

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นปัจจุบันมี Valuation สูง
สะท้อนคาดการณ์การลดดอกเบี้ยในกรณี
ที่ดีที่สุดไปแล้ว

ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยและการเลือก
ตั้งสหรัฐฯ อาจส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น
โดยเฉพาะ Emerging markets

ตลาดหุ้นอาจปรับตัวขึ้นได้อย่างจำกัด
ในระยะสั้น

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	7
• ตลาดตราสารหนี้.....	15
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	19
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	26
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	27
• เศรษฐกิจยุโรป	34
• เศรษฐกิจจีน	40
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	45
• เศรษฐกิจไทย	50

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

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก

กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว ดัชนี S&P 500 เพิ่มขึ้นถึง 30% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา สูงกว่ารอบการลดดอกเบี้ยในอดีต โดยการปรับตัวขึ้นนี้ มาจากการประเมินมูลค่าหุ้น (Valuation) ที่สูงขึ้นเป็นหลัก ค่า Forward P/E ratio เพิ่มขึ้นถึง 20% เทียบเท่ากับการขยายตัว “หลัง” จากที่ Fed ลดดอกเบี้ยไปแล้ว 10-12 เดือน ในขณะที่การคาดการณ์กำไรบริษัทเพิ่มขึ้นเพียง 10% บ่งชี้ว่าตลาดในปัจจุบันได้คาดการณ์ถึงการลดดอกเบี้ยในกรณีที่ดีที่สุดไปแล้ว

ในทางกลับกัน หากเศรษฐกิจจริงไม่สามารถฟื้นตัวได้ตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้ และเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ค่า P/E จะปรับลดลงอย่างรวดเร็ว แม้จะเข้าสู่รอบการลดดอกเบี้ย แสดงให้เห็นว่าการลดดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถรักษาระดับมูลค่าได้ หากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจอ่อนแอลง

ทั้งนี้ Bond yield ที่ปรับลดลงเพิ่มเติม อาจกลายเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น เนื่องจากตลาดประเมินอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะลดลงถึงขั้นสุด (Terminal rate) ที่ระดับ 2.8% ซึ่งใกล้เคียงกับระดับที่ Fed ประเมินว่าเหมาะสมในระยะยาวที่ 2.9% แนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลงต่ำกว่านี้ อาจไม่ได้เป็นปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้นเหมือนในช่วงที่ผ่านมา แต่อาจกลับกลายเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น ผ่านมุมมองการปรับลดดอกเบี้ยที่มาก สะท้อนความเป็นไปได้ที่จะเกิด Recession

นอกจากนี้ การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ที่กำลังจะเกิดขึ้นในเดือน พ.ย. อาจสร้างความไม่แน่นอนต่อนโยบายการคลังและการต่างประเทศ โดยในช่วงก่อนการเลือกตั้ง มักพบว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ในขณะที่ดัชนี S&P 500 มักปรับตัวลดลง

จากปัจจัยข้างต้น แม้เรายังคงมีมุมมองบวกต่อตลาดหุ้นในระยะกลาง จากประเมินเศรษฐกิจที่น่าจะหลีกเลี่ยงภาวะ Recession ได้สำเร็จ แต่เพราะระดับ Valuation ในปัจจุบันที่แพง สะท้อนข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในขณะที่มีความเสี่ยงจาก Recession และความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ทำให้การปรับตัวขึ้นในระยะสั้นอาจเป็นไปอย่างจำกัด โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่ากลุ่มอื่นๆ

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นปัจจุบันมี Valuation สูง สะท้อนคาดการณ์การลดดอกเบี้ยในกรณีที่ดีที่สุดไปแล้ว
- ความเสี่ยงจากภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจและความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งสหรัฐฯ อาจส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น โดยเฉพาะในตลาด Emerging markets
- เรามองตลาดหุ้นอาจปรับตัวขึ้นได้อย่างจำกัด ในระยะสั้น

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้			●	<ul style="list-style-type: none"> - เรายังคงมองเศรษฐกิจจะหลีกเลี่ยง Recession ได้สำเร็จ Bond yield อายุ 10 ปีน่าจะปรับเพิ่มขึ้นเข้าใกล้ระดับ 4% ในช่วงที่เหลือของปี - Bond yield อายุยาวอาจปรับลดลงได้จำกัด จากความคาดหวังต่อเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น หลัง Fed เริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ย - Bond yield อายุสั้น อาจยังถูกกดดันจากแนวโน้มขาของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย - คงคำแนะนำ Overweight Bond yield อายุสั้น
หุ้นรายประเทศ				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●		<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดแรงงานเริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอลง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังคงลดลงต่อเนื่อง - เรายังคงมองเศรษฐกิจน่าจะหลีกเลี่ยง Recession ได้สำเร็จ - Fed จะเริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เรายังคง Fed น่าจะปรับลดดอกเบี้ยลงอีก -50bps ในช่วงที่เหลือของปี - Valuation อยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้น จากภาคการท่องเที่ยวและส่งออก - การเบิกจ่ายงบประมาณประจำปี 2567 เริ่มเร็วขึ้น ในขณะที่ มาตรการ Digital wallet ททยอยจัดสรร - เราคาดว่า กนง. น่าจะคงดอกเบี้ยในปีนี้ทั้งปี ถึงแม้การประชุมล่าสุดจะเอียงไปทาง Dovish มากขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน		●		<ul style="list-style-type: none"> - ภาคการผลิตยังฟื้นตัวไม่ชัดเจน แต่ส่งออกฟื้นตัวขึ้น - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก ทางออกมาตรการการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ และเตรียมแผนประคองตลาดทุน - สัญญาณ Sentiment ยังไม่ยั่งยืน มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯเป็นระยะ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะรุนแรงขึ้นในช่วงใกล้เลือกตั้งปธน. สหรัฐฯซึ่งจะจัดขึ้นในเดือน พ.ย.นี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวชัดเจน - คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น สวนทางกับประเทศอื่นๆ - Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป		●		<ul style="list-style-type: none"> - การฟื้นตัวของเศรษฐกิจเริ่มชะงัก หลังจากฟื้นตัวขึ้นเพียงเล็กน้อย - ECB เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง - คาดการณ์กำไรบริษัทน่าจะผ่านพ้นจุดต่ำสุด และอาจถูกปรับขึ้น ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ - Valuation อยู่ในระดับถูก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้น EM ex. China		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - การฟื้นตัวของเศรษฐกิจอ่อนกำลังลง คาดการณ์ GDP เริ่มถูกปรับลดลง หลังจากที่ถูกปรับขึ้นต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี - มีความอ่อนไหวจากความผันผวนในตลาดหุ้น โดยเฉพาะจากการเลือกตั้งสหรัฐฯ ซึ่งจะเกิดขึ้นในวันที่ 5 พ.ย. - Valuation อยู่ในระดับถูก - ลดน้ำหนักลงเป็น Neutral
หุ้นราย Sector / Style				
Financials			●	<ul style="list-style-type: none"> - ผลกำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและสั้น (Yield curve steepening) - คงคำแนะนำ Overweight
Quality stocks			●	<ul style="list-style-type: none"> - ความผันผวนในตลาดหุ้นอาจเพิ่มขึ้นจากการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ - หุ้น Quality มีสถานะการเงินแข็งแกร่ง มักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นเมื่อความผันผวนในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น - แนะนำให้ลงทุนใน S&P500 ต่ำกว่า 5,300 จุด - คงคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ		●		<ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความกังวลต่อ Recession - มี Downside จำกัด จากการกลับเข้าซื้อทองคำของทางการจีน - ราคาทองคำน่าจะอยู่ที่ระดับ 2,300-2,600 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ในช่วงที่เหลือของปี - คงคำแนะนำ Neutral
น้ำมัน		●		<ul style="list-style-type: none"> - ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ฟื้นตัวกลับไปที่ระดับราว 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ใน 1-2 เดือนข้างหน้า ด้วยสมมติฐานเศรษฐกิจสหรัฐฯ ของ ESU ที่มองภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังเป็นเพียงความเสี่ยง มิใช่กรณีฐาน ประกอบกับปัจจัยพื้นฐานเฉพาะของตลาดน้ำมันที่ค่อนข้างดี - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs		●		<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดเช่าบ้านยังคงแข็งแกร่ง จากปริมาณบ้านที่ขาดแคลน Price-to-rent ratio อยู่ในระดับสูง - ความเสี่ยงจาก Office REIT มีจำกัด ตามสัดส่วนที่คิดเป็นเพียง 6% ของมูลค่า REIT ที่ซื้อขายได้ (MSCI US REIT และ FTSE EPRA Nareit US) - ปัจจัยกดดัน จาก Bond yield อายุยาว ที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,445	-0.2%	0.7%	6.7%	10.6%	4.6%	2.1%	-5.1%
Philippines PCOMP	7,417	0.7%	4.4%	6.5%	20.4%	7.8%	15.0%	20.7%
Indonesia JCI	7,752	-2.1%	-0.8%	2.8%	12.7%	5.5%	6.6%	10.5%
Singapore STI	3,635	-0.2%	1.8%	7.3%	9.9%	12.9%	12.2%	13.4%
Malaysia KLCI	1,663	0.2%	0.7%	1.7%	4.6%	7.8%	14.3%	14.7%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	18,236	1.4%	5.0%	3.5%	1.2%	10.5%	7.0%	1.0%
China H HSCEI	6,383	1.2%	5.1%	2.6%	-0.9%	10.9%	10.7%	1.9%
MSCI China	58	0.9%	4.1%	1.1%	-2.3%	5.8%	3.3%	-2.7%
China CSI300	3,213	0.2%	1.3%	-3.4%	-8.1%	-9.4%	-6.4%	-14.1%
Taiwan TWSE	22,286	0.5%	2.4%	0.6%	-4.2%	10.2%	24.3%	36.3%
Korea KOSPI	2,602	0.5%	3.5%	-3.7%	-6.5%	-5.3%	-2.0%	3.7%
MSCI Korea	791	0.6%	2.7%	-6.9%	-9.8%	-9.3%	-4.8%	2.3%
India SENSEX	84,735	1.6%	2.1%	4.5%	9.7%	16.3%	17.3%	28.4%
MSCI India	3,113	1.5%	1.1%	3.3%	9.2%	19.6%	25.2%	39.8%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,153	0.2%	0.4%	1.6%	4.6%	4.9%	7.4%	15.3%
Japan TOPIX	2,642	1.0%	1.9%	-1.6%	-3.0%	-6.1%	11.7%	11.2%
Japan Nikkei 225	37,724	1.5%	2.4%	-1.7%	-2.3%	-7.7%	12.7%	16.4%
Europe STOXX600	515	-1.4%	-0.0%	-0.6%	-0.0%	1.0%	7.5%	13.6%
Euro STOXX50	4,867	-1.5%	0.8%	-0.9%	-0.8%	-3.3%	7.6%	15.7%
US Dow Jones	42,063	0.1%	1.6%	2.2%	7.4%	6.6%	11.6%	23.8%
US S&P500	5,703	-0.2%	1.4%	1.2%	4.4%	8.9%	19.6%	32.0%
MSCI US REITs	1,400	-0.4%	-1.2%	2.5%	15.9%	16.2%	12.1%	26.3%
J-REITs	1,749	-0.1%	0.0%	0.0%	1.2%	-3.7%	-3.2%	-6.1%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,243	-1.2%	-0.4%	-1.0%	0.1%	3.9%	6.6%	7.3%
Germany DAX	18,753	-1.5%	0.6%	0.6%	3.2%	3.0%	11.9%	20.5%
France CAC 40	7,476	-1.5%	0.4%	-1.3%	-2.0%	-8.3%	-0.9%	4.1%
Switzerland SMI	11,943	-1.0%	-0.5%	-3.3%	-0.6%	2.5%	7.2%	8.4%
Portugal PSI 20	6,747	-0.1%	-0.6%	0.7%	2.7%	8.3%	5.5%	9.4%
Spain IBEX 35	11,772	-0.2%	1.6%	4.4%	6.7%	7.6%	16.5%	23.9%
Italy FTSE MIB	33,726	-0.8%	0.5%	0.2%	1.3%	-1.8%	11.1%	18.0%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	131,065	-1.5%	-2.8%	-3.4%	8.0%	3.2%	-2.3%	13.0%
Chile IPSA	6,333	0.0%	1.9%	-1.9%	-3.2%	-1.9%	2.2%	5.5%
Mexico MEXBO	52,190	-1.4%	0.4%	-2.4%	-1.1%	-7.8%	-9.1%	1.0%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	584	0.8%	2.3%	1.6%	2.9%	9.2%	10.4%	17.5%
MSCI Latin America	2,225	-2.2%	-1.0%	-3.0%	1.9%	-11.4%	-16.4%	-4.9%
MSCI All Country World	837	-0.3%	1.1%	0.7%	4.5%	7.2%	15.2%	26.3%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	71.10	-0.0%	1.4%	-5.0%	-11.9%	-11.8%	-0.8%	-21.0%
Brent Spot	74.60	-0.5%	2.5%	-5.6%	-12.5%	-12.7%	-3.2%	-20.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.50	-0.36	0.84	-0.69	-1.01	-1.30	-1.89	0.26
Gold Spot	2615.69	1.2%	1.2%	4.1%	12.2%	20.3%	26.8%	36.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2590.92	-0.0%	0.0%	0.9%	2.8%	1.0%	-2.7%	-6.2%
Bloomberg Agri Subindex	56.19	-0.4%	1.5%	5.9%	-2.8%	-5.4%	-10.0%	-13.9%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	327.98	0.3%	0.5%	1.0%	3.1%	2.0%	4.3%	7.6%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	221.08	0.1%	0.1%	0.4%	1.1%	1.3%	2.2%	3.2%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	318.29	0.2%	0.3%	0.7%	1.8%	1.6%	3.0%	5.2%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	426.67	0.4%	0.6%	1.0%	2.7%	1.9%	4.0%	8.3%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	270.71	0.2%	0.3%	0.6%	1.7%	1.6%	2.9%	5.1%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.26	0	-2	-2	-9	2	-11	-16
2Y	2.12	-2	-4	-9	-23	-4	-22	-43
5Y	2.18	-2	-6	-13	-29	-9	-27	-61
10Y	2.47	-4	-6	-10	-23	-9	-23	-73
Spread 10Y-2Y	35	-2	-2	-1	0	-5	-0	-30
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.74	3	12	-6	-52	-46	-14	-69
Japan 10Y	0.85	-0	0	-4	-11	11	24	12
UK 10Y	3.88	1	12	-3	-20	-5	34	-37
German 10Y	2.16	1	4	-6	-25	-16	14	-58
Spain 10Y	2.97	0	5	-5	-32	-19	-3	-85
Italy 10Y	3.53	-0	6	-3	-41	-11	-17	-106
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.64	0.5	-0.5	0.8	3.4	3.6	4.2	-0.6
Dollar index	101.13	0.1%	0.4%	0.4%	-4.4%	-3.2%	-0.2%	-4.2%
USD/THB	32.97	-0.7%	-0.9%	-2.9%	-10.0%	-9.3%	-3.8%	-8.8%
EUR/USD	1.11	0.1%	-0.3%	-0.9%	3.4%	2.4%	0.5%	4.8%
GBP/USD	1.33	0.3%	0.4%	0.3%	4.6%	4.9%	4.1%	8.6%
USD/JPY	143.65	0.6%	2.1%	-0.5%	-10.1%	-5.2%	1.9%	-3.5%
USD/CNY	7.06	-0.2%	-0.5%	-0.9%	-2.8%	-2.1%	-0.6%	-3.5%
USD/CNH	7.06	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-3.1%	-2.6%	-0.9%	-3.5%

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

As of 9/20/2024

ตลาดหุ้น



เรายังมีมุมมองที่ดีต่อตลาดหุ้นในระยะกลาง จากประเมินเศรษฐกิจที่น่าจะหลีกเลี่ยงภาวะ Recession ได้สำเร็จ แต่เพราะระดับ Valuation ในปัจจุบันที่แพง สะท้อนข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในขณะที่มีความเสี่ยงจาก Recession และความไม่แน่นอนจากประเด็นการเลือกตั้งสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ตลาดหุ้นอาจปรับขึ้นได้จำกัดในระยะสั้น เราแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ลง ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่ากลุ่มอื่น และจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นที่มีระดับความเสี่ยง (Risk Spectrum) สูง

ตลาดหุ้นตอบรับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยมากกว่าในอดีต

ดัชนี S&P 500 ปรับเพิ่มขึ้นถึง 30% ในช่วงเวลา 12 เดือนที่ผ่านมา นับเป็นการปรับขึ้นในอัตราที่สูง มากกว่ารอบการปรับลดดอกเบี้ยในอดีต สะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะสามารถควบคุมเงินเฟ้อได้โดยไม่ทำให้เศรษฐกิจถดถอย (หรือที่เรียกว่า “Soft-landings”) ได้สำเร็จ

การตอบรับของตลาดหุ้นที่รวดเร็วนี้นี้ ถูกขับเคลื่อนมาจากการปรับประเมินมูลค่าหุ้น (Valuation) ที่สูงขึ้นเป็นสำคัญ โดยจำแนกออกเป็นการปรับขึ้นของค่า P/E (Forward 12-month) มากถึง 20% ในขณะที่ การปรับประเมินกำไรของบริษัทจดทะเบียน (Forward 12-month EPS) เพิ่มขึ้นราว 10%

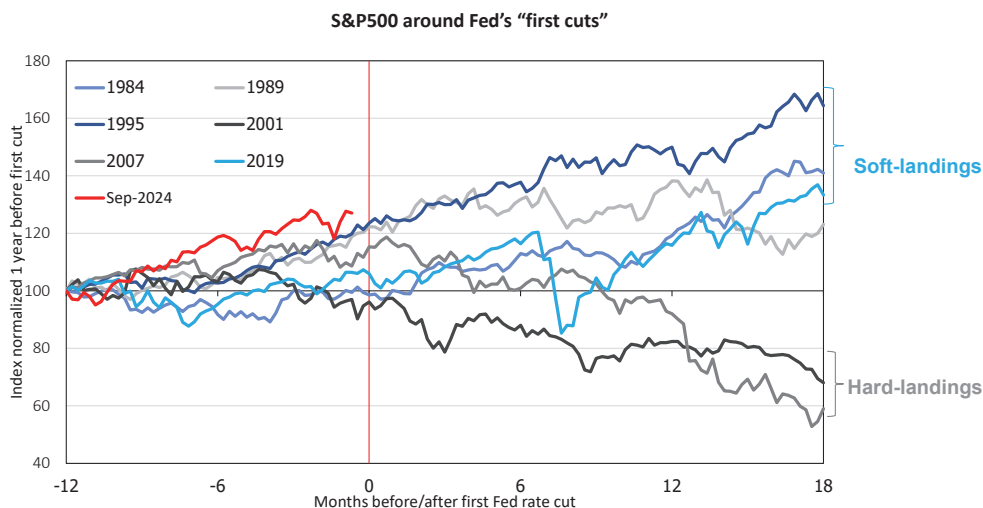
การปรับประเมิน Valuation ดังกล่าวนับว่าสูงผิดปกติเมื่อเทียบกับรอบการปรับลดดอกเบี้ยในอดีต ซึ่งจะขยายตัวในเปอร์เซ็นต์ดังกล่าว “หลัง” จากที่ Fed ลดดอกเบี้ยไปแล้ว

10-12 เดือน แสดงให้เห็นว่าตลาดในปัจจุบันได้คาดการณ์ถึงการลดดอกเบี้ยในกรณีที่ดีที่สุดที่สุดไปแล้ว

ในทางกลับกัน หากเศรษฐกิจจริงไม่สามารถฟื้นตัวได้ตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้ เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (เป็น “Hard-landings”) ค่า P/E จะปรับลดลงอย่างรวดเร็ว แม้จะเข้าสู่รอบการลดดอกเบี้ย แสดงให้เห็นว่าการลดดอกเบี้ยเพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถรักษาระดับมูลค่าได้ หากปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจอ่อนแอลง

Valuation ของตลาดหุ้นที่สูงผิดปกติในปัจจุบัน น่าจะสะท้อนข่าวดีจากการปรับลดดอกเบี้ยไปแล้ว และอาจกำลังอยู่ในภาวะ “ร้อนแรงเกินไป” (Overheat) ซึ่งหากสภาพเศรษฐกิจจริงไม่เป็นไปตามความคาดหวัง อาจนำไปสู่การปรับฐานในระยะข้างหน้า

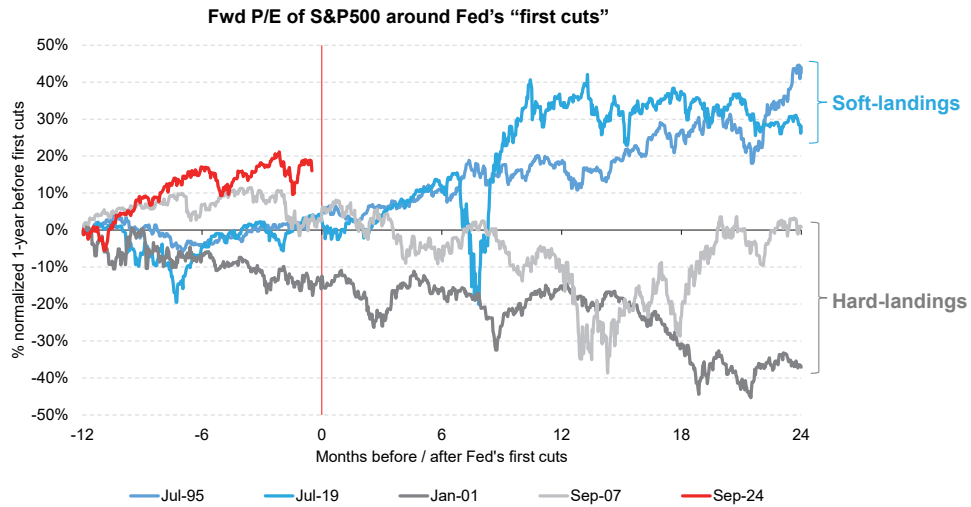
แผนภาพที่ 1: ดัชนี S&P 500 ปรับเพิ่มขึ้นถึง 30% ในช่วงเวลา 12 เดือนที่ผ่านมา นับเป็นการปรับขึ้นในอัตราที่สูง มากกว่ารอบการปรับลดดอกเบี้ยในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ



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

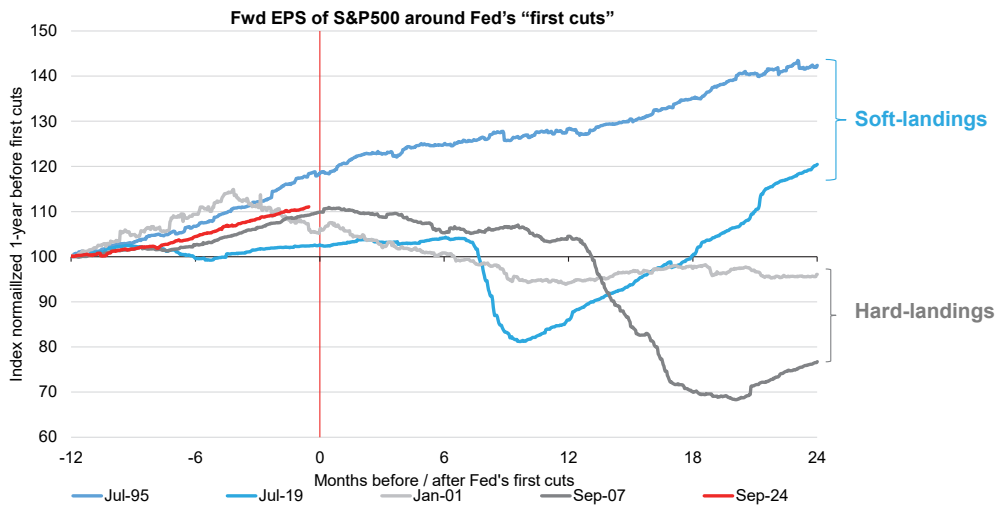
แผนภาพที่ 2: ค่า P/E ปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่า รอบการปรับลดดอกเบี้ยในอดีต ซึ่งจะขยายตัวในเปอร์เซ็นต์ดังกล่าว “หลัง” จากที่ Fed ลดดอกเบี้ยไปแล้ว 10-12 เดือน

Fwd P/E would fall in a hard-landing case, even with kick-off of Fed rate cuts



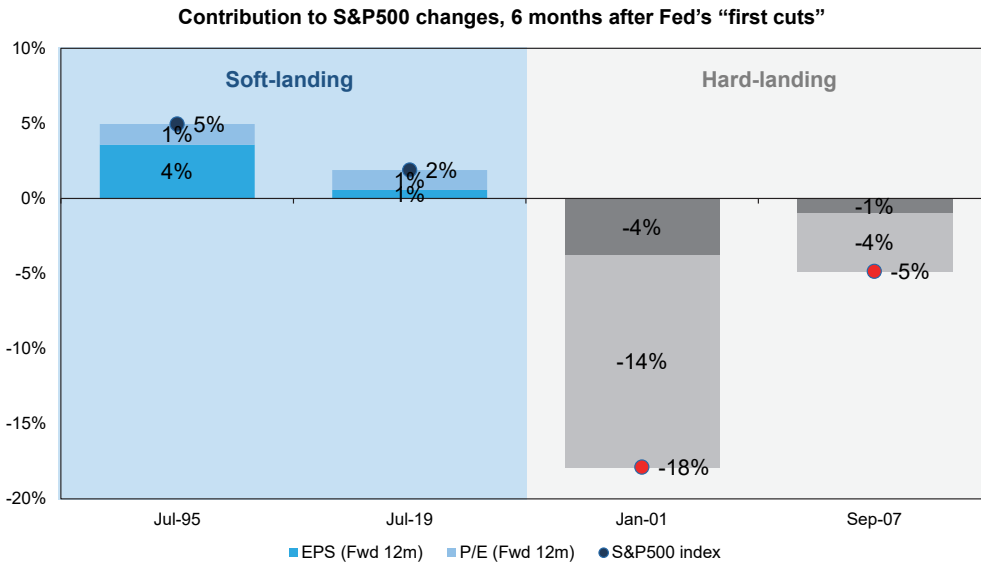
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: คาดการณ์กำไรบริษัท (EPS) อาจเติบโตในอัตราที่ช้าลง หลังจาก Fed เริ่มลดอัตราดอกเบี้ย แต่หากเกิด Hard-landing EPS จะลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรง



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

แผนภาพที่ 4: ความเสี่ยงของตลาดหุ้นมีมากกว่าโอกาสทำกำไรจากขาขึ้น โดยเฉพาะหากเศรษฐกิจถดถอยเป็น Hard-landing



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

Bond yield spread ส่งสัญญาณเศรษฐกิจกำลังเข้าสู่ระยะสุดท้ายของวัฏจักร

ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond yield spread) ระยะยาวอายุ 10 ปี และระยะสั้นอายุ 2 ปี ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession indicators) ที่น่าเชื่อถือที่สุดในตลาด พลิกกลับขึ้นมาเป็นบวก (Un-inversions) เป็นครั้งแรกในรอบกว่า 2 ปี

Bond yield อายุ 10 ปี โดยปกติจะอยู่สูงกว่า Bond yield อายุ 2 ปี เนื่องจากหน้าที่มีระยะเวลาสั้นกว่าจะมีความเสี่ยงมากกว่าจากความไม่แน่นอนของแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า และถูกชดเชยด้วยอัตราผลตอบแทนที่มากขึ้น แต่นับตั้งแต่ที่ Fed เร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วง 2 ปีก่อน Bond yield อายุ 2 ปี ก็ปรับขึ้นสูงกว่า Bond yield อายุ 10 ปี จน Bond yield spread ติดลบ (Yield curve inversions) ส่งสัญญาณเตือนถึงความเสี่ยง Recession

การประกาศปรับลดดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบัน กดดันให้ Bond yield อายุ 2 ปี ปรับลดลงต่ำกว่า Bond yield อายุ 10 ปี และทำให้ Bond yield spread พลิกกลับขึ้นมาเป็นบวกอีกครั้ง สะท้อนมุมมองของนักลงทุนต่อเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ตามความหวังว่าการผ่อนคลายนโยบายการเงินอาจช่วยให้เศรษฐกิจก้าวผ่านภาวะ Recession ได้ในระยะข้างหน้า

อย่างไรก็ดี จากการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของ Bond yield ในอดีต ย้อนหลังตั้งแต่ปี 1988 พบว่าการกลับตัวขึ้นเป็นบวกของ Bond yield spread เกิดขึ้นบ่อยครั้งในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยจะพลิกกลับขึ้นมาเป็นบวกก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession ทุกครั้ง เฉลี่ยจะเข้าสู่ Recession ในอีก 5 เดือนหลัง Bond yield spread พลิกกลับเป็นบวก

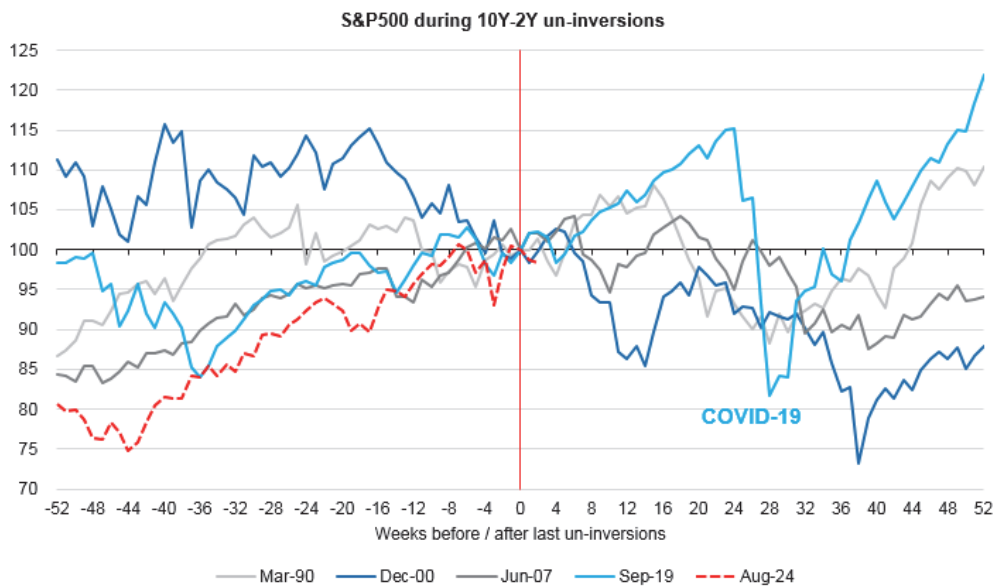
Bond yield spread ที่พลิกกลับเป็นบวก เปรียบเสมือนสัญญาณเตือนสุดท้ายก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession ซึ่งถึงแม้เราจะคาดว่าเศรษฐกิจจะหลีกเลี่ยง Recession ได้สำเร็จ แต่ตลาดหุ้นในปัจจุบันที่อยู่ในระดับจุดสูงสุดตลอดการณ ดูจะไม่ได้อบรับต่อความเสี่ยง Recession เท่าที่ควร

แผนภาพที่ 5: การกลับตัวขึ้นเป็นบวกของ Bond yield spread เกิดขึ้นบ่อยครั้งในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ และโดยเฉลี่ยเศรษฐกิจมักจะเข้าสู่ Recession ในอีก 5 เดือนข้างหน้า



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

แผนภาพที่ 6: ตลาดหุ้นมักจะปรับขึ้นได้จำกัด หลังจาก that 10Y-2Y Bond yield spread พลิกกลับมาเป็นบวก



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

Bond yield ที่ปรับลดลงเพิ่มเติม อาจกลายเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น

อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ที่ปรับลดลงจากระดับ 5.5% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบกว่า 20 ปี และมีแนวโน้มที่จะลดลงในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า กัดดันให้ Bond yield ลดลง และส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับเพิ่มขึ้นสูง ทำจุดสูงสุดตลอดการณ

อย่างไรก็ดี ตลาดในปัจจุบันคาดว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสิ้นสุด (Terminal rate) ที่ระดับ 2.8% ในช่วง 18 เดือนข้างหน้า ใกล้เคียงกับระดับ 2.9% ที่ Fed ประเมินเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Longer-run Fed funds rate)

โดยในทางทฤษฎี Fed จะไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาวมาก

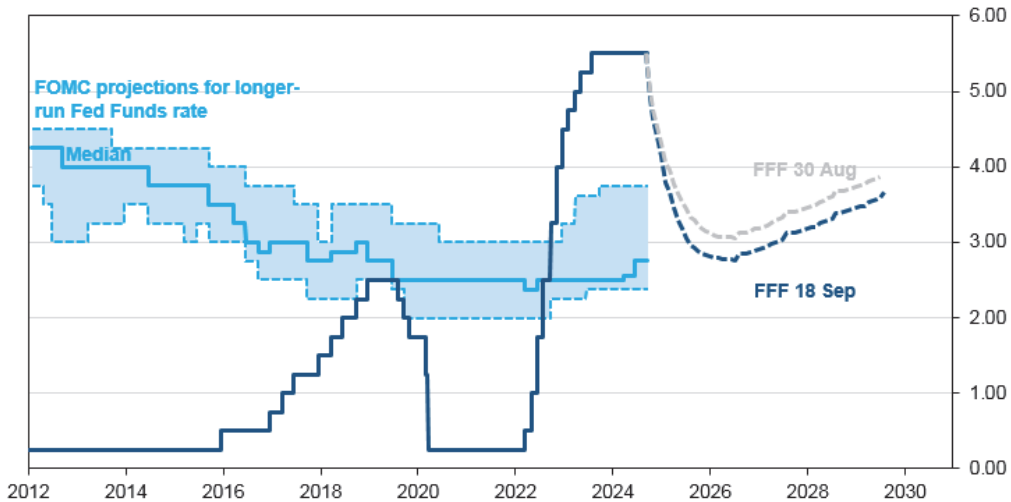
นัก หากเศรษฐกิจไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) เพื่อหลีกเลี่ยงการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มากเกินไป ซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหาเงินเฟ้อสูงอีกครั้ง

คาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยในปัจจุบันที่ใกล้เคียงกับ Fed's longer-run rate สะท้อนมุมมอง Soft-landing ซึ่งคาดว่าเศรษฐกิจจะหลีกเลี่ยง Recession ได้สำเร็จ แต่หากคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยปรับลดลงเพิ่มเติม ต่ำกว่า Fed's longer-run rate จะสะท้อนมุมมอง Recession

ดังนั้น Bond yield ที่ปรับลดลงเพิ่มเติมต่อจากนี้ อาจไม่ได้เป็นปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้นเหมือนในช่วงที่ผ่านมา แต่จะกลับกลายเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้น ผ่านมุมมองการปรับลดดอกเบี้ยที่มาก สะท้อนความเป็นไปได้ที่จะเกิด Recession

แผนภาพที่ 7: ตลาดคาดว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสิ้นสุด (Terminal rate) ที่ระดับ 2.8% ในช่วง 18 เดือนข้างหน้า ใกล้เคียงกับระดับที่ Fed ประเมินเป็นอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Longer-run Fed funds rate)

FOMC projections for longer-run Fed Funds Rate vs Fed Funds Futures



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

ความเสี่ยงจาก Recession และการเลือกตั้งสหรัฐฯ อาจจุดกระแสเงินทุนเข้าสินทรัพย์ปลอดภัย

การปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมา เกิดขึ้นท่ามกลางภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง ผ่านการปรับลดของแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาด และการอ่อนค่าลงของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเอื้อต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลก

แต่จากที่กล่าวมาข้างต้น เราเชื่อว่ารูปแบบการเคลื่อนไหวดังกล่าว อาจกำลังเปลี่ยนแปลงไป ตลาดการลงทุนอาจปรับประเมินความเป็นไปได้ที่จะเกิด Recession สูงขึ้น ความต้องการถือครองสินทรัพย์ปลอดภัยจะเพิ่มขึ้น เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ อาจเริ่มกลับมาแข็งค่าขึ้น ซึ่งจะเป็นอุปสรรคต่อการปรับเพิ่มขึ้น

ของราคาสินทรัพย์เสี่ยง โดยเฉพาะตลาดหุ้นในประเทศกำลังพัฒนา (Emerging markets: EM) และสินค้าโภคภัณฑ์

นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนจากประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ (ปธน.) ซึ่งจะถูกจัดขึ้นในวันที่ 5 พ.ย. นับเป็นความไม่แน่นอนต่อนโยบายการคลังและนโยบายการต่างประเทศ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทิศทางเศรษฐกิจและนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า โดยในช่วงใกล้วันเลือกตั้ง ผู้ซึ่งตำแหน่งปธน. อาจมีการหาเสียงประเด็นกีดกันทางการค้า เป็นปัจจัยลบทาง Sentiment เพิ่มเติมต่อตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets

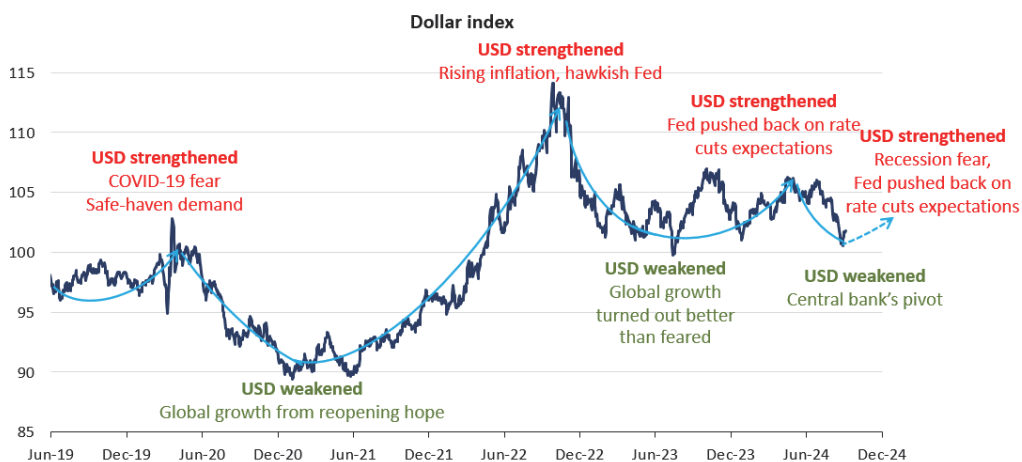
ด้วยเหตุนี้ การเคลื่อนไหวของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และตลาดหุ้นในช่วงปีที่มีการเลือกตั้ง จึงแตกต่างอย่างชัดเจนจากปีที่

ไม่มีการเลือกตั้ง โดยดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (Dollar index) มักจะแข็งค่าขึ้นในช่วง 3-4 เดือนก่อนวันเลือกตั้ง ในขณะที่ปีที่ไม่มีการเลือกตั้งมักจะไม่มีเปลี่ยนแปลงมากนัก ส่วนดัชนี S&P500 มักจะปรับลดลงในช่วง 2-3 เดือนก่อนวันเลือกตั้ง ส่วนทางกับปีที่ไม่มีการเลือกตั้ง ซึ่งมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงช่วงสิ้นปี

โดยสรุป เรายังมีมุมมองที่ดีต่อตลาดหุ้นในระยะกลาง จากประเมินเศรษฐกิจที่น่าจะหลีกเลี่ยงภาวะ Recession ได้สำเร็จ แต่

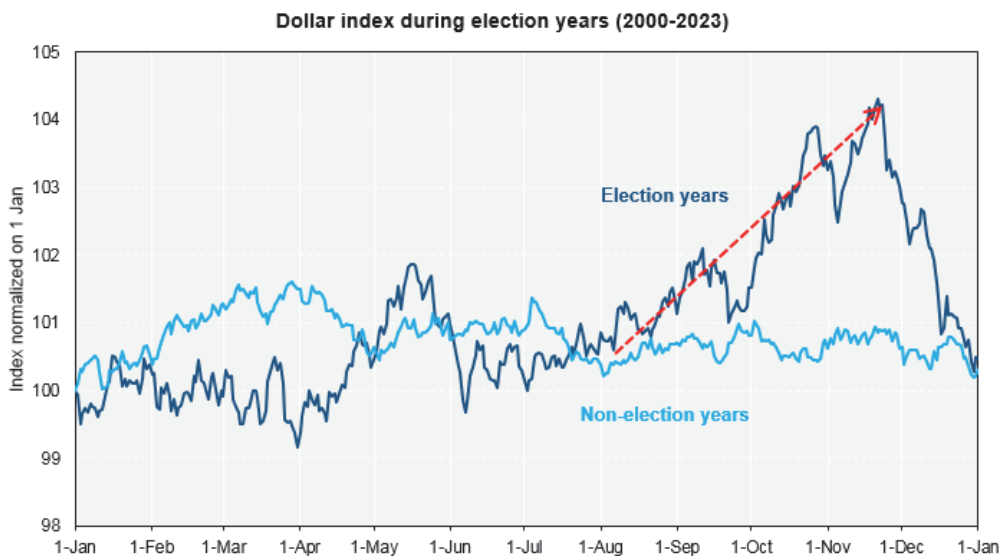
เพราะระดับ Valuation ในปัจจุบันที่แพง สะท้อนข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในขณะที่มีความเสี่ยงจาก Recession และความไม่แน่นอนจากประเด็นการเลือกตั้งสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ตลาดหุ้นอาจปรับขึ้นได้จำกัดในระยะสั้น เราแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นกลุ่ม Emerging markets ลง ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่ากลุ่มอื่น และจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นที่มีระดับความเสี่ยง (Risk Spectrum) สูง 🕸

แผนภาพที่ 8: ค่าเงินดอลลาร์อาจกลับมาแข็งค่าขึ้น จากความกังวลประเด็นเศรษฐกิจถดถอย หรือจาก Fed ส่งสัญญาณปรับลดดอกเบี้ยน้อยลง



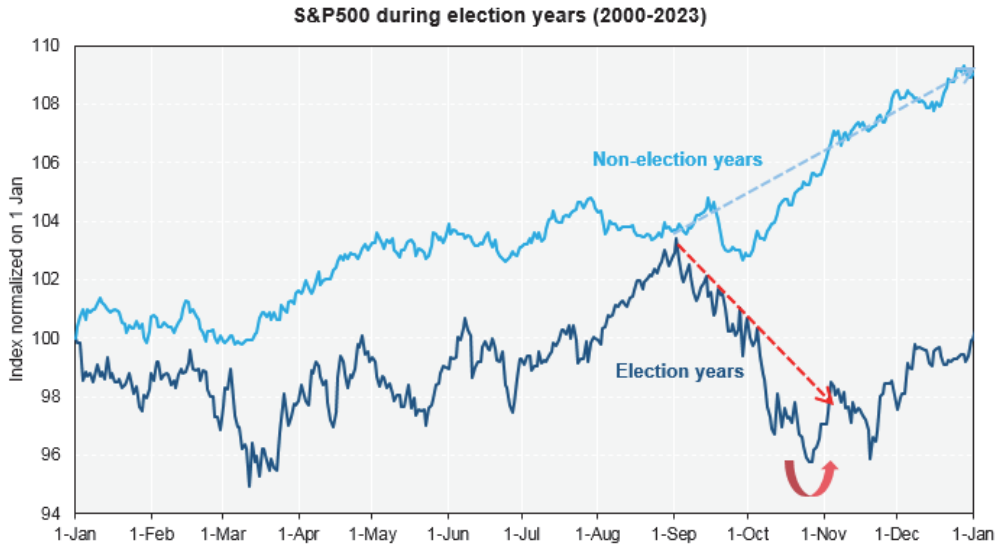
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น 3-4 เดือนก่อนการเลือกตั้ง



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

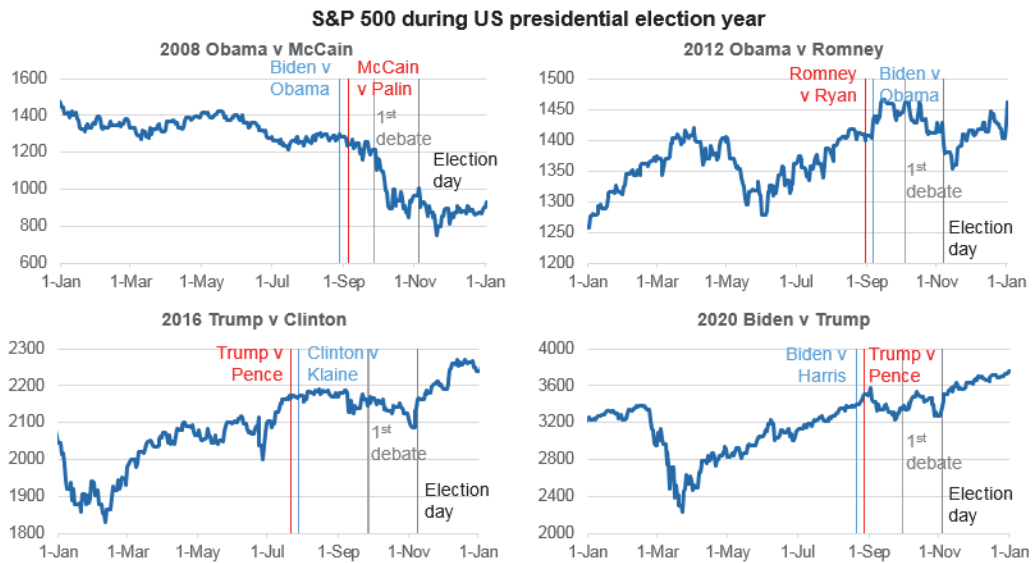
แผนภาพที่ 10: ตลาดหุ้นมักจะถูกเทขายในช่วง 2-3 เดือนก่อนการเลือกตั้ง



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

แผนภาพที่ 11: ดัชนี S&P500 มักจะปรับลดลง 5-10% ในช่วง 1 เดือนก่อนการเลือกตั้ง

Stock market prices-in election risk 2-3 months before election day or after party conventions



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

แผนภาพที่ 12: ผู้ชิงตำแหน่งรองปธน. มีกำหนดการดีเบตในวันที่ 1 ต.ค. และมีความเป็นไปได้ที่ผู้ชิงตำแหน่งปธน. จะจัดดีเบตรอบสองกันในช่วงเดือน ต.ค. ก่อนการเลือกตั้งในวันที่ 5 พ.ย.

Date	Political events
May 30	Trump found guilty in hush money trial
Jun 27	Biden – Trump debate
Jul 15-18	Republican National Convention
Jul 21	Biden announced his withdrawal from the election
Aug 19-22	Democratic National Convention
Sep 10	Harris - Trump debate on ABC
Oct 1	Vice president debate: Vance - Walz
Oct	Possible second Trump-Harris debate
Nov 5	Election day
Dec 11	“Safe harbor” deadline, where states must finally resolve any controversies over the selection of their electors
Dec 17	the electors meet to formally vote for president
Jan 6	Electoral votes formally counted in Congress
Jan 20	Inauguration day

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

ตลาดตราสารหนี้

เราคงมุมมองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นไปที่ราว 4.0% หลังจากที่ก่อนหน้านี้ตลาดได้ Priced in แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในกรณีที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอจนเกือบเข้าสู่ภาวะถดถอย หรือ Hard Landing แล้ว ซึ่งค่อนข้างเป็นลบมากเกินไปเมื่อดูแนวโน้มทิศทางของข้อมูลเศรษฐกิจที่ไม่ได้อ่อนตัวมาก ประกอบกับความกังวลเงินเฟ้อที่ยังไม่หมดลง และแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของ Fed (Fed's Longer-Run Rates) น่าจะสร้างแรงกดดันให้ Bond yield ระยะยาวมีโอกาสปรับสูงขึ้น เราจึงมองพันธบัตรระยะสั้นกว่า 1 ปี (T-Bills) มีความน่าสนใจมากกว่าพันธบัตรระยะยาวในช่วงที่ตลาดกำลังปรับคาดการณ์

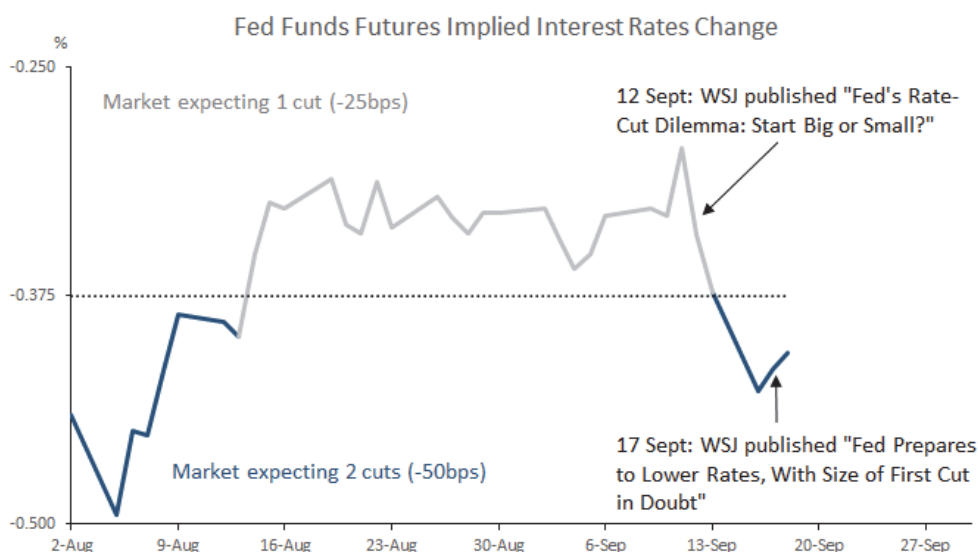
การประชุมของ Fed ในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมามีความไม่แน่นอนสูงที่สุดในรอบหลายปี แต่สุดท้ายแล้วตลาด Fed Funds Futures คาดผลการประชุมได้ถูกต้องสวนทางกับผลสำรวจนักเศรษฐศาสตร์

เรา (TISCO ESU) และนักเศรษฐศาสตร์ส่วนมาก (101 คน จาก 118 คนในแบบสำรวจโดย Bloomberg) มองตรงกันถึงแนวโน้มการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ในการประชุมวันที่ 17-18 ก.ย. ว่าจะเป็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในระดับปกติ (-25 bps) โดยอ้างอิงจากพื้นฐานข้อมูลเศรษฐกิจที่ทยอยอ่อนตัวลงแต่ไม่ได้มีความน่ากังวล

ขณะที่ฝั่งตลาด Fed Funds Futures ซึ่งในช่วงแรกมีแนวโน้มเห็นตรงกับนักเศรษฐศาสตร์ และคาดว่ามีโอกาสราว 70-80% ที่ Fed จะลดดอกเบี้ย -25 bps กลับเปลี่ยนคาดการณ์

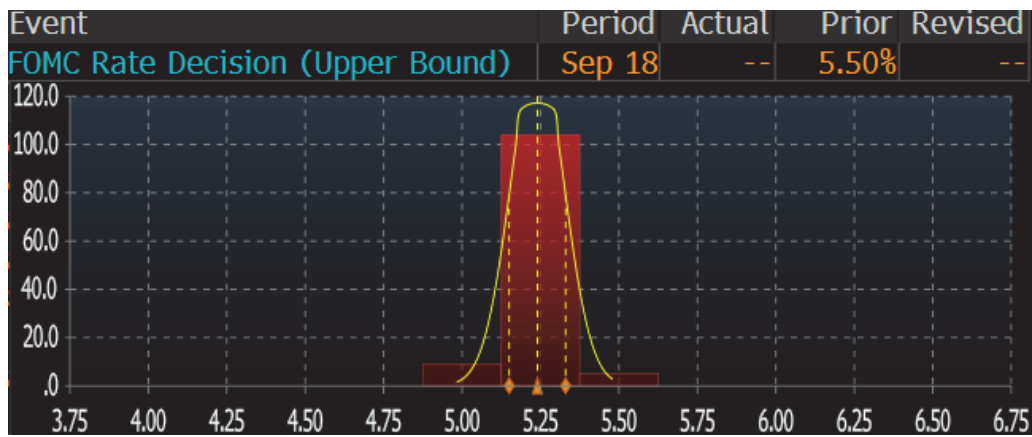
อย่างรวดเร็วหลังจากวันที่ 12 ก.ย. ที่ทางสำนักข่าว Wall Street Journal ได้เผยแพร่บทความวิเคราะห์ที่ชี้ถึงโอกาสที่ Fed จะลดดอกเบี้ย -50 bps ในการประชุมรอบนี้ โดยอ้างอิงถึงความเห็นของบุคคลสำคัญอย่างนาย William Dudley อดีตประธาน Fed สาขา New York และ John Faust อดีตที่ปรึกษาของ Powell ประธาน Fed ที่ออกความเห็นโน้มไปในทางที่เชื่อว่า Fed จะลดดอกเบี้ย -50 bps ประกอบกับสถิติการวิเคราะห์ของ WSJ ที่เผยแพร่ระหว่างช่วงที่กรรมการ Fed งดออกมาให้ความเห็น 2 สัปดาห์ก่อนการประชุม (Blackout Period) มักมีความแม่นยำสูงทำให้นักลงทุนในตลาด Fed Funds Futures พลิกคาดการณ์มาเชื่อว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลง -50 bps แม้รายงานตัวเลขเงินเฟ้อ CPI และตัวเลขค่าปลั๊กที่เพิ่งออกมาในช่วงก่อนการประชุมจะสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดก็ตาม

แผนภาพที่ 13: ตลาด Fed Funds Futures ปรับคาดการณ์เป็นการมอง Fed จะลดดอกเบี้ย -50 bps หลังจากวันที่ 12 ก.ย. ที่บทความวิเคราะห์ของสำนักข่าว Wall Street Journal ถูกเผยแพร่...



