรัฐฯ จะเริ่มผ่อนปรนความเข้มงวดของทิศทางนโยบายการเงิน (Fed pivot) ลงภายในปีนี้ จนทำให้อัตราผลตอบแทนหรือ Bond yield ปรับลดลงมาอยู่ในระดับ 3.2 – 3.4% ในช่วงก่อนหน้านี้ และมีความน่าสนใจลงอย่างไรก็ดี ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีเริ่มปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับประมาณ 3.7% ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน พ.ค. จากสาเหตุหลักประกอบด้วย

1. เงินเฟ้อสูงที่ยืดเยื้อมาเป็นเวลานาน เริ่มสร้างผลกระทบเชิงจิตวิทยาต่อประชาชนเป็นวงกว้าง สะท้อนผ่านผลสำรวจคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว 5 – 10 ปีข้างหน้า (5-to-10 Years Inflation Expectations) โดย University of Michigan ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 3.2% สูงที่สุดตั้งแต่ปี 2011 ยิ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ Fed ยังต้องคงทิศทางนโยบายการเงินให้อยู่ในเชิงเข้มงวดต่อในระยะข้างหน้า และ
2. การเจรจาเพดานหนี้เริ่มมีพัฒนาการไปในทางที่ดีขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณอุปทานพันธบัตรในตลาดมีมากขึ้นหลังการเจรจาสำเร็จ

**แผนภาพที่ 20: ผลสำรวจคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว 5 – 10 ปีข้างหน้า (5-to-10 Years Inflation Expectations) โดย University of Michigan ปรับขึ้นมาสูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2011**



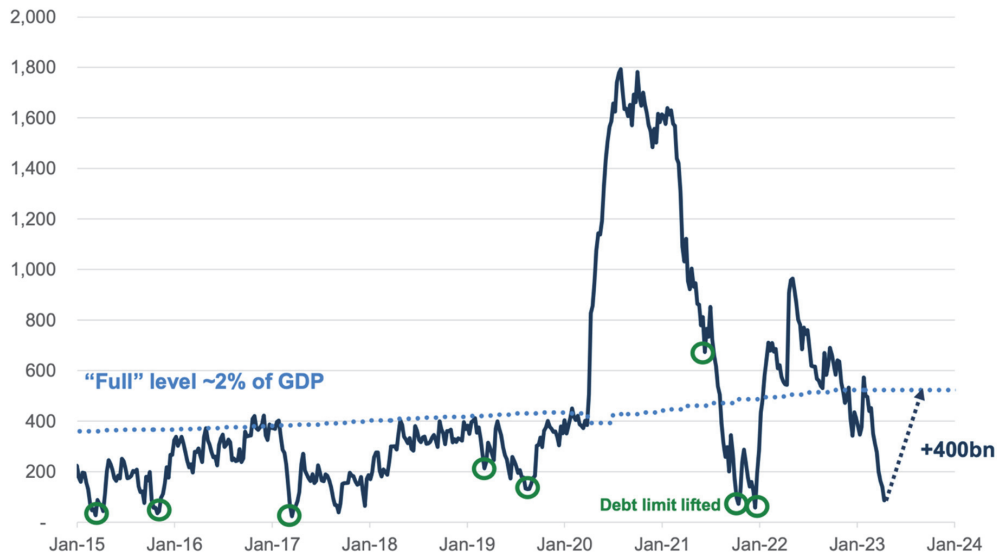
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยในประเด็นที่ 2 ทางกระทรวงการคลังของสหรัฐฯ ได้เปิดเผยประมาณการระดับเงินสำรองในบัญชี Treasury General Account: TGA ควรถูกคงไว้ที่ระดับสูงกว่า 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2023 ซึ่งเป็นระดับใกล้เคียงกับสัดส่วน 2% ของขนาดเศรษฐกิจ (GDP) หรือต้องเพิ่มจากระดับปัจจุบันอีกกว่า 4 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเมื่อประกอบกับมาตรการ Quantitative Tightening ที่จะลดสภาพคล่องในตลาดอีกประมาณเดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลให้สภาพคล่องโดยรวมในระยะ 4 – 6 เดือนข้างหน้าลดลงประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยหากนำมาเทียบกับความสัมพันธ์ในอดีต พบว่ามีแนวโน้มที่ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีจะปรับสูงขึ้น 60 – 80 basis points ซึ่งเมื่อเทียบกับระดับผลตอบแทนที่

3.2 – 3.4% ก่อนที่ตลาดจะ Price in ปัจจัยนี้ จะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี มีโอกาสปรับขึ้นไปอยู่ที่ประมาณ 4%

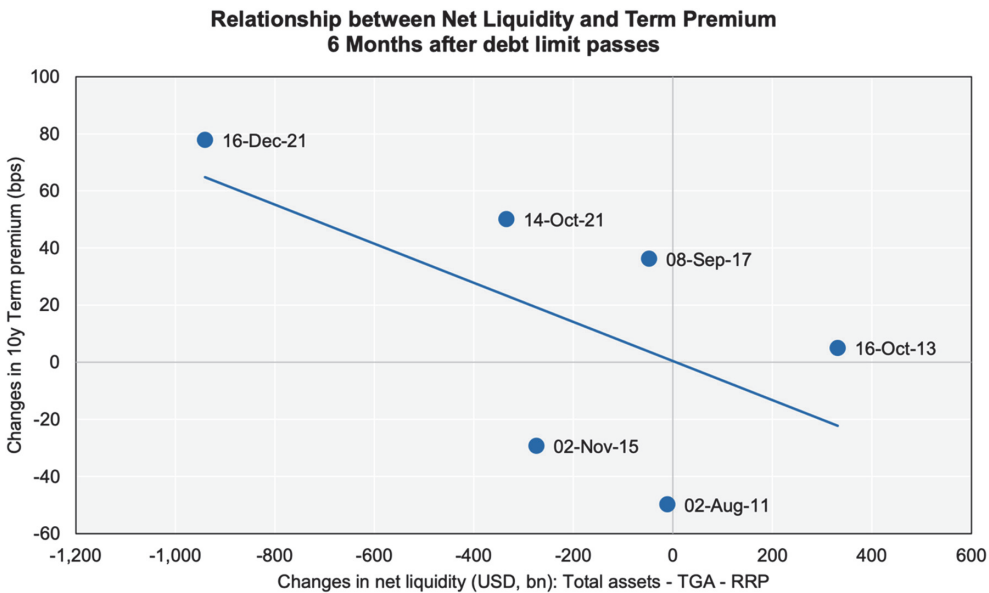
โดยสรุป เรามองว่าระดับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นมาอยู่ในจุดที่เริ่มทยอยสะสมได้ โดยมีความเสี่ยงด้านลบของราคา (Capital loss risk) ที่ค่อนข้างจำกัดประมาณ -2% ถึง -3% หาก Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 3.7% เป็น 4.0% ในขณะที่ผลตอบแทนจากการปรับขึ้นของราคาพันธบัตร (Capital gain) หากเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอย จนธนาคารกลางต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอย่างรวดเร็วเช่นในอดีต อาจสูงถึง 10% - 20% เป็นโอกาสการลงทุนในตราสารหนี้ตามรอบวัฏจักรเศรษฐกิจที่มักจะเกิดขึ้นเพียงครั้งเดียวในรอบหลายปี 🕒

แผนภาพที่ 21: กระทรวงการคลังของสหรัฐฯ ได้เปิดเผยประมาณการระดับเงินสำรองในบัญชี Treasury General Account: TGA ควรถูกคงไว้ที่ระดับสูงกว่า 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2023 ซึ่งเป็นระดับใกล้เคียงกับสัดส่วน 2% ของขนาดเศรษฐกิจ หรือต้องเพิ่มจากระดับปัจจุบันอีกกว่า 4 - 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



ที่มา: Saint Louis Fed, US Treasury, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 22: สภาพคล่องที่คาดว่าจะลดลงประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะ 4 - 6 เดือนข้างหน้า อาจทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีปรับสูงขึ้น 60 - 80 basis points ซึ่งเมื่อเทียบกับระดับผลตอบแทนที่ 3.2 - 3.4% ก่อนที่ตลาดจะ Price in ปัจจุบันนี้ จะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี มีโอกาสปรับขึ้นไปอยู่ที่ประมาณ 4%



ที่มา: Bloomberg, Bipartisan Policy Center, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3 จากความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะกดดันให้ Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ประกอบกับ Valuation ของทองคำที่สูงมากในปัจจุบัน และการเข้าซื้อที่จำกัดของผู้เล่นในตลาด ทำให้เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3 สำหรับราคาน้ำมัน เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมัน (WTI) ปรับตัวขึ้นไปที่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วง 1 - 3 เดือนข้างหน้า จากการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลก โดยเฉพาะประเทศจีน ยังคงแข็งแกร่ง ในขณะที่ฝั่งอุปทานถูกจำกัดจากการหยุดขยายตัวของการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ประกอบกับนโยบายของ OPEC+ ที่ได้เริ่มปรับลดการผลิตลงเพิ่มเติมตั้งแต่เดือน พ.ค. 2023 จึงส่งผลให้สภาวะตลาดน้ำมันโลกมีโอกาสเข้าสู่ภาวะขาดแคลนอย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 ซึ่งเป็นปัจจัยบวกสำคัญต่อราคา

## ทองคำ

ราคาทองคำลดลงสู่ระดับ 1,950 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ออนซ์ต่ำสุดในรอบ 2 เดือน

ราคาทองคำปรับลดลง หลังชนแนวต้านที่ระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ออนซ์ ซึ่งเป็นแนวต้านที่แข็งแกร่งมาตั้งแต่หลังการระบาดของ COVID ในปี 2020 โดยราคาที่ปรับลดลง

ในเดือนนี้ เกิดขึ้นท่ามกลางสถานการณ์ในภาคธนาคารที่ค่อยๆ คลี่คลายลง ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังออกมาแข็งแกร่งเป็นส่วนใหญ่ หนุนให้สมาชิก Fed หลายท่านออกมาสันนิษฐานการคงใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวด และกดดันราคาทองคำในเดือนที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 23: ราคาทองคำปรับลดลง หลังชนแนวต้านที่ระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ออนซ์



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

### การหยุดขึ้นดอกเบี้ยอาจไม่หนุนให้ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้น

หลังจากที่นาย Jerome Powell ประธาน Fed ส่งสัญญาณในการประชุมเดือน พ.ค. ว่าอาจหยุดขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มิ.ย. นี้ ตลาดก็คาดหวังว่านโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอาจเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำให้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

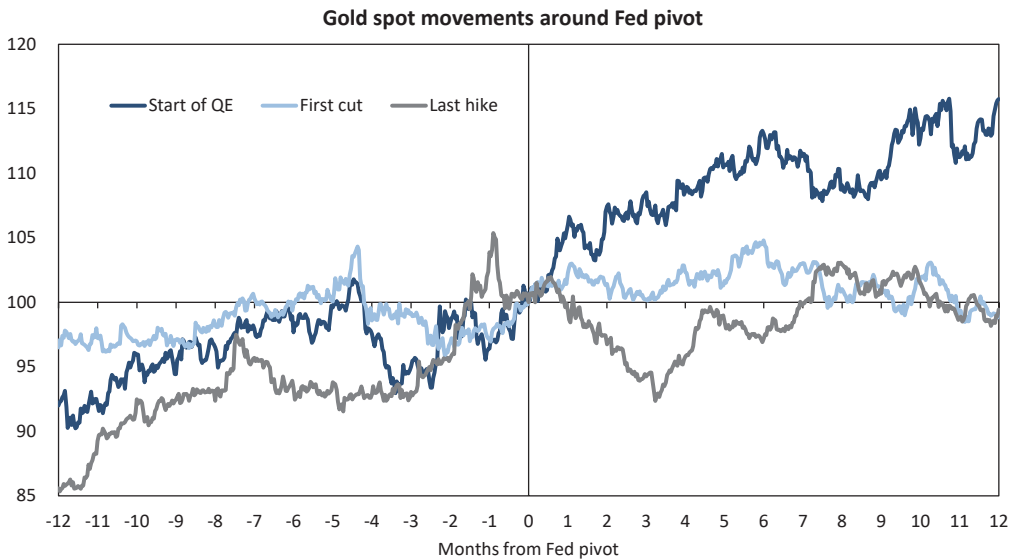
อย่างไรก็ดี จากการศึกษาข้อมูลการเคลื่อนไหวของราคาทองคำย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1971 พบว่าการหยุดขึ้นดอกเบี้ยไม่ได้เป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำในระยะกลาง โดยราคาทองคำมักจะปรับเพิ่มขึ้นแค่ในระยะเวลา 2 สัปดาห์หลัง Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย ก่อนจะปรับตัวลงแรงเกือบ -10% ในอีก 3 เดือนต่อมา

ส่วนการลดดอกเบี้ยมักจะจะเป็นบวกกับราคาทองคำในระยะสั้น-กลาง โดยช่วยพยุงราคาทองคำให้ทรงตัวในระดับ 0-5% ในช่วง 6 เดือน หลังเริ่มต้นลดดอกเบี้ย ในขณะที่ การทำ Quantitative Easing (QE) ทำให้ราคาทองคำมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นชัดเจน โดยในอดีตมีการปรับขึ้นต่อเนื่องมากถึง 10-15% ในช่วง 6 เดือนหลัง Fed เริ่มต้นทำ QE และยังทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่องหลังจากนั้น

การเคลื่อนไหวของราคาทองคำดังกล่าว ชี้ว่าราคาทองคำมีการตอบรับที่เป็นบวกต่อการทำ QE มากที่สุด ตามด้วยการปรับลดดอกเบี้ย ซึ่งเป็นการกลับทิศมาผ่อนคลายนโยบายอย่างชัดเจน ในขณะที่การหยุดขึ้นดอกเบี้ยไม่ได้เป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำมากนัก

ในภาวะปัจจุบัน ที่อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูง และอาจกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี (อ่านเพิ่มเติมในส่วนตลาดหุ้น) เป็นปัจจัยกดดันให้ Fed อาจต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ทำให้เรามองว่า Fed น่าจะยังคงส่งสัญญาณไปทางเข้มงวด และยังไม่รีบปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้ ในขณะที่การกลับมาทำ QE มีโอกาสน้อยมาก เนื่องจากปัจจุบัน Fed ยังทำ Quantitative Tightening (QT) อยู่ และน่าจะเก็บกระแสทุนอย่างการทำ QE ไว้ใช้ในภาวะคับขัน เช่น เศรษฐกิจถดถอย หรือวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่ในระยะข้างหน้า ดังนั้น ด้วยนโยบายการเงินที่อาจเข้มงวดมากขึ้น ประกอบกับ Valuation ของทองคำที่สูงมาก จากการประเมินราคาทองคำเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) และการเข้าซื้อที่จำกัดของผู้เล่นในตลาด ทำให้เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มลดลงในช่วงไตรมาส 3

แผนภาพที่ 24: ราคาทองคำมีการตอบรับที่เป็นบวกต่อการทำ QE มากที่สุด ตามด้วยการปรับลดดอกเบี้ย ซึ่งเป็น การกลับทิศมาผ่อนคลายนโยบายอย่างชัดเจน ในขณะที่การหยุดขึ้นดอกเบี้ยไม่ได้เป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำมากนัก



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

## น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ปรับตัวขึ้นไปที่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วง 1 – 3 เดือนข้างหน้า จากการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลก โดยเฉพาะประเทศจีน ยังคงแข็งแกร่ง ในขณะที่ฝั่งอุปทานถูกจำกัดจากการหยุดขยายตัวของการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ประกอบกับนโยบายของ OPEC+ ที่ได้เริ่มปรับลดการผลิตลงเพิ่มเติมตั้งแต่เดือน พ.ค. 2023 จึงส่งผลให้สถานะตลาดน้ำมันโลกมีโอกาสเข้าสู่ภาวะขาดแคลนอย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 ซึ่งเป็นปัจจัยบวกสำคัญต่อราคา

### ตลาดการเงินมี Sentiment เชิงลบต่อตลาดน้ำมันอย่างมาก สวนทางกับปัจจัยพื้นฐานที่ยังคงตึงตัว

ราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมา ถูกกดดันจากปัจจัยแนวโน้มพื้นที่เศรษฐกิจขนาดใหญ่ของสหรัฐฯ และยุโรปโซนที่ถูกความเสี่ยงระดับมหภาค (Macro risk) กดดัน ไม่ว่าจะเป็นอัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูงกว่าระดับเป้าหมายอย่างมาก กดดันให้ธนาคารกลางอย่าง Fed และ ECB ต้องดำเนินนโยบายการเงินเชิงรัดกุมต่อเนื่องในปีที่ผ่านมา และมีแนวโน้มจะรักษาทิศทางนโยบายในปัจจุบันไปจนถึงอย่างน้อยช่วงสิ้นปีนี้ ประกอบกับสถานการณ์ความเปราะบางในภาคธนาคารสหรัฐฯ ที่เข้ามาเพิ่มความกังวลต่อแนวโน้มอุปสงค์น้ำมันโลกให้แก่นักลงทุนในตลาดการเงิน

อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่ธนาคาร SVB ล้มละลายลงไปในเดือนมี.ค. ที่ผ่านมา ปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันโลกกลับไม่ได้แยลงอย่างที่ตลาดเคยคาด และแนวโน้มความต้องการบริโภคน้ำมันในปีนี้ยังคงแข็งแกร่ง สะท้อนผ่านคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกโดย 3 สำนักวิเคราะห์หลักได้แก่

1. Energy Information Administration (EIA) ของสหรัฐฯ ที่ในรายงานประจำเดือนล่าสุดในเดือน พ.ค. (Short-Term

Energy Outlook) ได้มีการปรับคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกในปี 2023 ขึ้นเป็น 101 ล้านบาร์เรลต่อวัน (vs. 100.9 ล้านบาร์เรลต่อวันในคาดการณ์เดือนก่อนหน้า)

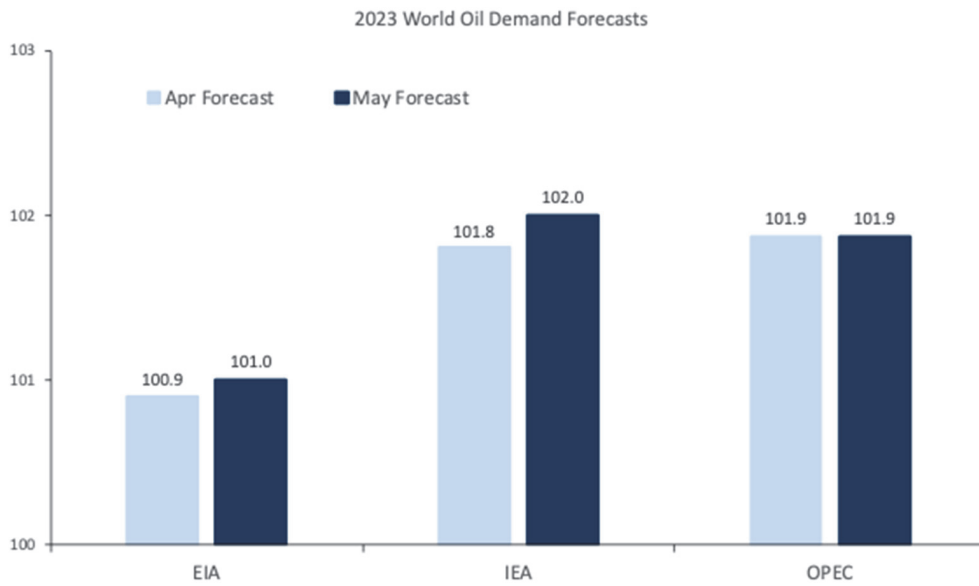
2. International Energy Agency (IEA) หรือหน่วยงานด้านข้อมูลพลังงานนานาชาติ ได้มีการปรับคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกสำหรับปี 2023 ในรายงานตลาดน้ำมันประจำเดือน พ.ค. (Oil Market Report) ขึ้นเช่นเดียวกับ EIA โดยปัจจุบันทาง IEA ให้คาดการณ์ไว้ที่ 102 ล้านบาร์เรลต่อวัน (vs. 101.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในคาดการณ์เดือนก่อนหน้า)
3. Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) ซึ่งเป็นกลุ่มผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในโลก ยังคงคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกในปี 2023 ที่ระดับ 101.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ใกล้เคียงกับทาง IEA

ในขณะที่ข้อมูลบ่งชี้ภาวะตลาดน้ำมันในปัจจุบัน อยากรดับน้ำมันดิบในคลังสำรองเชิงพาณิชย์ของประเทศสหรัฐฯ (US commercial crude stocks) ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา อยู่ในระดับปรกติเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี และมีทิศทางค่อนข้างไปทางที่ปรับลดลงไวกว่าค่าเฉลี่ย ที่ปกติแล้วจะปรับลดลงระหว่างเดือนมิ.ย. – ก.ย. หรือในฤดูร้อนของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นช่วงที่มีเดินทางโดยรถยนต์สูงที่สุดของปี (Driving season)

จากข้อมูลระดับคลังสำรองน้ำมันดิบที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับคาดการณ์แนวโน้มอุปสงค์โลกในระยะข้างหน้าที่ยังถูกคงไว้ในระดับสูง หรือแม้แต่ถูกปรับขึ้น เราจึงมองว่า Sentiment ของนักลงทุนในตลาดการเงินในปัจจุบันเป็นลบมากเกินไป และมีโอกาสปรับตัวดีขึ้นเมื่อตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) ปรับเข้าสู่ภาวะอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess demand) ในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันดิบให้ปรับตัวสูงขึ้น

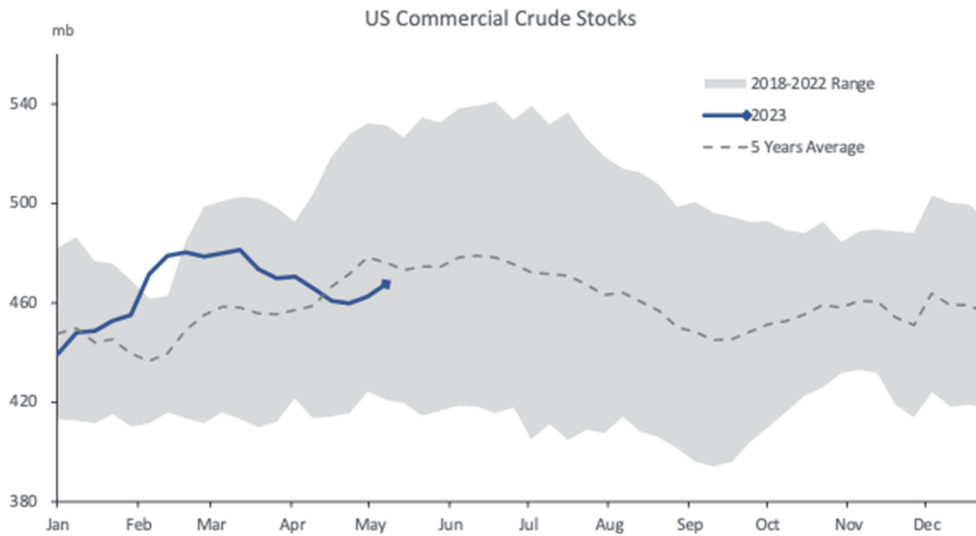


แผนภาพที่ 25: รายงานประจำเดือนของ EIA และ IEA ปรับคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันโลกเฉลี่ยในปี 2023 ขึ้น ในขณะที่ OPEC ยังคงคาดการณ์ไว้ในระดับสูง



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

แผนภาพที่ 26: ระดับคลังน้ำมันดิบสำรองเชิงพาณิชย์ในสหรัฐฯ อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต สะท้อนภาพอุปสงค์ที่ยังแข็งแกร่งในช่วงที่ผ่านมา



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

## คลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ หรือ SPR มีโอกาสพลิกกลับเป็นฝ่ายซื้อในครึ่งหลังของปีนี้

นับตั้งแต่วิกฤติ COVID-19 เป็นต้นมา รัฐบาลสหรัฐฯ ได้นำน้ำมันดิบจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ หรือ Strategic Petroleum Reserves: SPR ออกจำหน่ายแล้วมากกว่า 290 ล้านบาร์เรล เพื่อช่วยทดแทนภาคการผลิตที่หยุดชะงักจากภาวะห่วงโซ่อุปทานขัดข้อง และมีบทบาทสำคัญในการพยุงราคาต้นทุนน้ำมันลงมาจากจุดสูงสุดเมื่อช่วงกลางปี 2022 ที่ผ่านมา

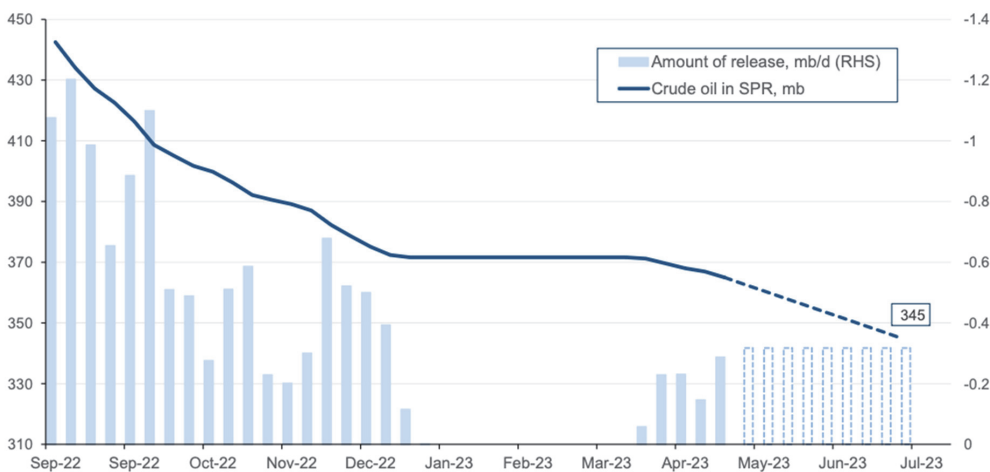
อย่างไรก็ดี ระดับน้ำมันดิบสำรองในคลัง SPR ลดมาอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดในรอบ 4 ทศวรรษจากมาตรการช่วยเหลือด้านราคาคงกล่าว เป็นการเพิ่มความเสี่ยงด้านความมั่นคงทางพลังงานของสหรัฐฯ ในสถานการณ์ปัจจุบันที่ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากเมื่อสิ้นสุดการระบายน้ำมันดิบออกจากคลัง SPR ตามกำหนดในเดือน มิ.ย. นี้ จะถึงนี้ สหรัฐฯ จะเหลือน้ำมันดิบสำรองอยู่เพียง 345 ล้านบาร์เรล ในคลังสำรองของภาครัฐ คิดเป็นระดับที่เพียงพอต่อการชดเชยการนำเข้าน้ำมันดิบได้ไม่ถึง 2 เดือน

กระทรวงพลังงานสหรัฐฯ ที่ทราบถึงความเสี่ยงนี้ดี จึงส่ง

สัญญาณว่าจะเริ่มซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเติมคลัง SPR มาตั้งแต่ช่วยปลายปีก่อน แต่ในช่วงต้นปีที่ผ่านมา กลับได้ออกมาแถลงว่าตัวคลังสำรองอยู่ระหว่างการซ่อมบำรุง จึงยังไม่สามารถเข้าซื้อได้ทันที แม้ราคาน้ำมันดิบ WTI จะกลับมาอยู่ในระดับที่ทางกระทรวงเคยประกาศไว้ว่าต้องการซื้อที่ราคาประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จนเป็นเหตุให้ทาง OPEC+ ต้องเข้ามาประกาศลดการผลิตลงเพิ่มเติมเพื่อพยุงราคา

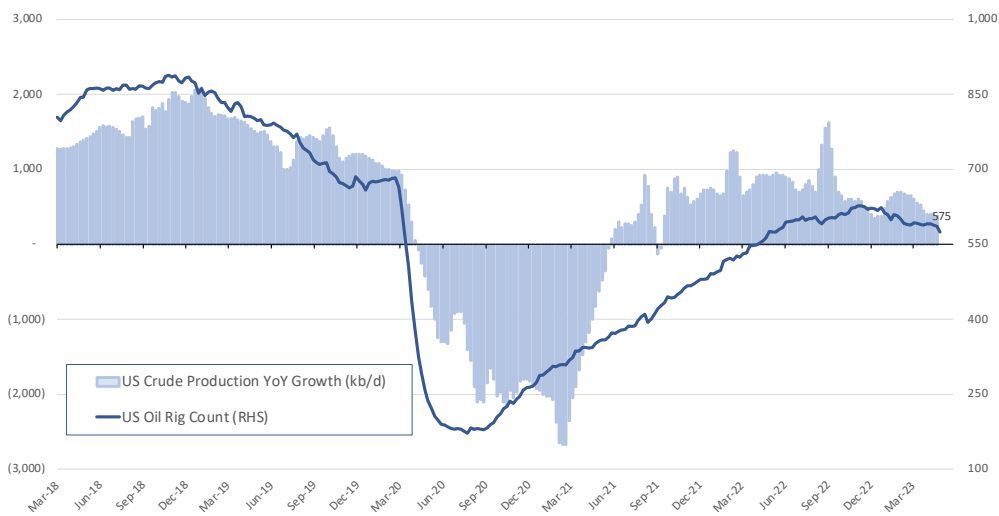
เรามองว่าทางการสหรัฐฯ ต้องการหลีกเลี่ยงการทำพลาดซ้ำเติมกับเหตุการณ์ที่เพิ่งเกิดขึ้น โดยการเข้ามาสร้างความมั่นใจว่าจะเป็นผู้เข้ามาซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าคลังสำรอง SPR ซึ่งจะช่วยพยุงราคาที่ระดับประมาณ 70 ดอลลาร์ต่อสหรัฐฯ เพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้ทางกลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่อย่าง OPEC+ ประกาศลดการผลิตลงเพิ่มเติมอีกในการประชุมใหญ่ที่จะจัดขึ้นในวันที่ 4 มิ.ย. นี้ ซึ่งหากเกิดกรณีหลังขึ้น จะเป็นผลเสียต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ และโลกโดยรวมมากกว่า โดยล่าสุดทางกระทรวงพลังงานของสหรัฐฯ ระบุว่า การเข้าซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเติมคลัง SPR จะเริ่มต้นขึ้นภายในปีนี้ (Later this year) และมีความเป็นไปได้ที่จะเกิดขึ้นในเดือน ก.ค. หรืออีกเพียง 1 – 2 เดือนข้างหน้า

**แผนภาพที่ 27: เมื่อสิ้นสุดการระบายน้ำมันดิบออกจากคลัง SPR ตามกำหนดในเดือน มิ.ย. นี้ สหรัฐฯ จะเหลือน้ำมันดิบสำรองอยู่เพียง 345 ล้านบาร์เรลในคลังสำรองของภาครัฐ เป็นระดับที่เพียงพอต่อการชดเชยการนำเข้าน้ำมันดิบได้ไม่ถึง 2 เดือน**



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

**แผนภาพที่ 28: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ลดลงเหลือ 575 แท่น ต่ำที่สุดในรอบ 1 ปี บ่งชี้ถึงความสามารถในการผลิตน้ำมันดิบที่จำกัดในระยะข้างหน้า**



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

**จีนเร่งนำเข้าน้ำมันดิบจำนวนมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์ในเดือน มี.ค. 2023 สะท้อนอุปสงค์เติบโตแข็งแกร่ง**

ในช่วงเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา การล่มสลายของธนาคาร First Republic Bank ในสหรัฐฯ และธนาคาร Credit Suisse ในสวิสเซอร์แลนด์ นับเป็นเหตุการณ์ที่ได้จุดชนวนความตื่นตระหนกของนักลงทุนและนักเก็งกำไรในตลาดงานการเงิน จนเกิดปรากฏการณ์แห่ขาย (Sell-off) สินทรัพย์เสี่ยงอย่างสัญญาน้ำมันดิบ จนราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับลดลงอย่างรวดเร็วกว่า 10% จากช่วงก่อนหน้า ไปอยู่ที่ระดับ 65 – 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

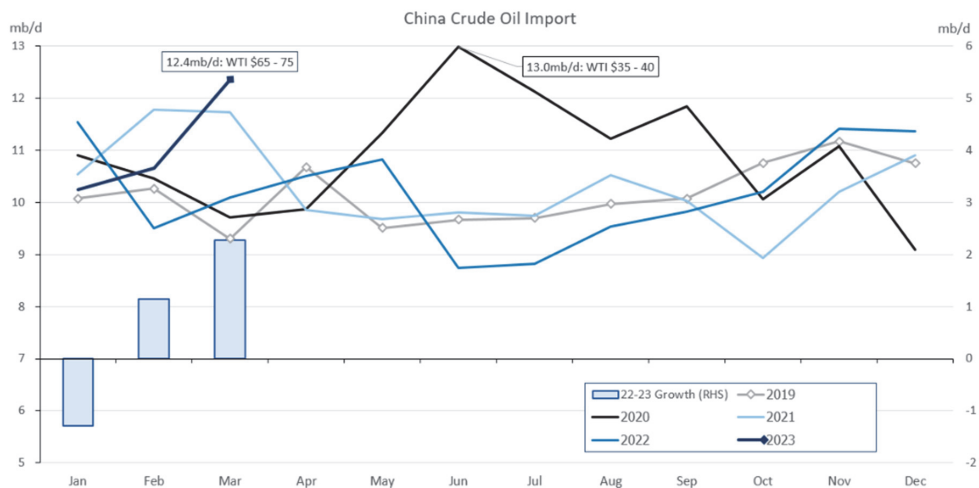
อย่างไรก็ดี เรามองว่าความตื่นตระหนกดังกล่าวไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) ที่ยังคงแข็งแกร่ง โดยเฉพาะประเทศจีน ซึ่งเป็นผู้ผลิตรายสำคัญของการเติบโตของอุปสงค์โลกในปีี้ จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวหลังทางการจีนทยอยลดข้อจำกัดการเดินทางซึ่งมีที่มาจากนโยบาย Zero COVID ที่ถูกยกเลิกไป

ข้อมูลสำคัญที่ยืนยันแนวโน้มความต้องการบริโภคน้ำมันในประเทศจีนคือปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบที่เติบโตขึ้น โดยกรมศุลกากรประเทศจีน (General Administrative of Customs)

รายงานปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบสูงกว่า 12.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มี.ค. 2023 คิดเป็นการเติบโตสูงถึง 16% MoM และ 22% YoY และนับเป็นปริมาณการนำเข้าที่สูงที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์ของประเทศจีน รองจาก 13 ล้านบาร์เรลต่อวันเมื่อเดือน มิ.ย. 2020 การนำเข้าน้ำมันดิบจำนวนมากในเดือน มี.ค. สอดคล้องกับตัวเลขประมาณการอุปสงค์น้ำมันในประเทศจีนโดยหน่วยงาน EIA ในช่วงเวลาเดียวกัน ที่อยู่ในระดับ 16 ล้านบาร์เรลต่อวันต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 หรือเติบโตจากช่วงเวลาเดียวกันในปีที่แล้วราว +0.8 ล้านบาร์เรล

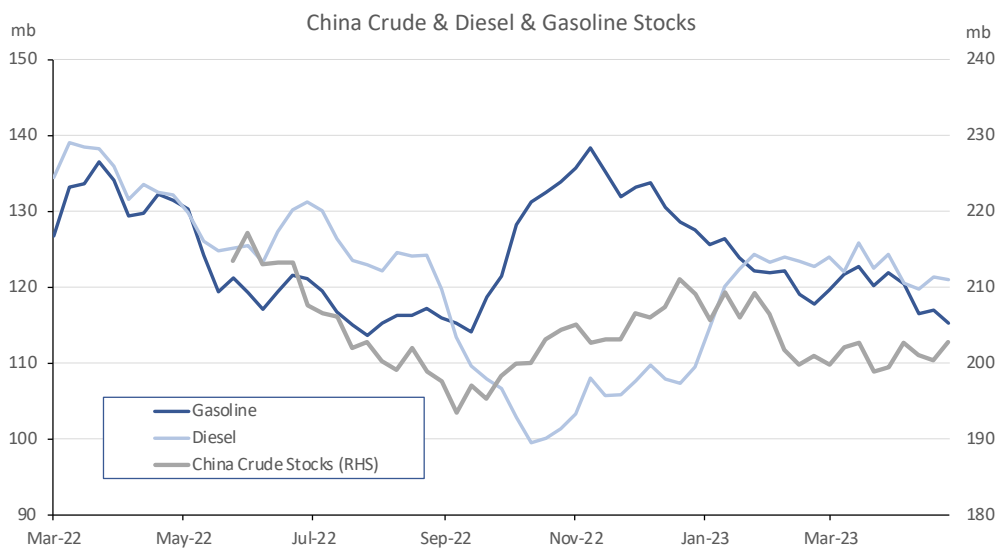
จากข้อมูลดังกล่าว เราจึงเชื่อว่าระดับราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเป็นราคาฐาน (Floor price) ที่มีความเสี่ยงด้านต่ำค่อนข้างจำกัด จากความต้องการนำเข้าเพื่อตอบสนองต่ออุปสงค์ที่เติบโตขึ้นในประเทศจีน และโอกาสที่รัฐบาลสหรัฐฯ จะเข้ามาซื้อเพื่อนำไปเติมน้ำมันกลับเข้าคลังสำรอง SPR ในขณะที่อุปทานที่ลดลงจากการลดการผลิตของกลุ่มประเทศ OPEC+ ประกอบกับความต้องการบริโภคที่ยังแข็งแกร่งในระยะสั้น – กลาง จึงมีโอกาสที่ราคาน้ำมันดิบ WTI จะปรับสูงขึ้นสู่ระดับประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะ 1 – 3 เดือนข้างหน้า 🕒

**แผนภาพที่ 29: จีนเร่งนำเข้าน้ำมันดิบจำนวนมากกว่า 12.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มี.ค. 2023 คิดเป็นการเติบโตสูงถึง 16% MoM และ 22% YoY**



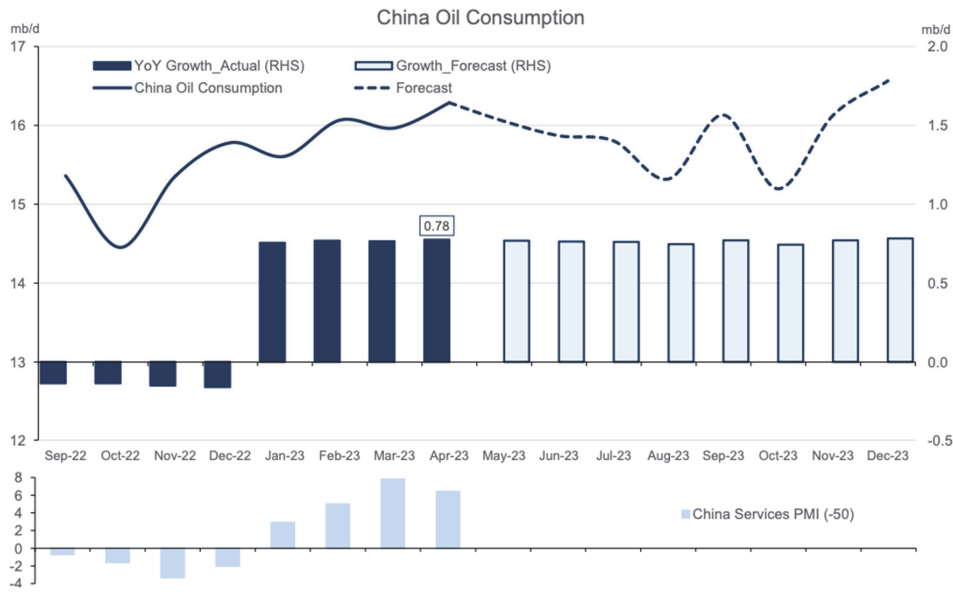
ที่มา: Bloomberg, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 30: ระดับน้ำมันดิบและน้ำมันดีเซลในประเทศจีนค่อนข้างทรงตัวตั้งแต่เดือน มี.ค. เป็นต้นมา ในขณะที่ระดับน้ำมันเบนซินปรับตัวลดลง**