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

แผนภาพที่ 14: ...ขณะที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนมาก (101 คน จาก 118 คนในแบบสำรวจโดย Bloomberg) มองว่า Fed จะลดดอกเบี้ย -25 bps ในการประชุมเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา

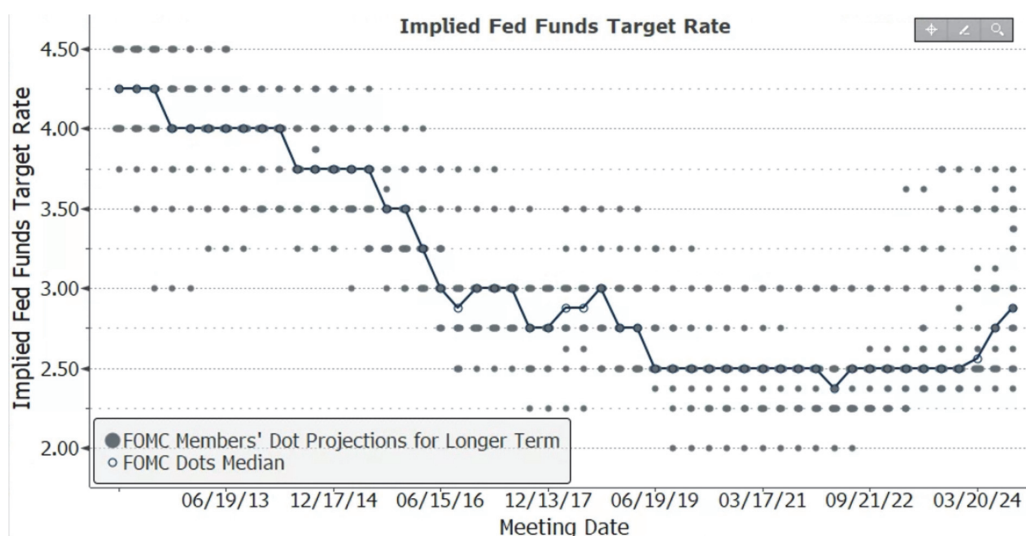


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่าปกติ (-50 bps) ในการประชุมรอบที่ผ่านมา แต่เรามองว่านี่เป็นการปรับลดล่วงหน้าเพื่อเตรียมพร้อมรับมือ 'เพื่อ' ในกรณีที่เศรษฐกิจอ่อนแอลงกว่าที่คาดไว้ (Preemptive cut) ทั้งนี้ จากถ้อยแถลงของ นาย Jerome Powell ประธาน Fed หลังการประชุมที่ระบุว่า Fed ยังไม่เห็นความจำเป็นในการเร่งการลดอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง พร้อมชี้ถึงอัตราดอกเบี้ยดุลยภาพระยะยาวที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-Run Rates) ใน Dot Plot ที่ทยอยเพิ่มสูงขึ้นจาก 2.5% เป็น 2.9% ในปัจจุบัน ซึ่งสะท้อนถึงมุมมองเชิง Hawkish ต่อแนวโน้มระยะข้างหน้า

นอกจากนี้ ผลการโหวตลดดอกเบี้ย -50 bps ที่ 11-1 เสียง โดยมีนาง Michelle Bowman ที่เห็นควรให้ลดเพียง -25 bps นับเป็นการโหวตที่ไม่เป็นเอกฉันท์ครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2005 และเปิดเผยในถ้อยแถลงหลังการประชุมถึงความกังวลต่อแนวโน้มเงินเฟ้อและ Sentiment ของตลาดที่อาจมองการปรับลดดอกเบี้ยมากกว่าปกติเป็นการประกาศชัยชนะของ Fed ที่เร็วเกินไป (Premature declaration of victory) ยิ่งสะท้อนว่าตลาดกำลังมองการลดดอกเบี้ยของ Fed รุนแรงและรวดเร็วเกินไป และมีโอกาสที่จะต้องกลับมาปรับคาดการณ์ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 15: อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-Run Rates) ใน Dot Plot เพิ่มสูงขึ้นจาก 2.5% เป็น 2.9% ในปัจจุบัน สะท้อนถึงมุมมองเชิง Hawkish ต่อแนวโน้มระยะข้างหน้า



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

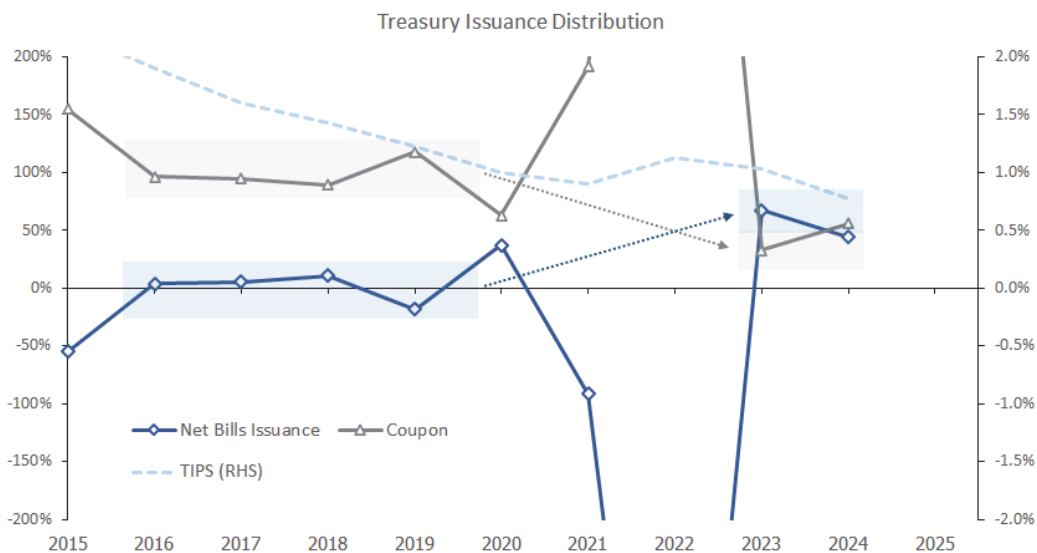
คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (Breakeven Inflation) ที่สะท้อนใน Bond yield ถูกกดดันให้ต่ำกว่าปกติจากนโยบายการคลัง

มาตรการ “Activist Treasury Issuance” (ATI) ของกระทรวงการคลังที่เราเขียนถึงใน TIPS ฉบับที่แล้ว ซึ่งเป็นการใช้ถ้อยแถลงปรับความคาดหวังของตลาด พร้อมทั้งปรับการออกจำหน่ายพันธบัตรระยะยาว (10 ปี, 20 ปี, และ 30 ปี) ลง และเพิ่มการกู้ยืมผ่านการออกจำหน่ายพันธบัตรระยะที่สั้นลงมา (2 ปี, 5 ปี, และ 7 ปี) รวมถึงตราสารเงินอย่างพันธบัตรที่มีอายุต่ำกว่า 1 ปี ซึ่งเป็นการลดระยะเวลา (Duration) ของพันธบัตรในตลาด และกดดัน Bond yield ให้ต่ำลง นอกจากนี้จะเป็นการกดดันผลตอบแทนที่เป็นตัวเลข (Nominal yield) แล้ว ยังส่งผลให้สัญญาณของคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว

หรือ Breakeven Inflation ซึ่งเป็นส่วนต่างจากการหักลบ Real yield ซึ่งเป็นพันธบัตรที่มีการซื้อขายในตลาด ออกจาก Nominal yield ผิดเพี้ยนและต่ำลงผิดปกติ

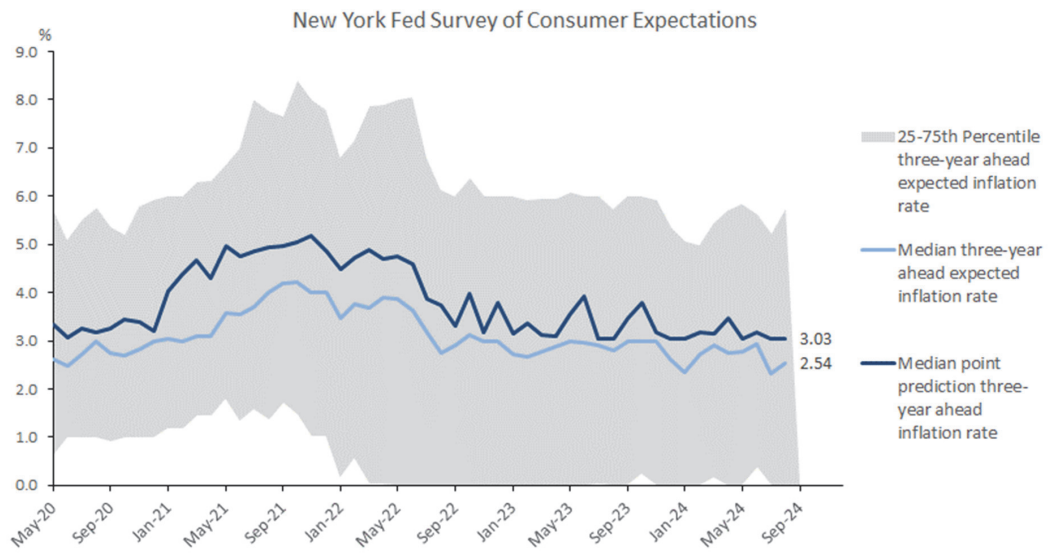
โดยเมื่อสังเกตจากดัชนีชี้วัดประเภทแบบสำรวจ (Survey-based indicator) อาทิ แบบสำรวจคาดการณ์เงินเฟ้อโดย Fed สาขา New York ที่ยังอยู่ในระดับสูง สะท้อนว่าความกังวลต่อเงินเฟ้อของผู้บริโภคยังไม่หมดลง และอาจกลับมาเพิ่มสูงขึ้นจากสภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลงหลัง Fed เริ่มลดดอกเบี้ย ท่ามกลางราคาสินทรัพย์เช่นหุ้นและราคาบ้านที่ยังอยู่ในระดับใกล้เคียงจุดสูงสุดที่เป็นประวัติการณ์ เราจึงมองความเสี่ยงของ Bond yield โน้มไปทางด้านสูงและมีโอกาสเพิ่มขึ้นกลับสู่ระดับ 4.0%

แผนภาพที่ 16: ก.คลังสหรัฐฯ ลดสัดส่วนการกู้ยืมผ่านพันธบัตรระยะยาว (เส้นสีเทา) มาอยู่ต่ำกว่าในอดีต เป็นปัจจัยช่วยกดดัน Nominal bond yield ให้ต่ำลง ขณะที่จำนวนอุปทานของพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนเป็น Real yield (เส้นประสีฟ้า) อยู่ในระดับสอดคล้องกับแนวโน้มระยะยาว และมีสัดส่วนที่น้อยอย่างไม่มีนัย (1-2% ของอุปทานพันธบัตรทั้งหมด)



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

แผนภาพที่ 17: แบบสำรวจคาดการณ์เงินเฟ้อโดย Fed สาขา New York บ่งชี้ถึงคาดการณ์เงินเฟ้อของผู้บริโภคที่ 2.5-3.0% สะท้อนความกังวลต่อเงินเฟ้อที่ยังไม่กลับสู่ระดับเป้าหมาย 2% ของ Fed



ที่มา: New York Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำปรับขึ้นทำ New high ท่ามกลางการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed และความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ที่รุนแรงขึ้น เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูง จากความต้องการถือทองคำที่มีอย่างต่อเนื่อง จากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความสามารถในการต้านทานต่อภาวะ Recession สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) ลงมาที่ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2024 หลัง Sentiment ของตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ถูกกดดันยาวนานกว่าที่คาดจากความกังวลต่อโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย

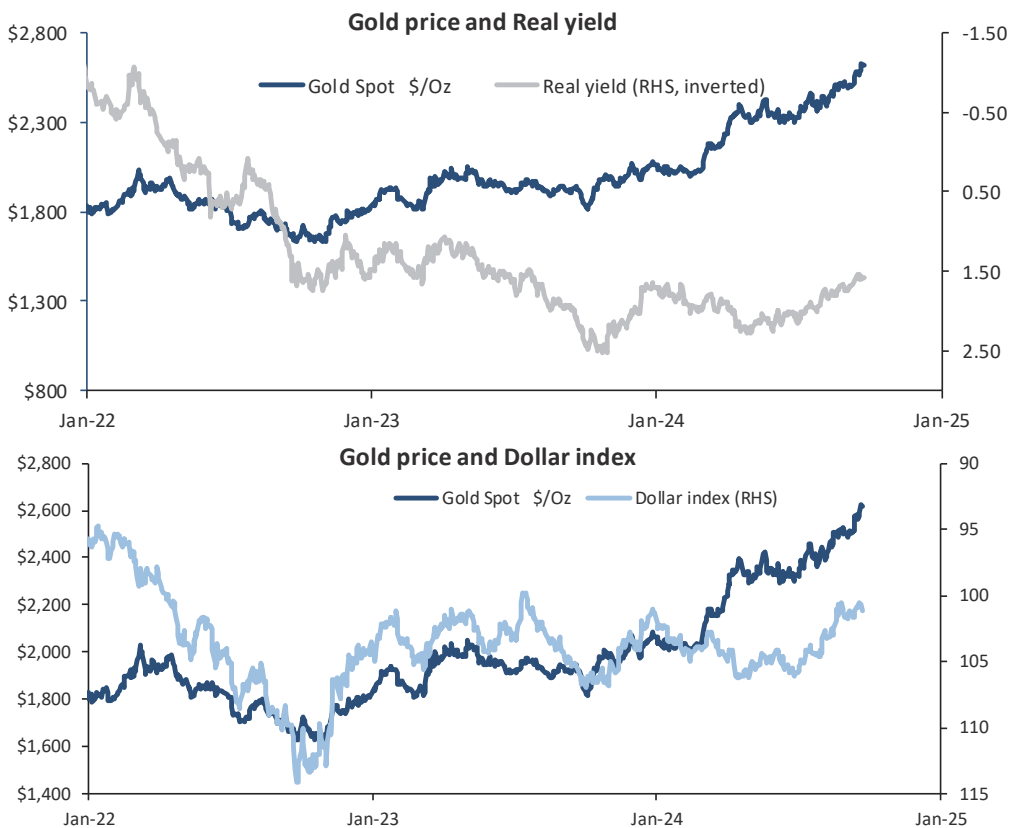
ทองคำ

ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นทำ New high

ราคาทองคำปรับขึ้นแต่ละระดับ 2,655 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อ

ออนซ์ ในเดือน ก.ย. ท่ามกลางความขัดแย้งในตะวันออกกลางที่รุนแรงขึ้น และการเริ่มต้นลดดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งกดดันให้ Bond yield ในตลาดปรับลดลง และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลง

แผนภาพที่ 18: ราคาทองคำปรับขึ้นสูง ท่ามกลางการลดลงของ Bond yield และการอ่อนค่าของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ



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

ความเสี่ยงจากภาวะ Recession เป็นปัจจัยบวก หนุนราคาทองคำ

ในภาวะปัจจุบันซึ่งกำลังอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ มีความเสี่ยงจากภาวะถดถอย (Recession) การลงทุนในสินทรัพย์เพียงประเภทเดียวอาจทำให้ความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับภาวะปกติ

จากการศึกษาผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยง (Risk-adjusted returns) ของหุ้น (S&P500) และทองคำในช่วง 6 เดือนก่อนเศรษฐกิจเข้าสู่ Recession พบว่าทองคำให้ผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงที่สูง ซึ่งคำนวณโดยใช้ค่า Sharpe ratio หรือสัดส่วนผลตอบแทนต่อ 1 หน่วยความเสี่ยง ยิ่ง Sharpe ratio มีค่าสูง แสดงว่าสินทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนที่สูงเมื่อเทียบกับความเสี่ยงที่เท่ากัน

ในช่วง 6 เดือน ก่อนเศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ของค่ามีค่า Sharpe ratio เฉลี่ยที่ 0.32 สูงกว่าหุ้นที่ติดลบ -0.60 โดยทองคำยังสามารถให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้ถึง 4 ใน 6 ครั้งก่อนเกิด Recession ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1980 เฉลี่ยให้ผลตอบแทนสูงถึง 10% ต่อปี ขณะที่หุ้นให้ผลตอบแทนติดลบ 4 ใน 6 ครั้ง เฉลี่ย -3% ต่อปี แต่ทั้งคู่กลับมีค่าความเสี่ยงที่ใกล้เคียงกันที่ราว 15-20% ทำให้ค่า Sharpe ratio ของทองคำสูงกว่าหุ้น หรืออีกนัยหนึ่ง ทองคำมักจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นที่ความเสี่ยงเท่ากันในช่วงก่อนเกิด Recession

ถึงแม้เราจะประเมินเศรษฐกิจน่าจะหลีกเลี่ยงภาวะ Recession ได้สำเร็จ แต่ความสามารถในการต้านทานต่อความเสี่ยง Recession ประกอบกับความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ ทำให้ความต้องการทองคำมีอย่างต่อเนื่อง หนุนให้ราคาทองคำมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงในช่วงที่เหลือของปี

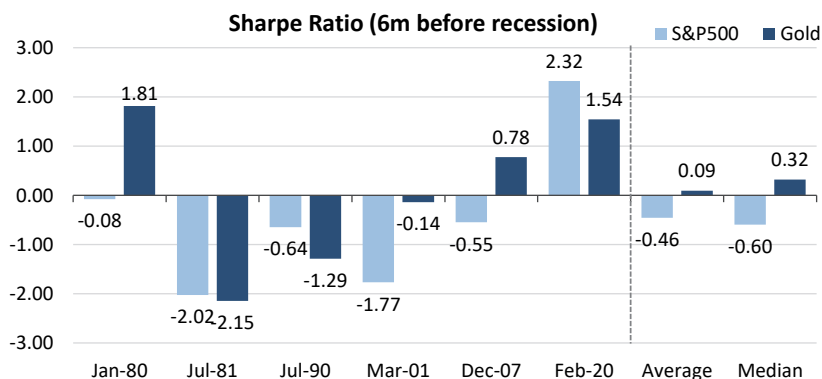
แผนภาพที่ 19: ทองคำมีค่า Sharpe Ratio ที่สูง ในช่วง 6 เดือนก่อนเกิด Recession

Gold risk-adjusted returns (6 months before recession)

Recession start date	Risk-free rate	Annualized Mean return	Annualized SD	Sharpe ratio
Jan-80	12.8%	66.3%	29.5%	1.81
Jul-81	17.2%	-38.6%	26.0%	-2.15
Jul-90	8.2%	-9.8%	14.0%	-1.29
Mar-01	6.0%	4.1%	14.1%	-0.14
Dec-07	4.8%	22.2%	22.5%	0.78
Feb-20	1.7%	21.2%	12.7%	1.54
Average		10.9%	19.8%	0.09
Median		12.7%	18.3%	0.32

S&P500 risk-adjusted returns (6 months before recession)

Recession start date	Risk-free rate	Annualized Mean return	Annualized SD	Sharpe ratio
Jan-80	12.8%	11.9%	11.9%	-0.08
Jul-81	17.2%	-8.7%	12.8%	-2.02
Jul-90	8.2%	-0.1%	12.9%	-0.64
Mar-01	6.0%	-32.3%	21.7%	-1.77
Dec-07	4.8%	-5.7%	19.1%	-0.55
Feb-20	1.7%	29.8%	12.1%	2.32
Average		-0.8%	15.1%	-0.46
Median		-2.9%	12.8%	-0.60



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

น้ำมัน

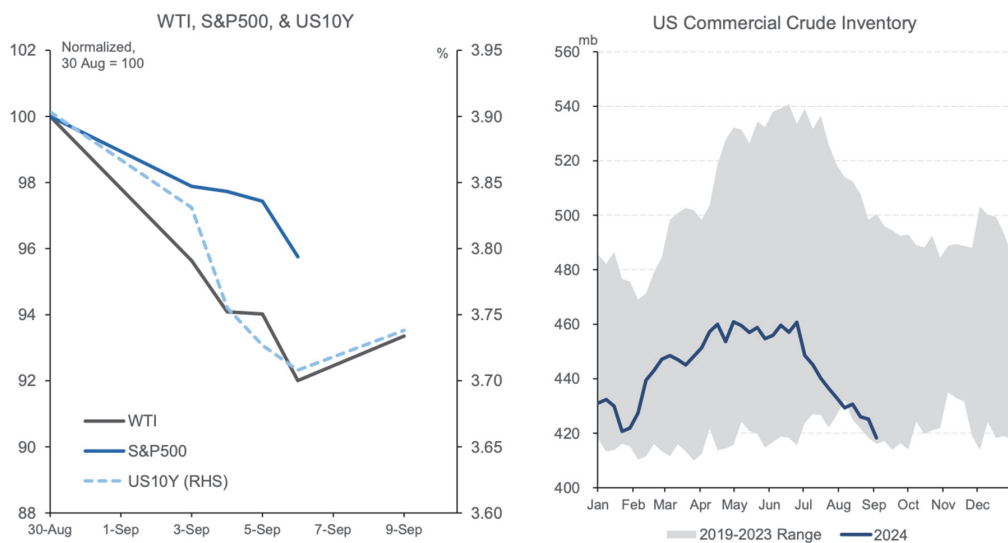
เราปรับกรอบราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ลงมาที่ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงปลายปี 2024 หลัง Sentiment ของตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ถูกกดดันยาวนานกว่าที่คาดจากความกังวลต่อโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ทำให้ราคาสัญญาระยะยาวฟื้นตัวช้า อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาที่ต่ำกว่า 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลลง ไปสะท้อนตลาดที่คาดการณ์ว่าสมดุลน้ำมันจะอ่อนตัวอย่างมาก ผิดปกติในช่วงปลายปี ซึ่งไม่สอดคล้องกับแนวโน้มในช่วงที่ผ่านมาที่ปัจจัยพื้นฐานยังคงค่อนข้างแข็งแกร่ง ประกอบกับทาง OPEC+ ที่เลื่อนมาตรการเพิ่มระดับการผลิตออกไปจากกำหนดการณ์เดิม ทำให้ความเสี่ยงของการอ่อนตัวลงอย่างรวดเร็วของตลาดน้ำมัน ค่อนข้างต่ำ

เราปรับกรอบราคาน้ำมันดิบ WTI ลงในช่วงปลายปีนี้จาก Sentiment ของตลาดที่ถูกกดดันยาวนานกว่าที่คาดจากความกังวลเศรษฐกิจถดถอย

ราคาน้ำมันดิบปรับลดลงอย่างรุนแรงในช่วงต้นเดือน ก.ย. สาเหตุหลักมาจากความกังวลต่อโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ซึ่งสอดคล้องกับการลดลงของ Bond yield ในช่วงเดียวกัน และถูกเร่งความรุนแรงของขาลงจากแรงเก็งกำไร สะท้อนผ่านสัญญา Short ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม การเคลื่อนไหวของ ราคาที่รุนแรงนี้ไม่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันที่ ยังคงค่อนข้างแข็งแกร่ง โดยมีหลักฐานจากระดับคลังน้ำมันดิบใน สหรัฐฯ ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง และยังคงเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงต่ำ ของกรอบ 5 ปี เราจึงมองการปรับลดลงของราคาน้ำมันดิบในรอบ นี้ถูกขับเคลื่อนด้วยแรงเก็งกำไรและการคาดการณ์ของตลาดเป็นหลัก (Sentiment-driven)

แผนภาพที่ 20: ราคาน้ำมันดิบปรับลดลงอย่างรุนแรงในช่วงต้นเดือน ก.ย. (ภาพซ้าย) สวนทางกับปัจจัยพื้นฐาน ของตลาดน้ำมันที่ยังคงค่อนข้างแข็งแกร่ง (ภาพขวา)

Deterioration in investor risk appetite drove oil price significantly lower, even as crude stocks remain near the lower end of the 5-year range



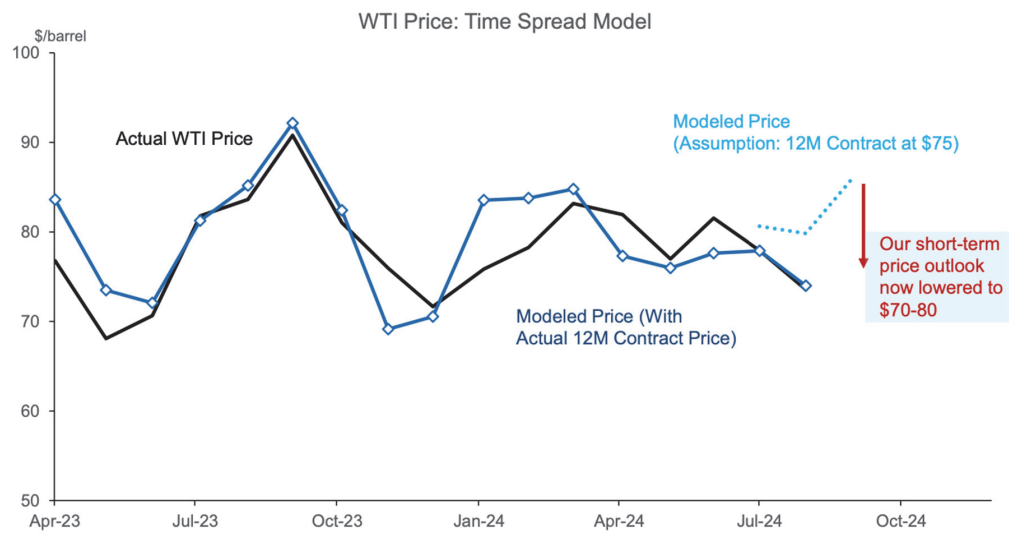
ที่มา: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี Sentiment ของตลาดที่ถูกกดดันจากความกังวลภาวะเศรษฐกิจถดถอย อาจทำให้นักลงทุนปรับพอร์ตเพื่อรองรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น และลดการถือครองสินทรัพย์เสี่ยงอย่างน้ำมันที่เป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความอ่อนไหวสูงต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นปัจจัยที่กดดันให้ราคาสัญญาระยะยาวลดลงต่ำ

กว่าระดับสมมุติฐานเดิมที่เรามองว่าเป็นราคาดุลยภาพระยะยาว (Equilibrium price) การฟื้นตัวของราคาน้ำมันจึงน่าจะต้องใช้เวลายาวนาน ดังนั้น เราจึงปรับกรอบราคาน้ำมันดิบ WTI ลงมาอยู่ที่ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล (vs. เดิมคาดประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล) ในช่วงปลายปีนี้

แผนภาพที่ 21: เราปรับกรอบราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ลงมาที่ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2024

Crude inventory has tightened more than our base case assumption (-15m/month vs. -10m/month), but worsening of sentiment has pushed longer-term contract prices significantly lower than expected



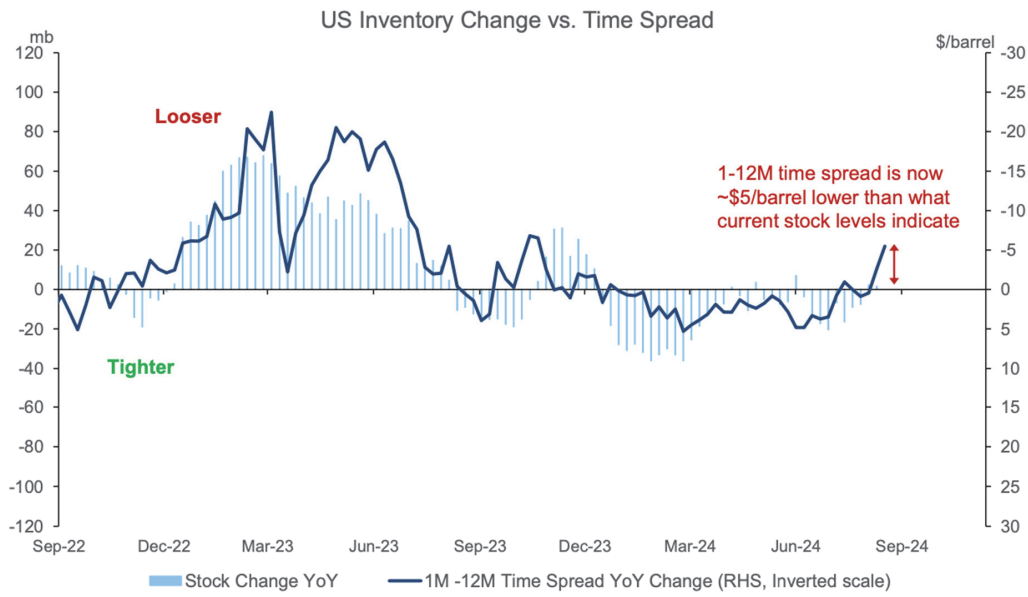
ที่มา: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่า 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลลงไปถึงสะท้อนตลาดที่คาดการณ์ว่าสมดุลน้ำมันจะอ่อนตัวอย่างมากผิดปกติในช่วงปลายปี

เมื่อพิจารณาจากราคาน้ำมันดิบในปัจจุบันและความชันของ Time spread เพื่อประมาณการความคาดหวังของนักเก็งกำไร เรามองว่าราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ต่ำกว่า 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลอย่างมีนัย สะท้อนมุมมองที่เชื่อว่าสมดุลตลาดน้ำมันจะ

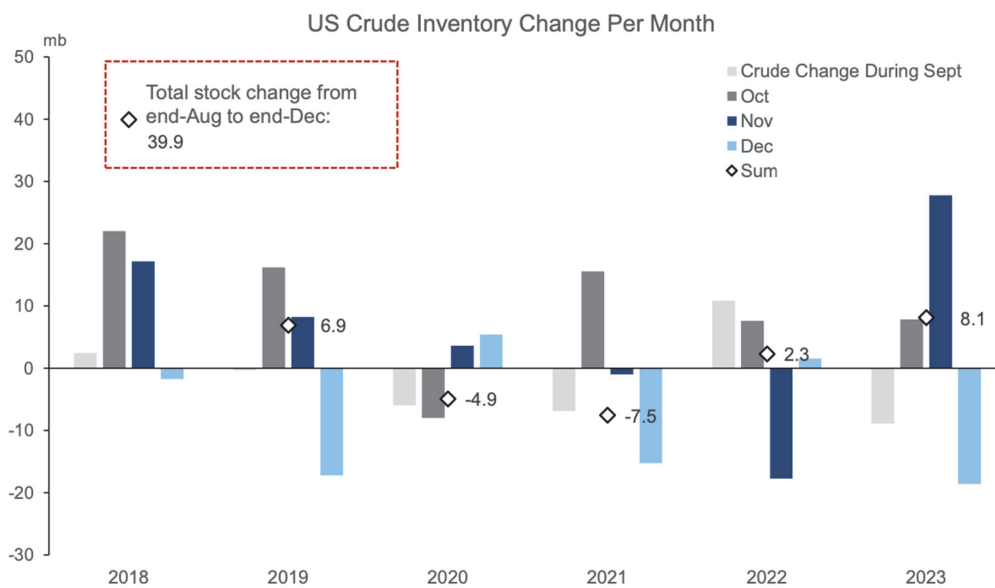
อ่อนตัวลงอย่างมากผิดปกติในช่วงที่เหลือของปี คล้ายกับที่เกิดขึ้นในปี 2018 อย่างไรก็ตาม จากแนวโน้มของตลาดน้ำมันในช่วงที่ผ่านมา เรามองว่า Sentiment ดังกล่าวเป็นลบมากเกินไป โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาถึงการประกาศของ OPEC+ ที่เลื่อนการเพิ่มการผลิตออกไปอีก 2 เดือน (เดิมวางแผนจะเพิ่มการผลิตตั้งแต่เดือน ต.ค. เลื่อนออกไปเป็นเดือน ธ.ค.) ซึ่งจะช่วยลดโอกาสที่ตลาดน้ำมันจะอ่อนตัวลงอย่างรุนแรงในช่วงที่เหลือของปีนี้

แผนภาพที่ 22: Time spread ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าสะท้อนตลาดที่มี Sentiment เป็นลบกว่าปัจจัยพื้นฐานค่อนข้างมากแล้ว



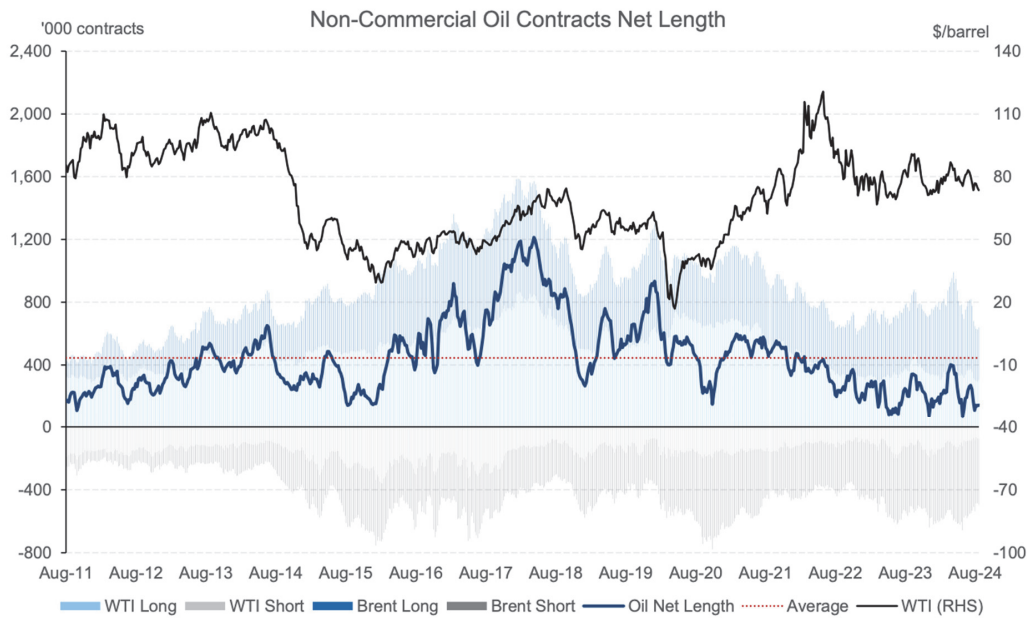
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 23: ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่า 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลลงไปที่ตลาดที่คาดการณ์ว่าสมดุล น้ำมันจะอ่อนตัวมากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2018



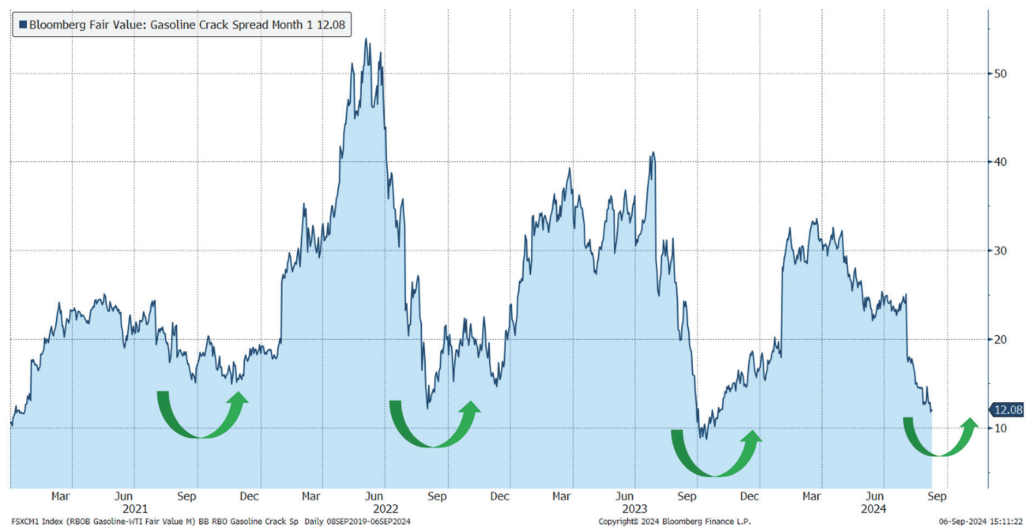
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 24: Sentiment ของตลาดการเงินต่อราคาน้ำมันอยู่ต่ำมากแล้ว และมีแนวโน้มทยอยฟื้นตัวขึ้นตามปัจจัยพื้นฐาน



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

แผนภาพที่ 25: กำไรจากการกลั่นน้ำมันเบนซิน (Gasoline crack spread) มักฟื้นตัวหลังเดือน ก.ย. ซึ่งจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ของน้ำมันดิบ



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

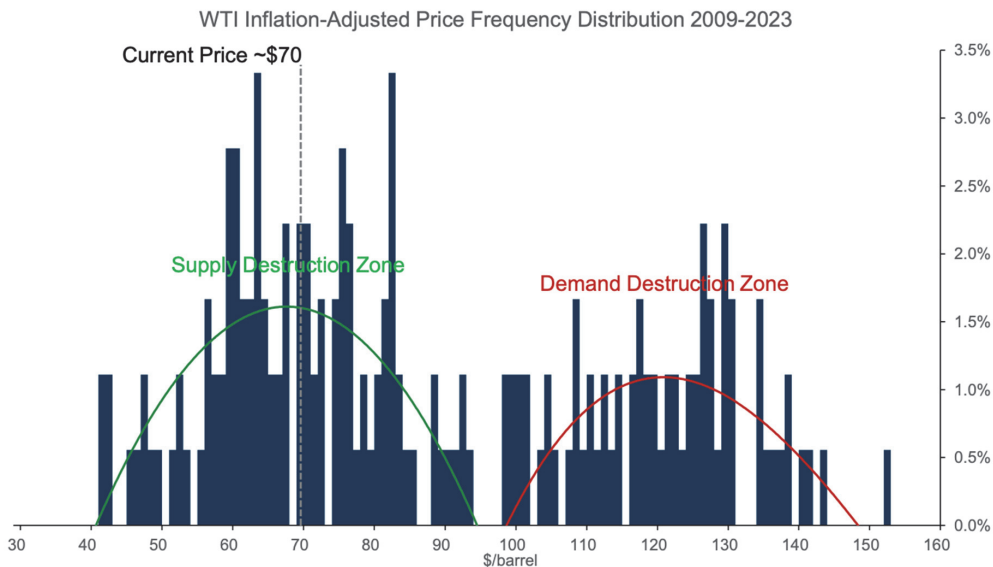
ความเสี่ยงด้านต่ำของราคาน้ำมันในระยะกลาง-ยาวค่อนข้างจำกัดจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง

ปัจจัยเชิงวัฏจักร (Cyclical factors) ได้แก่ เศรษฐกิจหลักของโลกอย่างสหรัฐฯ ที่กำลังเข้าสู่ช่วงอ่อนตัว ทั้งยังมีความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจถดถอย ทำให้มุมมองลบต่อสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะน้ำมันดิบ เพิ่มขึ้นอย่างมาก อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความเสี่ยงด้านต่ำของราคาน้ำมันดิบในระยะกลาง-ยาวนั้นค่อนข้างจำกัด เนื่องจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง (Structural factors) อาทิ ต้นทุนที่สูงขึ้นของผู้ผลิต ที่น่าจะทำให้ราคาตกลงต่ำได้อีกไม่มากและไม่เป็นเวลานาน

หากพิจารณาการกระจายตัวของราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ปรับโดยอัตราเงินเฟ้อ (Inflation-adjusted price) ในรอบ

15 ปีที่ผ่านมา ตั้งแต่ปี 2009-2023 จะพบว่าราคาน้ำมันดิบมักเคลื่อนไหวอยู่ในสองช่วงราคา ได้แก่ ระดับราคาที่ต่ำจนเป็นกระตุ้นการบริโภคแต่ลดแรงจูงใจในการผลิต (Supply destruction zone) และระดับราคาที่สูงจนทำให้การผลิตเริ่มตัวขึ้นแต่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการบริโภค (Demand destruction zone) ซึ่งในปัจจุบัน ราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จัดว่าอยู่ในช่วงกลางของโซน Supply destruction แล้ว และราคาที่ค้างอยู่ในระดับต่ำนี้น่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมันในระยะข้างหน้า เราจึงมองว่าความเสี่ยงด้านต่ำในระยะกลางจากราคาปัจจุบันค่อนข้างจำกัด

แผนภาพที่ 26: ราคาน้ำมันดิบ WTI ในปัจจุบันที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จัดว่าอยู่ในช่วงกลางของโซน Supply destruction แล้ว และราคาที่ค้างอยู่ในระดับต่ำนี้น่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมันในระยะข้างหน้า



Note: Base year for inflation adjusting is 2023
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการส่งสัญญาณของการฟื้นตัวต่อเนื่องจากเดือนก่อน ส่วนการใช้จ่ายในหมวดสินค้ามีเม็ดเงินที่ชะลอลง แต่ปริมาณการส่งออกสูงกว่าคาดการณ์ของตลาด ด้านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง อย่างไรก็ดี กิจกรรมในภาคการผลิตยังคงอ่อนแอ โดยภาพรวมเครื่องชี้เศรษฐกิจที่รายงานออกมาในช่วงเดือน ก.ย. บ่งชี้การขยายตัวของเศรษฐกิจที่ยังมีความต่อเนื่อง ส่งผลให้คาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่ 3/2024 ผ่านโมเดล GDPNow Forecasting ของ Atlanta Fed ณ วันที่ 18 ก.ย. ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2.9% QoQ, saar ส่วนธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50bps สู่ระดับ 4.75-5.00% และได้รับในรายงานการประชุมว่า คณะกรรมการ มีความมั่นใจมากขึ้นว่าเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน และมองว่าความเสี่ยงต่อการบรรลุเป้าหมายด้านการจ้างงานและเสถียรภาพด้านราคายังค่อนข้างสมดุล
- เข้าสู่ช่วงกลางไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการตามการจัดการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกในฝรั่งเศส ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดสินค้า (เดือน ก.ค.) ยังไม่แข็งแรง แม้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจะทยอยปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ดีภาคการผลิตยังเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันการเติบโตมานานกว่าสองปี ส่วนธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เราระและตลาดคาด ส่งผลให้ Deposit Facility Rate ปรับลงสู่ระดับ 3.50% เพื่อเป็นการคลายความตึงตัวของนโยบายการเงิน หลังจากที่แรงกดดันด้านราคาลดลงไปแล้ว ขณะที่คณะกรรมการมีความมั่นใจว่าเงินเฟ้อจะกลับสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ในช่วงกลางปีหน้า
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้นในภาคการผลิต แต่ยังคงอยู่ในโซนหดตัว ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการยังอยู่ในโซนขยายตัว ด้านยอดค้าปลีกและการค้าระหว่างประเทศชะลอตัวลง โดยในวันที่ 27 ก.ย. 2024 พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่นจะมีการเลือกตั้งผู้นำพรรคคนใหม่ ที่จะเข้ามาดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีแทน Fumio Kishida ที่ได้ประกาศลงจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรี เนื่องจาก Approval rating ได้ปรับลดลงมาต่อเนื่องจากความไม่พอใจของประชาชน ทั้งในเรื่องของปัญหาค่าครองชีพที่สูงขึ้นและประเด็นเรื่องอื้อฉาวที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนทางการเมืองของพรรค ทั้งนี้ แม้จะมีการเปลี่ยนตัวผู้นำพรรค แต่คาดว่านโยบายของรัฐบาลญี่ปุ่นจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงมากนักเนื่องจากการเลือกตั้งภายในพรรค โดยผู้ชนะมีแนวโน้มจัดการเลือกตั้งใหญ่ (General election) ในช่วงเดือน ต.ค. ถึงเดือน พ.ย. สำหรับประเด็นด้านการบริโภค คาดว่า การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ต่อเนื่องในระยะต่อไป จากแรงหนุนของการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างและรายได้ที่แท้จริง โดยธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงครึ่งหลังของปีงบประมาณ 2025
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตของจีนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังชะลอตัวลงต่อเนื่อง ขณะที่การส่งออกยังขยายตัวได้ดี โดยเม็ดเงินของเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้โอกาสที่จีนจะเติบโตได้ตามเป้าหมายของทางการที่ราว 5% มีความไม่แน่นอนมากขึ้น ทั้งนี้ คาดว่าการใช้จ่ายของภาครัฐจะเข้ามาเป็นแรงหนุนสำคัญในช่วงที่เหลือของปี ตามการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อให้ครบตามโควตาในปีนี้ ซึ่งจะทำให้มีเม็ดเงินของภาครัฐเข้าไปลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานหรือโครงการต่างๆ มากขึ้น นอกจากนี้ ทางการจีนได้ประกาศผ่อนคลายนโยบายการเพื่อฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหลายมาตรการ ประกอบด้วย การพิจารณาให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถออก Special bonds เพื่อใช้เงินลงทุนสำหรับการเข้าซื้อบ้านค้างสต็อกจากบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ การประกาศผ่อนคลายนโยบายการกำหนดราคาบ้านใหม่ การประกาศผ่อนปรนการ Refinance สินเชื่อบ้าน รวมถึงปรับลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อจำนอง (Outstanding mortgage) เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมและกระตุ้นการบริโภค รวมถึงชะลอการจ่ายเงินหนี้ของลูกหนี้เดิม
- เศรษฐกิจไทยในเดือนแรกของครึ่งปีหลัง ส่งสัญญาณของการฟื้นตัวที่แข็งแรงขึ้นกว่าช่วงครึ่งแรกของปี แรงส่งจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภาคต่างประเทศ ขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศยังมีความเปราะบางสะท้อนจากการบริโภคภายในประเทศที่ชะลอตัวลงจากช่วงต้นปีอย่างเห็นได้ชัด โดยดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวบ้าง โดยการแข็งค่าของค่าเงินบาทที่รวดเร็วจากกระแสคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ อาจช่วยหนุนในการลงทุนฟื้นตัวขึ้นได้ต่อเนื่อง แต่ยังคงต้องติดตามสถานการณ์ด้านการส่งออก และการท่องเที่ยวว่าจะได้รับผลกระทบจากการแข็งค่าของค่าเงินบาทมากน้อยเพียงใด ทั้งนี้ ปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ลดลง นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะมีเข้ามามากขึ้นอย่างต่อเนื่อง น่าจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศ และอาจหนุนให้ GDP ไทยโตได้สูงกว่าที่เราประมาณการไว้ที่ระดับ 2.8% ในปี 2024F ส่วนมุมมองด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ภายหลังจากที่ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50 bps ในการประชุมรอบล่าสุดที่ผ่านมา เรามองว่าโอกาสที่ กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมรอบสุดท้ายของปี (ธ.ค.) มีเพิ่มสูงขึ้นบ้าง แรงกดดันจากส่วนต่างดอกเบี้ยนโยบายที่แคบลงกับทางสหรัฐฯ และการแข็งค่าของเงินบาทอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ดีเรายังคงมองว่า กนง. จะไม่มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.50% ตลอดทั้งปีตามเดิม

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการส่งสัญญาณของการฟื้นตัวต่อเนื่องจากเดือนก่อน ส่วนการใช้จ่ายในหมวดสินค้ามีโมเมนตัมที่ชะลอลง แต่ก็รายงานออกมาสูงกว่าคาดการณ์ของตลาด ด้านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง อย่างไรก็ตาม มาตรการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่ 3/2024 ผ่านโมเดล GDPNow Forecasting ของ Atlanta Fed ณ วันที่ 18 ก.ย. ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2.9% QoQ, saar ส่วนธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในอัตรา -50bps สู่ระดับ 4.75-5.00% และวิเคราะห์ในรายงานการประชุมว่า คณะกรรมการฯ มีความมั่นใจมากขึ้นว่าเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน และมองว่าความเสี่ยงต่อการบรรลุเป้าหมายด้านการจ้างงานและเสถียรภาพด้านราคายังค่อนข้างสมดุล

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการส่งสัญญาณของการฟื้นตัวต่อเนื่องจากเดือนก่อน อย่างไรก็ตาม มาตรการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่ 3/2024 ผ่านโมเดล GDPNow Forecasting ของ Atlanta Fed ณ วันที่ 18 ก.ย. ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2.9% QoQ, saar จาก 2.0% ในช่วงเดือน ส.ค.

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการส่งสัญญาณของการฟื้นตัวต่อเนื่องจากเดือนก่อน ส่วนการใช้จ่ายในหมวดสินค้ามีโมเมนตัมที่ชะลอลง แต่ก็รายงานออกมาสูงกว่าคาดการณ์ของตลาด ด้านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง อย่างไรก็ตาม มาตรการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่ 3/2024 ผ่านโมเดล GDPNow Forecasting ของ Atlanta Fed ณ วันที่ 18 ก.ย. ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2.9% QoQ, saar จาก 2.0% ในช่วงเดือน ส.ค.

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Services) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1 จุด เป็น 51.5 จุด สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 51.4 จุด โดยดัชนีอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง โดยได้แรงหนุนจากยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ดัชนีการจ้างงานปรับตัวลดลงจากเดือนก่อนหน้า ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing)

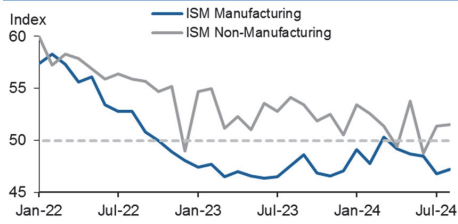
ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 47.2 จุด แต่ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 47.5 จุด โดยดัชนีอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ห้า ซึ่งผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและนอกประเทศปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม ดัชนีการจ้างงานปรับตัวเพิ่มขึ้น

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. เติบโตขึ้น +0.1% MoM ชะลอลงจาก +1.1% เดือนก่อน แต่สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ -0.2% โดยหากไม่นับรวมหมวดสินค้าที่ผันผวน อาทิ ร้านอาหาร, รถยนต์, อุปกรณ์ก่อสร้าง และน้ำมัน (Control Group) จะชะลอเล็กน้อยเป็น +0.3% MoM จาก +0.4% เดือนก่อน เท่ากับตลาดคาด ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่จัดทำโดย U. of Michigan เบื้องต้นเดือน ก.ย. เริ่มเห็นโมเมนตัมเชิงบวกมากขึ้น โดยดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.1 จุด เป็น 69.0 จุด และสูงกว่าตลาดคาดที่ 68.5 จุด

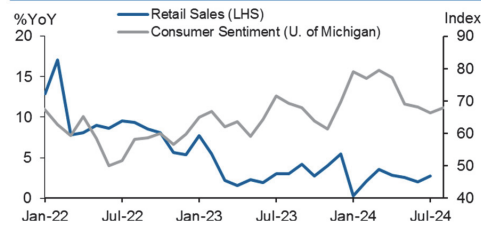
เงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2% MoM เท่ากับเดือนก่อนและตลาดคาด และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน เงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอลงเป็น 2.5% YoY จาก 2.9% เดือนก่อน และเท่ากับตลาดคาด ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เติบโตขึ้น 0.3% MoM สูงกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 0.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เงินเฟ้อพื้นฐานจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3.2% YoY เท่ากับเดือนก่อนและตลาดคาด

แผนภาพที่ 27: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการส่งสัญญาณของการฟื้นตัวต่อเนื่องจากเดือนก่อน อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตยังคงอ่อนแอ

ISM Manufacturing vs. Services



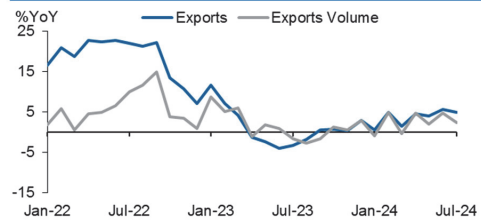
Consumption



Investment

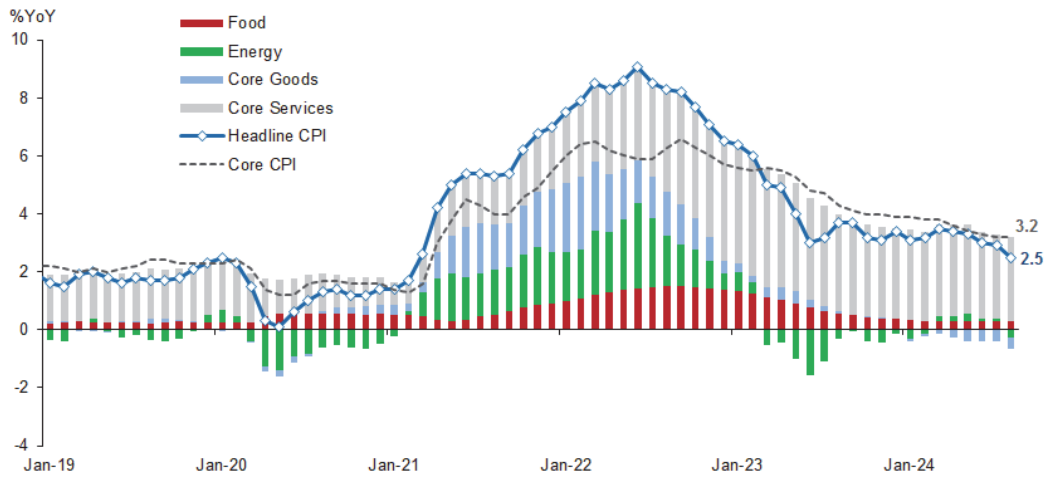


Trade



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

แผนภาพที่ 28: เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เดือน ส.ค. เติบโตขึ้น 0.3% MoM สูงกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 0.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เงินเฟ้อพื้นฐานจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3.2% YoY เท่ากับเดือนก่อนและตลาดคาด



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

เรามองว่าตลาดแรงงานได้ปรับตัวกลับเข้าสู่ดุลยภาพแล้ว และมองไปในระยะข้างหน้า ตลาดแรงงานอาจกำลังเข้าสู่จุดเปลี่ยนที่สำคัญ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงที่ผ่านมา เผชิญแรงกดดันด้านค่าหลายประการ อาทิ แรงกดดันจากราคาที่เพิ่มขึ้นมาก รวมไปถึงถึงธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากกว่า 500 Basis point เพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อ ขณะที่หลายฝ่ายเคยประเมินว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอยมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังขยายตัวได้ในอัตราที่แข็งแกร่งเรื่อยมา โดยเมื่อเทียบกับช่วงต้นปี นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ล้วนปรับเป้าการเติบโตของ GDP ขึ้นมาอยู่ที่ 2.5% สำหรับปี 2024F จากที่เคยประเมินไว้ว่าจะขยายตัวที่ระดับราวหนึ่งเปอร์เซ็นต์ในช่วงต้นปี โดยหนึ่งในองค์ประกอบที่ช่วยหนุนให้เศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดีคือการบริโภคภาคเอกชน ซึ่งได้แรงหนุนจากความตึงตัวของตลาดแรงงาน อัตราว่างงานที่แม้จะปรับขึ้นมาแต่ก็อยู่ในระดับต่ำ ความต้องการแรงงานที่สูง ส่งผลให้ค่าจ้างแรงงานเติบโตได้ดี อีกทั้งกำลังแรงงาน (Labor Force) ในระบบเศรษฐกิจก็ปรับเพิ่มขึ้นเรื่อยมา ขณะที่เครื่องชี้กิจกรรมด้านการลงทุนเริ่มส่งสัญญาณเชิงบวกมากขึ้น อาทิ ยอดคำสั่งซื้อใหม่ในภาคการผลิต ยอดนำเข้าสินค้าทุน และความเชื่อมั่นของ CEO ที่ปรับเพิ่มขึ้น

เมื่อเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี 2024 ตลาดแรงงานอ่อนกำลังลงอย่างเห็นได้ชัด สะท้อนจากอัตราการว่างงานที่ปรับเพิ่มขึ้นมากในเดือน ก.ค. และตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรชะลอตัวลงต่อเนื่อง อีกทั้งทางสำนักงานสถิติแรงงานของสหรัฐฯ ประเมินเบื้องต้นว่า การจ้างงานนอกภาคเกษตรที่แท้จริง (Preliminary Estimate of the Benchmark Revision) ระหว่างช่วงเดือน เม.ย. 2023 - มี.ค. 2024 อาจต่ำกว่าที่เคยประกาศกว่า -8.18 แสนตำแหน่ง หมายความว่า การจ้างงานแท้จริงแล้วต่ำกว่าที่ประกาศราว -6.8 หมื่นตำแหน่งต่อเดือน ส่งผลให้การจ้างงานนอกภาคเกษตรเฉลี่ยอาจเพิ่มขึ้นจริงเพียงแค่ 1.74 แสนตำแหน่งต่อเดือนเท่านั้น (vs. เดิม 2.42 แสนตำแหน่ง) ทั้งนี้ ถึงแม้เรามองว่าตัวเลขการจ้างงานที่หายไปราวแปดแสนตำแหน่งอาจเกินกว่าความเป็นจริง เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมา มีผู้ลี้ภัยเข้าไปทำงานในสหรัฐฯ แบบผิดกฎหมายเป็นจำนวนมาก ซึ่งคนเหล่านี้ไม่ได้อยู่ในฐานข้อมูลประกันสังคมกรณีการว่างงาน จึงอาจทำให้การปรับปรุงการรายงานตัวเลขจ้างงานของทางการ คลาดเคลื่อนได้ แต่ก็ปฏิเสธไม่ได้ว่าตัวเลขการจ้างงานนั้นไม่ได้แข็งแกร่งอย่างที่เคยประเมินไว้ในตอนแรก