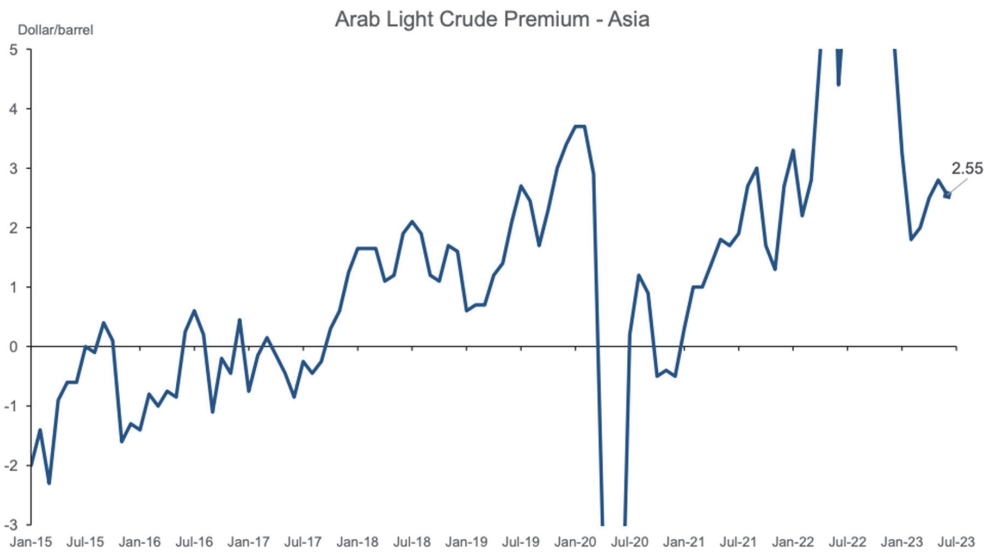
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 31: อุปสงค์น้ำมันในประเทศจีนในช่วงต้นปีที่ผ่านมา เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 16 ล้านบาร์เรลต่อวัน คิดเป็นการเติบโตต่อปีประมาณ +0.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน**



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

**แผนภาพที่ 32: ส่วนต่างของราคาน้ำมันดิบ (Premium) เมื่อเทียบกับดัชนีเปรียบเทียบ ที่ซาอุดีอาระเบียเรียกจากผู้ซื้อในภูมิภาคเอเชีย สำหรับการส่งมอบในเดือน มิ.ย. 2023 ยังคงอยู่ในระดับสูงหากไม่นับช่วงที่เกิดความตื่นตระหนกจากภาวะสงครามรัสเซีย-ยูเครน**



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

# GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มอ่อนแอเข้าสู่ไตรมาส 2 สะท้อนผ่านดัชนี ISM เดือน เม.ย. ที่ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะภาคการผลิตที่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้รับแรงกดดันจากนโยบายการเงินเข้มงวด ประกอบกับประเด็นในภาคธนาคารที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยกู้มากยิ่งขึ้นในไตรมาสแรกของปี ขณะที่โมเมนตัมการปล่อยสินเชื่ออ่อนแอต่อเนื่อง นับเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจที่สำคัญ นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังมีความเสี่ยงจากประเด็น Debt ceiling ที่หากสภาไม่สามารถอนุมัติปรับขึ้นเพดานนี้ได้ทัน จะนำไปสู่การผิดนัดชำระหนี้และทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ซึ่งปัจจัยข้างต้นนับเป็น Downside ต่อมุมมองอัตราดอกเบี้ยสูงสุดของ Fed ที่ 5.25-5.50% ของเรา
- เศรษฐกิจยูโรโซนยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องเข้าสู่ไตรมาส 2 ด้วยแรงหนุนจากภาคบริการเป็นสำคัญ สะท้อนผ่านดัชนี Services PMI เดือน เม.ย. ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสูงสุดในรอบ 11 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตยังคงหดตัวต่อเนื่องท่ามกลางอุปสงค์โลกที่แผ่วลง นอกจากนี้ การใช้จ่ายของผู้บริโภคยังคงอ่อนแอและการปล่อยสินเชื่อมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB ประกอบธนาคารพาณิชย์ที่ค่อนข้างเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไม่ได้แข็งแกร่งนัก อย่างไรก็ตาม ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูง โดยเฉพาะราคาค่าเช่าบริการที่ขยายตัวสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ทำให้ ECB ยังมีความจำเป็นต้องเดินหน้าปรับขึ้นต่อ ซึ่งเรายังคงมุมมอง Terminal rate ที่ 3.75% โดยคาดว่าจะปรับดอกเบี้ยในอัตรา +25bps ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค.
- กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน เม.ย. ยังคงฟื้นต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการส่งออกชะลอตัวลงต่อเนื่องจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ด้านนโยบายการเงินในการประชุมครั้งแรกในวาระของนาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินเดิม โดยมีมติเป็นเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และคงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ "0%" และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5% และระบุว่าจะมีการทบทวนนโยบายการเงินในมุมมองกว้าง โดยมีกรอบเวลาที่วางแผนไว้ประมาณหนึ่งปีถึงหนึ่งปีครึ่ง อย่างไรก็ตาม ภายหลังการประชุมนาย Ueda ได้ออกมากระบุว่าการทบทวนนโยบายจะไม่เชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายในระยะสั้น และเน้นย้ำถึงความจำเป็นในการรอข้อมูลเพิ่มเติมเพื่อสรุปว่าอัตราเงินเฟ้อสามารถจะบรรลุเป้าหมาย 2% ของ BoJ ได้อย่างยั่งยืน
- การเร่งตัวขึ้นของกิจกรรมการบริโภคและการผลิตของจีนในเดือน เม.ย. ได้รับอานิสงส์จากการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งได้รับผลบวกจากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อนที่มีการปิดเมืองอย่างเข้มงวดจากการระบาดของ COVID-19 ขณะที่การลงทุนชะลอตัวลงสวนทางกับคาดการณ์ของตลาดที่มองจะเร่งตัวขึ้น สะท้อนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโดยรวมที่ยังมีความไม่แน่นอนสูง และสอดคล้องกับดัชนี PMI, การปล่อยสินเชื่อ และยอดนำเข้าเดือน เม.ย. ที่ออกมาแยกว่าคาดการณ์ของตลาดเช่นกัน โดยการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในช่วงหลังการเปิดเมืองที่ผ่านพ้นไป ประกอบกับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ทำให้แนวโน้มการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจีนต่อจากนี้ยังมีความไม่แน่นอน ทั้งนี้ Bloomberg consensus คาด GDP จีนปีนี้จะขยายตัวที่ 5.7% YoY (vs. 3.0% ปี 2022) ขณะที่ IMF คาด 5.2% เทียบกับเป้าหมายของทางการจีนที่ตั้งเป้าไว้ที่เพียงราว 5%
- เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.7% YoY ในไตรมาสแรกของปี 2023 ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อย และเป็นการปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อน โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักมาจากการขยายตัวในส่วนของภาคบริการ การบริโภคภาคเอกชน และการลงทุนรวม ส่วนการส่งออกสินค้าและการบริโภคภาครัฐหดตัว โดย สศช. ยังคงคาดการณ์ GDP ปีนี้ในกรอบเช่นเดิมที่ 2.7-3.7% (ค่ากลางที่ 3.2% vs. ESU ที่ 3.3%) ขณะที่เรายังคงมุมมองในกรณีฐานว่าระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) จะอยู่ที่ 2% หลังล่าสุด ธปท. ได้มีมติปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก +25bps ในการประชุมเมื่อวันที่ 31 พ.ค. ที่ผ่านมา โดยปัจจัยหลักมาจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยนับตั้งแต่ต้นปี (YTD) ได้อยู่ต่ำกว่าระดับคาดการณ์ของ ธปท. ในช่วง 1H23F แล้ว ซึ่งอาจช่วยลดความกังวลของ ธปท. ต่อแรงกดดันด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน (Underlying price pressure) อีกทั้ง ความเสี่ยงของการพักการกระตุ้นที่รออยู่ที่ผ่อนคลายลง หลังตัวเลขดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) หดตัวในช่วง 2 เดือนล่าสุด

# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มอ่อนแอเข้าสู่ไตรมาส 2 สะท้อนผ่านดัชนี ISM เดือน เม.ย. ที่ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะภาคการผลิตที่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้รับแรงกดดันจากนโยบายการเงินเข้มงวด ประกอบกับประเด็นในภาคธนาคารที่ก่อให้เกิดความวิตกกังวลในการปล่อยกู้มากยิ่งขึ้นในไตรมาสแรกของปี ขณะที่ไม่เมตตัมการปล่อยสินเชื่ออ่อนแอต่อเนื่อง นับเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจที่สำคัญ นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังมีความเสี่ยงจากประเด็น Debt ceiling ที่หากสภาไม่สามารถอนุมัติปรับขึ้นเพดานนี้ได้ ก็จะทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ซึ่งปัจจัยข้างต้นนับเป็น Downside ต่อมุมมองอัตราดอกเบี้ยสูงสุดของ Fed ที่ 5.25-5.50% ของเธอ

## กิจกรรมเศรษฐกิจมีแนวโน้มอ่อนแอเข้าสู่ไตรมาส 2

กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณแผ่วลงเข้าสู่ไตรมาส 2 สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อโดย ISM เดือน เม.ย. ที่อยู่ในระดับต่ำ โดยดัชนี ISM ภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.8 จุด เป็น 47.1 จุด จากยอดคำสั่งซื้อที่ปรับดีขึ้น (+1.4, 45.7 จุด) แต่ดัชนียังอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 ส่วนดัชนี ISM ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเช่นกัน (+0.7, 51.9 จุด) และยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 6 เดือนก่อนหน้านี้ที่ 53.5 จุด

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีกเดือน เม.ย. พลิกกลับมาขยายตัว 0.4% MoM จากที่หดตัว -0.7% (Revised เพิ่มขึ้น +0.3ppt) ในเดือนก่อน โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 1.6% YoY (vs. 2.4% เดือนก่อน) ขณะที่เมื่อไม่นับรวมหมวดสินค้าที่ผันผวน อาทิ ร้านอาหาร, รถยนต์, อุปกรณ์ก่อสร้าง และปั้มน้ำมันหรือ Retail Control Group ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคำนวณ GDP จะขยายตัว 0.7% MoM สูงสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. จากที่หดตัว -0.4% (Revised เพิ่มขึ้น +0.1ppt) สะท้อนการใช้จ่ายที่ดีขึ้น หนุนโดยอัตราการว่างงานที่ต่ำและค่าจ้างที่ยังเติบโตดี

อย่างไรก็ดี แนวโน้มการบริโภคไม่ดีขึ้น สะท้อนผ่านความเชื่อมั่นผู้บริโภคเบื้องต้นเดือน พ.ค. ที่ปรับตัวลดลง -5.8 จุด เป็น 57.7 จุด แยกว่าตลาดคาดที่ 63.0 จุด โดยผู้บริโภคมีมุมมองต่อเศรษฐกิจแย่ลงทั้งในปัจจุบัน (-3.7, 64.5 จุด) และอนาคต (-7.1, 53.4 จุด) ส่วนหนึ่งอาจสะท้อนถึงความกังวลต่อประเด็นในภาคธนาคาร รวมถึงเพดานหนี้สาธารณะ (Debt Ceiling) เนื่องจากรัฐบาลมีความเสี่ยงสูงที่จะผิดนัดชำระหนี้ ท่ามกลางการเจรจาต่อรองในสภาที่หาข้อตกลงร่วมกันได้ยากเนื่องจากเป็นสภาเสียงแตก (Democrat พรรครัฐบาลครองเสียงข้างมากในวุฒิสภา ขณะที่ Republican ครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ) ขณะที่วันที่รัฐบาลจะมีเงินไม่เพียงพอชำระหนี้ (X-date) ถูกขยับใกล้เข้ามาเป็นช่วงต้นเดือน มิ.ย. (ตามการประเมินล่าสุดของกระทรวงการคลังสหรัฐฯ เมื่อต้นเดือน พ.ค.)

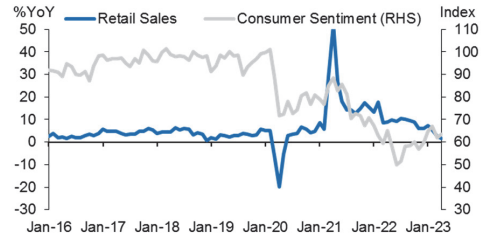
ส่วนการลงทุนมีแนวโน้มที่อ่อนแอต่อเนื่อง โดยยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุนไม่นับรวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบินซึ่งเป็นดัชนีชี้้นำการลงทุนชะลอตัวต่อเนื่อง โดยเดือน มี.ค. ขยายตัวที่ 1.6% YoY (vs. 2.8% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2020 ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ในภาคการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) เดือน เม.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +1.4 จุด เป็น 45.7 จุด แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8 สะท้อนอุปสงค์ที่ยังมีแนวโน้มอ่อนแอ

**แผนภาพที่ 33: ดัชนี ISM พ้นตัวขึ้นเล็กน้อยในเดือน เม.ย. ทั้งในภาคการผลิตและบริการ ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังอยู่ในระดับต่ำ และมีแนวโน้มไม่ดีจากความไม่แน่นอนในประเด็นภาคธนาคารและการปรับขึ้นเพดานหนี้**

ISM manufacturing vs. services



Consumption



Investment



Trade



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

ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นในไตรมาส 1 หลังเกิดประเด็น SVB แต่ต่ำกว่าระดับตอนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 และ COVID-19 โดยเข้มงวดกับสินเชื่อประเภท CRE เป็นอย่างมาก ซึ่งนับเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤต COVID-19

ธนาคารพาณิชย์สหรัฐฯ ได้เพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากยิ่งขึ้นในไตรมาสแรกของปีตามที่ได้คาดการณณ์เอาไว้ตามรายงาน SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey) ล่าสุด ภายใต้บริบทเศรษฐกิจที่อัตราดอกเบี้ยปรับสูงขึ้นต่อเนื่องอย่างรวดเร็วและมีความไม่แน่นอนมากขึ้น โดยเฉพาะหลังเกิดประเด็นในภาคธนาคารจากกรณีการล้มของ Silicon Valley Bank (SVB) เมื่อต้นเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งนำไปสู่กระแสไหลออกของเงินฝาก (Deposit outflows) เป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม วัฏจักรความเข้มงวดยังคงต่ำกว่าช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจโลก (Global Financial Crisis) ในปี 2008 และวิกฤต COVID-19

ทั้งนี้ ธนาคารพาณิชย์ได้เพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อประเภทอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ (Commercial Real Estate: CRE) เป็นอย่างมาก (เส้นสีเทาในแผนภาพ 34 ด้านซ้ายมือ) ซึ่งนับเป็นกลุ่มที่ตลาดค่อนข้างกังวลว่าธนาคารพาณิชย์จะได้รับผลกระทบจากการปล่อยสินเชื่อประเภท CRE ดังกล่าว โดยเฉพาะธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็กที่มีประเด็นกระแสเงินไหลออก

เป็นจำนวนมากอยู่แล้ว ทั้งยังปล่อยสินเชื่อประเภทนี้เป็นจำนวนมาก (ราว 70% ของสินเชื่อ CRE ทั้งหมด)

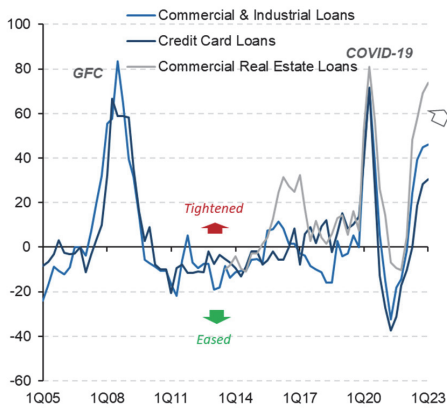
โดยสิ่งที่น่ากังวลคือ CRE ในกลุ่มที่เป็นสำนักงาน (Office) ซึ่งได้รับผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 ที่ทำให้เกิดการปรับเปลี่ยนพฤติกรรม อาทิ การทำงานที่บ้าน (Work From Home) หรือเป็น Hybrid work ซึ่งทำให้ความจำเป็นในการเช่าพื้นที่สำนักงานลดลงและทำให้อัตราการว่างของพื้นที่สำนักงาน (Vacancy rate) เพิ่มขึ้นอยู่ที่ระดับ 19.0% (ณ สิ้นไตรมาส 1/2023) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จากก่อน COVID-19 ในไตรมาส 4/2019 ที่ 16.8% (อิงจากข้อมูลของ Reis Inc.) นับเป็นความเสี่ยงที่ยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

ภายใต้การปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ที่เข้มงวดต่อเนื่องและมากยิ่งขึ้น ทำให้การปล่อยสินเชื่อสู่ระบบเศรษฐกิจแม้ยังเติบโต แต่ก็ด้วยอัตราที่ลดลงต่อเนื่อง ทั้งยังมีแนวโน้มลดลงต่อจากนี้ด้วย ท่ามกลางเศรษฐกิจที่เผชิญความไม่แน่นอนหลายปัจจัย ขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับสูง (5.00-5.25% ณ การประชุมวันที่ 2-3 พ.ค.) นับเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจที่สำคัญที่ต้องเฝ้าระวังอย่างใกล้ชิดและเป็น Downside ต่อคาดการณ์ระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงสุดหรือ Terminal rate ของเรา ที่ 5.25-5.50%

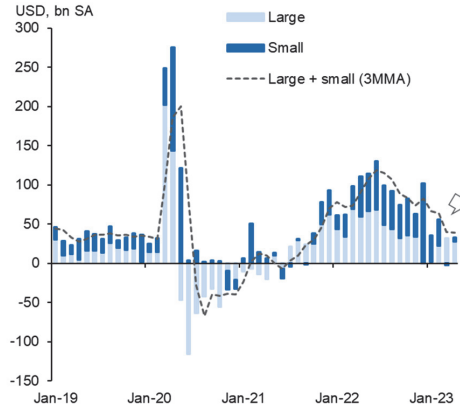


**แผนภาพที่ 34: ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นในไตรมาส 1 (กราฟซ้ายมือ) แต่ยังคงต่ำกว่าระดับตอนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 และ COVID-19 ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อยังคงเพิ่มขึ้น แต่ในอัตราที่ลดลงต่อเนื่อง**

**Net % of banks tightening lending standards<sup>1\</sup>**



**Domestic commercial bank lending<sup>2\</sup>**



- Banks tightened lending standards further in 1Q23 as has been expected following the collapse of SVB. Nevertheless, the tightening levels are still well below that during the Global Financial Crisis (2000s) & COVID-19.
- Banks expect lending standards to tighten over the rest of 2023 across all loan categories amid 1) expected deterioration in the credit quality of their loan portfolios and in customers' collateral values, 2) reduction in risk tolerance, and 3) concerns on bank funding costs, bank liquidity position and deposit outflows.