เรามองว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราการว่างงานและการอ่อนตัวของเครื่องชี้ด้านตลาดแรงงานต่างส่งสัญญาณว่า ตลาดแรงงานนั้นได้ปรับตัวกลับเข้าสู่ดุลยภาพ มากกว่าการสะท้อนว่าตลาดแรงงานสหรัฐฯ นั้นอ่อนแอ ซึ่งมาตรวัดความตึงตัวของตลาดแรงงานเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาวผ่านเครื่องชี้ อาทิ สัดส่วนครัวเรือนที่ระบุว่าหางานได้ง่ายเทียบกับครัวเรือนที่ระบุว่าหาได้ยาก, สัดส่วนของบริษัทที่ระบุว่าหาแรงงานได้ยาก, อัตราการลาออกแบบสมัครใจของพนักงาน, จำนวนแรงงานต่อตำแหน่งงานทั้งระบบ และอัตราการว่างงานเทียบกับระดับอัตราการว่างงานที่ไม่เป็นตัวเร่งเงินเพื่อ (U - U*) ล้วนชะลอตัวลงสู่ระดับค่าเฉลี่ยซึ่งสอดคล้องกับช่วงปี 2018-19 ที่ตลาดแรงงานในช่วงนั้นอยู่ในภาวะสมดุล

ทั้งนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า เราคาดว่าตลาดแรงงานอาจกำลังเข้าสู่จุดเปลี่ยนสำคัญ โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนงานว่าง (Vacancy Rate) และอัตราว่างงาน (Unemployment Rate) ที่ในปกติมักจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม เช่น ในสภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัว อัตราการว่างงานมักจะปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่อัตราส่วนงานว่างมักจะปรับลดลง โดยนับตั้งแต่ช่วงปี 2022 จนถึงปัจจุบัน อัตราส่วนงานว่างทยอยปรับตัวลดลงมาโดยตลอด แต่อัตราการว่างงานกลับไม่ได้เพิ่มขึ้นมากนัก อย่างไรก็ตามพัฒนาการเหล่านี้อาจไม่ได้เป็นไปอย่างถาวร โดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (Christopher J. Waller) ได้ระบุไว้ว่า หากอัตราส่วนงานว่างปรับตัวลดลงต่ำกว่าระดับ 4.5% เราจะเริ่มเห็นการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราว่างงานอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งในปัจจุบันอัตราส่วนงานว่างอยู่ที่ระดับ 4.6% หรือเทียบเท่าตำแหน่งงานว่างราว 7.67 ล้านตำแหน่ง (JOLTS; Job Openings)

โดยสรุปเรามองตลาดแรงงานได้กลับเข้าสู่ดุลยภาพแล้ว และยังไม่ได้อ่อนแอ แต่ตลาดแรงงานกำลังอยู่ในจุดเปลี่ยนสำคัญที่น่าจับตาอย่างใกล้ชิด โดยอัตราการว่างงานที่ปรับเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดในช่วงปี 2023 ส่วนหนึ่งเป็นผลจากจำนวนแรงงานที่เข้ามาในตลาดแรงงานมากขึ้น (Increase in Labor Supply) แต่ในช่วงต่อจากนี้ หากความต้องการแรงงาน (Labor Demand) ยังปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และทำให้อัตราส่วนงานว่างปรับลงต่ำกว่าระดับ 4.5% หรือเทียบได้กับตำแหน่งงานที่เป็รับต่ำกว่า 7.4-7.5 ล้านตำแหน่งโดยประมาณ ตลาดแรงงานอาจเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำ พร้อมกับอัตราการว่างงานที่ปรับเพิ่มขึ้นต่อจากระดับปัจจุบัน ซึ่งทางผู้กำหนดนโยบายการเงินได้เล็งเห็นถึงความเสี่ยงดังกล่าว ประกอบกับทางคณะกรรมการก็มีความเชื่อมั่นมากขึ้นว่าเงินเฟ้อจะกลับสู่เป้าที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน จึงส่งผลให้ Fed ปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงในการประชุมรอบล่าสุด

**แผนภาพที่ 29: เมื่อเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี 2024 ตลาดแรงงานอ่อนกำลังลงอย่างเห็นได้ชัด สะท้อนจากอัตรา
การว่างงานที่ปรับเพิ่มขึ้นมากในเดือน ก.ค. และตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรชะลอลงต่อเนื่อง**

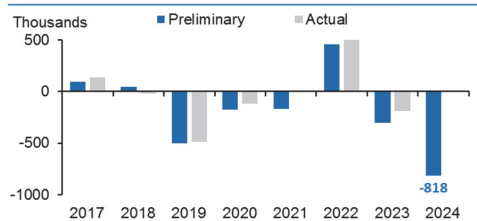
Key economic Indicators ¹⁾		2022	2023	2024						
				J	F	M	A	M	J	J
Consumption	Personal Income excl. Transfer Receipts (%YoY)									
	Personal Spending: Goods (%YoY)									
	Personal Spending: Services (%YoY)									
	Retail Sales Control Group: (%YoY)									
	Vehicle Sales (%YoY)									
	Saving Rate (%)									
	Consumer Confidence (Index)									
Labor Market	Hiring Rate (%)									
	Opening Rate (%)									
	Opening Position Hard to Fill (% of Firms)									
	NFP Monthly Change (3mma)									
	ISM Manufacturing: Employment (Index)									
	ISM Service: Employment (Index)									
	Unemployment Rate (%)									
	Initial Claims (Total)									
	Continuing Claims (Total)									
	Quit Rate (%)									
Prices	PCE (%YoY)									
	Core PCE (%YoY)									
	U.Mich: 1-Yr Inflation Expectation (%YoY)									
Investment	Capital Goods New Orders excl. Aircraft (%YoY)									
	Imports of Capital Goods (%YoY)									
	ISM Manufacturing: News Orders (Index)									
	CAP-U (%)									
	CEO Confidence (Score 1-10)									
Housing	New Home Sales (%YoY)									
	Existing Home Sales (%YoY)									
	Housing Starts (%YoY)									
	Building Permits (%YoY)									
	30-Yr Fixed Rate (%)									
	NAHB Sentiment (Index)									
External	Exports (%YoY)									
	Imports (%YoY)									

Note: 1\ Higher numbers should be taken as positive or green, except for unemployment rate, unemployment claims, price indicators, and mortgage rate. 2\ For personal income and spendings are in real-term.

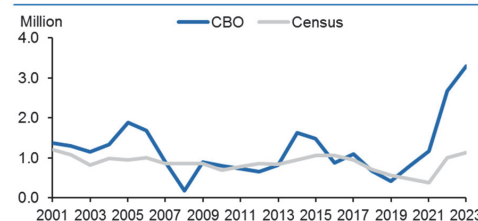
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 30: สำนักงานสถิติแรงงานของสหรัฐฯ ประเมินเบื้องต้นว่า การจ้างงานนอกภาคเกษตรที่แท้จริง
(Preliminary Estimate of the Benchmark Revision) ระหว่างช่วงเดือน เม.ย. 2023 - มี.ค. 2024 อาจต่ำกว่าที่เคยประกาศกว่า -8.18 แสนตำแหน่ง**

Annual benchmark revisions to nonfarm payrolls

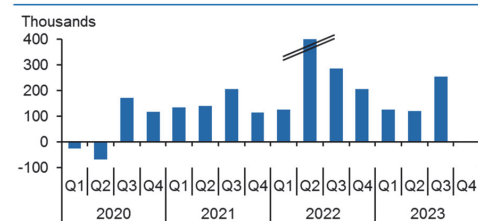


Net immigration estimates



Brief explanation	
Why the revision?	<ul style="list-style-type: none"> Payroll employment is initially derived from firm responses to establishment survey. (CES) The BLS, meanwhile, uses data from QCEW, which is derived from state unemployment insurance (UI) tax records, to measure payroll employment more accurately.
Effects of revision	<ul style="list-style-type: none"> The existing employment series is not updated with the release of the preliminary benchmark estimate. It will be updated when the final revision is issued (In Feb 2025).
What does it miss?	<ul style="list-style-type: none"> By relying on unemployment insurance records, it may not capture the full population of unauthorized workers.

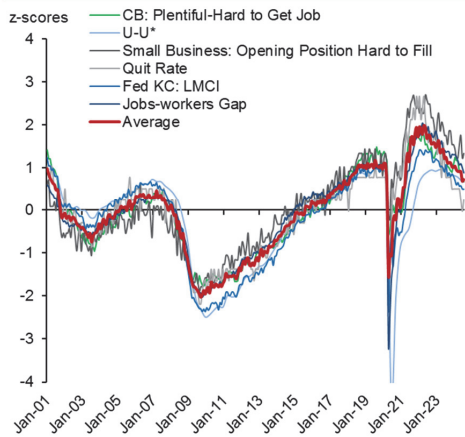
QCEW Employment: current minus initial



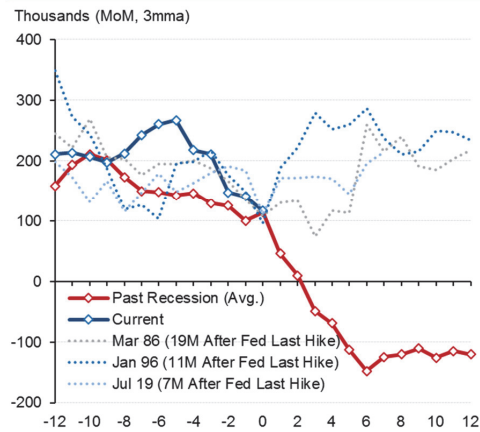
ที่มา: Bloomberg, BLS, Conference Board, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: เรามองว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราว่างงานและการอ่อนตัวลงของเครื่องชี้ด้านแรงงานต่างส่งสัญญาณว่าตลาดแรงงานนั้นได้ปรับตัวกลับเข้าสู่จุดดุลยภาพ มากกว่าการสะท้อนว่าตลาดแรงงานสหรัฐฯ นั้นอ่อนแอ

Labor market conditions



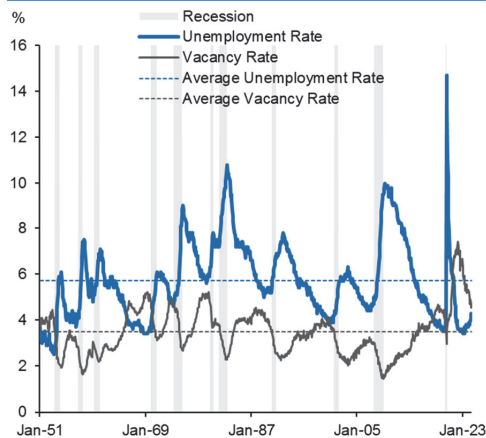
NFP around past recessions vs. soft landings



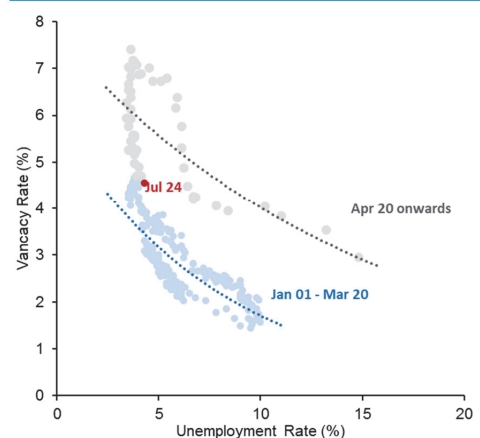
ที่มา: Bloomberg, BLS, Conference Board, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 32: คณะกรรมการนโยบายการเงิน (Christopher J. Waller) ได้ระบุไว้ว่า หากอัตราส่วนงานว่างปรับตัวลดลงต่ำกว่าระดับ 4.5% เราจะเริ่มเห็นการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราว่างงานอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้น

Vacancy and unemployment rate



Beveridge Curve



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

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในอัตรา -50bps สู่ระดับ 4.75-5.00% และส่งสัญญาณผ่าน Dot Plot ว่าจะลดอีก -50bps ในช่วงที่เหลือของปี 2024

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในอัตรา -50bps สู่ระดับ 4.75-5.00% โดย Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงมากกว่าที่เราและ Consensus คาดการณ์ที่

-25bps พร้อมระบุในรายงานการประชุมว่า คณะกรรมการฯ มีความมั่นใจมากขึ้นว่าเงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน (“greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent”) และมองว่าความเสี่ยงต่อการบรรลุเป้าหมายด้านการจ้างงานและเสถียรภาพด้านราคายังค่อนข้างสมดุล

Fed ส่งสัญญาณถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่มากขึ้นในปีนี้ โดย Dot Plot ถูกปรับลดลงจากการประชุมครั้งก่อนอย่างมีนัยสำหรับช่วงปี 2024-25 โดย Dot Plot ซึ่งค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ที่ระดับ 4.4% (ลดอีก 50bps) ณ สิ้นปี 2024F ซึ่งลดลงจากการส่งสัญญาณรอบก่อนในเดือน มิ.ย. ที่ระดับ 5.1% ขณะที่สำหรับปี 2025F ค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยถูกปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับ 3.4% (ลดอีก 100bps) จาก 4.1% ในการส่งสัญญาณรอบก่อน โดยสำหรับปี 2026F ค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยถูกปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับ 2.9% (ลดอีก 50bps) จาก 3.1% ในการส่งสัญญาณรอบก่อน

โดยสรุป Fed มองว่า ณ สิ้นปี 2025F อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดทั้งสิ้น -200bps เมื่อเทียบกับดอกเบี้ย ณ จุดสูงสุดของวัฏจักรขาขึ้นรอบนี้ เท่ากับว่า Fed ต้องการที่จะปรับลดอีก -150bps ในช่วงต่อจากนี้จนถึงสิ้นปี 2025F ก่อนจะปรับลงไปสู่ Terminal Rate ที่ระดับ 2.75-3.00% ในปี 2026F

ขณะเดียวกัน Fed ปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run Rate) ขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 2.9% จาก 2.8% ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย. และจาก 2.5% ในการประชุมรอบเดือน ธ.ค. 2023 ซึ่งเป็นการสะท้อนว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในระยะยาวได้ปรับเพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนโควิดแล้ว

สำหรับมุมมองต่อเศรษฐกิจ Fed ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP) สำหรับปี 2024F ลงเล็กน้อย -0.1ppt เป็น 2.0% แต่ยังคงคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจสำหรับปี 2025-2026F ไว้ที่ระดับ 2.0% ตามเดิม อีกทั้งยังปรับลดคาดการณ์เงินเฟ้อ (Core PCE) -0.2ppt เป็น 2.6% สำหรับปี 2024F และ -0.1ppt เป็น 2.2% สำหรับปี 2025F แต่คงคาดการณ์สำหรับปี 2026F ไว้ที่ 2.0% ตามเดิม ส่วนคาดการณ์อัตรา

การว่างงาน (Unemployment Rate) Fed ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยในปี 2024F Fed คาดว่าอัตราการว่างงานจะเพิ่มขึ้น +0.4ppt เป็น 4.4% และเพิ่มขึ้น +0.2ppt ในปี 2025-2026F เป็น 4.4% และ 4.3% ตามลำดับ

นาย Jerome Powell ประธาน Fed ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า จะยังคงยึดหลักของข้อมูลที่เข้ามาเป็นสำคัญ (Data Dependent) และนาย Powell ได้ระบุต่อว่า Fed ไม่ได้ปรับดอกเบี้ยนโยบายช้าเกินไป (“We don’t think we’re behind”) และ Fed เองมีความมุ่งมั่นที่จะไม่ปรับอัตราดอกเบี้ยให้ช้าจนเกินไป อย่างไรก็ตาม นาย Powell ยังคงย้ำว่าทางคณะกรรมการยังไม่เร่งรีบที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายหากอิงจาก Dot Plot ซึ่งสะท้อนว่า Fed กำลังพยายามปรับลดความคาดหวังของตลาดที่มองว่า การปรับลดดอกเบี้ยนโยบายในครั้งถัดๆ ไป อาจเกิดขึ้นในอัตราที่มากกว่าปกติ (เกิน 25bps)

เรามองว่าการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายในอัตราที่มากกว่าปกติ โดยหลักเพื่อหนุนตลาดแรงงานไม่ให้อ่อนตัวลงไปมากกว่านี้ (Preemptive Cut) เพราะตลาดแรงงานที่เคยตึงตัวมากในช่วงก่อนได้กลับเข้าสู่จุดดุลยภาพแล้ว และหากอัตราการว่างงานไม่ได้ปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่า Fed ประเมินไว้ที่ระดับ 4.4% เรามองว่า Fed จะกลับมาปรับลดดอกเบี้ยนโยบายในอัตรา -25bps ซึ่งเป็นกรณีฐานของเรา โดยเรามองปีนี้ Fed จะปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงอีก -50bps แบ่งเป็นเดือน พ.ย. และ ธ.ค. อีกครั้งละ -25bps และสำหรับปี 2025F เรามอง Fed จะปรับลดดอกเบี้ยได้ราว 100-125bps โดยมองว่าในช่วงไตรมาสแรกของปี Fed อาจลดดอกเบี้ยได้ 25-50bps และหลังจากนั้นมีแนวโน้มจะลดดอกเบี้ยเพียงไตรมาส -25bps

แผนภาพที่ 33: คณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ หันมาให้ความสำคัญกับตลาดแรงงานมากขึ้นแล้ว

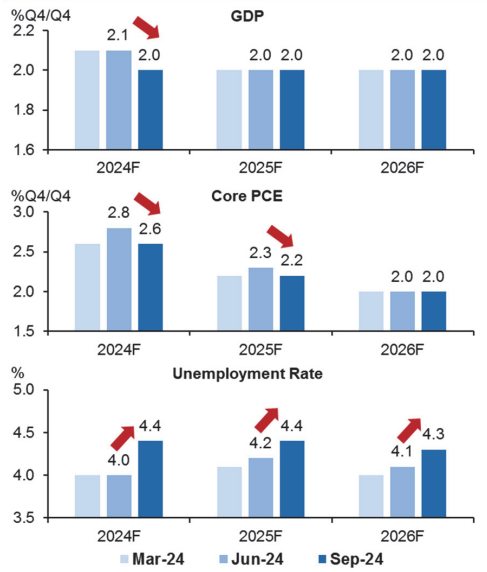
Developments in FOMC statements

	30-1 Apr/May	11-12 Jun	30-31 Jul	17-18 Sep (Latest)
Economy	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. 	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. 	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have moderated, and the unemployment rate has moved up, but remains low. 	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have slowed, and the unemployment rate has moved up but remains low.
Price	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has eased over the past year but remains elevated. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has eased over the past year but remains elevated. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has eased over the past year but remains somewhat elevated. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation remains somewhat elevated.
Progress	<ul style="list-style-type: none"> In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee’s 2 percent inflation objective. 	<ul style="list-style-type: none"> In recent months, there has been modest progress toward the Committee’s 2 percent inflation objective. 	<ul style="list-style-type: none"> In recent months, there has been some progress toward the Committee’s 2 percent inflation objective. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has made further progress toward the Committee’s 2 percent objective.
Risks	<ul style="list-style-type: none"> Risks to achieving the FOMC’s employment and inflation goals have become more balanced over the past year. 	<ul style="list-style-type: none"> Risks to achieving the FOMC’s employment and inflation goals have become more balanced over the past year. 	<ul style="list-style-type: none"> Risks to achieving the FOMC’s employment and inflation goals continue to become more balanced. 	<ul style="list-style-type: none"> Risks to achieving the FOMC’s employment and inflation goals are roughly in balance.

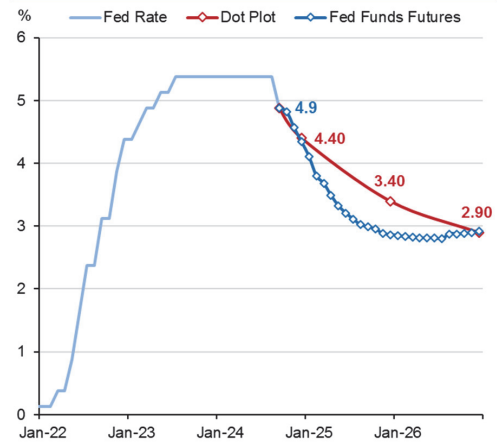
ที่มา: Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: Fed ปรับคาดการณ์อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) ขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยมุมมองสำหรับปี 2024F ถูกปรับเพิ่มขึ้น +0.4ppt เป็น 4.4% และสำหรับปี 2025-2026F ถูกปรับเพิ่มขึ้น +0.2ppt เป็น 4.4% และ 4.3% ตามลำดับ

Fed projections



Fed fund futures vs. Dot Plot



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

เศรษฐกิจยุโรป

เข้าสู่ช่วงกลางไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับดีขึ้นในภาคบริการตามการจัดการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกในฝรั่งเศส ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดสินค้า (เดือน ก.ค.) ยังไม่แข็งแรง แม้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจะทยอยปรับดีขึ้น อย่างไรก็ตามก็คาดการณ์การผลิตยังเป็นปัจจัยสำคัญที่อุดหนุนการเติบโตมานานกว่าสองปี ส่วนธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เราระบุและตลาดคาด ส่งผลให้ Deposit Facility Rate ปรับลงสู่ระดับ 3.50% เพื่อเป็นการคลายความตึงตัวของนโยบายการเงิน หลังจากที่แรงกดดันด้านราคาลดลงไปมาก ขณะที่คณะกรรมการมีความมั่นใจว่าเงินเฟ้อจะกลับสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ในช่วงกลางปีนี้

เข้าสู่ช่วงกลางไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับดีขึ้นในภาคบริการตามการจัดการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกในฝรั่งเศส ส่วนกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงอ่อนแอยาวนาน

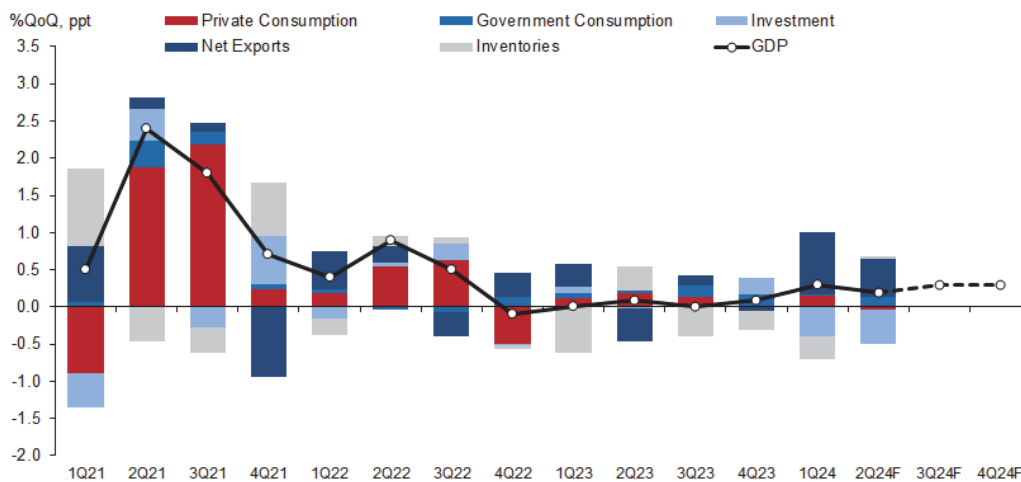
หน่วยงานสถิติของสหภาพยุโรปเผยตัวเลข GDP ของยูโรโซนในไตรมาสที่ 2/2024 เติบโตขึ้นเพียง +0.2% QoQ (vs. 0.3% ในการรายงานครั้งก่อน) และชะลอตัวลงจาก 0.3% ในไตรมาสก่อน โดยหากพิจารณารายละเอียดจะพบว่าการบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเป็นปัจจัยหลักที่อุดหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ ขณะที่การส่งออกสุทธิยังเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญของเศรษฐกิจเช่นเดียวกับช่วงไตรมาสที่หนึ่งของปี โดยการบริโภคภาคเอกชนปรับตัวลดลง -0.1% QoQ (vs. 0.3% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรปรับตัวลดลงมากถึง -2.2% (vs. -1.8% ไตรมาสก่อน) อย่างไรก็ตาม การอุปโภคภาครัฐเร่งตัวขึ้น +0.6% (vs. 0.1% ไตรมาสก่อน) ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออกรวมขยายตัว 1.4% (vs. 1.1% ไตรมาสก่อน) ขณะที่ยอดนำเข้าขยายตัวเพียง 0.5% (vs. -0.6% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้ยอดส่งออกสุทธิ (Net Exports) เป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่สองได้ราว 0.5ppt

เข้าสู่ช่วงกลางไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับดีขึ้นในภาคบริการตามการจัดการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกในฝรั่งเศส ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดสินค้า (เดือน ก.ค.) ยังไม่แข็งแรง แม้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจะทยอยปรับดีขึ้น อย่างไรก็ตามก็คาดการณ์การผลิตยังเป็นปัจจัยสำคัญที่อุดหนุนการเติบโต

มานานกว่าสองปี โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) ของยูโรโซน เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น 51.0 จุด จากดัชนีในภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.0 จุด เป็น 52.9 จุด โดยดัชนีในภาคบริการยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ทั้งนี้ เรามองว่ากิจกรรมในภาคบริการอาจได้รับแรงหนุนเพียงชั่วคราวเท่านั้นจากการจัดโอลิมปิก ซึ่งหากมองไปในระยะข้างหน้า การใช้จ่ายของผู้บริโภคยังคงขาดแรงหนุนเนื่องจากผู้คนยังมีความระมัดระวังในการใช้จ่าย สะท้อนผ่านอัตราส่วนการออมของภาคครัวเรือนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเรื่อยมา ด้านกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงอ่อนแอ สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตที่ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่า 50.0 จุด มานานต่อเนื่องกว่าสองปี โดยดัชนีในเดือน ส.ค. อยู่ที่ระดับ 45.8 จุด เท่ากับเดือนก่อน

ด้านยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1% MoM จาก -0.4% เดือนก่อน แต่ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 0.2% ขณะที่หากเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกจะหดตัว -0.1% YoY จาก -0.4% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.2% ด้านการขยายตัวของสินเชื่อครัวเรือน (Household Credit Growth) ในเดือน ก.ค. ขยายตัว 0.4% YoY จาก 0.3% ในเดือนก่อน และการเติบโตของสินเชื่อในภาคครัวเรือนอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สาม ขณะที่สินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporate Credit Growth) ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 0.2% เท่ากับเดือนก่อน

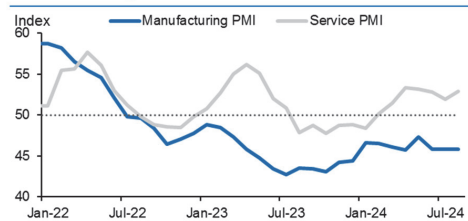
แผนภาพที่ 35: GDP ของยูโรโซนในไตรมาสที่ 2/2024 เติบโตขึ้นเพียง +0.2% QoQ (vs. 0.3% ในการรายงานครั้งก่อน) และชะลอจาก 0.3% ในไตรมาสก่อน



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

แผนภาพที่ 36: เข้าสู่ช่วงกลางไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวขึ้นในภาคบริการตามการจัดการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกในฝรั่งเศส ด้านกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงอ่อนแอ

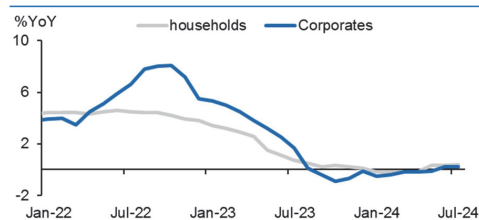
Manufacturing vs. Services PMI



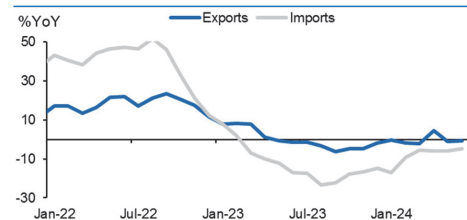
Consumption



Credit growth



Trade



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

ประธาน ECB นาง Christine Lagarde ให้สัมภาษณ์หลังการประชุมนโยบายการเงิน ในลักษณะที่ค่อนข้างระมัดระวัง และไม่ผูกมัดทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงิน และหลีกเลี่ยงการตอบคำถามที่อาจเป็นการชี้นำคาดการณ์ของตลาด

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เราและตลาดคาด ส่งผลให้ Deposit Facility Rate ปรับลงสู่ระดับ 3.50% เพื่อคลายความตึงตัวของนโยบายการเงิน หลังจากที่แรงกดดันด้านราคาลดลงไปมาก ขณะที่คณะกรรมการมีความมั่นใจว่าเงินเฟ้อจะกลับสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ในช่วงกลางปีหน้า

ECB คงคาดการณ์เงินเฟ้อ (HICP Inflation) สำหรับปี 2024F, 2025F และ 2026F ไว้เท่าเดิมที่ 2.5%, 2.2% และ 1.9% ตามลำดับ ด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน (HICP excl. Energy and Food) ECB ปรับประมาณการสำหรับปี 2024F และ 2025F ขึ้น +0.1ppt เป็น 2.9% และ 2.3% ตามลำดับ โดยการปรับคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐานขึ้นส่วนหนึ่งจากตัวเลขเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงที่ผ่านมาออกมาสูงกว่าที่เคยประเมิน ตามเงินเฟ้อในภาคบริการที่ยังค้างอยู่ในระดับสูง ขณะที่ ECB คงคาดการณ์สำหรับปี 2026F ไว้ที่ 2.0% ตามเดิม

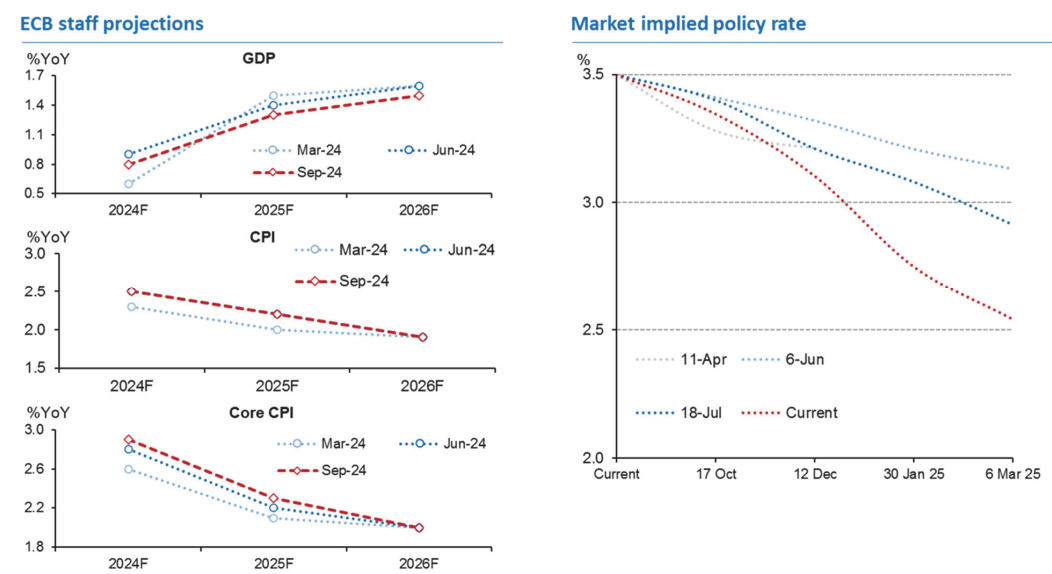
ด้านเศรษฐกิจ ทาง ECB ปรับประมาณการ GDP สำหรับปี 2024F, 2025F และ 2026F ลง -0.1ppt เป็น 0.8%, 1.3% และ 1.5% ตามลำดับ โดยการปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจลง ส่วนหนึ่งจากโมเมนตัมของเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณ

ชะลอตัว ทาง ECB จึงปรับประมาณการสำหรับการบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนลง รวมถึงการส่งออกในช่วงครึ่งหลังของปีก็ถูกปรับลงจากประมาณการครั้งก่อนเช่นกัน จากปัญหาด้านความสามารถทางการแข่งขันที่ยุโรปต้องเผชิญ

ด้านการประเมินความเสี่ยง (Risk Assessment) ต่อเศรษฐกิจยังคงโน้มไปทางด้านต่ำ (“The risks to economic growth remain tilted to the downside.”) โดยปัจจัยที่อาจทำให้เศรษฐกิจของยูโรโซนเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำได้แก่ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกที่ไม่แข็งแกร่งหรือสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น อาจกระทบกับภาคการส่งออกได้

ประธาน ECB นาง Christine Lagarde ให้สัมภาษณ์หลังการประชุมยังเป็นไปในโทนที่ค่อนข้างระมัดระวัง และไม่ผูกมัดทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงิน และหลีกเลี่ยงการตอบคำถามที่อาจเป็นการชี้นำคาดการณ์ของตลาด และระบุชัดว่ายังคงยึดหลักของข้อมูลที่เข้ามา (Data-Dependent Approach) เพื่อกำหนดระดับดอกเบี้ยที่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม ประธาน ECB ระบุว่าเวลาที่มิจนถึงประชุมครั้งถัดไปนั้นค่อนข้างสั้น (5 สัปดาห์) ซึ่งอาจเป็นการให้สัญญาณว่าการประชุมครั้งถัดไปอาจไม่มีข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติม และเป็นการสนับสนุนมุมมองของเราว่า ECB จะคงอัตราดอกเบี้ยที่ 3.50% ในการประชุมรอบถัดไปวันที่ 17 ต.ค. ก่อนจะปรับลดอีกครั้งในการประชุมรอบเดือน ธ.ค. ส่งผลให้ดอกเบี้ย (Deposit Facility Rate) ณ สิ้นปี 2024F จะอยู่ที่ 3.25%

แผนภาพที่ 37: ECB ปรับประมาณการเงินเฟ้อพื้นฐานสำหรับปี 2024F และ 2025F ขึ้น +0.1ppt เป็น 2.9% และ 2.3% ตามลำดับ โดยการปรับคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐานขึ้นส่วนหนึ่งจากตัวเลขเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงที่ผ่านมาออกมาสูงกว่าที่เคยประเมิน



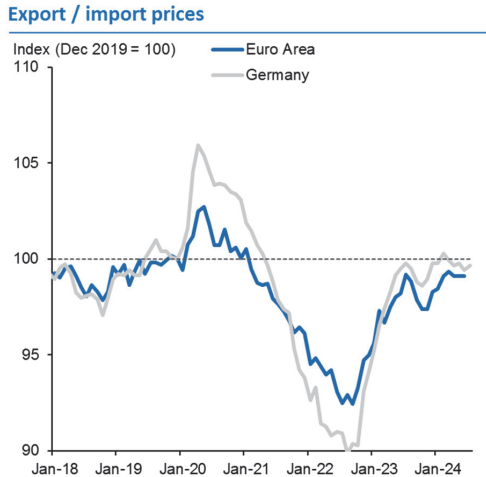
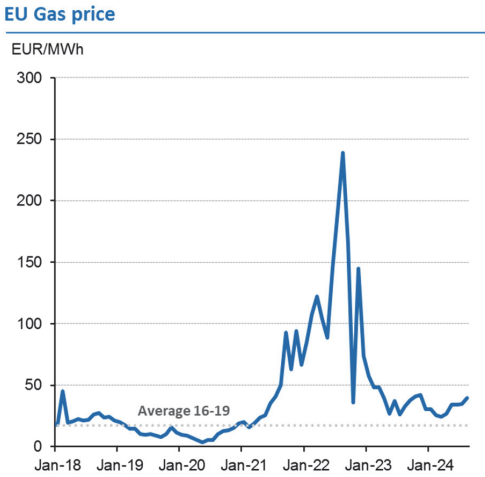
ที่มา: ECB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจของยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัวได้ไม่แข็งแกร่งอย่างที่หลายฝ่ายเคยประเมินไว้ในช่วงก่อนหน้า

เศรษฐกิจของยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัวได้ไม่แข็งแกร่งอย่างที่หลายฝ่ายเคยประเมินไว้ในช่วงก่อนหน้า จากทั้งการบริโภคภาคเอกชน ที่แม้กำลังซื้อของครัวเรือนจะได้แรงหนุนจากรายได้ที่ขยายตัวดี แต่สัดส่วนเงินออมภาคครัวเรือนกลับปรับเพิ่มขึ้น สะท้อนความระมัดระวังในด้านการใช้จ่ายใช้สอย ขณะเดียวกันความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำอาจทำให้การลงทุนยังฟื้นตัวได้ไม่เต็มที่ นอกจากนี้ ภาคการผลิตในยูโรโซนยังต้องเผชิญกับแรงกดดันหลายประการ อาทิ ราคาก๊าซที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงก่อนโควิด ส่งผลให้ผู้ผลิตสินค้าในยูโรโซนนั้นต้องเผชิญกับการสูญเสียความสามารถ

ทางการแข่งขันด้านราคาจากต้นทุนการผลิตที่สูงกว่าในอดีต อีกทั้งผู้ผลิตไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภคในต่างประเทศได้มากนัก (สะท้อนผ่านดัชนีราคาส่งออกต่อราคานำเข้า) นอกจากนี้ สินค้าจากประเทศจีนสามารถเจาะตลาดในสหภาพยุโรปได้มากขึ้น เช่น การส่งออกรถยนต์จากจีนไปสหภาพยุโรปปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งกระทบกับผู้ผลิตในสหภาพยุโรปอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยในช่วงต้นเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ทาง บริษัท Volkswagen ประกาศว่ากำลังพิจารณาแผนปรับลดต้นทุนผ่านการปิดบางโรงงานและยกเลิกสัญญาที่จะไม่ลดตำแหน่งงานในเยอรมนีจนถึงช่วงปี 2029 ซึ่งหนึ่งในตัวสะท้อนที่ชัดเจนว่าสหภาพยุโรปกำลังสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน

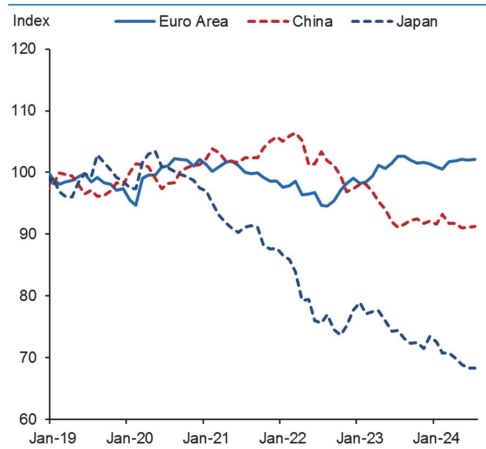
แผนภาพที่ 38: ภาคการผลิตในยูโรโซนยังต้องเผชิญกับแรงกดดันหลายประการ อาทิ ราคาก๊าซที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงก่อนโควิด อีกทั้งผู้ผลิตไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภคในต่างประเทศได้มากนัก



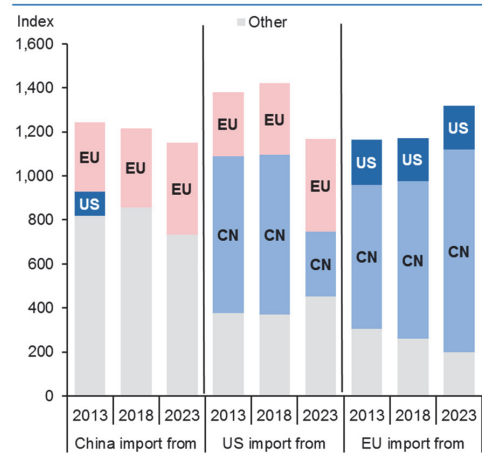
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 39: สหภาพยุโรปนำเข้าสินค้าภาคการผลิต (Manufacturing Goods) จากจีนมากขึ้นอย่างมีนัย
ขณะที่สหรัฐฯ สามารถลดการนำเข้าสินค้าจากจีนได้ชัดเจน ส่วนหนึ่งจากผลของสงครามการค้า 1.0 (สมัยที่
ทรัมป์เป็นประธานาธิบดี)

Real effective exchange rate



Import concentration: manufacturing goods¹⁾



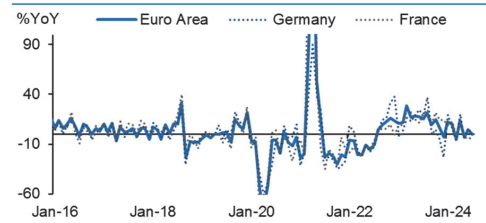
Note: 1) Concentration is measured by the Herfindahl-Hirschman Index (HHI). PIIE's calculation.

Manufactured goods are those that fall within SITC chapter 5-8 excl. 667 and 68.

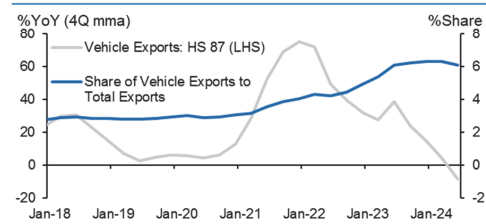
ที่มา: Bloomberg, PIIE, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: สินค้าจากประเทศจีนสามารถเจาะตลาดในสหภาพยุโรปได้มากขึ้น เช่น การส่งออกรถยนต์
จากจีนไปสหภาพยุโรปปรับเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งกระทบกับผู้ผลิตในสหภาพยุโรปอย่าง
หลีกเลี่ยงไม่ได้

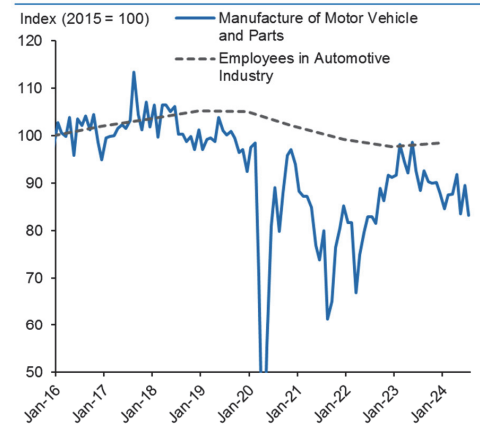
Passenger car registrations



China's exports to EU: vehicles and parts



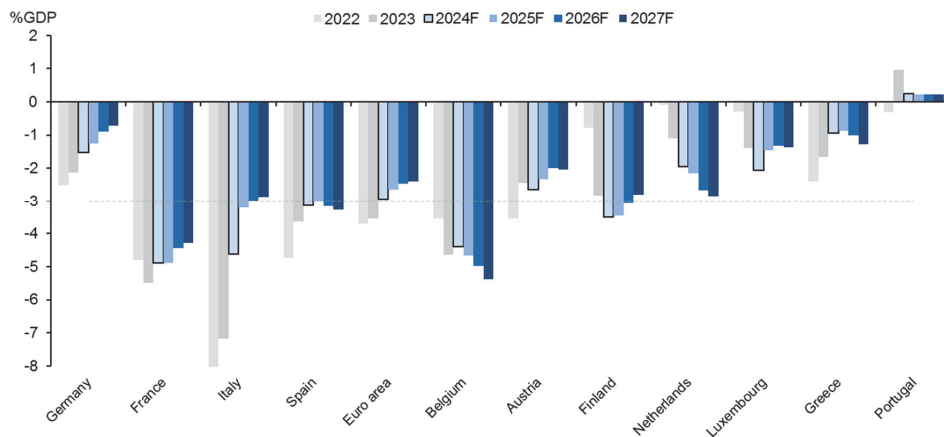
Germany: vehicle manufacturers and employees in the industry



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

แผนภาพที่ 41: ในขณะที่เศรษฐกิจยังขาดแรงส่ง และมีโมเมนตัมที่ไม่แข็งแรง ทางรัฐบาลของหลายๆ ประเทศกลับต้องมีวินัยการคลังที่ดีขึ้น หรือขาดดุลการคลังให้น้อยลง...

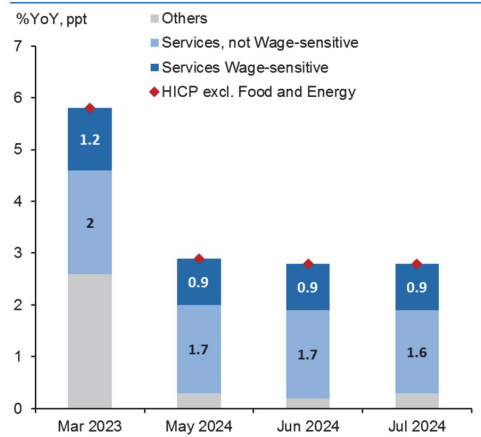
Net lending / borrowing



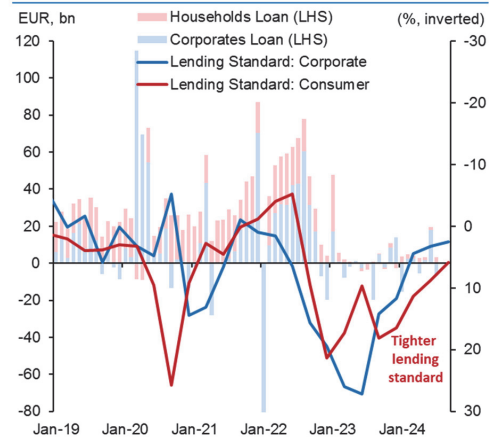
ที่มา: IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: ...ภาครัฐจะมีบทบาทน้อยลงในการกระตุ้นเศรษฐกิจ ควรจับตาการขยายตัวของสินเชื่อทั้งจากภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจ โดยหากยอดคงค้างของสินเชื่อในระบบพลิกหดตัว ขณะที่ Bank Lending Standard ไม่ได้เข้มงวดมากเหมือนช่วงก่อน ทาง ECB มีแนวโน้มจะหันมาให้ความสำคัญกับการเติบโตของเศรษฐกิจและพิจารณาลดดอกเบี้ยให้เร็วกว่ากรณีฐานของเราได้ (ลดไตรมาสละ -25bps ลงไปสู่ Terminal Rate ที่ประมาณ 2.00-2.25%)

Inflation



Bank loans and lending standards



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

เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตของจีนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังชะลอตัวลงต่อเนื่อง ขณะที่การส่งออกยังขยายตัวได้ดี โดยโมเมนตัมของเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้อีกาที่จีนจะเติบโตได้ตามเป้าหมายของทางการที่ราว 5% มีความไม่แน่นอนมากขึ้น ทั้งนี้ คาดว่าการใช้จ่ายของภาครัฐจะเข้ามาเป็นแรงหนุนสำคัญในช่วงที่เหลือของปี ตามการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อไ้ครอบคลุมโควตาในปีนี้ ซึ่งจะช่วยให้มีเบ็ดเงินของภาครัฐเข้าไปลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานหรือโครงการต่างๆ มากขึ้น นอกจากนี้ ทางการจีนได้ประกาศผ่อนคลายมาตรการเพื่อฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหลายมาตรการ ประกอบด้วย การพิจารณาให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถออก Special bonds เพื่อใช้เป็นเงินทุนสำหรับการเข้าซื้อบ้านค้างสต็อกจากบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ การประกาศผ่อนคลายหรือยกเลิกการกำหนดราคาบ้านใหม่ การประกาศผ่อนปรนการ Refinance สินเชื่อบ้าน รวมถึงปรับลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อจำนอง (Outstanding mortgage) เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมและกระตุ้นการบริโภค รวมถึงชะลอการจ่ายคืนหนี้ของลูกหนี้เดิม

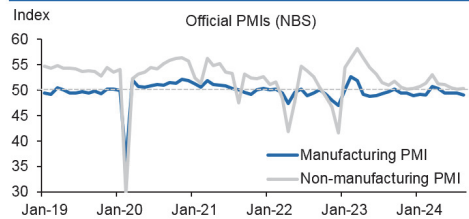
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่ภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังชะลอตัวลงต่อเนื่อง ขณะที่การส่งออกยังขยายตัวได้ดี

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Manufacturing PMI) ในเดือน ส.ค. ปรับลดลงสู่ระดับ 49.1 จุดจากระดับ 49.4 จุดในเดือน ก.ค. หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 จากผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและต่างประเทศที่ปรับลดลง ขณะที่ดัชนีนอกภาคการผลิต (Non-Manufacturing PMI)

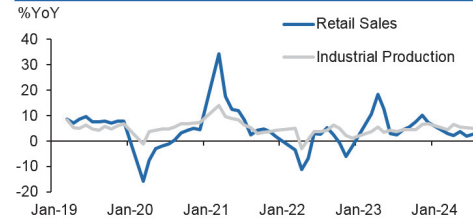
เพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ระดับ 50.3 จุด จากระดับ 50.2 จุดในเดือน ก.ค. ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมยังชะลอตัวลงต่อเนื่องสู่ระดับ 4.5% YoY ในเดือน ส.ค. (vs. 5.1% ในเดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในช่วง 8 เดือนแรกของปีชะลอตัวลงสู่ระดับ 3.4% YoY (vs. 3.6% ในเดือนก่อน) ด้านยอดค้าปลีกชะลอตัวลงสู่ 2.1% YoY ในเดือน ส.ค. (vs. 2.7% ในเดือนก่อน) ทั้งนี้ ยอดการส่งออกเร่งตัวขึ้นสู่ 8.7% YoY (vs. 7% ในเดือนก่อน) ขณะที่การนำเข้าชะลอตัวลงสู่ 0.5% YoY (vs. 7.2% ในเดือนก่อน)

แผนที่ภาพ 43: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่ภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังชะลอตัวลงต่อเนื่อง ขณะที่การส่งออกยังขยายตัวได้ดี

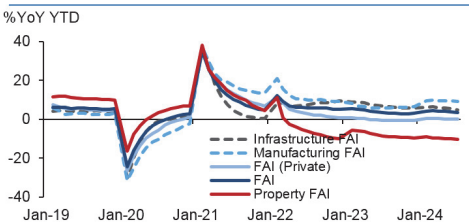
Manufacturing vs. Non-manufacturing PMIs



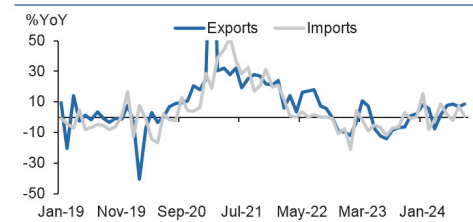
Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

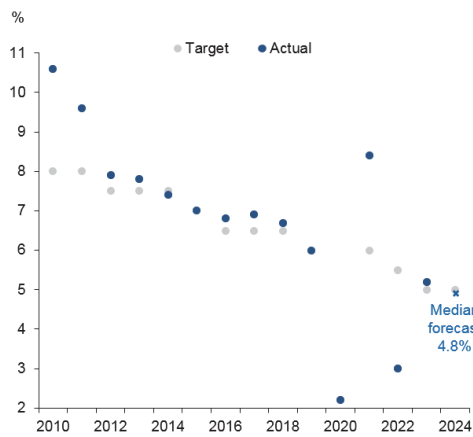
โมเมนตัมของเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้โอกาสที่จีนจะเติบโตได้ตามเป้าหมายของทางการที่ราว 5% มีความไม่แน่นอนมากขึ้น

โมเมนตัมของเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้ตลาดและนักวิเคราะห์หลายแห่งได้ปรับลดคาดการณ์การขยายตัวทางเศรษฐกิจ รวมถึงปรับลดคาดการณ์ตัวเลขทางเศรษฐกิจจีนในปีนี้ลง ทั้งในฝั่งของการลงทุน การบริโภค และ

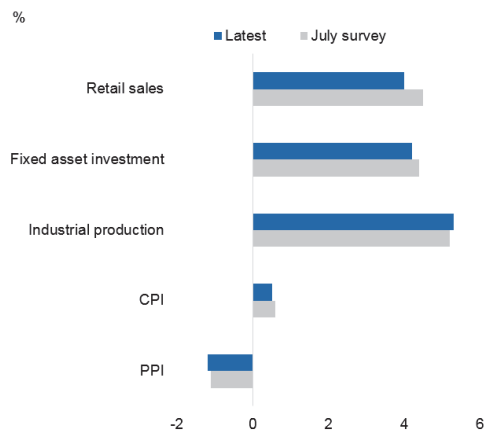
อัตราเงินเฟ้อ โดยตัวเลขทางเศรษฐกิจจีนในเดือน ส.ค. ที่ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ รวมถึงยังปรับชะลอลงต่อเนื่อง ส่งผลให้โอกาสที่จีนจะเติบโตได้ตามเป้าหมายของทางการที่ราว 5% มีความไม่แน่นอนมากขึ้น โดยเฉพาะถ้าทางการจีนไม่เร่งดำเนินการตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่าง ๆ ที่ได้ประกาศไว้ หรือมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม

แผนที่ภาพ 44: นักวิเคราะห์ได้ปรับลดคาดการณ์ตัวเลขทางเศรษฐกิจจีนในปีนี้ลง ทั้งในฝั่งของการลงทุน การบริโภค และเงินเฟ้อ

China's GDP growth target and actual growth



Economist forecasts for 2024



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

การใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มเป็นแรงหนุนสำคัญของเศรษฐกิจจีนในช่วงที่เหลือของปี

ในช่วงที่เหลือของปี เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มได้แรงหนุนจากการใช้จ่ายภาครัฐมากขึ้น เนื่องจากคาดว่าจะมีการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อให้ครบตามโควตาในปีี้ หลังจากที่ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วง 8 เดือนแรกของปีนี้ค่อนข้างต่ำ

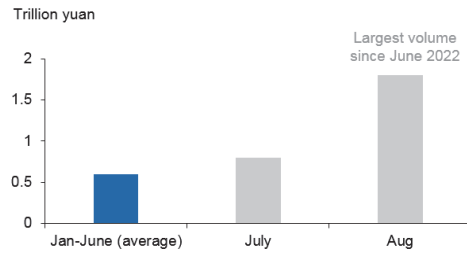
คิดเป็นเพียง 58% ของเป้าหมายในปีี้ โดยข้อมูลในเดือน ส.ค. ชี้ว่าปริมาณการออกพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่นได้เร่งตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2022 ดังนั้น เศรษฐกิจมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากเม็ดเงินของภาครัฐที่จะเข้าไปลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานหรือโครงการต่างๆ มากขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

แผนที่ภาพ 45: ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วง 8 เดือนแรกของปีนี้ค่อนข้างต่ำ แต่เริ่มเห็นสัญญาณเร่งตัวขึ้นในเดือน ส.ค.