**Note:** 1\ Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (SLOOS) which reports on a quarterly basis. Latest survey was in 1Q23. 2\ Data as of 26 Apr.  
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

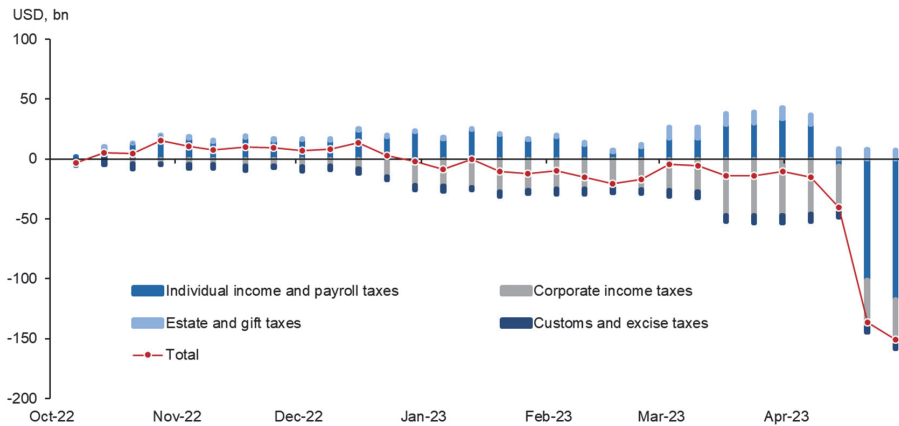
**ประเด็นเพดานหนี้ (Debt ceiling) นับเป็นความเสี่ยงที่ต้องเฝ้าระวังอย่างใกล้ชิด โดยหากรัฐบาลผิดนัดชำระหนี้ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ**

ประเด็นเพดานหนี้ (Debt ceiling) มีความน่ากังวลมากขึ้น หลังนาง Janet Yellen รมว.คลังยื่นหนังสือต่อประธานสภาผู้แทนฯ เมื่อวันที่ 1 พ.ค. ว่ารัฐบาลอาจมีเงินชำระหนี้ไม่เพียงพอ (หรือ X-date) จนถึงต้นเดือน มิ.ย. นี้ หรือเร็วสุดจนถึงวันที่ 1

มิ.ย. หากสภาไม่ดำเนินการปรับเพิ่มเพดานหนี้หรือระงับเพดานหนี้จากเมื่อเดือน ม.ค. ที่ได้ระบุว่ารัฐบาลน่าจะมีเงินเพียงพอชำระหนี้จนถึงต้นเดือน มิ.ย. เป็นอย่างน้อย ซึ่งนับเป็นการประเมินใหม่หลังพิจารณาถึงรายรับภาษีที่ได้รับเข้ามาซึ่งน้อยกว่าที่ได้คาดการณ์ไว้เดิม โดยก่อนหน้านี้อัตราได้ประเมินวัน X-date จะอยู่ในช่วงเดือน ก.ค.-ส.ค.

แผนภาพที่ 35: รายรับภาษีต่ำกว่าที่ประเมินไว้ ทำให้วันที่รัฐบาลมีเงินไม่เพียงพอชำระหนี้หรือ X-date จะถูกขยับมาเร็วขึ้นจากเดิมที่ประเมินไว้ ซึ่งล่าสุดรัฐบาลประเมินว่าอาจเป็นช่วงต้นเดือน มิ.ย.

Tax receipts gap (actual less expected) by week <sup>1\</sup>



Note: 1\ Tax receipts gap is the difference between cumulative tax receipts since the start of the fiscal year and cumulative receipts expected by that point of the year. Expected receipts are the amounts consistent with CBO's Feb 2023 projections for total receipts in 2023, given the expected timing of tax payments over the fiscal year. It is subjected to some uncertainty due to the timing of tax payments over the fiscal year, which is largely predictable but does vary from year to year. As of 28 Apr. ที่มา: Penn Wharton, US Treasury, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านการเจรจาปรับเพิ่มเพดานหนี้ให้สูงขึ้นนั้น เราคาดว่า จะเป็นไปอย่างยากลำบากเช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นในปี 2011 เนื่องจากเป็นสภาเสียงแตก (Divided Congress) ซึ่งในปัจจุบัน พรรค Republican ได้ครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ และมีความต้องการให้รัฐบาล (ซึ่งเป็น Democrat และมีเสียงข้างมากในวุฒิสภา) ลดการใช้จ่ายลงเพื่อแลกเปลี่ยนกับการปรับขึ้นเพดานหนี้ให้ โดยสภาผู้แทนฯ ได้มีการผ่านแผน Limit, Save, Grow Act

เมื่อวันที่ 26 เม.ย. ที่จะระงับเพดานหนี้ออกไปราว 1 ปี (คิดเป็นวงเงิน 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) แลกเปลี่ยนกับการลดการใช้จ่ายลง 4.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ในช่วง 10 ปี) ซึ่งเป็นสิ่งที่ขัดกับความต้องการของรัฐบาลที่ยินกรานจะไม่ลดการใช้จ่าย และระบุว่า การปรับขึ้นเพดานหนี้ควรปราศจากเงื่อนไข (ณ วันที่เราจัดทำรายงานฉบับนี้)


แผนภาพที่ 36: พรรค Democrat ที่เป็นรัฐบาลมีความเห็นไม่ตรงกับพรรค Republican ที่ต้องการลดการใช้จ่ายเพื่อแลกกับการปรับเพิ่มเพดานหนี้ให้

Debt ceiling standoff

"After reviewing recent federal tax receipts, our best estimate is that we will be unable to continue to satisfy all of the government's obligations by early June, and potentially as early as June 1, if Congress does not raise or suspend the debt limit before that time."

This estimate is based on currently available data.. and that "the actual date that Treasury exhausts extraordinary measures could be a number of weeks later than these estimates."

Treasury Sec. Janet Yellen (wrote in letter to congressional leaders on 1 May)




**VS**

**Possible debt ceiling scenarios**

- 1 Short-term suspension  
Suspend the debt ceiling for a few months, e.g. until the end of fiscal year (30 Sep 23)
- 2 Long-term suspension  
Suspend the debt ceiling for a year in exchange for some spending caps, e.g. recent House Rep. bill
- 3 Permanent increase
- 4 No deal ~ default

**House (Republican control)**

Kevin McCarthy House Speaker




**Need spending cuts** in exchange for raising the debt ceiling

Limit, Save, Grow Act (passed House on 26 Apr)

- Suspend the debt ceiling through 31 Mar 2024 or a \$1.5trn increase from the current \$31.4trn limit.
- Cut spending by \$4.8trn (10-year): repeal energy tax credits; return total discretionary spending to FY22 level in FY24; expand work requirements in several safety net programs

**Senate (Democrat control)**

Joe Biden President



Debt ceiling should be **raised without any conditions**

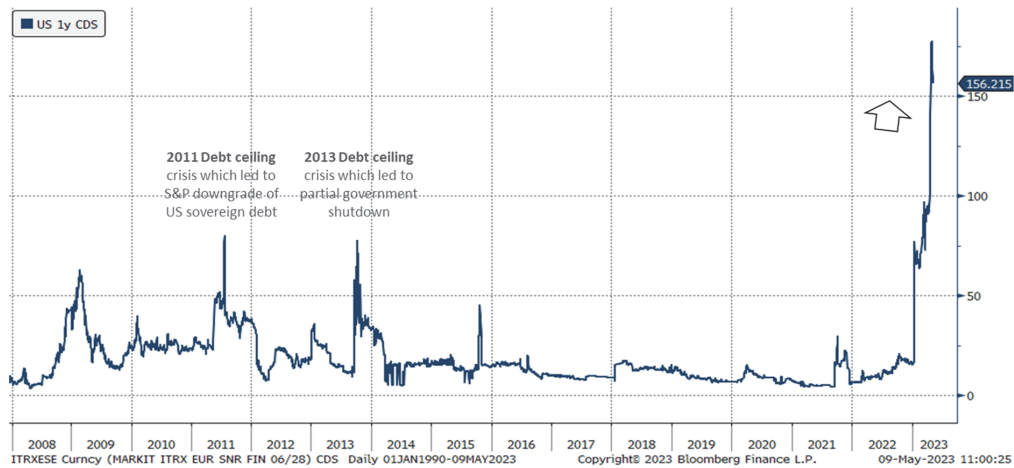
No concrete action plan (as of 9 May)

ที่มา: Bloomberg, Flaticon, CRFB, slate.com, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเจรจาที่ล่าช้าและน่าจะไม่สามารถบรรลุข้อตกลงในการปรับเพิ่มเพดานหนี้ได้โดยง่าย ขณะที่วัน X-date มีแนวโน้มเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เคยประเมินไว้เดิม ทำให้ความเสี่ยงที่สหรัฐฯ จะผิดนัด

ชำระหนี้ (Default) มีเพิ่มสูงขึ้น โดยสินทรัพย์ในการป้องกันความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้หรือ CDS Spread ระยะ 1 ปี ได้พุ่งขึ้นแรงสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์

**แผนภาพที่ 37: สินทรัพย์ในการป้องกันความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้หรือ CDS Spread ระยะ 1 ปี พุ่งขึ้นแรงสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์**



Note: 1\ As of 9 May.

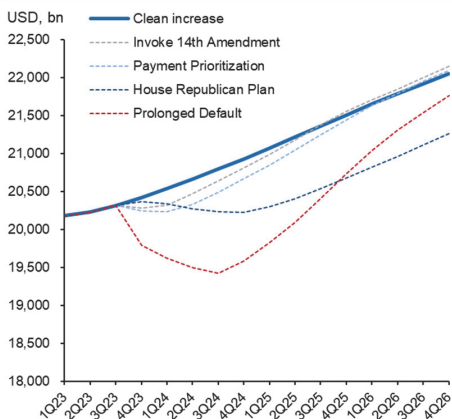
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้าน Moody's Analytics ประเมินว่าหากสหรัฐฯ ไม่สามารถดำเนินการเรื่องเพดานหนี้ได้ทันเวลาจนนำไปสู่การผิดนัดชำระหนี้ (เส้นประสีแดงในแผนภาพ 38) จะส่งผลให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะ Recession ที่รุนแรง และทำให้มูลค่า

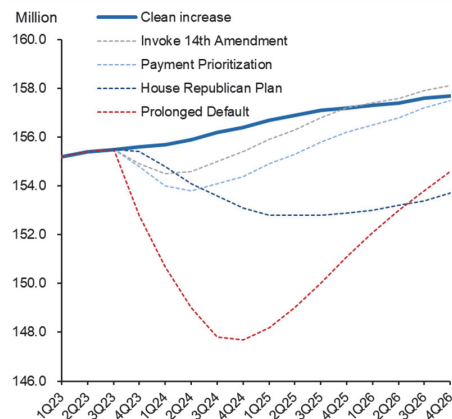
ทางเศรษฐกิจต่ำกว่ากรณีที่สามารถอนุมัติปรับเพิ่มเพดานหนี้ได้สำเร็จ (เส้นทึบสีน้ำเงินในแผนภาพ 38) โดยเฉลี่ยราว 3.8% ต่อไตรมาส (นับตั้งแต่ไตรมาส 3/2023-ไตรมาส 4/2026)

**แผนภาพที่ 38: เศรษฐกิจจะได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง หากรัฐบาลไม่สามารถปรับขึ้นเพดานหนี้ได้สำเร็จจนนำไปสู่การผิดนัดชำระหนี้ (เส้นประสีแดง)**

**Real GDP impact of debt limit scenarios <sup>1)</sup>**



**Employment impact of debt limit scenarios <sup>1)</sup>**



• A prolonged default scenario would reduce Real GDP from 3Q23 until 4Q26 by around 3.8% per quarter on average compared to a clean debt ceiling increase scenario.

**Note:** 1) As quantified by Moody's: 1) Clean increase (no meaningful change to fiscal policy) assumes a S-T suspension to 30 Sep and then pass the bill to increase the debt ceiling before then. 2) Invoke 14th Amendment is assume the court rules by end Oct that President Biden's move is constitutional. 3) Payment prioritization is that the debt ceiling is breach and the Treasury chooses to pay investors in Treasury securities first to avoid default on its obligations, which is unclear whether Treasury is legally able to do so. Thus, it is almost certainly to be challenged in the courts. 4) House Republican Plan is that Congress agrees to adopt the government budget cuts recently proposed by House Republican. 5) Prolonged Default assume the debt ceiling is breach until says Thanksgiving (23 Nov).

ที่มา: Moody's Analytics (Mar 2023), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ ในตลาดมีการประเมินกันว่าทางกระทรวงการคลังสามารถดำเนินการผ่านช่องทางอื่นๆ (นอกเหนือไปจากการปรับเพดานหนี้) เพื่อให้มีสภาพคล่องมาใช้ในการชำระหนี้ แต่ก็ต่างเป็นทางเลือกที่น่าจะส่งผลกระทบต่อทางลบในด้านใดด้านหนึ่ง (เช่น กระทบต่อเศรษฐกิจ) และในบางตัวเลือกก็ยังคงมีความไม่แน่นอนว่าจะสามารถดำเนินการได้จริงหรือไม่ อาทิ

- การออกเหรียญแพลตตินัม (Platinum coin) มูลค่า 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อนำไปฝากไว้กับ Fed และนำเงินออกมาใช้จ่าย ซึ่งก็มีความเสี่ยงที่ Fed จะไม่ยอมรับฝาก เนื่องจากอาจไม่ยอมเข้ามายุ่งเกี่ยวกับเรื่องการเมือง อีกทั้ง การออกเหรียญเพื่อนำเงินออกมาใช้อาจจะเป็นการซ้ำเติมปัญหาเงินเฟ้อได้ รวมทั้งอาจกระทบต่อความน่าเชื่อถือของรัฐบาลสหรัฐฯ

- การให้พรน. Biden ใช้มาตรา 14 ซึ่งในวรรคที่ 4 ได้ระบุไว้ว่า ไม่ควรตั้งคำถามต่อความสามารถในการชำระหนี้ของรัฐบาลสหรัฐฯ แต่ก็น่าจะนำไปสู่การพิจารณาในชั้นศาลว่าจะสามารถดำเนินการดังกล่าวได้จริงหรือจะขัดแย้งกับข้อกำหนดบางอย่างหรือไม่ เนื่องจากเสมือนเป็นการเลี่ยงกฎหมาย Debt ceiling
- การขายสินทรัพย์ เช่น ทองคำ แต่ก็จะทำให้มูลค่าสินทรัพย์ในตลาดถูกปรับลดลงมากและอาจลุกลามไปยังสินทรัพย์ในวงกว้างให้มูลค่าปรับลดลงตามไปด้วย
- การชะลอการใช้จ่ายบางอย่างออกไปก่อน (Delay payments) หรืออาจเลือกจัดสรรลำดับการชำระหนี้ (Prioritize payments) ซึ่งนับเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นได้ยากและไม่ยุติธรรม (เช่น อะไรคือเกณฑ์ในการเลือกจัดสรรลำดับชำระหนี้) และอาจนำไปสู่การฟ้องร้องในศาล

**แผนภาพที่ 39: ทางเลือกอื่นๆ ในการรับมือกับปัญหานี้ชนพาดานของสหรัฐฯ แต่ต่างก็เป็นทางเลือกที่น่าจะส่งผลกระทบต่อทางลบในด้านใดด้านหนึ่ง (เช่น กระทบต่อเศรษฐกิจ) และในบางตัวเลือกก็ยังไม่มีความไม่แน่นอนว่าจะสามารถดำเนินการได้จริงหรือไม่**

**Some ideas of what the Treasury can do to workarounds the debt ceiling**



**Mint a \$1trn platinum coin and deposit at the Fed for cash:** Would endanger the Fed's political independence, especially during a sensitive time when it is battling to rein-in inflation; the extra money creation would inject inflationary liquidity into the financial system; could undermine US credibility



**Increase borrowing despite the debt limit:** The President could invoke the 14<sup>th</sup> Amendment to unilaterally raise the debt ceiling; fourth section states *"the validity of the public debt of the US... shall not be questioned."* But this could be viewed as circumventing the law that establishes the debt ceiling and could be challenged in Court which could cause market turmoil



**Technical default:** Suspending payments for the moment as it waits for Congress to act. This carries significant costs to those who don't get paid on time, to the government, to the global economy, and to the market. In 1979, it led to a jump of more than 60bps in 1-month borrowing costs.



**Asset sales:** Such as gold, but would undercut confidence in the US; "fire sales" of MBS would be against the interest of taxpayers & could jeopardize the housing market and undermine US credibility



**Across-the board payment cuts (e.g. cut all payments by 40% to remain within the debt limit):** Difficult to implement due to Treasury's payment systems



**Prioritizing payments:** There's no fair and sensible way to pick and choose among many bills that come due everyday; Treasury's systems are designed to make payments in the order they come due; could undermine US credibility



**Delay of payments:** Could causing great hardship for Americans and harm to the economy

**ที่มา: Bloomberg, FT, Department of the Treasury, Flatiron, Brookings, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)**

ดังนั้น ด้วยผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่สูง ขณะที่ตัวเลือกอื่นๆ ที่กระทรวงการคลังอาจสามารถทำได้ต่างก็จะไม่ส่งผลดี ทำให้สภาต้องตกลงกันให้ได้ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มเพดานหนี้หรือระงับเพดานหนี้ไปก่อนเป็นระยะเวลาหนึ่ง ซึ่งภายใต้กรอบเวลาที่ค่อนข้างจำกัด (ต้องตกลงกันให้ได้ก่อนที่จะถึงวันที่ 1 มิ.ย. ที่อาจจะเป็น

วัน X-date) ทำให้เรามองว่าทางออกที่เป็นไปได้มากที่สุด ณ ตอนนี้เป็นคือการตกลงระงับเพดานหนี้ไปก่อนเป็นระยะเวลาหนึ่ง (Short-term suspension) เพื่อกลับมาเจรจากันอีกครั้ง โดยอาจระงับไปจนถึงวันที่ 1 ต.ค. ที่จะเริ่มปีงบประมาณใหม่เช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นครั้งก่อนในปี 2021 (ประเมิน ณ วันที่เราจัดทำรายงานฉบับนี้)

# เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องเข้าสู่ไตรมาส 2 ด้วยแรงหนุนจากภาคบริการเป็นสำคัญ สะท้อนผ่านดัชนี Services PMI เดือน เม.ย. ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสูงสุดในรอบ 11 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตยังคงหดตัวต่อเนื่องท่ามกลางอุปสงค์โลกที่แผ่วลง นอกจากนี้ การใช้จ่ายของผูบริโภคยังคงอ่อนแอและการปล่อยสินเชื่อมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB ประกอบธนาคารพาณิชย์ที่ค่อนข้างเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ ทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไม่ได้แข็งแกร่งนัก อย่างไรก็ตาม ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังสูง โดยเฉพาะราคาคอมพิวเตอร์ที่ขยายตัวสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ทำให้ ECB ยังมีความจำเป็นต้องเดินหน้าปรับขึ้นต่อ ซึ่งเรายังคงมุมมอง Terminal rate ที่ 3.75% โดยคาดจะปรับดอกเบี้ยในอัตรา +25bps ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค.

## กิจกรรมเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวต่อเนื่องเข้าสู่ไตรมาส 2 ยังคงน่าโดยภาคบริการ

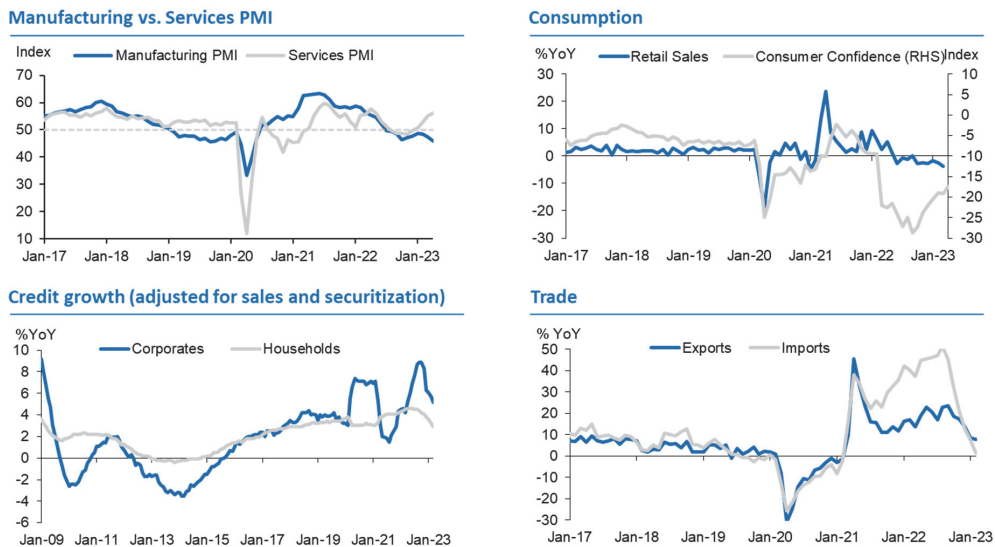
กิจกรรมเศรษฐกิจในยูโรโซนส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นต่อเข้าสู่ไตรมาส 2 ยังคงหนุนโดยภาคบริการเป็นหลัก โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการบริการเดือน เม.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ +1.2 จุด เป็น 56.2 จุด สูงสุดในรอบ 11 เดือน ขณะที่ภาคการผลิตยังปรับตัวลดลงต่อ -1.5 จุด อยู่ที่ 45.8 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤต COVID-19 และอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10 ส่วนหนึ่งจากผลของอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ประกอบกับดัชนีราคาต้นทุนการผลิตที่ปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 3 ปี ท่ามกลางสถานการณ์ในห่วงโซ่อุปทานที่ดีขึ้น

ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer confidence) เดือน เม.ย. ฟื้นตัวขึ้น +1.6 จุด เป็น -17.5 จุด แต่การใช้จ่ายของผูบริโภคสะท้อนผ่านยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ยัง

หดตัว -3.8% YoY ต่อเนื่องจาก -2.4% ในเดือนก่อน สะท้อนภาพการใช้จ่ายที่ยังอ่อนแอจากผลของอัตราเงินเฟ้อที่สูงกดดันกำลังซื้อ

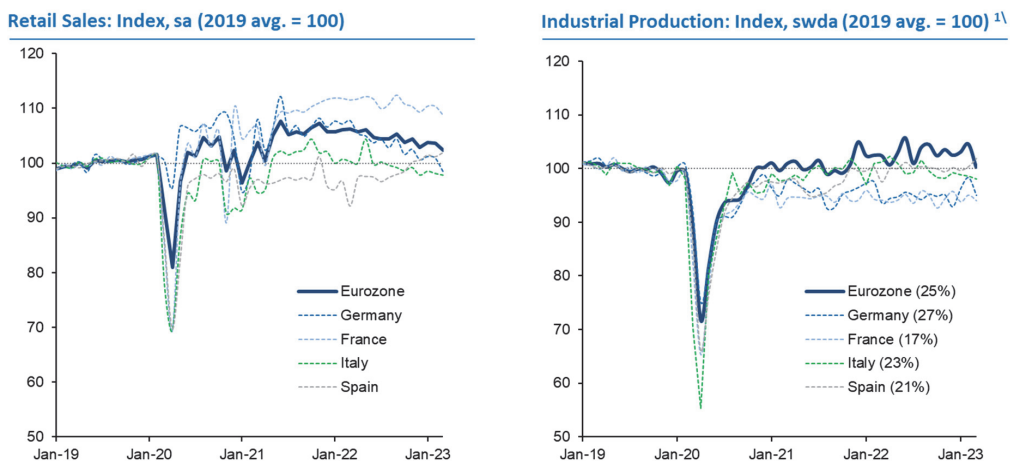
ด้านการปล่อยสินเชื่อ (Credit growth) ชะลอตัวอย่างต่อเนื่องในเดือน มี.ค. โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) ขยายตัว 2.9% YoY (vs. 3.2% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่กลางปี 2018 และยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว 5.2% (vs. 5.7% เดือนก่อน) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2022 สะท้อนถึงผลกระทบจากการดำเนินนโยบายเข้มงวดต่อเนื่อง ของ ECB โดยเฉพาะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปแล้ว +375bps (นับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2022 จนถึงเดือน พ.ค. 2023) ขณะที่ได้เริ่มต้นลดการถือครองสินทรัพย์หรือ QT ที่ได้เริ่มต้นในเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา การปล่อยสินเชื่อที่ลดลงนับเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 40: ภาคบริการยังเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจสะท้อนผ่าน Services PMI เดือน เม.ย. ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 11 เดือน แต่การบริโภคยังอ่อนแอ และยอดปล่อยสินเชื่อชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง**



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

**แผนภาพที่ 41: กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมยังคงดี (Resilient) อยู่ หลังเกิดวิกฤตพลังงานขึ้นในปีที่ผ่านมา**



Note: 1\ number in ( ) indicates % share of manufacturing sector in the economy.

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

**ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อต่อเนื่องในไตรมาส 1 และคาดอุปสงค์สินเชื่อจะลดลงต่อเนื่อง ซึ่งนับเป็นแรงกดดันต่อเศรษฐกิจ**

ท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อเนื่องของ ECB และเศรษฐกิจที่เผชิญความไม่แน่นอนจากวิกฤตพลังงาน ทำให้ธนาคารพาณิชย์ในยุโรปค่อนข้างเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อนับตั้งแต่ปลายปีก่อน โดยผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อจัดทำโดย ECB (Bank Lending Survey) ประจำไตรมาส 1/2023 เปิดเผยว่าธนาคารพาณิชย์โดยรวมยังคงเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อสู่ระบบเศรษฐกิจ โดยเฉพาะสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ที่ได้เพิ่มความเข้มงวดมากกว่าที่ได้ประเมิน

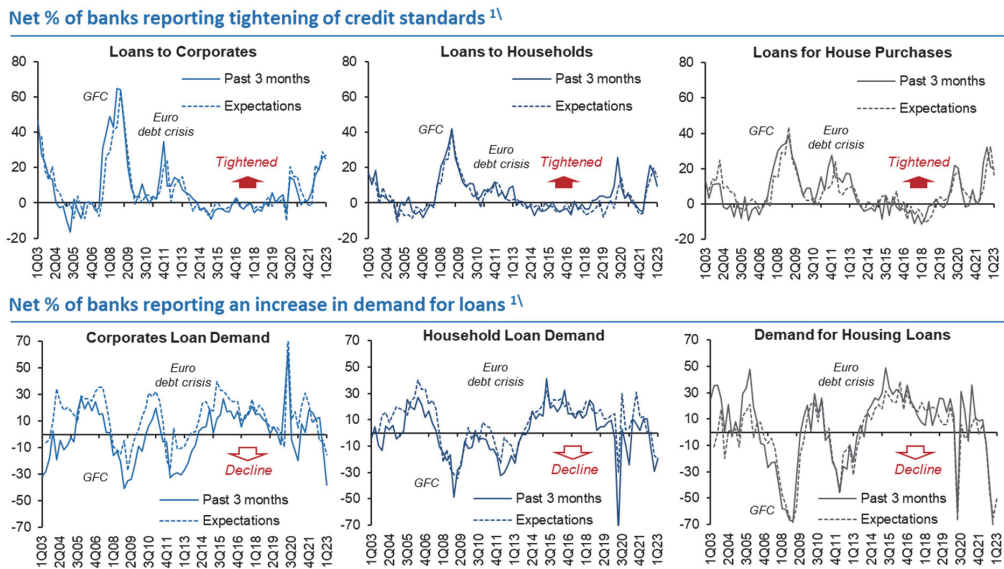
ไว้ในไตรมาสก่อนและนับเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤตหนี้สาธารณะ (Euro debt crisis) ในปี 2011 ขณะที่สินเชื่อผู้บริโภคและสินเชื่อบ้านยังคงเข้มงวด แม้ลดลงจากไตรมาสก่อน

ปัจจัยสำคัญที่ทำให้ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อต่อในไตรมาสนี้คือ ความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่มีเพิ่มขึ้น (Higher perception of risk) ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากประเด็นในภาคการเงินสหรัฐฯ (กรณี SVB) ที่สร้างความกังวลและผันผวนในตลาด รวมถึงการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของ ECB ทั้งการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและการลดสภาพคล่องที่ส่งผลให้ต้นทุนการกู้ยืม (Cost of funds) สูงขึ้น

นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ยังระบุถึงความต้องการสินเชื่อที่ลดลงอย่างมากในไตรมาส 1 เทียบเท่ากับระดับตอนเกิด Global Financial Crisis โดยหลักเป็นผลจากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้น รวมถึงความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset

Investment) ที่ลดลงมาก แนวโน้มตลาดบ้านที่แยลง ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ยังไม่คืน และความต้องการซื้อสินค้าคงทนที่ลดลง ซึ่งธนาคารพาณิชย์คาดว่าจะยังเห็นสถานการณ์แบบนี้ต่อไปในไตรมาส 2 ด้วย

**แผนภาพที่ 42: ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อต่อเนื่องในไตรมาส 1 (รูปบน) ขณะที่ความต้องการสินเชื่อ (รูปล่าง) ลดลงมาก**



Note: 1\ Based on ECB's Banks Lending Survey released on a quarterly basis.

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

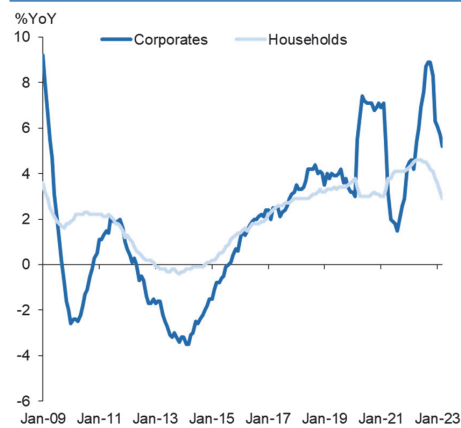
ดังนั้น จะเห็นได้ว่ายอดการปล่อยสินเชื่อได้ปรับลดลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่เข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปีก่อน ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจที่สำคัญ โดย ECB เองก็ได้รับรู้ถึงแนวโน้มดังกล่าว ประกอบกับความไม่แน่นอนในภาคธนาคารสหรัฐฯ ที่เกิดขึ้น ทำให้ ECB ต้องดำเนินนโยบายการเงินด้วย

ความระมัดระวังมากขึ้น ด้วยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่ลดลงเป็น +25bps (Deposit rate สู่ระดับ 3.25%) ในการประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 4 พ.ค. จากที่ปรับขึ้นในอัตราสูง +50bps ต่อเนื่องในสามรอบการประชุมก่อนหน้า

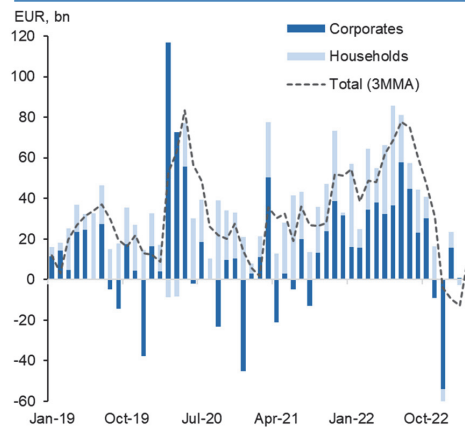


แผนภาพที่ 43: ยอดปล่อยสินเชื่อมีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงต่อเนื่อง

Bank loan growth <sup>1)</sup>



Bank loan flows <sup>1)</sup>



Note: Loans to household includes housing loans.

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

**คาด ECB เดินหน้าปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก +50bps สู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75%**

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น +25bps ตามคาดการณ์ของตลาดในการประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 4 พ.ค. ซึ่งนับเป็นการปรับขึ้นในอัตราที่ลดลงจาก +50bps ที่ได้ปรับขึ้นในการประชุมสามครั้งก่อนหน้านี้ ทำให้อัตราดอกเบี้ย Deposit rate ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.25% ท่ามกลางแนวโน้มของเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงยาวนานเกินไป

ด้านการลดขนาดงบดุลผ่านการลดการถือครองสินทรัพย์ ภายใต้มาตรการ Asset Purchase Programme (APP) หรือ QT นั้น ECB ระบุว่าจะทำในอัตราที่เหมาะสมและคาดการณ์ได้นอกจากนี้ ECB ระบุว่าจะยุติการซื้อสินทรัพย์ที่ครบกำหนดอายุที่ได้เข้าซื้อผ่านมาตรการ Asset Purchase Program (APP) นับตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นไป ซึ่งเทียบเท่ากับการลดการถือครองพันธบัตรในอัตราเฉลี่ยเดือนละ 2.5 หมื่นล้านยูโร ซึ่งเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ได้ลดการถือครองในอัตราเดือนละ 1.5 หมื่นล้านยูโร นับตั้งแต่เดือน มี.ค. ที่ผ่านมา ส่วนการถือครองสินทรัพย์

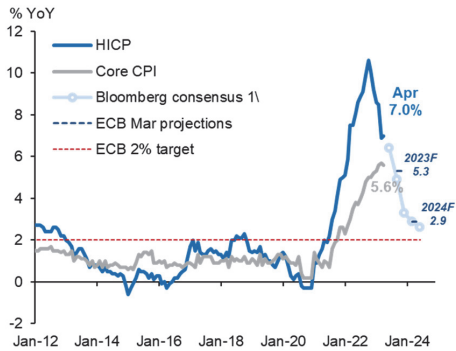
ภายใต้มาตรการ PEPP (Pandemic Purchase Programme) จะยังคงไม่มีการเปลี่ยนแปลงใดๆ จนกระทั่งผ่านพ้นปี 2024 ไปเป็นอย่างน้อย

แถลงการณ์ระบุอัตราเงินเฟ้อทั่วไปได้ชะลอลงในเดือนที่ผ่านๆ มา แต่แรงกดดันเงินเฟ้อ (สะท้อนผ่าน Core CPI) ยังคงสูง ขณะเดียวกันการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมาได้ส่งผ่านสู่ภาคการเงินของยูโรโซนและภาวะทางการเงิน (Monetary conditions) อย่างเฉียบพลัน แต่ระยะเวลาและความแข็งแกร่งในการส่งผ่านสู่กิจกรรมเศรษฐกิจจริงยังคงมีความไม่แน่นอนสูง

นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ได้ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า อัตราดอกเบี้ยยังต้องปรับขึ้นต่อ และเราจะยังไม่ยุติการปรับขึ้น (Not pausing) อย่างไรก็ตาม นาง Lagarde ระบุว่าอัตราดอกเบี้ยได้เข้าสู่ระดับที่เป็นการจำกัดเศรษฐกิจ (Restrictive) แล้ว และสัญญาณของการเกิดวิกฤตสินเชื่อ (Credit crunch) นับเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ ECB ตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่ชะลอลง

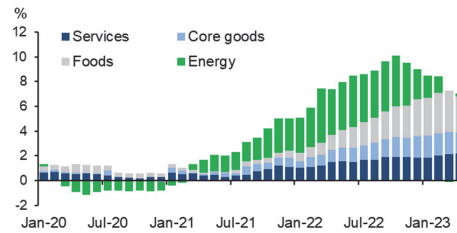
**แผนภาพที่ 44: แรงกดดันเงินเฟ้อ (สะท้อนผ่าน Core CPI) ยังคงสูง โดยราคาหมวดบริการอยู่ในระดับสูง เป็นประวัติการณ์**

**Inflation: headline vs. core**

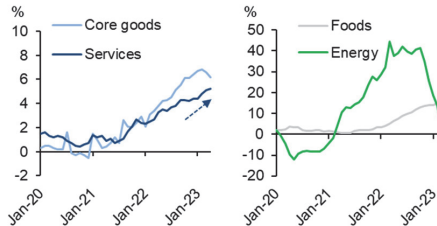


The "inflation outlook continues to be **too high for too long**".  
--ECB President Lagarde (4 May)

**Inflation: major contributors to YoY growth**



**Inflation: YoY growth of major components**



**Note:** 1\ Consensus as of 8 May.

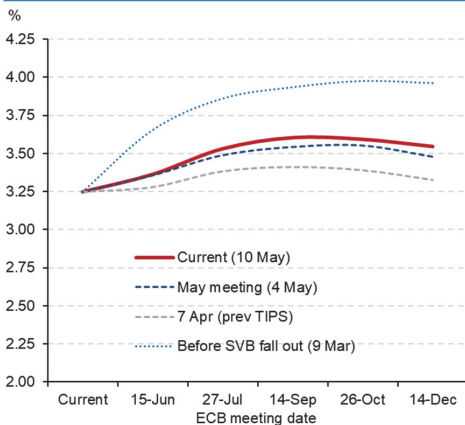
ที่มา: Bloomberg, FT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรายังคงมุมมองระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุดหรือ Terminal rate ของ ECB ที่ 3.75% โดยคาดว่าจะปรับขึ้นในอัตรา +25bps ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค. โดยปัจจัยสำคัญคือแรงกดดันเงินเฟ้อ (Underlying inflation) สะท้อนผ่านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน

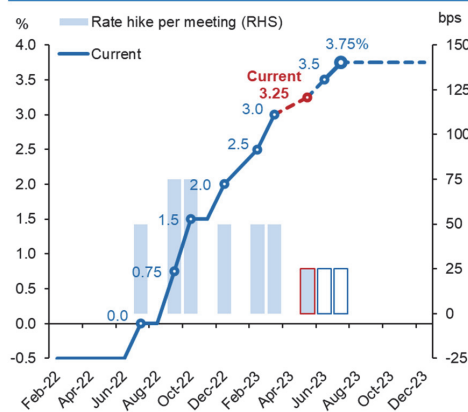
(Core CPI) ที่ยังขยายตัวในระดับสูงอย่างมาก (5.6% YoY เดือน เม.ย.) จากราคาหมวดบริการที่เร่งตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ แม้อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline) จะชะลอลดลงอย่างต่อเนื่อง (7.0% YoY ในเดือน เม.ย.) ตามการปรับลดลงของราคาพลังงาน

**แผนภาพที่ 45: เรายังคาด ECB จะปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อสู่ระดับ Terminal rate ที่ 3.75% โดยคาดว่าจะปรับขึ้นในอัตรา +25bps ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ค.**

**Market implied deposit rate: OIS spread**



**Our deposit rate projections**



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

# เศรษฐกิจจีน

การเร่งตัวขึ้นของกิจกรรมการบริโภคและการผลิตของจีนในเดือน เม.ย. ได้รับอานิสงส์จากการผ่อนคลายมาตรการ Lockdown อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งได้รับผลบวกจากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อนที่มีการปิดเมืองอย่างเข้มงวดจากการระบาดของ COVID-19 ขณะที่การลงทุนชะลอตัวลงสวนทางกับคาดการณ์ของตลาดที่มองจะเร่งตัวขึ้น สะท้อนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโดยรวมที่ยังมีความไม่แน่นอนสูง และสอดคล้องกับดัชนี PMI, การปล่อยสินเชื่อ และยอดนำเข้าเดือน เม.ย. ที่ออกมาแยกว่าคาดการณ์ของตลาดเช่นกัน โดยการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในช่วงหลังการเปิดเมืองที่ผ่านพ้นไป ประกอบกับแรงกดดันจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ทำให้แนวโน้มการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจจีนต่อจากนี้ยังมีความไม่แน่นอน ทั้งนี้ Bloomberg consensus คาด GDP จีนปีนี้จะขยายตัวที่ 5.7% YoY (vs. 3.0% ปี 2022) ขณะที่ IMF คาด 5.2% เทียบกับเป้าหมายของทางการจีนที่ตั้งเป้าไว้ที่เพียงราว 5%

## กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ยังมีความไม่แน่นอนหลังเครื่องชี้การบริโภคและการผลิตเร่งตัวขึ้น แต่ดัชนี PMI การลงทุน และการค้าระหว่างประเทศอ่อนแอลง

กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ชะลอตัวลง ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน เม.ย. ปรับตัวลดลง -2.7 จุด เป็น 49.2 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 51.4 จุด ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.8 จุด เป็น 56.4 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 57.0 จุด จากดัชนีภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -1.8 จุด เป็น 55.1 จุด และดัชนีภาคก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้น -1.7 จุด เป็น 63.9 จุด