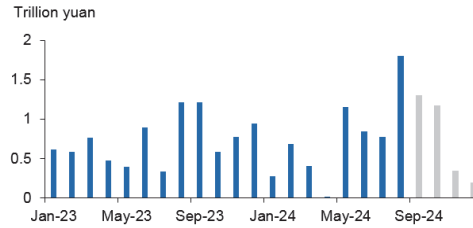
China's local government special bond sales



Monthly pace of government bond issuance



Monthly pace of government bond issuance



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

ทางการจีนได้ประกาศผ่อนคลายมาตรการเพื่อฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหลายมาตรการ

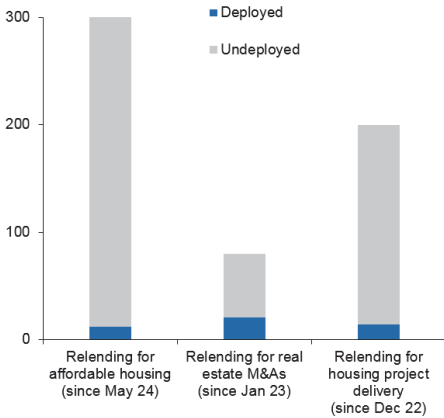
ในเดือนที่ผ่านมา ทางการจีนได้ประกาศผ่อนคลายมาตรการเพื่อฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหลายมาตรการ โดยทางการจีนกำลังพิจารณาให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถออก Special bonds เพื่อใช้เป็นเงินทุนสำหรับการเข้าซื้อบ้านค้างสต็อกจากบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้ ซึ่งโดยปกติแล้ว การออก Special bonds จะใช้เป็นเงินทุนสำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานหรือโครงการที่มีความสำคัญเชิงยุทธศาสตร์ (Strategic projects) เท่านั้น โดยเงินทุนที่ได้จากการออก Special bonds จะเพิ่มเติมจาก Relending program วงเงิน 3 แสนล้านหยวนที่ธนาคารกลางจีน (PBOC) ประกาศในเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี การดำเนินการเข้าซื้อบ้านค้างสต็อกผ่าน Relending program ดังกล่าวไม่ค่อยมีความคืบหน้ามากนัก โดย ณ สิ้นเดือน มิ.ย. มีการใช้วงเงินภายใต้โครงการดังกล่าวเพียง 4% ซึ่งแม้ว่าการกู้จาก PBOC จะมีดอกเบี้ยต่ำเพียง 1.75% แต่ PBOC สนับสนุนเงินทุนเพียง 60% ของเงินต้น ขณะที่รัฐบาลท้องถิ่นต้องหาเงินทุนเพิ่มเติมในต้นทุนที่สูงขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนการระดมทุนของรัฐบาลท้องถิ่นอยู่ที่ราว 2% ใกล้เคียงกับผลตอบแทนที่ทางรัฐบาลท้องถิ่นคาดว่าจะได้รับจากการปล่อยเช่า ขณะที่ต้นทุนการระดมทุนจากการออกพันธบัตรรัฐบาลอยู่ที่ราว 2% เช่นกัน ดังนั้น คาดว่ารัฐบาลท้องถิ่นอาจขาดแรงจูงใจที่จะเข้าร่วมโครงการดังกล่าว ส่งผลให้ภาคอสังหาริมทรัพย์อาจไม่ได้รับประโยชน์จากมาตรการดังกล่าวของทางการจีนมากนัก

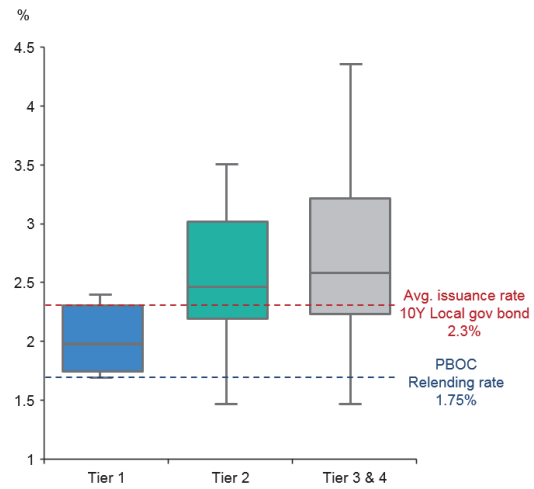
แผนที่ภาพ 46: มาตรการสนับสนุนเงินทุนให้รัฐบาลท้องถิ่นเข้าซื้อบ้านค้างสต็อกจากบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ไม่ค่อยมีความคืบหน้ามากนัก เนื่องจากต้นทุนการระดมทุนใกล้เคียงกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการปล่อยเช่า

PBOC's Relending funds deployed

Billion yuan (Data as of End June)



Cost of funding and rental yields in 128 cities



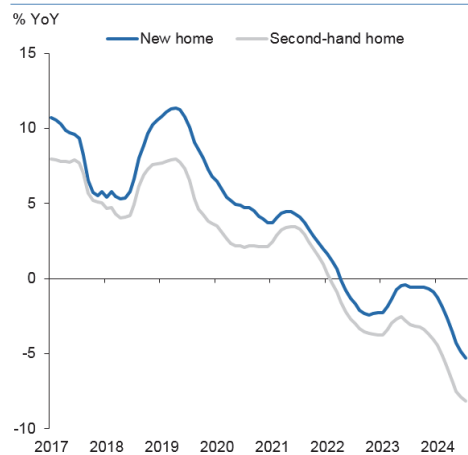
ที่มา: Bloomberg, Capital Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ รัฐบาลท้องถิ่นในบางเมืองได้มีการประกาศผ่อนคลายนโยบายการกำหนดราคาบ้านใหม่ เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมา ราคาบ้านมือสองได้ปรับลดลงไปมากกว่าราคาบ้านใหม่ที่ถูกรัฐบาลควบคุมอยู่ ซึ่งส่งผลให้อุปสงค์บ้านมือสองสูงกว่าอุปสงค์บ้านใหม่ สะท้อนจากยอดขายบ้านมือสองที่สูงกว่ายอดขายบ้านใหม่เป็นครั้งแรกในรอบหลายสิบปี ขณะที่สภาพคล่องของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ยังถูกกดดันจากยอดขายบ้านใหม่ที่ยังซบเซา

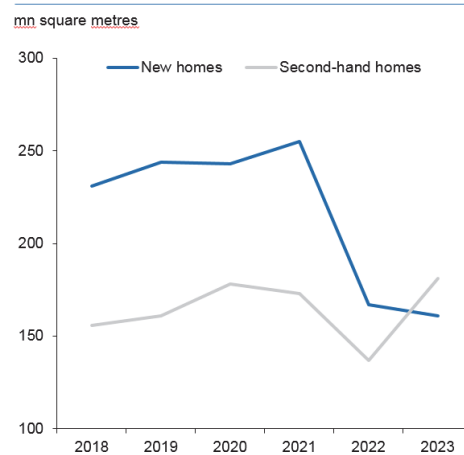
มาตรการดังกล่าวอาจส่งผลให้ราคาบ้านใหม่มีความเสี่ยงด้านต่ำที่จะปรับลดลงเพิ่มเติม เนื่องจากบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มปรับลดราคาบ้านใหม่มากขึ้นเพื่อกระตุ้นยอดขาย ทั้งนี้ การที่ปล่อยให้ราคาบ้านสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตามความต้องการของตลาดอาจส่งผลให้ตลาดหาจุดสมดุลได้เร็วขึ้นและถือเป็นผลดีในระยะยาว โดยหากยอดขายเริ่มฟื้นตัวขึ้น อาจส่งผลให้ราคาบ้านเริ่มทรงตัวและทยอยปรับเพิ่มขึ้นได้ แต่คาดว่าจะยังต้องใช้ระยะเวลาที่ภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนจะสามารถฟื้นตัวได้

แผนที่ภาพ 47: ราคาบ้านมือสองปรับลดลงมากกว่าราคาบ้านใหม่ที่ถูกรัฐบาลควบคุมอยู่ ส่งผลให้อุปสงค์บ้านมือสองสูงกว่าอุปสงค์บ้านใหม่

Average home prices of 70 cities in China



New and second-hand home sales in 30 large cities



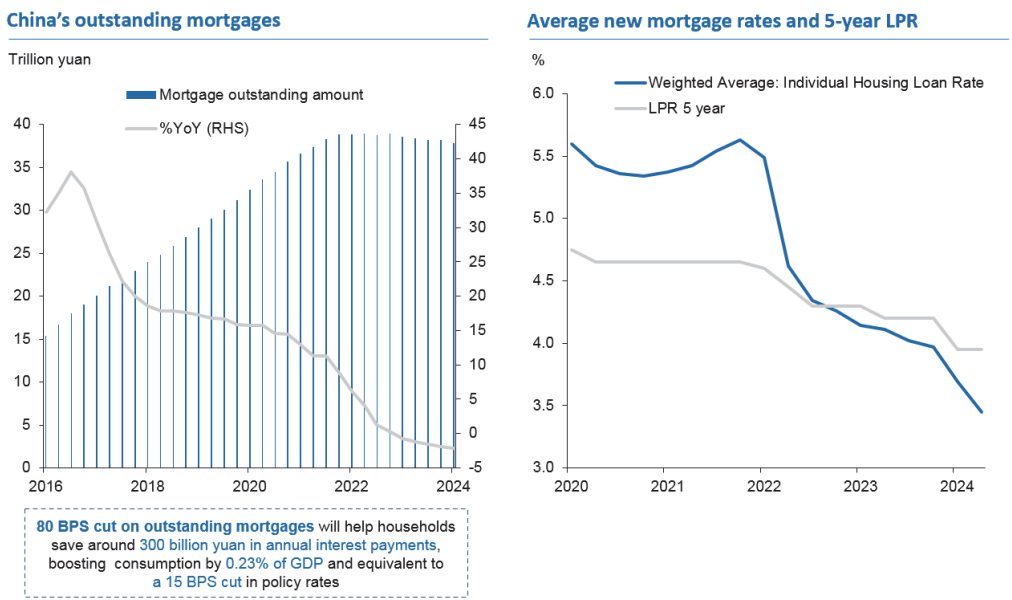
ที่มา: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ ทางการจีนได้ประกาศผ่อนปรนการ Refinance สินเชื่อบ้าน โดยอนุญาตให้ลูกหนี้สามารถขอ Refinance ได้เลย จากปกติที่จะสามารถ Refinance ได้ในช่วงเดือน ม.ค. ของทุกปี และทางการยังอนุญาตให้ลูกหนี้สามารถ Refinance ไปยังสถาบันการเงินอื่นได้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ช่วง Financial crisis ในปี 2008 โดยมีจุดประสงค์เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมของผู้ซื้อบ้านและหวังกระตุ้นการบริโภค รวมถึงชะลอการรีเบย์คินหนี้ของลูกหนี้ เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมา อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบ้านใหม่ได้ปรับลดลงมาต่อเนื่องตามการลดอัตราดอกเบี้ยของ PBOC อย่างไรก็ดี ผู้กู้เดิมไม่ได้รับประโยชน์จากการปรับลดลงของอัตราดอกเบี้ย

ดังกล่าว เนื่องจากต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราเดิม ส่งผลให้ผู้กู้เดิมรีเบย์คินหนี้กับสถาบันการเงินมากขึ้น กดดันทั้งการบริโภคของครัวเรือนและกำไรของสถาบันการเงิน โดยทางการอาจลดดอกเบี้ยให้สูงสุด 80 BPS ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดรายจ่ายดอกเบี้ยของครัวเรือนได้ประมาณ 3 แสนล้านหยวนต่อปี ทั้งนี้ ผลต่อการบริโภคในระยะสั้นอาจมีจำกัด

ในช่วงที่เหลือของปี คาดว่า PBOC จะประกาศผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ผ่านการปรับลดอัตราเงินสำรองตามกฎหมาย หรือ RRR และปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 10-20 BPS เพื่อกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศต่อไป 🔄

แผนที่ภาพ 48: ทางการจีนได้ประกาศผ่อนปรนการ Refinance สินเชื่อบ้าน หลังผู้กู้เดิมไม่ได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นปรับเพิ่มขึ้นในภาคการผลิต แต่ยังคงอยู่ในโซนหดตัว ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการยังอยู่ในโซนขยายตัว ด้านยอดค้าปลีกและการค้าระหว่างประเทศชะลอตัวลง โดยในวันที่ 27 ก.ย. 2024 พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่นจะมีการเลือกตั้งผู้นำพรรคคนใหม่ ที่จะเข้ามาดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีแทน Fumio Kishida ที่ได้ประกาศลงจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรี เนื่องจาก Approval rating ได้ปรับลดลงมาต่อเนื่องจากความไม่พอใจของประชาชน ทั้งในเรื่องของปัญหาค่าครองชีพที่สูงขึ้นและประเด็นเรื่องอื้อฉาวที่เกี่ยวเนื่องกับการระดมทุนทางการเมืองของพรรค ทั้งนี้ แม้จะมีการเปลี่ยนตัวผู้นำพรรค แต่คาดว่านโยบายของรัฐบาลญี่ปุ่นจะไม่มีเปลี่ยนแปลงมากนักเนื่องจากการเลือกตั้งภายในพรรค โดยผู้ชนะมีแนวโน้มจัดการเลือกตั้งใหญ่ (General election) ในช่วงเดือน ต.ค. ถึงเดือน พ.ย. สำหรับประเด็นด้านการบริโภค คาดว่า การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ต่อเนื่องในระยะต่อไป จากแรงหนุนของการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างและรายได้ที่แท้จริง โดยธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงครึ่งหลังของปีงบประมาณ 2025

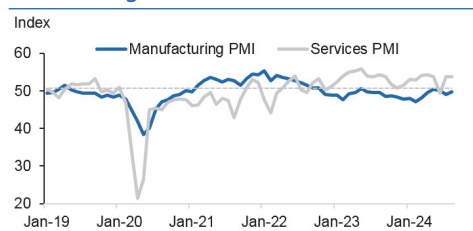
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับเพิ่มขึ้นในภาคการผลิต แต่ยังคงอยู่ในโซนหดตัว ขณะที่ภาคบริการยังอยู่ในโซนขยายตัว ด้านยอดค้าปลีกและการค้าระหว่างประเทศชะลอตัวลง

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 49.8 จุด จากระดับ 49.1 จุด ในเดือน ก.ค. ตามผลผลิตที่ปรับเพิ่มขึ้น แม้ยอดคำสั่งซื้อใหม่จะยังปรับลดลง ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service

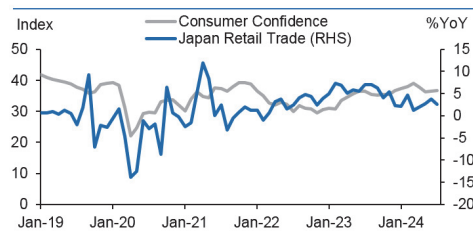
PMI) ทรงตัวที่ระดับ 53.7 จุด เช่นเดียวกับในเดือน ก.ค. ด้านยอดค้าปลีกชะลอตัวลงในเดือน ก.ค. สู่ระดับ 2.6% YoY (vs. 3.7% ในเดือนก่อน) ด้านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน ส.ค. ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 36.7 จุด ในด้านการค้าระหว่างประเทศ ยอดการส่งออกในเดือน ส.ค. ขยายตัว 5.6% YoY ชะลอลงจากเดือนก่อนที่ขยายตัว 10.2% ขณะที่ยอดการนำเข้าขยายตัว 2.3% ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค.

แผนที่ภาพ 49: กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นปรับเพิ่มขึ้นในภาคการผลิต แต่ยังคงอยู่ในโซนหดตัว ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการยังอยู่ในโซนขยายตัว ด้านยอดค้าปลีกและการค้าระหว่างประเทศชะลอตัวลง

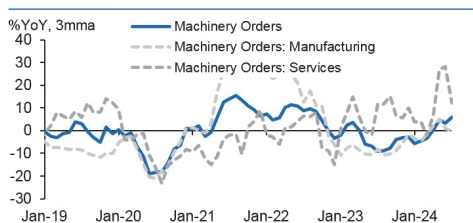
Manufacturing vs. Services PMI



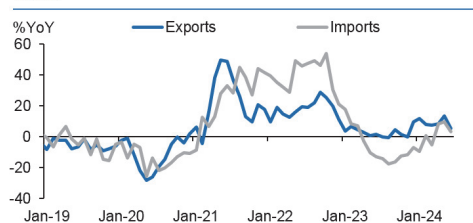
Retail sales



Investment



Trade



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

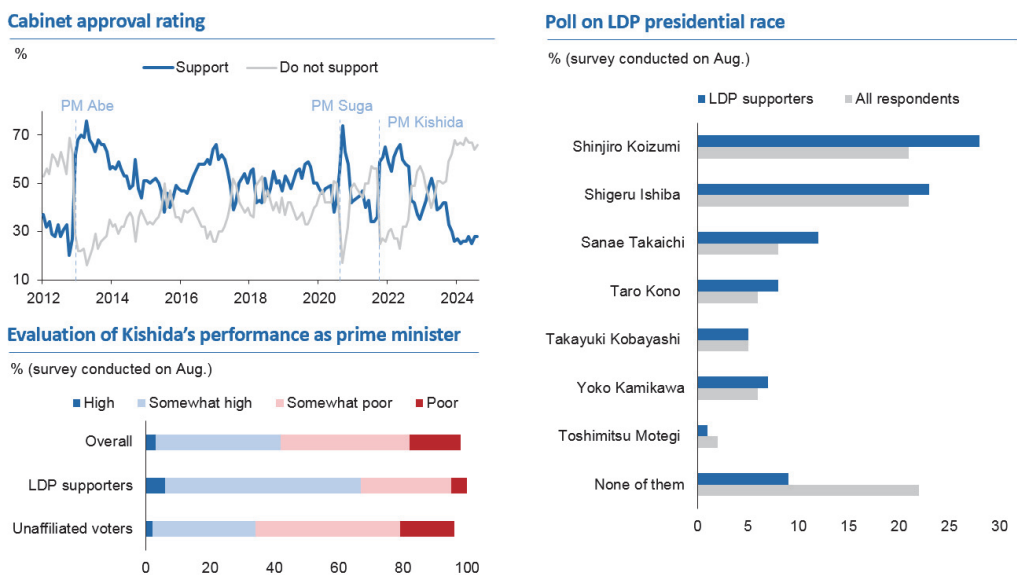
พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่น จะมีการเลือกตั้งผู้นำพรรคคนใหม่ในวันที่ 27 ก.ย. นี้

ในวันที่ 27 ก.ย. 2024 พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่นจะมีการเลือกตั้งผู้นำพรรคคนใหม่ที่จะเข้ามาดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีแทน Fumio Kishida ที่ได้ประกาศลงจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรี โดยสาเหตุที่ Fumio Kishida ตัดสินใจลงจากตำแหน่ง เนื่องจาก Approval rating ได้รับลดลงมาต่อเนื่องจนมาอยู่ระดับต่ำกว่า 30 ซึ่งถือเป็นระดับ Critical zone จากความไม่พอใจของประชาชน ทั้งในเรื่องของปัญหาค่าครองชีพที่สูงขึ้นและประเด็นเรื่องอื้อฉาวที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนทางการเมืองของพรรค โดยสำหรับ

ผู้สมัครที่มีแนวโน้มชนะการเลือกตั้งในครั้งนี้ได้แก่ Shinjiro Koizumi อดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงสิ่งแวดล้อม และ Shigeru Ishiba อดีตเลขาธิการพรรค LDP และอดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงกลาโหม

อย่างไรก็ดี แม้จะมีการเปลี่ยนตัวผู้นำพรรค แต่คาดว่านโยบายหลักของรัฐบาลญี่ปุ่นจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงมากนัก เนื่องจากการเลือกตั้งภายในพรรค โดย Approval rating ของพรรค LDP มีแนวโน้มกลับมาแรงตัวขึ้นหลังจากได้ตัวผู้นำพรรคคนใหม่ ซึ่งมักจะส่งผลให้ผู้ชนะจัดการเลือกตั้ง (General election) ทันที โดยเราคาดว่า การเลือกตั้งดังกล่าวมีแนวโน้มเกิดขึ้นในช่วงเดือน ต.ค. ถึง พ.ย. นี้

แผนที่ภาพ 50: พรรครัฐบาลญี่ปุ่น (LDP) จะมีการเลือกตั้งผู้นำพรรคคนใหม่หลังนายกรัฐมนตรีปัจจุบันประกาศลงจากตำแหน่ง



ที่มา: CEIC, The Asahi Shimbun, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 51: แม้จะมีการเปลี่ยนตัวผู้นำพรรค แต่คาดว่านโยบายของรัฐบาลญี่ปุ่นจะไม่มีเปลี่ยนแปลงมากนักเนื่องจากเป็นการเลือกตั้งภายในพรรค

Economic policies of the LDP presidential candidates

	Monetary Policy	Fiscal policy
Shinjiro Koizumi	Neutral Unclear stance, but he pointed out the importance of the economy being able to grow sustainably in an environment with positive inflation and interest rate.	Neutral He has pointed out that delaying fiscal consolidation targets is unavoidable. He also agreed with the idea of increasing taxes on large corporations and high-income earners.
Shigeru Ishiba	Slightly hawkish He argues that gradually raising interest rates will contribute to curbing inflation and to structural reform.	Neutral He is concerned about deterioration in the fiscal situation. Yet, he has recently become a little more proactive about fiscal policy.
Sanae Takaichi	Dovish	Proactive
Taro Kono	Slightly hawkish	Some austerity
Takayuki Kobayashi	Neutral	Slightly proactive
Yoko Kamikawa	Neutral	Neutral
Toshimitsu Motegi	Slightly hawkish	Slightly proactive
Yoshimasa Hayashi	Neutral	Slightly proactive
Katsunobu Kato	Slightly dovish	Slightly proactive

ที่มา: Deutsche Securities, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในระยะต่อไป โดยได้แรงหนุนจากการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างและรายได้ที่แท้จริง

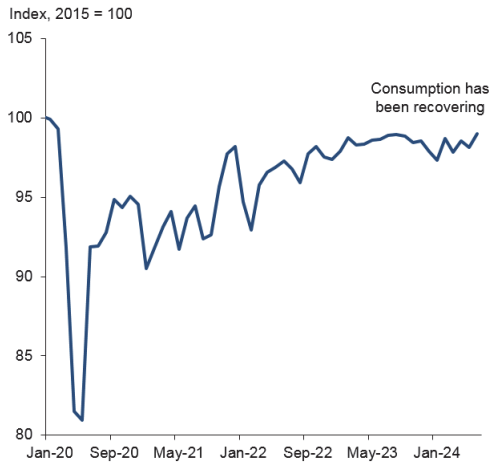
การบริโภคภาคเอกชนของญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการบริโภคสินค้าคงทน (Durable goods consumption) ที่ปรับลดลงมากในช่วงต้นปีที่ผ่านมาเนื่องจากการระงับการผลิตในอุตสาหกรรมรถยนต์ ซึ่งการบริโภคสินค้าคงทนเริ่มมีทิศทางฟื้นตัวขึ้นในไตรมาสที่ผ่านมาและมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาสนี้ ในขณะที่การบริโภคในภาคบริการ (Service consumption) ยังคงทรงตัวได้ดี แม้ว่าในส่วนของบริการสินค้าไม่คงทน (Non-durable goods consumption) ยังฟื้น

ตัวได้ช้า จากการลดการใช้จ่ายของผู้บริโภค โดยเฉพาะผู้บริโภคในกลุ่มคนรายได้น้อยและคนเกษียณ เนื่องจากรายได้ที่แท้จริง (Real income) หดตัวต่อเนื่องในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

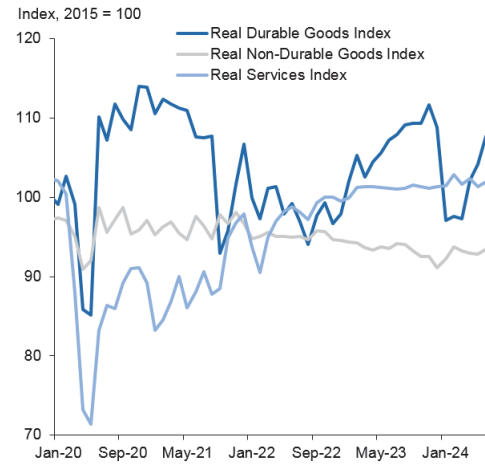
ในระยะต่อไป คาดว่าปัจจัยที่กีดกันการบริโภคของครัวเรือนมีแนวโน้มปรับลดลงเนื่องจากการขยายตัวของรายได้ (Income growth) ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้รายได้ที่แท้จริงมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง จากทั้งอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลง และค่าจ้างที่รับเพิ่มขึ้น โดยแรงกดดันจากการขยายตัวของค่าจ้างอาจส่งผลให้ราคาสินค้าในภาคบริการ (Service prices) เติบโตขึ้นในระยะต่อไป

แผนที่ภาพ 52: การบริโภคภาคเอกชนของญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการบริโภคสินค้าคงทน (Durable goods consumption) ที่ปรับลดลงมากในช่วงต้นปีที่ผ่านมา

Real Consumption Activity Index



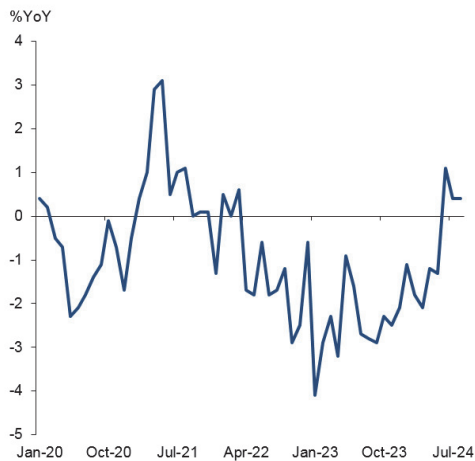
Real Consumption Trends



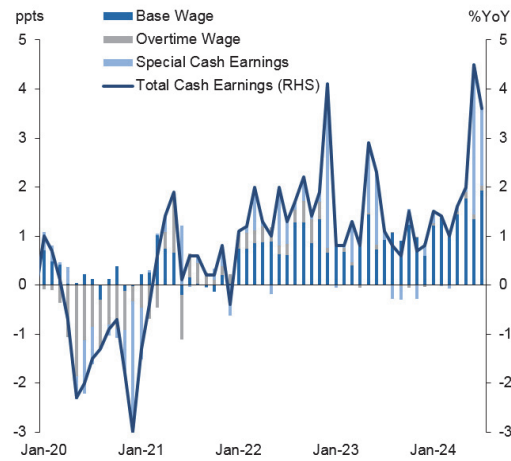
ที่มา: BoJ, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 53: รายได้ที่แท้จริงมีแนวโน้มขยายตัวได้ต่อเนื่องในระยะต่อไป

Japan's real wages



Labor cash earnings



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

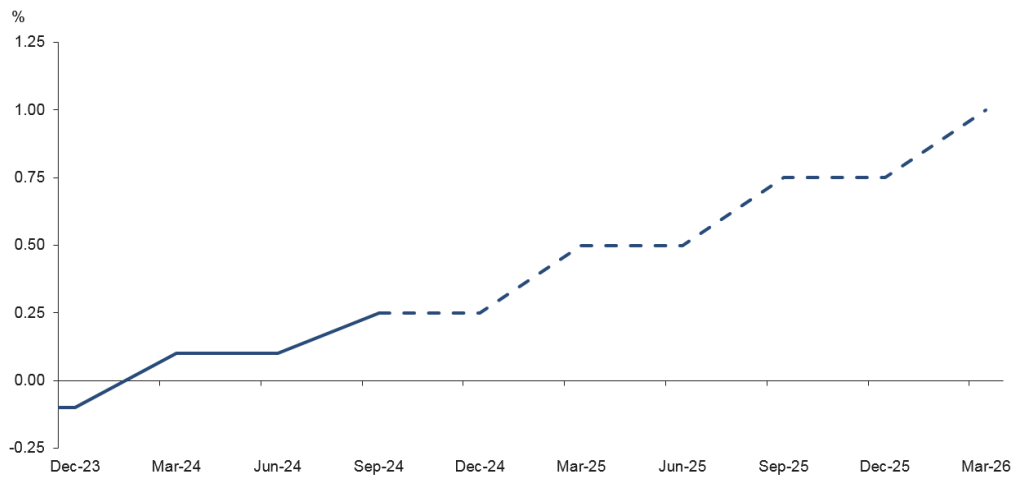
ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงครึ่งหลังของปีงบประมาณ 2025

เราคาดว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงครึ่งหลังของปีงบประมาณ 2025 โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ครั้งต่อไปมีแนวโน้มเกิดขึ้นในเดือน ธ.ค. หรือ ม.ค. ซึ่งเราคาดว่า BoJ จะให้ความสำคัญกับตัวเลขราคาสินค้าในภาคบริการ (Service prices) ของเดือน ต.ค. ที่ภาคธุรกิจมักจะมีการปรับขึ้นราคาสินค้า ณ เวลานั้น โดยหากข้อมูลดังกล่าวสะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อจากภาคบริการมากขึ้น อาจส่งผลให้ BoJ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ธ.ค. สู่ระดับ 0.5%

แผนที่ภาพ 54: BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงครึ่งหลังของปีงบประมาณ 2025