ด้านอุปสงค์ในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น 18.4% YoY (vs. 10.6% เดือนก่อน) แต่ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 21.9% นำโดยหมวดร้านอาหาร (43.8% vs. 26.3% เดือนก่อน), เครื่องสำอาง (24.3% vs. 9.6% เดือนก่อน) และ รถยนต์ (38% vs. 11.5% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้นและปรับตัวดีขึ้นภายหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น 5.6% YoY (vs. 3.9% เดือนก่อน)

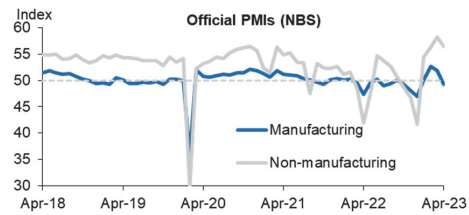
แต่ต่ำกว่าคาดการณ์ตลาดที่ 10.9% นำโดยรถยนต์ (44.6% vs. 13.5% เดือนก่อน) และแผงวงจรรวม (3.8% vs. -3% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้นมาก ขณะที่ผลผลิตในส่วนของผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (5.0% vs. 8.1% เดือนก่อน) และโทรศัพท์มือถือ (-2.5% vs. -0.7% เดือนก่อน) ชะลอลง

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน เม.ย. ชะลอตัวลงเป็น 4.7% YoY YTD (vs. 5.1% เดือนก่อน) สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเป็น 5.7% โดยการลงทุนชะลอตัวลงทั้งในโครงสร้างพื้นฐาน (8.5% vs. 8.8% เดือนก่อน) และในภาคการผลิต (6.4% vs. 7.0% เดือนก่อน) ขณะที่หดตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-6.2% vs. -5.8% เดือนก่อน)

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน เม.ย. ขยายตัว 8.5% YoY ชะลอตัวลงจากเดือนก่อนที่ 14.8% แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 8.0% ด้านยอดนำเข้า (Imports) เดือน เม.ย. หดตัว -7.9% YoY เพิ่มขึ้นจาก -1.4% ในเดือนก่อน และหดตัวมากกว่าที่ตลาดคาดที่ -5.0% ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน เม.ย. เกินดุล USD 90.21bn เพิ่มขึ้นจาก USD 88.19bn ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 46: ดัชนี PMI ของทางการจีนเดือน เม.ย. เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว

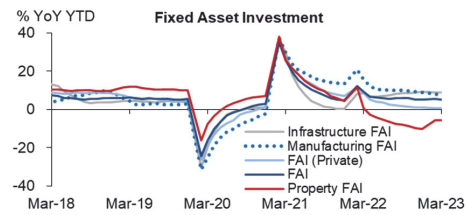
Manufacturing vs. Services PMI



Economic activity



Fixed asset investment (3MMA)



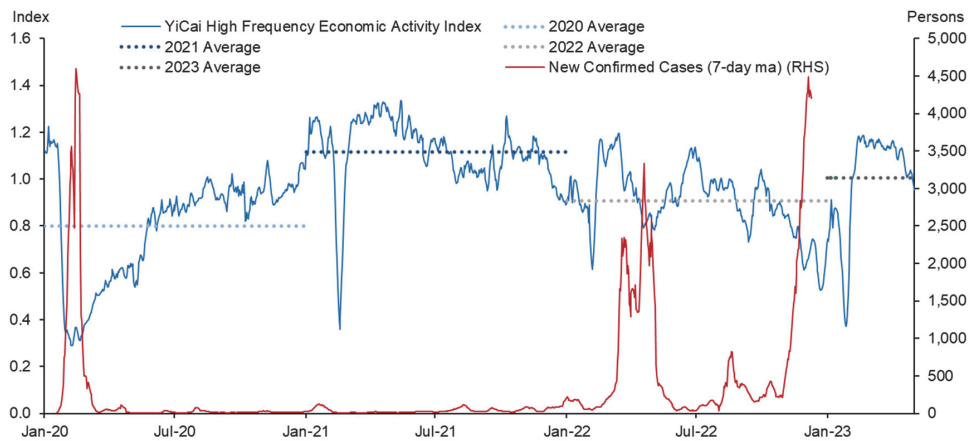
Trade



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

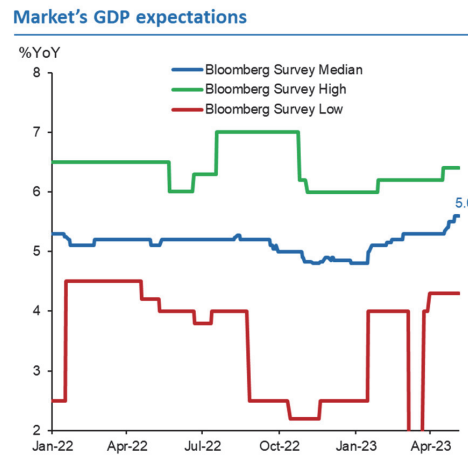
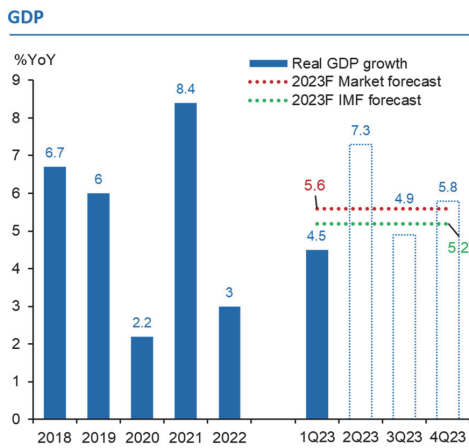
แผนภาพที่ 47: ดัชนีกิจกรรมเศรษฐกิจที่มีความถี่สูง ยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยปีก่อน

High frequency economic activity index



ที่มา: CEIC, YiCai research, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 48: ตลาดยังคงเชื่อมั่นต่อการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี นี้ โดยตลาดคาด GDP จะขยายตัวที่ 5.7% YoY (vs. 3.0% ปี 2022) ขณะที่ IMF คาด 5.2% เทียบกับเป้าหมายของทางการจีนที่ตั้งเป้าไว้ที่เพียงราว 5%**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**การประชุม Politburo ระบุว่าอุปสงค์ในประเทศยังคงไม่เพียงพอ อาจมีนัยยะต่อการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในปี นี้**

การประชุม Politburo เมื่อวันที่ 28 เม.ย. ที่ผ่านมา ทางการจีนได้ระบุว่า เศรษฐกิจจีนในไตรมาสแรก ขยายตัวได้ดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ และแรงกดดัน 3 ด้าน ประกอบด้วย 1) อุปสงค์ที่ลดลง 2) อุปทานที่มีปัญหา และ 3) การคาดการณ์เศรษฐกิจในอนาคตที่อ่อนแอ มีความผ่อนคลายลง อย่างไรก็ตาม ทางการจีนยังคงระบุว่า “อุปสงค์ยังคงไม่เพียงพอและตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจในประเทศยังคงไม่แข็งแกร่ง” ซึ่งอาจเป็นสัญญาณการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในปี นี้ ซึ่งคาดว่าจะเป็นการกระตุ้นผ่านการจ้างงานในโครงการภาครัฐตามที่ได้ระบุไว้ในการประชุม CEWC เมื่อเดือน ธ.ค. 2022

ส่วนประเด็นอื่นๆ ทางการจีนยังคงเน้นย้ำความสำคัญของการสร้างอุตสาหกรรมสมัยใหม่ เพื่อเพิ่มความสามารถในการพึ่งพาตนเอง (Self reliance) ด้านเทคโนโลยี โดยจะให้ความ








สำคัญกับการพัฒนายานยนต์พลังงานใหม่และให้ความสำคัญกับการพัฒนา AI มากขึ้น

ส่วนทางด้านอสังหาริมทรัพย์ ยังคงเน้นย้ำประโยคที่ว่า “ที่อยู่อาศัยมีไว้เพื่ออยู่อาศัย ไม่ใช่เพื่อการเก็งกำไร” แต่ก็ได้มีการตั้งเป้าให้มีการสร้างที่อยู่อาศัยให้เช่าสาธารณะจำนวน 3.6 ล้านยูนิตในปี 2023 เพิ่มขึ้นจาก 2.4 ล้านยูนิตในปี 2022 ด้านบริษัทเทคโนโลยีทางการจีนได้มีการกล่าวว่าจะช่วยเหลือในการเติบโตของบริษัทและยังสนับสนุนให้บริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่สร้างนวัตกรรมใหม่

ดังนั้น โดยภาพรวมคาดว่าทางการจีนจะดำเนินนโยบายภาคการคลังที่เอื้อต่อกิจกรรมเศรษฐกิจ (Pro-growth policies) มากขึ้น เพื่อให้บรรลุเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจในปี นี้ที่ราว 5% หลัง GDP ในไตรมาสแรกยังขยายตัวต่ำกว่าเป้าหมายที่ 4.5% แม้จะเติบโตได้ดีกว่าคาดการณ์ของตลาด

## แผนภาพที่ 49: ทิศทางการเงินยังคงเน้นย้ำความสำคัญของการพึ่งพาตนเองทางด้านเทคโนโลยี

### Statement from Politburo meeting

Topic		April 2023 (Politburo meeting)	December 2022 (CEWC meeting)
Economic growth		"Triple pressures (shrinking demand, supply shocks and weakening expectations) alleviated, economic growth better than expected" "Economy's internal driver still not strong, demand still insufficient" "Economy's transformation faces new pressure"	"Push for overall improvement of the economy"  "Achieve effective enhancement in quality and reasonable expansion in quantity" "Focus on stabilizing growth, employment and prices"
Supply chain		"Speed up building a modern industrial (e.g., EV, AI) system based on the real economy" "Solidify technology self-reliance"	"Improve supply chain resilience and security"  "Science and technology policy-making should focus on enhancing self-reliance"
Restore confidence		"Continue lifting enterprises' confidence, help companies restore vitality" "Eliminate legal, regulatory or hidden barriers to fair competition"	"Significantly boost market confidence"  "Let cadres dare to do things, local governments dare to break through, enterprises dare to forge, and the masses dare to pioneer"
Platform economy		"Encourage leading platform companies to innovate"	N/A
Domestic demand		"Recovering and expanding demand is key to sustaining economic recovery"	"Take effort to expand domestic demand"
Foreign investment		"Place a higher priority on attracting foreign investment"	"Make a stronger push to attract and use foreign capital"
Financial risks		"Reform and resolve the risks at smaller banks, insurers and trusts" "Strengthen local government debt management, strictly curb new hidden debt"	"Effectively prevent and resolve major economic and financial risks"

ที่มา: Official readouts from Xinhua News Agency, CCTV, Bloomberg, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศของญี่ปุ่นเดือน เม.ย. ยังคงฟื้นต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการส่งออกชะลอตัวลงต่อเนื่องจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ด้านนโยบายการเงินในการประชุมครั้งแรกในวาระของนาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ คนใหม่ ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินเดิม โดยมีมติเป็นเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และคงเป้าหมายผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5% และระบุว่าจะมีการทบทวนนโยบายการเงินในมุมมองกว้าง โดยมีการทบทวนเวลาที่จะวางแผนไว้ประมาณหนึ่งปีถึงหนึ่งปีครึ่ง อย่างไรก็ตาม ภายหลังการประชุม นาย Ueda ได้ออกมาระบุว่า การทบทวนนโยบายจะไม่เชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายในระยะสั้น และเน้นย้ำถึงความจำเป็นในการรอข้อมูลเพิ่มเติมเพื่อสรุปว่าอัตราเงินเฟ้อสามารถจะบรรลุเป้าหมาย 2% ของ BoJ ได้อย่างยั่งยืน

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน เม.ย. ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการส่งออกชะลอตัวลงจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว

กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน เม.ย. ปรับตัวดีขึ้น โดยดัชนี Composite PMI ดัชนีทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 52.9 จุด และสูงกว่าตัวเลขเบื้องต้นที่ 52.5 จุด โดยดัชนีภาคบริการเร่งตัวขึ้น (+0.4, 55.4 จุด) จากคำสั่งซื้อใหม่สูงสุดในรอบกว่า 15 ปี ท่ามกลางการใช้จ่ายด้านการเดินทาง การพักผ่อน และการท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 49.5 จุด แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 โดยยอดคำสั่งซื้อใหม่ในประเทศและนอกประเทศปรับตัวดีขึ้น อีกทั้งความต้องการภายในประเทศเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น ส่งสัญญาณถึงห่วงโซ่อุปทานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ผู้ผลิตเผชิญกับต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ราคาผลผลิตปรับตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 5 เดือน

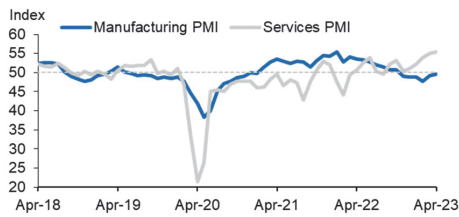
ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ขยายตัว 0.6% MoM, SA ชะลอตัวลงจาก 2.1% เดือนก่อน สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.3% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 7.2% YoY (vs. 7.3% เดือนก่อน)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มี.ค. ขยายตัว 0.8% MoM, SA จากที่ขยายตัว 4.6% ในเดือนก่อน และขยายตัวมากกว่าตลาดคาดที่ 0.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -0.7% YoY (vs. -0.5% เดือนก่อน)

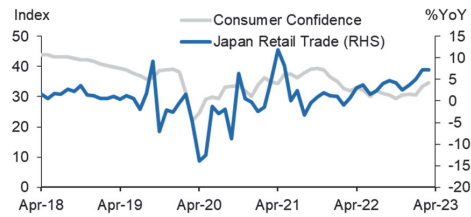
มูลค่าการส่งออก (Exports) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น 4.3% YoY จาก 6.5% ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 2.4% ด้านมูลค่าการนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น 7.3% YoY จาก 8.3% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 11.6% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) เดือน มี.ค. ขาดดุล -JPY754.5bn ลดลงจากที่ขาดดุล -JPY898.1bn ในเดือนก่อน แต่นับเป็นการขาดดุลต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 20

**แผนภาพที่ 50: กิจกรรมเศรษฐกิจในประเทศเดือน เม.ย. ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการส่งออกชะลอตัวลงจากภาวะอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว**

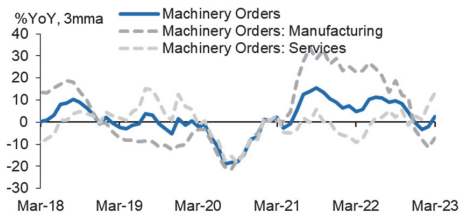
**Manufacturing vs. Services PMI**



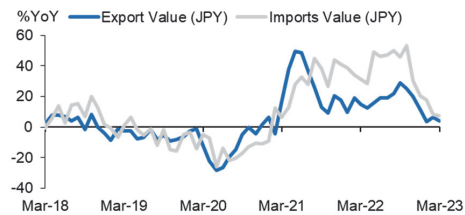
**Retail sales**



**Investment**



**Trade**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**BoJ คงนโยบายการเงินตามคาด พร้อมระบุจะทำการทบทวนนโยบายการเงินภายใต้กรอบเวลาหนึ่งปีถึงหนึ่งปีครึ่ง**

ในการประชุมวันที่ 27-28 เม.ย. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงนโยบายการเงินตามคาด โดยมีมติเป็นเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ “0%” และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.5% และคงเป้าการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ที่ประกาศก่อนหน้านี้ ได้แก่

- คงวงเงินการเข้าซื้อ ETFs และ REITs สูงสุดต่อปีที่ JPY12trn และ JPY180bn ตามลำดับ โดยระบุจะเข้าซื้อในอัตราที่เหมาะสมตามสภาวะตลาด
- คงการซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Paper) ที่อัตรา JPY2trn และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) ที่อัตรา JPY3trn ต่อปี

ในส่วนของการคาดการณ์เศรษฐกิจ BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ 2023F จะขยายตัวลดลงเป็น 1.4% จากประมาณการครั้งก่อนในเดือน ม.ค. ที่คาดว่าจะขยายตัว 1.7% จากการบริโภคภาคเอกชนที่คาดว่าจะชะลอตัว ขณะที่ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีงบประมาณ 2024F ขึ้นเล็กน้อยเป็น 1.2% จากเดิมที่คาด 1.1%

ด้านประมาณการราคา BoJ คาดเงินเพื่อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1.8% ในปีงบประมาณ 2023F จากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 1.6% จากผลของเงินเยนที่อ่อนค่าส่งผลให้ต้นทุนการนำเข้าสูงขึ้น ส่วนเงินเพื่อในปีงบประมาณ 2024F คาดจะอยู่ที่ 2.0% เพิ่มขึ้นจากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 1.8% และคาดจะอยู่ที่ 1.6% ในปีงบประมาณ 2025F ซึ่งใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ 2.0% มากขึ้น

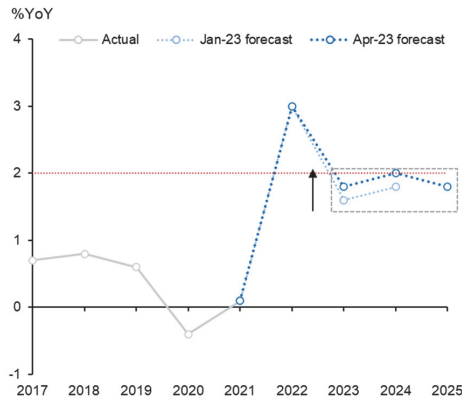
นอกจากนี้ BoJ ได้เน้นย้ำว่าจะยังคงเสถียรภาพในการกู้ยืม (Financing) โดยเฉพาะบริษัทและตลาดการเงิน และจะไม่ลังเลในการดำเนินมาตรการเพิ่มเติมถ้าจำเป็น อย่างไรก็ตาม BoJ ได้ตัดประโยคที่ “คาดว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวจะยังคงอยู่ในระดับปัจจุบันหรือต่ำกว่า” ออกไปจากถ้อยแถลง ทั้งนี้ ในช่วงแถลงการณ์ได้มีการระบุถึงการทบทวนนโยบายการเงินในมุมมองกว้าง โดยมีกรอบเวลาที่วางแผนไว้ประมาณหนึ่งปีถึงหนึ่งปีครึ่ง

ภายหลังการประชุม นาย Kazuo Ueda ผู้ว่า BoJ ได้ออกมาระบุว่าการทบทวนนโยบายจะไม่เชื่อมโยงกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายในระยะสั้น และเน้นย้ำถึงความจำเป็นในการรอข้อมูลเพิ่มเติมเพื่อสรุปว่าอัตราเงินเฟ้อจะสามารถบรรลุเป้าหมาย 2% ของ BoJ ได้อย่างยั่งยืน โดยระบุว่าความเสี่ยงในการปรับนโยบายการเงินที่เร็วเกินไปนั้นสูงกว่าความเสี่ยงในการดำเนินนโยบายที่ช้าเกินไป

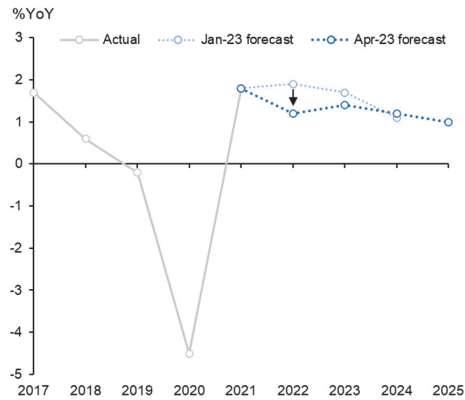


**แผนภาพที่ 51: BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1.8% ในปีงบประมาณ 2023F จากประมาณการครั้งก่อนที่คาดว่าจะขยายตัว 1.6%**

**Core CPI (Fiscal year 1)**



**Real GDP (Fiscal year 1)**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**แผนภาพที่ 52: BoJ ได้ตัดประโยคที่ “คาดว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและระยะยาวจะยังคงอยู่ในระดับปัจจุบันหรือต่ำกว่า” ออกไปจากถ้อยแถลง**

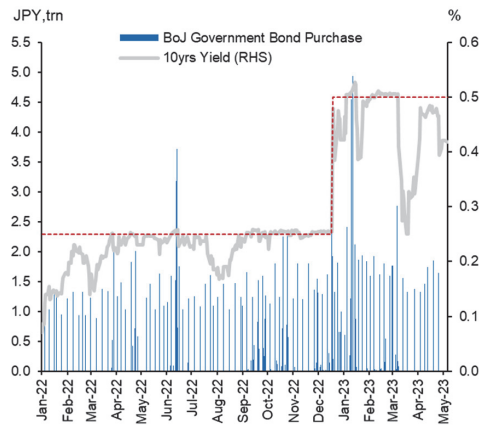
**Outlook for economic activity and prices**

	28 Apr	18 Jan
<b>Monetary policy outlook</b>	<p>With extremely high uncertainties surrounding economies and financial markets at home and abroad, the Bank will patiently continue with monetary easing while nimbly responding to developments in economic activity and prices as well as financial conditions. By doing so, it will aim to achieve the price stability target of 2 percent in a sustainable and stable manner, accompanied by wage increases.</p> <p>The Bank will continue with Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control, aiming to achieve the price stability target, as long as it is necessary for maintaining that target in a stable manner. It will continue expanding the monetary base until the year-on-year rate of increase in the observed consumer price index (CPI, all items less fresh food) exceeds 2 percent and stays above the target in a stable manner. The Bank will continue to maintain stability of financing, mainly of firms, and financial markets, and will not hesitate to take additional easing measures if necessary.</p> <p>Since the late 1990s, when Japan's economy fell into deflation, achieving price stability has been a challenge. During this period, the Bank has implemented various monetary easing measures. These measures have interacted with and influenced wide areas of Japan's economic activity, prices, and financial sector. In light of this, the Bank has decided to conduct a broad-perspective review of monetary policy, with a planned timeframe of around one to one and a half years.</p>	<p>The Bank will continue with Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control, aiming to achieve the price stability target of 2 percent, as long as it is necessary for maintaining that target in a stable manner. It will continue expanding the monetary base until the year-on-year rate of increase in the observed CPI (all items less fresh food) exceeds 2 percent and stays above the target in a stable manner. For the time being, while closely monitoring the impact of COVID-19, the Bank will support financing, mainly of firms, and maintain stability in financial markets, and will not hesitate to take additional easing measures if necessary; it also expects short- and long-term policy interest rates to remain at their present or lower levels.</p>

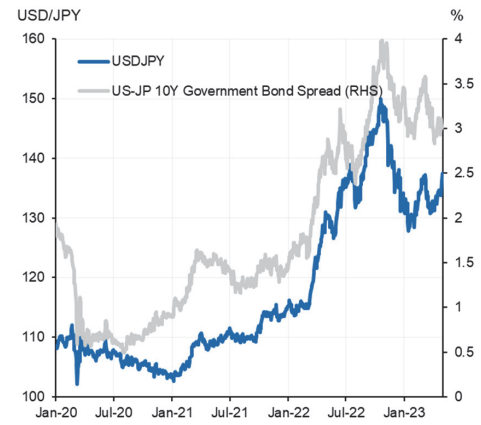
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**แผนภาพที่ 53: แรงกดดันของตลาดที่มีต่อการปรับขึ้นของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีและกดดันค่าเงินเยนให้อ่อนค่ามีลดลง นับตั้งแต่เกิดประเด็น SVB ล้มละลายในสหรัฐฯ**

**BoJ government bond purchase**



**USD/JPY vs. Bond spread**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

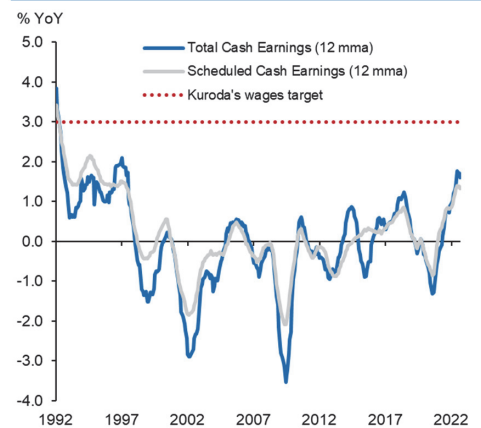
**ตัวเลขค่าจ้างของญี่ปุ่นยังคงเติบโตไม่เข้าเป้า ทำให้ BoJ มีแนวโน้มยังคงแนวทางที่ผ่อนคลายต่อไป**

ค่าจ้างโดยรวม (Cash earnings) ของญี่ปุ่นเดือน มี.ค. ขยายตัว 1.3% YoY ปรับสูงขึ้นจากเดือนก่อนเล็กน้อยที่ขยายตัว 0.8% ส่วนค่าจ้างในบริษัทที่มีการจ้างงานเกิน 30 อัตราขึ้นไปขยายตัว 1.5% (vs 1.4% เดือนก่อน) ซึ่งยังคงต่ำกว่าตัวเลขที่

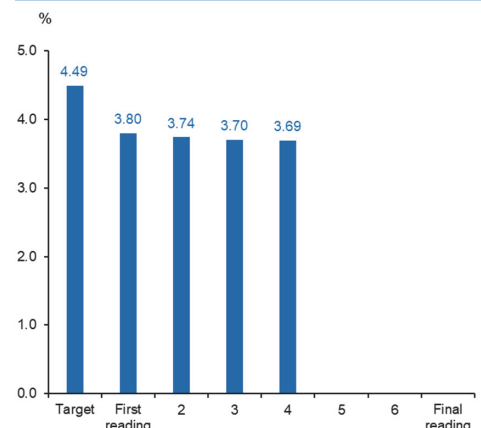
นาย Haruhiko Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ เคยระบุไว้ว่า ถ้าต้องการให้อัตราเงินเฟ้อเติบโตเกิน 2% ได้อย่างยั่งยืน จำเป็นต้องให้ค่าจ้างเติบโตอย่างน้อย 3% ทำให้เรามองว่าแนวโน้มการปรับนโยบายการเงินของญี่ปุ่นยังจำเป็นต้องรอสัญญาณการขึ้นของค่าจ้างอย่างยั่งยืนต่อไป ก่อนที่จะมีการส่งสัญญาณที่ชัดเจนในการจะเตรียมปรับเปลี่ยนทิศทางการเงิน

**แผนภาพที่ 54: ค่าจ้างโดยรวมยังคงขยายตัวไม่ถึงเป้าที่ 3% และยังคงต่ำกว่าตัวเลขการเจรจาเงินเดือนอย่างมาก**

**Cash earnings**



**2023 Shunto wage negotiation**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.7% YoY ในไตรมาสแรกของปี 2023 ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อย และเป็นการปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อน โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักมาจากการขยายตัวในส่วนของภาคบริการ การบริโภคภาคเอกชน และการลงทุนรวม ส่วนการส่งออกสินค้าและการบริโภคภาครัฐหดตัว โดย สศช. ยังคงคาดการณ์ GDP ปีนี้ในกรอบเช่นเดิมที่ 2.7-3.7% (ค่ากลางที่ 3.2% vs. ESU ที่ 3.3%) ขณะที่เรายังคงมุมมองในกรณีฐานว่าระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) จะอยู่ที่ 2% หลังล่าสุด ธปท. ได้มีมติปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก +25bps ในการประชุมเมื่อวันที่ 31 พ.ค. ที่ผ่านมา โดยปัจจัยหลักมาจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยนับตั้งแต่ต้นปี (YTD) ได้อยู่ต่ำกว่าระดับคาดการณ์ของ ธปท. ในช่วง 1H23F แล้ว ซึ่งอาจช่วยลดความกังวลของ ธปท. ต่อแรงกดดันด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน (Underlying price pressure) อีกทั้ง ความเสี่ยงของการพักการกระตุ้นที่รออยู่ก็ผ่อนคลายลง หลังตัวเลขดัชนีราคาผู้บริโภค (PPI) หดตัวในช่วง 2 เดือนล่าสุด

## GDP ขยายตัว 2.7% YoY ใน 1Q23 สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อย และปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อน

GDP ขยายตัว 2.7% YoY ในไตรมาสแรกของปี 2023 ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์ของเรา (+2.5%) และตลาด (+2.3%) เล็กน้อย ขณะที่หากปรับฤดูกาล พบว่า GDP มีโมเมนตัมบวกที่ 1.9% QoQ, SA จากไตรมาสก่อนหน้าที่ -1.1%

ด้านอุปสงค์ (Demand side) พบว่า ขยายตัวในส่วนของ การส่งออกภาคบริการ (+87.8% YoY), การบริโภคภาคเอกชน (+5.4%) และการลงทุนรวม (+3.1%; เอกชน +2.6% และภาครัฐ +4.7%) ส่วนการส่งออกสินค้าและการบริโภคภาครัฐหดตัว (-6.4% และ -6.2% ตามลำดับ) ทั้งนี้ ส่วนเปลี่ยนสินค้าคงคลังเป็นปัจจัยจุด GDP ราว -0.5ppt อิงจากการคำนวณของเรา

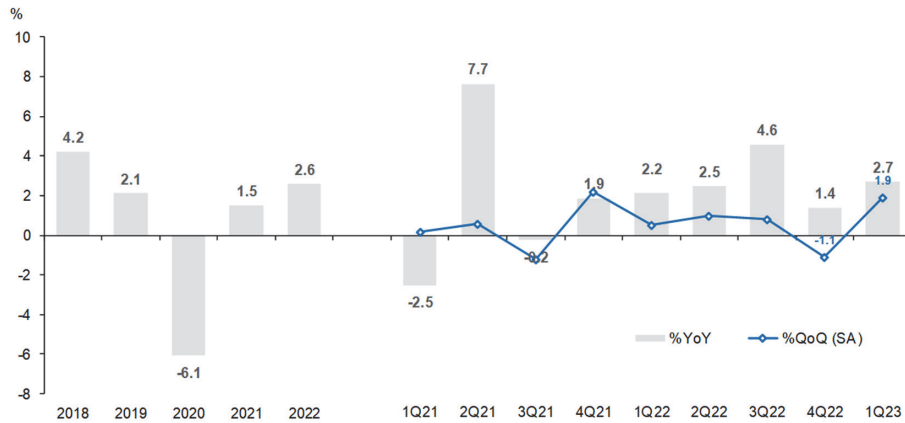
ด้านอุปทาน (Supply side) พบว่า ภาคบริการและภาคเกษตรกรรมขยายตัวต่อเนื่อง (+5.2% และ +7.2% ตามลำดับ)

โดยภาคบริการได้รับแรงหนุนจากการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว (อาทิ สาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร +34.3% และการขนส่งและสถานที่เก็บสินค้า +12.4%) ขณะที่ภาคเกษตรได้รับแรงหนุนจากผลผลิตที่ขยายตัว โดยเฉพาะอ้อย ปาล์มน้ำมัน และข้าวเปลือก สำหรับสาขาการผลิตหดตัวต่อเนื่องจากไตรมาสก่อน (-3.1%) แม้จะหดตัวในอัตราที่ลดลง

สำหรับประมาณการเศรษฐกิจล่าสุด สศช. ยังคงคาดการณ์ GDP ปีนี้ในกรอบเช่นเดิมที่ 2.7-3.7% (ค่ากลาง 3.2% vs. ESU ที่ 3.3%) โดยมีการปรับประมาณการการบริโภคภาคเอกชนขึ้นมาอยู่ที่ 3.7% (vs. เดิม 3.2%) ขณะที่ปรับลดคาดการณ์การบริโภคภาครัฐและการลงทุนภาคเอกชนลงมาอยู่ที่ -2.6% (vs. -1.5% เดิม) และ 1.9% (vs. +2.1% เดิม) อย่างไรก็ตาม สศช. ยังคงคาดการณ์การลงทุนภาครัฐที่ 2.7%, การส่งออกในรูปแบบ USD ที่ -1.6% และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ 28 ล้านคน

**แผนภาพที่ 55: เศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.7% ใน 1Q23 สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อย และปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อน**

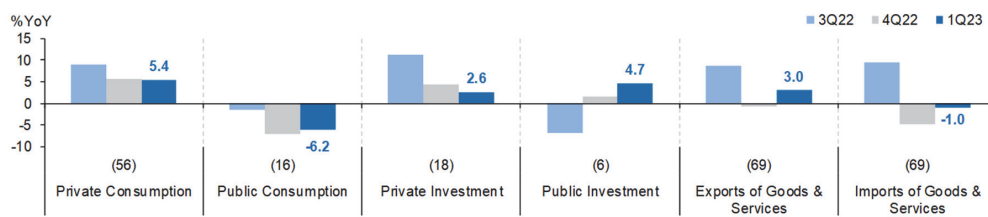
YoY and QoQ (seasonally adjusted) growth



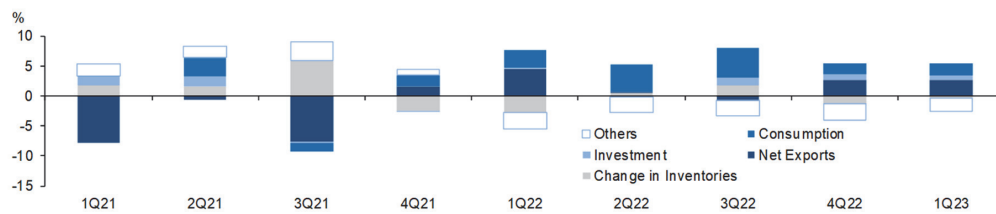
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**แผนภาพที่ 56: ด้านอุปสงค์ กิจกรรมเศรษฐกิจได้รับแรงหนุนจากการส่งออกบริการ การบริโภคครัวเรือน และการลงทุนรวม**

YoY growth of demand-side indicators<sup>1\</sup>



Contribution to GDP growth from demand-side indicators

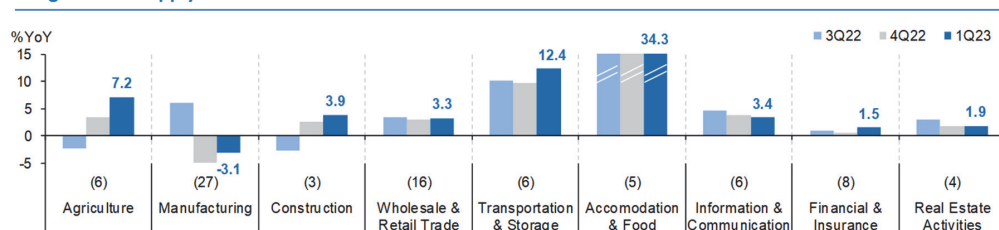


Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2022 GDP (CVM).

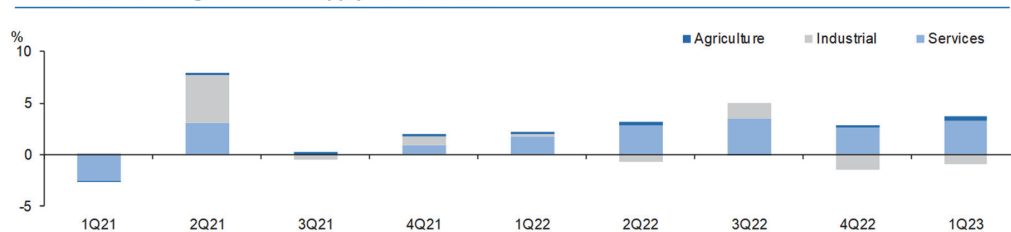
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## แผนภาพที่ 57: ด้านอุปทาน ภาคบริการและภาคเกษตรขยายตัวต่อเนื่อง

YoY growth of supply-side indicators <sup>1\</sup>



Contribution to GDP growth from supply-side indicators



Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2022 GDP (CVM).

ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## แผนภาพที่ 58: เศษ. คงประมาณการ GDP ปีนี้ในช่วง 2.7%-3.7% (ค่ากลาง 3.2%)

Key economic forecasts for Thailand

Indicators		2021	2022	2023F				
				ESU	BoT	FPO	NESDC	
				(Dec)	(Mar)	(Apr)	(Feb)	(May)
GDP	%	1.5	2.6	3.3	3.6	3.6	2.7-3.7	2.7-3.7
Private Consumption	%	0.6	6.3	3.0	4.0	4.1	3.2	3.7
Public Consumption	%	3.7	0.2	-0.5	-2.2	-2.1	-1.5	-2.6
Private Investment	%	3.0	5.1	2.8	2.1	2.3	2.1	1.9
Public Investment	%	3.4	-4.9	2.0	3.7	2.6	2.7	2.7
Exports (f.o.b.)	%	19.2	5.5	-3.5	-0.7	-0.5	-1.6	-1.6
Imports (f.o.b.)	%	27.7	15.3	-4.6	1.2	-0.2	-2.1	-1.9
Foreign Tourist Arrivals	Million	0.4	11.2	24.0	28.0	29.5	28	28
Current Account Balance	US\$, bn	-11	-17	4.6	4.0	4.2	8.6	7.9
Headline Inflation	%	1.2	6.1	2.8	2.9	2.6	2.5-3.5	2.5-3.5
Dubai Oil Price (avg)	US\$/bbl	69	97	90	86	82	80-90	80-90
Policy rate (end)	%	0.50	1.25	2.00	--	--	--	--
USD/THB (avg)	Bt/US\$	32.0	35.1	36.3	--	33.2	32.3-33.3	32.8-33.8

Note: () = As of projections.

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

**อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในเดือน มี.ค.-เม.ย. อยู่ต่ำกว่าระดับ 3% ซึ่งเป็นกรอบบนของเงินเฟ้อเป้าหมายของ ธพท.**

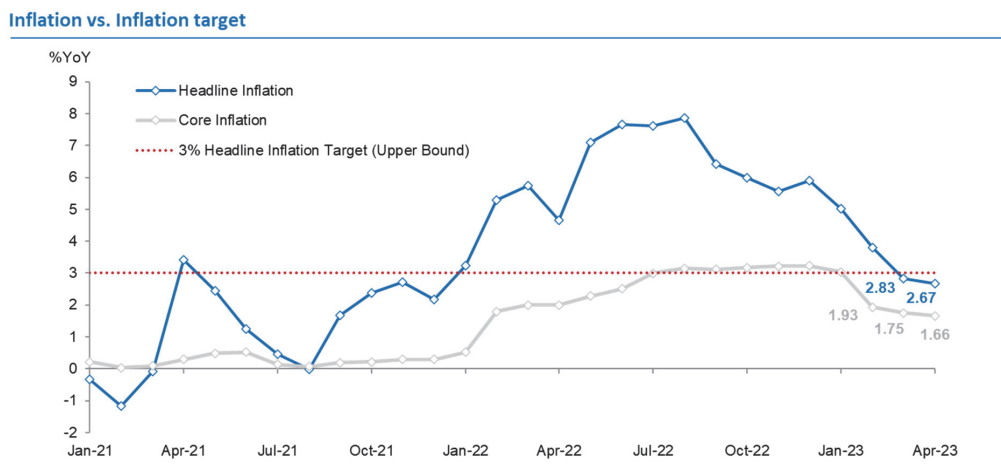
พัฒนาการล่าสุดของเครื่องชี้ดัชนีราคาผู้บริโภคพบว่า อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในเดือน มี.ค.-เม.ย. อยู่ที่ระดับ 2.83% และ 2.67% YoY ตามลำดับ นับว่าเป็นการชะลอตัวต่อเนื่องเป็นเวลา 2 เดือนที่ลงมาต่ำกว่าระดับ 3% ซึ่งเป็นกรอบบนของเงินเฟ้อเป้าหมายของ ธพท. ที่อยู่ในช่วง 1-3%

โดยหากพิจารณาองค์ประกอบของเงินเฟ้อ จะพบว่าทั้งในส่วนหมวดอาหารและเครื่องดื่ม (Food) และหมวดที่ไม่มีใช่อาหารและเครื่องดื่ม (Non-food) การปรับเพิ่มขึ้นเป็นไปในอัตราชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง โดยที่หมวด Food จะมีการขยายตัวในอัตราที่สูงกว่าหมวด Non-food ซึ่งเรามองว่าส่วนสำคัญเกิดจากต้นทุนของราคาล้างงานที่สูงขึ้น โดยเฉพาะราคาน้ำมันดีเซลที่สูงเกินกว่าระดับ 30 บาทต่อลิตรเป็นระยะเวลา 1 ปีแล้วและเป็นระยะเวลายาวนานกว่าในอดีต ซึ่งเราจะเห็นได้ว่าการที่ราคาน้ำมันดีเซลปรับสูงขึ้นเกินกว่าระดับ 30 บาทต่อลิตร จะทำให้ดัชนีราคาในกลุ่มอาหารสำเร็จรูป (Prepared food) ปรับตัวสูงขึ้นในอัตราเร่ง และเมื่อราคาน้ำมันดีเซลได้ผ่านจุดสูงสุดและเริ่มทยอยปรับตัวลดลง จะทำให้การปรับขึ้นของดัชนีราคาในกลุ่ม Prepared food เริ่มทรงตัว และ/หรือ ปรับเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ดังนั้น ทำให้เรามองว่าการทยอยปรับลดลงของราคาน้ำมันดีเซลในสถานการณ์ปัจจุบัน (ราคาน้ำมันดีเซลถูกปรับลดลงมาที่ 32 บาทต่อลิตรในวันที่ 15 พ.ค. จากจุดสูงสุดที่ 34.94 บาทต่อลิตร หรือปรับลดลงราว -8.4%) จะช่วยลดแรงกดดันต่อการปรับขึ้นของราคาในหมวด Food ในระยะต่อไป

**ความเสี่ยงของต้นทุนผู้ผลิตที่รอผลกระทบปรับลดลงต่อเนื่อง คาดช่วยลดความกังวลต่อแรงกดดันของเงินเฟ้อ**

ทางด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (เงินเฟ้อที่ไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) ชะลอตัวลงเช่นกัน โดยขยายตัว 1.93%, 1.75% และ 1.66% ในเดือน ก.พ.-เม.ย. ตามลำดับ ซึ่งนับว่าชะลอลงมาต่ำกว่าระดับ 2% ต่อเนื่องเป็นเวลา 3 เดือน จากในช่วงหลายเดือนก่อนหน้านี้ที่ทรงตัวในระดับเกินกว่า 3% ซึ่งสะท้อนแรงกดดันในแง่พื้นฐานเงินเฟ้อ (Underlying price pressure) ที่ลดลงต่อเนื่อง นอกจากนี้ หากพิจารณาในส่วนของการขยายตัวของเงินเฟ้อพื้นฐานตั้งแต่ต้นปี จะพบว่า อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ย (YTD) ทั้งในเดือน มี.ค. และ เม.ย. อยู่ที่ระดับ 1.75% และ 1.66% ตามลำดับ ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์ของ ธพท. ที่ประเมินไว้ที่ระดับ 2.4% ในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ (ทั้งปี ธพท. คาดที่ 2.4% เช่นกัน) อีกทั้ง หากพิจารณาดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) จะพบว่าในเดือน มี.ค. และ เม.ย. ได้ขยายตัวติดลบแล้ว และลดส่วนระหว่างดัชนีราคาผู้ผลิตและดัชนีราคาผู้บริโภค (PPI/CPI) ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงของต้นทุนที่รอผลกระทบได้ปรับลดลงต่อเนื่องด้วยเช่นกัน ดังนั้น เรา มองว่าความกังวลของ ธพท. ต่อความเสี่ยงขาบน (Upside risk) ของเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะปรับลดลง และทำให้ ธพท. ไม่จำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับที่จำกัด (Restrictive) กิจกรรมเศรษฐกิจ

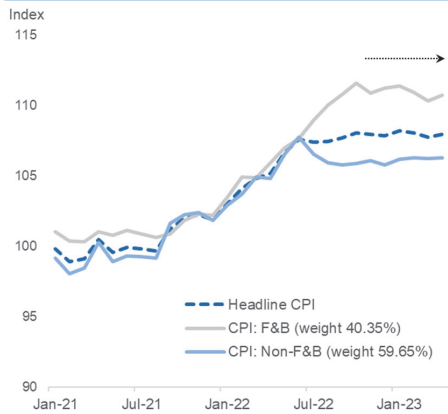
**แผนภาพที่ 59: เงินเฟ้อทั่วไปในเดือน มี.ค. และ เม.ย. อยู่ต่ำกว่าระดับ 3% ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐานโตต่ำกว่าระดับ 2% เป็นเวลา 3 เดือน**



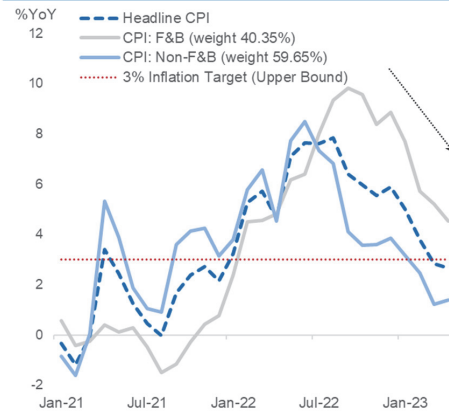
ที่มา: MoC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 60: โดยทั้งเงินเพื่อหมวดอาหารและมีใช้หมวดอาหารขยายตัวในอัตราชะลอลง**

**Inflation by component: Index**



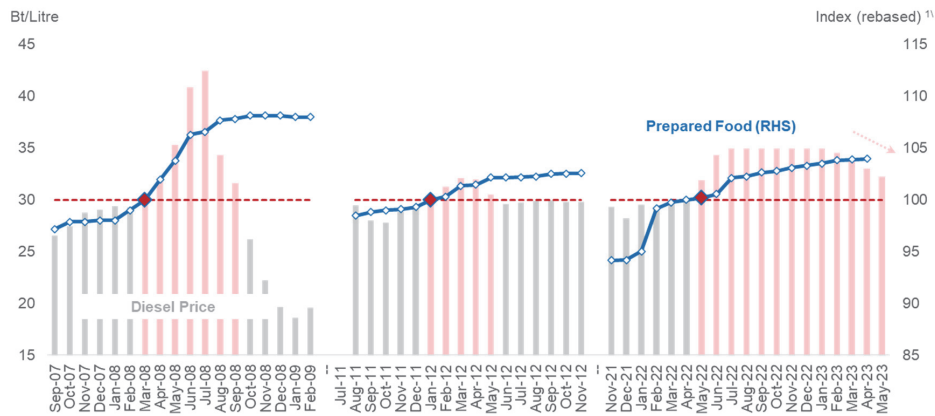
**Inflation by component: %YoY**



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

**แผนภาพที่ 61: ราคาน้ำมันดีเซลได้ถูกปรับลดลงมาที่ 32 บาทต่อลิตรในวันที่ 15 พ.ค. ซึ่งช่วยลดแรงกดดันต่อเงินเพื่อหมวดอาหารในระยะต่อไป**

**Domestic diesel price <sup>1\</sup>**

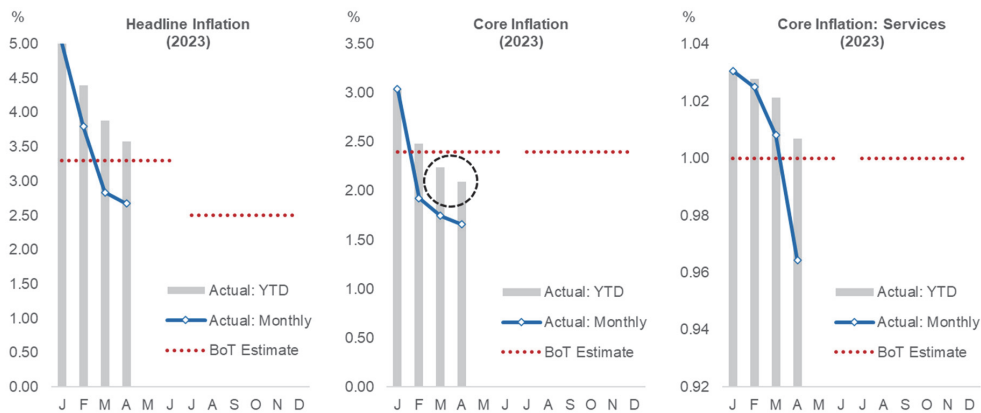


Note: 1\ The prepared food index was rebased to 100 at the first period when diesel price was above 30 baht/litre. Diesel price will be cut to Bt32/litre effective on 15 May.

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

**แผนภาพที่ 62: อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยนับตั้งแต่ต้นปี (YTD) ได้ยู่ต่ำกว่าระดับคาดการณ์ของ ธปท. ในช่วง 1H23F แล้ว ซึ่งอาจช่วยลดความกังวลของ ธปท. ต่อแรงกดดันด้านพื้นฐานของเงินเฟ้อ (Underlying price pressure)**

**Inflation: Actual vs. BoT estimate <sup>1\</sup>**

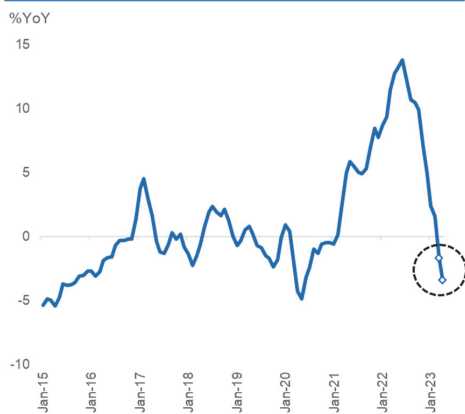


**Note: 1\ BoT estimate as of March 2023. Core inflation (services) includes housing & furnishing (ex utilities), transport & communication (ex vehicle & operation), medical & personal care and recreation/reading/education/religion.**

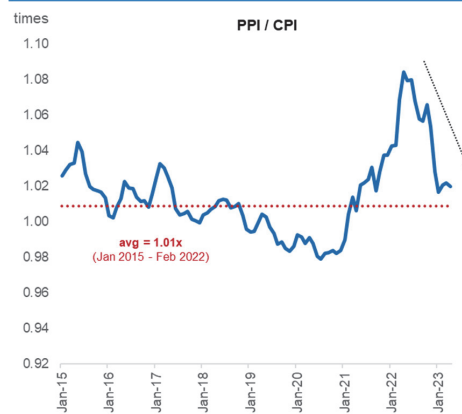
**ที่มา: MoC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)**

**แผนภาพที่ 63: ความเสี่ยงของการพลิกภาวะต้นทุนที่รออยู่ได้ผ่อนคลายลง หลังตัวเลขดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) หดตัวในช่วง 2 เดือนล่าสุด**

**Producer Price Index (PPI)**



**Ratio of producer price to consumer price**



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

ผู้ว่าฯ ธปท. แสดงความกังวลต่อการฟื้นตัวที่สูงของภาคการ  
ท่องเที่ยว อาจทำให้เงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการไม่ปรับลดลง  
เมื่อวันที่ 24 เม.ย. ทาง ธปท. ได้จัดงาน Meet The Press  
โดยผู้ว่าฯ ธปท. ได้แสดงความกังวลต่อเงินเฟ้อพื้นฐานหมวด  
บริการ (Core services inflation) ที่อาจไม่ปรับตัวลดลงทำให้  
เงินเฟ้อไม่ลงอย่างที่คาด หากภาคการท่องเที่ยวฟื้นตัวสูง อย่างไร  
ก็ดี ในช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 เราพบว่า ความ  
สัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการและการเติบโตของ  
นักท่องเที่ยวต่างชาติมีความไม่แน่นอนและอยู่ในระดับต่ำ ดังนั้น

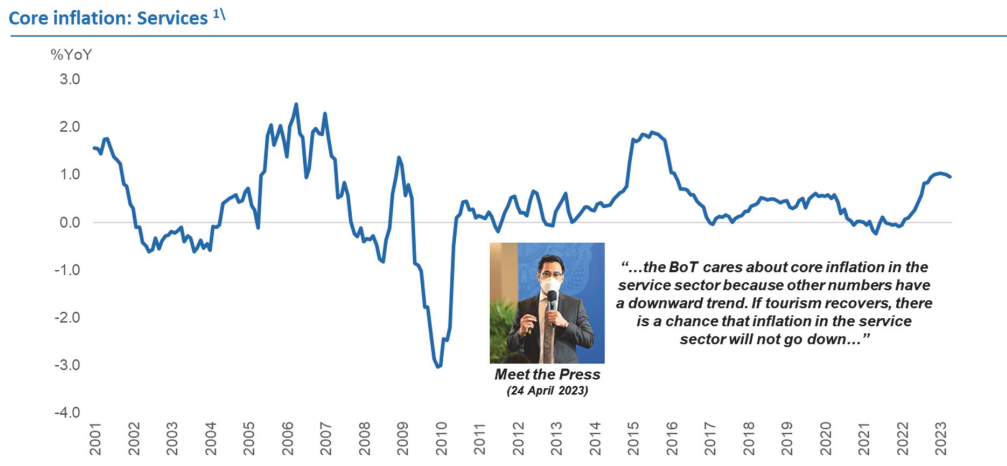
เรามองว่า ธปท. น่าจะเลือกเฝ้าติดตามอย่างระมัดระวังและรอ  
ประเมินสถานการณ์ไปก่อน (Wait-and-see approach) มากกว่า  
ที่จะเลือกปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าระดับปัจจุบันไปมาก โดย  
เรายังคงมุมมองในกรณีฐาน (Baseline) ว่าระดับอัตราดอกเบี้ย  
สูงสุด (Terminal rate) จะอยู่ที่ 2% ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ย  
ระยะยาวนับตั้งแต่มีการกำหนดเงินเฟ้อเป็นเป้าหมาย โดยในการ  
ประชุมครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 31 พ.ค. ธปท. ได้มีการปรับขึ้นอัตรา  
ดอกเบี้ยนโยบายอีก +25bps สู่ระดับ 2% แล้ว



อย่างไรก็ดี ปัจจัยเสี่ยงด้านบวก (Upside risks) ที่อัตราดอกเบี้ยอาจสูงกว่าที่เรามองไว้ อาจเกิดขึ้นได้จากความแข็งแกร่งของอุปสงค์ในประเทศที่ดีกว่าคาด (เช่น การฟื้นตัวที่ดีกว่าคาด ในส่วนของภาคการท่องเที่ยว ซึ่งจะกระตุ้นการจ้างงานและการบริโภค) และการส่งผ่านต้นทุนที่มากกว่าคาด ซึ่งขึ้นกับพัฒนาการของเศรษฐกิจและราคาในระยะข้างหน้า โดยต้องติดตามความรวดเร็วในการจัดตั้งรัฐบาลหลังการเลือกตั้งได้ผ่านพ้นไปเมื่อวันที่ 14 พ.ค. ที่ผ่านมา และนโยบายด้านเศรษฐกิจ (เช่น นโยบายกระตุ้นการบริโภค นโยบายปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ) และพลังงาน (เช่น การปรับลดค่าไฟฟ้า) ที่อาจมีการประกาศออกมา รวมทั้งแนวโน้มของเศรษฐกิจโลกในระยะข้างหน้า โดยเฉพาะภาวะเศรษฐกิจของประเทศยักษ์ใหญ่อย่างสหรัฐฯ และยุโรปที่มีการ

ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปมากเพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อที่ทรงตัวในระดับสูง ท่ามกลางภาวะความผันผวนของตลาดการเงินและสถาบันการเงินที่สูงขึ้นนับตั้งแต่เดือน มี.ค. เป็นต้นมา ทั้งนี้ เรายังคงกังวลว่าจะสามารถจัดตั้งรัฐบาลได้เร็วแค่ไหน เพราะหากดำเนินการได้ช้าจะทำให้มีความเสี่ยงสูงมากขึ้นที่การอนุมัติงบประมาณประจำปี FY2024 (ที่จะเริ่มบังคับใช้วันที่ 1 ต.ค. 2023) ไม่ทันกำหนดและอาจลากยาวไปจนถึงไตรมาสแรกของปี 2024 เพราะอาจเหลือเวลาไม่ถึง 2 เดือนในการดำเนินการ หากรัฐบาลสามารถจัดตั้งได้ภายในเดือน ส.ค. ทั้งนี้ ในการเลือกตั้งปี 2019 การจัดตั้งรัฐบาลที่ล่าช้าทำให้การอนุมัติงบประมาณประจำปีช้าไปเกือบ 5 เดือน (ต.ค. 2019 – ก.พ. 2010) ซึ่งทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณหดตัวมากกว่า 50% YoY ในช่วงเวลาดังกล่าว

**แผนภาพที่ 64: ผู้ว่าฯ ธปท. ได้แสดงความกังวลต่อเงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการ (Core services inflation) เนื่องจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว**



**Note:** Core inflation (services) includes housing & furnishing (ex utilities), transport & communication (ex vehicle & operation), medical & personal care and recreation & reading & education & religion.  
ที่มา: MoC, Thaipublica, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

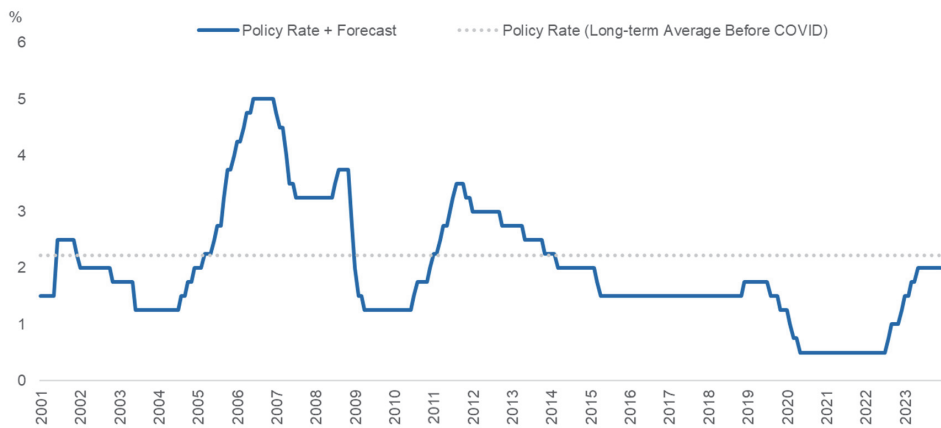
**แผนภาพที่ 65: ในช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ความสัมพันธ์ระหว่างเงินเฟ้อพื้นฐานหมวดบริการและการเติบโตของนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ในระดับต่ำ**



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

แผนภาพที่ 66: เรายังคงคาดในกรณีฐานว่าระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) จะอยู่ที่ 2% หลังล่าสุด  
รปท. ได้มีมติปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก +25bps ในการประชุมเมื่อวันที่ 31 พ.ค. ที่ผ่านมา

### Policy rate



ที่มา: BoT, 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



**ธรรมารัตน์ กิตติสิริวัฒน์**  
Head of Economics  
(66) 2633 6474  
thamaratk@tisco.co.th



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



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



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



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



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



## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป  
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

### สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

<b>เปิดทำการทุกวัน</b>	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3 : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 3 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพาราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360
	เมกาบางนา ชั้น 1 : 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4 : 02 193 8080
	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411
	เซ็นทรัล พาราม 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	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5 : 02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3 : 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168		
<b>จันทร์ - ศุกร์</b>	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารภคินท์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	วรจักร : 02 621 0141	เยาวราช : 02 623 2212
	ราชวงศ์ : 02 622 8220	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1 : 02 623 9141	

### สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม : 034 145 000	ราชบุรี : 032 327 010	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 : 044 075 000	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 2 หาดใหญ่	: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี : 077 275 633	