Japan policy rate forecast



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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในเดือนแรกของครึ่งปีหลัง ส่งสัญญาณของการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งกว่าช่วงครึ่งแรกของปี โดยมีแรงส่งจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภาคต่างประเทศ ขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศยังมีความเปราะบางสะท้อนจากการบริโภคภายในประเทศที่ชะลอตัวลงจากช่วงต้นปีอย่างเห็นได้ชัด โดยดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ดัชนีการส่งออกภาคเอกชนเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวบ้าง โดยการแข็งค่าของค่าเงินบาทที่รวดเร็วจากการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ อาจช่วยหนุนในการส่งออกฟื้นตัวขึ้นได้ต่อเนื่อง แต่ยังคงติดตามสถานการณ์ด้านการส่งออก และการท่องเที่ยวที่จะได้รับผลกระทบจากการแข็งค่าของค่าเงินบาทมากขึ้นเพียงใด ทั้งนี้ ปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ลดลง นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะมีเข้ามามากขึ้นอย่างต่อเนื่อง น่าจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศ และอาจหนุนให้ GDP ไทยโตได้สูงกว่าที่เราระบุการไว้ที่ระดับ 2.8% ในปี 2024F ส่วนมุมมองด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ภายหลังจากที่ Fed ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50 bps ในการประชุมรอบล่าสุดที่ผ่านมา เรามองว่าโอกาสที่ กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมรอบสุดท้ายของปี (ธ.ค.) มีเพิ่มสูงขึ้นบ้าง แรงแสดงคืบหน้าจากส่วนต่างดอกเบี้ยนโยบายที่แคบลงกับทางสหรัฐฯ และการแข็งค่าของเงินบาทอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตามเรายังคงมองว่า กนง. จะมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.50% ตลอดทั้งปีตามเดิม

เศรษฐกิจไทยในเดือน ก.ค. ฟื้นตัวดีขึ้นตามอุปสงค์จากต่างประเทศ โดยเฉพาะการส่งออกสินค้า ส่งผลให้การผลิตในภาคอุตสาหกรรม และการบริการที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งสินค้าปรับตัวดีขึ้น

เข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี ตัวเลขเศรษฐกิจส่งสัญญาณถึงการฟื้นตัวที่สดใสขึ้นจากอุปสงค์ภาคต่างประเทศที่ฟื้นตัวได้ดี และช่วยพยุงอุปสงค์ในประเทศที่ยังมีความเปราะบางและอ่อนแอ ด้านการส่งออกสินค้าในเดือน ก.ค. ขยายตัว 15.3% YoY (vs. 0.3% เดือนก่อน) ซึ่งมีแรงหนุนจากการส่งออกทองคำ สินค้าเกษตร สินค้าอุตสาหกรรม และสินค้าอุตสาหกรรม โดย 8 ใน 10 สินค้าส่งออกที่สำคัญกลับมาขยายตัวได้ ขณะที่การส่งออกไปยังตลาดหลักฟื้นตัวแข็งแกร่งในแทบทุกตลาดยกเว้น ญี่ปุ่น ที่การส่งออกยังหดตัวเล็กน้อย ซึ่งการส่งออกสินค้าที่ฟื้นตัวดี หนุนให้ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) ปรับเพิ่มขึ้น 1.8% YoY (vs. -1.6% เดือนก่อน) จากการผลิตฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์, เครื่องใช้ไฟฟ้า, ยางและพลาสติก, และเคมีภัณฑ์

ด้านกิจกรรมในภาคบริการ (SPI excl. Gold) เติบโตขึ้น 0.8% MoM จากแรงหนุนของการเข้ามาของนักท่องเที่ยวชาวจีน ยุโรป และมาเลเซีย โดยที่รายรับจากนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น (+4.4% MoM, vs. -3.5% เดือนก่อน) โดยหลักจากการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวเยอรมันและรัสเซีย โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ก.ค. อยู่ที่ 3.1 ล้านคน (vs. 2.7 ล้านคน เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนภาคเอกชน (PII) ปรับดีขึ้นทั้ง YoY (3.4%

vs. -2.3% เดือนก่อน) และ MoM (6.0%) โดยมีแรงหนุนจากทั้งยอดจำหน่ายเครื่องจักรภายในประเทศ (3.2% MoM), ปริมาณการนำเข้าสินค้าทุน (16.5% MoM), และยอดจดทะเบียนรถยนต์เชิงพาณิชย์ (12.9% MoM) ที่ปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่ยอดจำหน่ายวัสดุก่อสร้าง (-1.3% MoM) ยังไม่แข็งแรง

ด้านการบริโภคภาคเอกชน (PCI) ปรับดีขึ้นเล็กน้อยหลังจากที่อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องมา 2 เดือนติดต่อกัน โดยดัชนีเร่งตัวขึ้น +0.3% MoM (vs. -0.7% เดือนก่อน) จากการกลับมาของการใช้จ่ายในเกือบทุกหมวดสำคัญ ยกเว้นสินค้าไม่คงทน โดยการใช้จ่ายในหมวดบริการ (0.7% MoM และ 5.7% YoY) ได้แรงหนุนจากกิจกรรมขนส่งผู้โดยสารตามภาคการท่องเที่ยวที่ยังคงขยายตัว ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทนปรับดีขึ้น (2.4% MoM และ 1.0% YoY) ตามยอดจำหน่ายเสื้อผ้าและเครื่องนุ่งห่ม ส่วนการบริโภคสินค้าคงทนฟื้นตัวกลับมา (4.2% MoM และ -7.0% YoY) จากยอดจดทะเบียนรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ยอดขายรถกระบะยังคงไม่ฟื้นตัว ส่วนหนึ่งจากความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ และอุปสงค์ของผู้บริโภคที่ยังไม่ฟื้นตัว ด้านการใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทนปรับตัวลดลงตามปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศ สำหรับดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ทั้งความเชื่อมั่นในปัจจุบัน และ 6 เดือนข้างหน้าจากความกังวลด้านปัญหาเศรษฐกิจ และค่าครองชีพที่เพิ่มสูงขึ้น

แผนที่ภาพ 55: อุปสงค์จากต่างประเทศฟื้นตัวตามการส่งออกสินค้า ส่งผลให้การผลิตในภาคอุตสาหกรรม และการบริการที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งสินค้าปรับตัวดีขึ้น ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังคงอ่อนซำงเปราะบาง

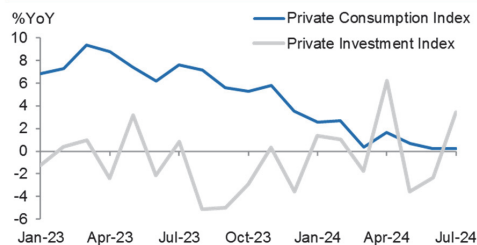
Key economic indicators heat map ^{1\}

Indicators		2022	2023	2024								
				J	F	M	A	M	J	J	A	
Confidence	Consumer Confidence: Current (Index)											
	Consumer Confidence: Outlook (Index)											
	Business Confidence: Current (Index)											
	Business Confidence: Outlook (Index)											
Consumption	Private Consumption Index (%YoY)											
	Farm Income Index (%YoY)											
	Unemployment Rate (%)											
	Insured Persons: Article 33 (%YoY)											
	Utilisation in Case of Unemployment: Article 33 (%YoY)											
Investment	Private Investment Index (%YoY)											
	Capacity Utilization (%)											
Trade	Export, f.o.b. (%YoY)											
	Import, f.o.b. (%YoY)											
Supply	Agricultural Production Index (%YoY)											
	Manufacturing Production Index (%YoY)											
	Service Production Index (%YoY)											
Inflation	Producer Price Index (%YoY)											
	Headline Inflation (%YoY)											
	Core Inflation (%YoY)											
	Dubai Crude Oil Price (%YoY)											
Interest Rate	Policy Rate (%)											
	MLR: 5 Major Banks (%)											
FX	USD/THB (%YoY)											

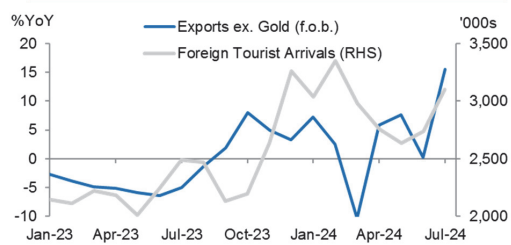
Note: 1\ Higher numbers should be taken as positive (green), except for unemployment rate, utilization in case of unemployment: article 33, inflation indicators, interest rate and USD/THB.
ที่มา: Bloomberg, BoT, CEIC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 56: อุปสงค์ภาคต่างประเทศฟื้นตัวตามการส่งออกสินค้า และการท่องเที่ยว ส่งผลให้การผลิตในภาคอุตสาหกรรม และการบริการที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งสินค้าและผู้โดยสารปรับตัวดีขึ้น ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังคงอ่อนซำงเปราะบางจากผู้บริโภคขาดความเชื่อมั่น

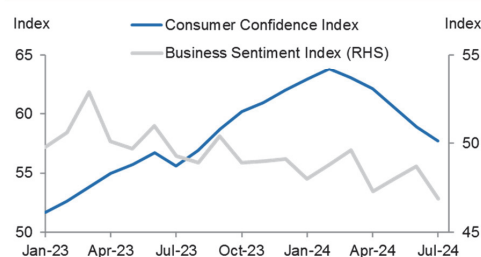
Domestic demand indicators



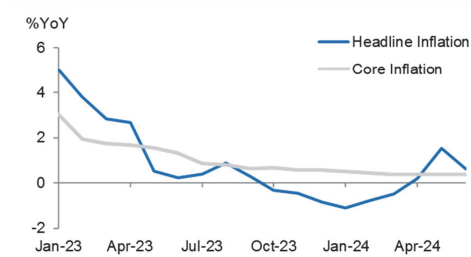
External demand indicators



Sentiment indicators



Price indicators



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

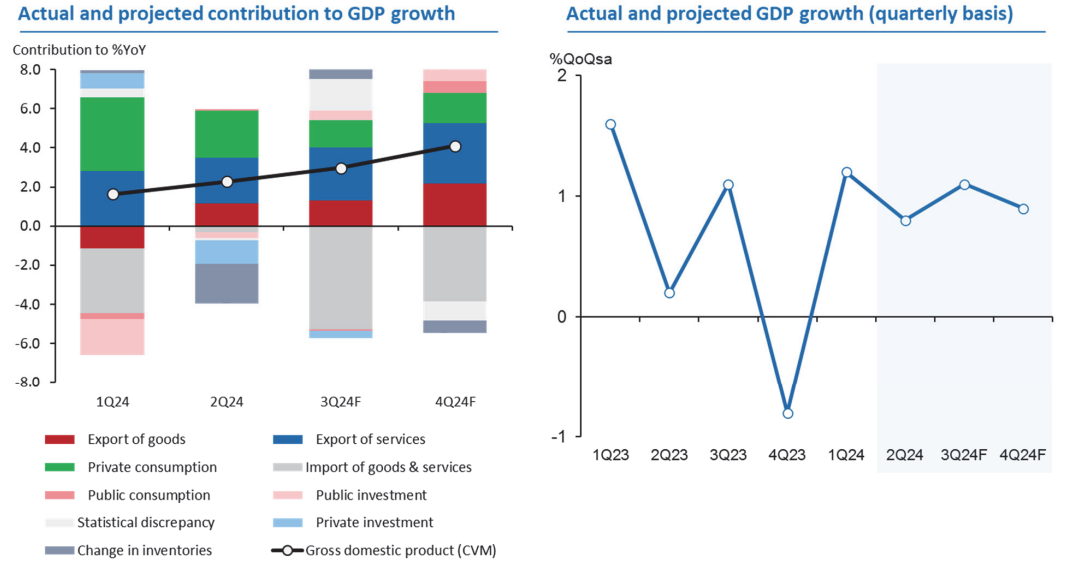
เราคาดเศรษฐกิจไทยโต 2.8% ปีนี้ และยังอยู่ในทิศทางฟื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2024F ไปจนถึง ไตรมาสแรก ของปี 2025F

มองไปข้างหน้า เราคาดเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในทิศทางฟื้นตัวต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2024F ไปจนถึงไตรมาสแรก ของปี 2025F จาก 1) การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของภาคการท่องเที่ยว 2) การส่งออกสินค้าที่กลับมาเร่งขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ซึ่งจะช่วยให้การผลิตในภาคอุตสาหกรรมกลับมาฟื้นตัวขึ้นบ้าง 3) การเบิกจ่ายงบประมาณของภาครัฐ ทั้งการเร่งเบิกจ่ายในเดือนสุดท้ายของปีงบประมาณ FY24 และ งบประมาณฯ FY25 ที่ไม่ได้ล่าช้าไปจากกรอบเวลา ส่งผลให้ฐานที่ต่ำในปีที่แล้วจะหนุนให้รายจ่ายภาครัฐ ขยายตัวสูงในช่วง 4Q24 และ 1Q25

ขณะที่ปัจจัยเสี่ยงที่ต้องจับตาเป็นพิเศษคือ 1) การด้อยค่าลงของคุณภาพสินเชื่อรายย่อย โดยเฉพาะครัวเรือนที่มีความเปราะบาง 2) การแปลงสภาพจากหนี้ที่ต้องกล่าวถึงเป็นพิเศษ (SM)

ไปสู่หนี้เสีย (NPL) โดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์ และอสังหาริมทรัพย์ 3) ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ซึ่มลงต่อเนื่อง ปัญหาทุกภัยในหลายพื้นที่ และหนี้สินของครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับสูง มีแนวโน้มจะกดดันกำลังซื้อของประชาชนในระยะต่อไป อย่างไรก็ตาม ภาครัฐบาลมีแผนในการกระตุ้นเศรษฐกิจหลายประการในช่วงที่เหลือของปี อาทิ โครงการกระตุ้นเศรษฐกิจปี 2567 ผ่านผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐและผู้พิการ รวมทั้งสิ้น 14.5 ล้านคน (อนุมัติและพร้อมเริ่มจ่ายเงิน 10,000 บาทต่อคน ตั้งแต่วันที่ 25 ก.ย. เป็นต้นไป) และการพิจารณาพลิกฟื้นโครงการคนละครึ่งรวมถึงโครงการเราเที่ยวด้วยกันในช่วงปลายปี โดยโครงการภาครัฐ เหล่านี้มีแนวโน้มที่จะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศในช่วงที่เหลือของปี ให้ฟื้นตัวขึ้นได้ และอาจช่วยผลักดันให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ถึง 3.0% ในปีนี้ หากแรงส่งจากภาคต่างประเทศยังคงมีอยู่ต่อเนื่อง และการด้อยลงของคุณภาพสินเชื่อไม่ได้ส่งผลกระทบต่อทางเศรษฐกิจในวงกว้าง

แผนที่ภาพ 57: คาดเศรษฐกิจไทยขยายตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2024F จนถึงไตรมาสแรกของปี 2025F จากแรงส่งของอุปสงค์ภาคต่างประเทศ และผลของฐานที่ต่ำจากการเบิกจ่ายงบประมาณล่าช้าในปีก่อน



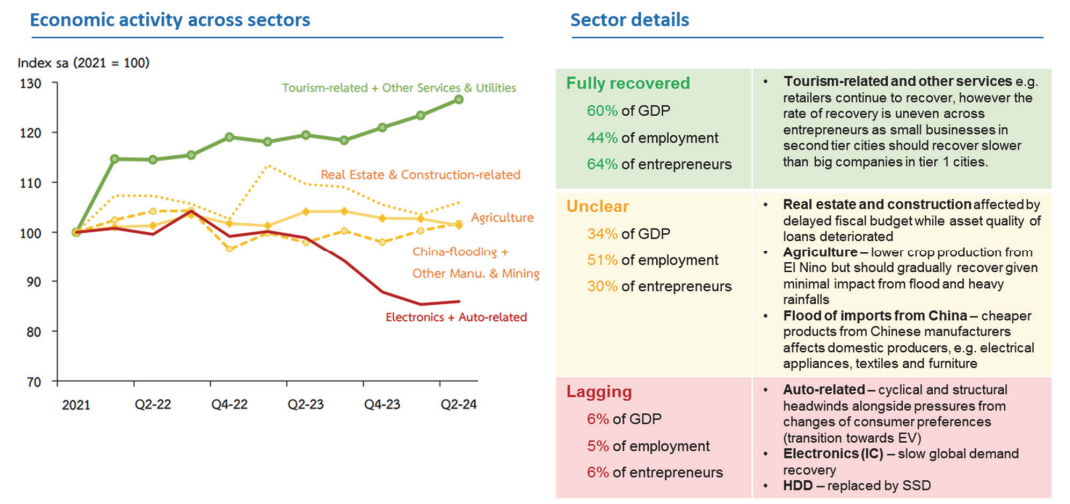
ที่มา: NESDC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยยังเป็นไปอย่างไม่เท่าเทียมและไม่ทั่วถึง โดยภาคบริการที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวเป็นกลุ่มที่ฟื้นตัวได้ดีและต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่ภาคการผลิตได้รับผลกระทบจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง การเปลี่ยนแปลงของความต้องการสินค้าในตลาด และการเข้ามาแข่งขันของสินค้าราคาถูกลงจากผู้ประกอบการในต่างประเทศ

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้อย่างต่อเนื่องไปจนถึงช่วงไตรมาสแรกของปี 2025F แต่ในช่วงต่อจากนั้นเรายังมีความกังวลอยู่บ้างว่าภาคส่วนใดเศรษฐกิจจะก้าวขึ้นมาเป็นปัจจัยขับเคลื่อนในช่วงที่การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวจะเริ่มเข้าใกล้ระดับศักยภาพมากขึ้น (ปี 2025F คาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวกลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 ระบาดที่ราว 40 ล้านคน) ส่งผลให้คาดการณ์ GDP ของปี 2025F ยังมีความเสี่ยงด้านต่ำ ขณะที่แนวทางการพัฒนาเศรษฐกิจผ่านโครงการขนาดใหญ่ของภาครัฐ (Mega project) น่าจะมีส่วนช่วยให้ภาคการก่อสร้างกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้หากมีความชัดเจนของโครงการต่างๆ มากขึ้น

นอกจากนี้ อุปสงค์ที่อ่อนแอในภาคอสังหาริมทรัพย์ จากทั้งคุณภาพสินเชื่อของครัวเรือนที่ด้อยลง และมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินที่เข้มงวดยิ่งขึ้น รวมไปถึงต้นทุนการกู้ยืมที่ยังอยู่ในระดับสูงอาจเป็นปัจจัยกดดัน แต่หากภาครัฐ มีนโยบายที่เอื้อต่อการซื้อที่อยู่อาศัยมากขึ้น (ไม่ว่าจะสำหรับคนไทยหรือชาวต่างชาติ) น่าจะช่วยให้อุตสาหกรรมต่างๆ ที่เกี่ยวเนื่องมีแรงส่งมากขึ้น ขณะเดียวกัน การแก้ปัญหาสินค้าที่ล้นตลาด และการเข้ามาแข่งขันของสินค้าราคาถูกลงจากต่างประเทศเป็นอีกปัจจัยสำคัญที่ภาครัฐจะต้องเร่งแก้ไขเนื่องจากในปัจจุบัน อัตราการใช้กำลังการผลิต (Cap-U) ของอุตสาหกรรมไทยอยู่ที่ระดับต่ำกว่าก่อนการระบาดของโควิด-19 (60.3 ในเดือน ก.ค.) และมีหลายอุตสาหกรรมที่เผชิญกับวิกฤติ (Cap-U ต่ำกว่า 30.0) ทำให้ภาคเอกชนไม่มีความต้องการที่จะลงทุน อีกทั้งบางส่วนจำเป็นต้องปิดกิจการและเลิกจ้างแรงงานไป ซึ่งกระทบต่อภาพรวมเศรษฐกิจของประเทศเป็นอย่างมาก

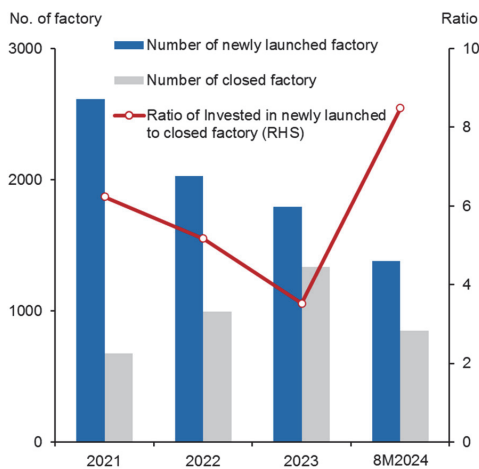
แผนที่ภาพ 58: เศรษฐกิจไทยยังฟื้นตัวอย่างไม่เท่าเทียมและไม่ทั่วถึง โดยภาคการท่องเที่ยวเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่ภาคการผลิตได้รับผลกระทบจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง การเปลี่ยนแปลงของความต้องการสินค้าในตลาด



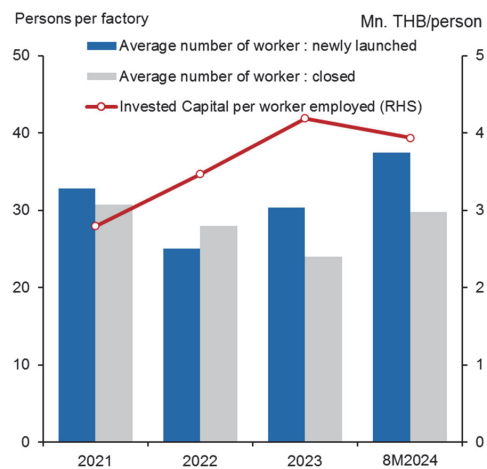
Note: Tourism-related and Other Services & Utilities uses VAT per company as a proxy (Ex. Manufacturing of Beverages, Government services and lotto. Real Estate & Construction-related uses VAT on average sales across companies within construction sector. Agriculture uses agricultural production index as a proxy. China-flooding / Electronics / Auto-related / Other Manufacturing & Mining uses manufacturing production index (MPI) as a proxy.
ที่มา: OIE, OAE, BoT calculations, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 59: จำนวนธุรกิจที่เปิดกิจการใหม่ มีจำนวนสูงกว่ากิจการที่ปิดไป ขณะที่เงินลงทุนใหม่มีสัดส่วนที่มากกว่า แต่โรงงานที่เปิดตัวมีการจ้างแรงงานในอัตราส่วนที่น้อยลง สะท้อนว่าโรงงานที่เปิดใหม่มีความทันสมัยมากขึ้นและพึ่งพิงกำลังแรงงานน้อยลง

Number of New vs. Closed Factories



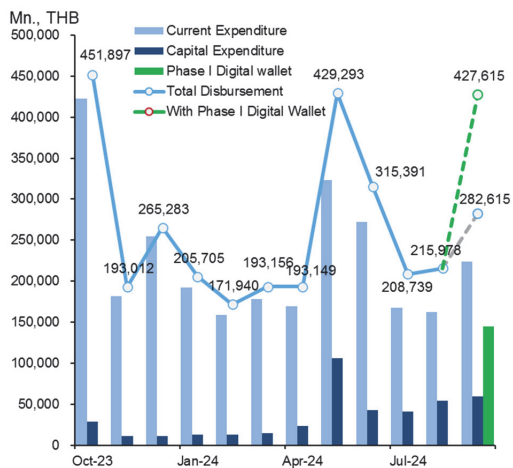
Worker Count: New vs. Closed Factories



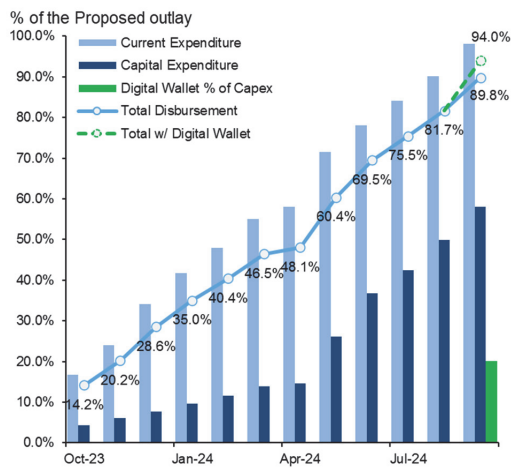
ที่มา: DIW, TDRI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 60: การเบิกจ่ายงบประมาณของภาครัฐ ในช่วง ก.ค. - ส.ค. ชะลอตัวลงหลังการเมืองภายในประเทศมีความไม่แน่นอน แต่เราประเมินว่าจะสามารถเร่งรัดการเบิกจ่ายกลับมาได้ ขณะที่มาตรการแจกเงินจะช่วยหนุนการเบิกจ่ายบฯ

Monthly fiscal budget disbursement



Cumulative disbursement of the fiscal budget



Note: Actual data from FPO as of Jul-24, Aug-24 collected from CGD

ที่มา: FPO, CGD, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

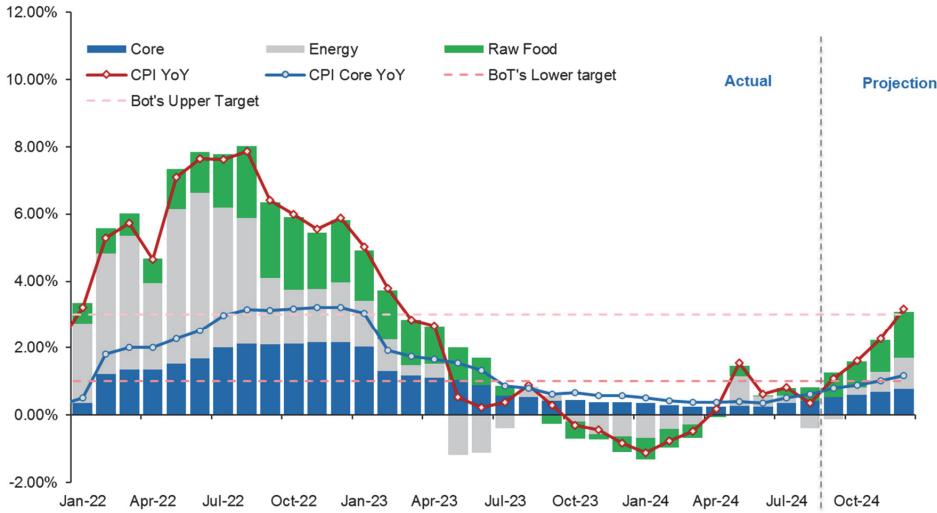
เรคาด กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.50% ตลอดทั้งปี จากภาพรวมเศรษฐกิจไทยที่ยังฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่อง และอัตราเงินเฟ้อที่จะกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายในช่วงปลายปี อย่างไรก็ตาม แรงกดดันอาจมีมากขึ้นหลัง Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมากกว่าที่คาด (-50 bps)

เรายังคงมองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.50% ตลอดทั้งปี 2024F แม้ว่าในการประชุมรอบล่าสุด กนง. จะมีท่าทีที่ผ่อนคลายกว่าที่คาด แต่เนื่องจากโมเมนตัมการเติบโตยังคงใกล้เคียงกับที่ประเมินไว้ และเงินเฟ้อยังมีแนวโน้มที่จะเร่ง

ตัวขึ้นในไตรมาสสุดท้ายของปี ทั้งนี้ ยังคงต้องจับตาคุณภาพสินเชื่อของครัวเรือนที่ด้อยลงต่อเนื่อง และอัตราการแปลงสภาพจากหนี้ที่ต้องจับตาเป็นพิเศษ (SML) ไปสู่หนี้เสีย (NPL) อย่างใกล้ชิด เนื่องจากอาจส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการฟื้นตัวในระยะถัดไป ขณะเดียวกันค่าเงินบาทที่แข็งค่าอย่างรวดเร็วอาจเป็นอีกปัจจัยที่กดดันให้ กนง. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 1 ครั้ง (25 bps) ในการประชุมรอบเดือนธ.ค. แต่เรามองความเป็นไปได้ในกรณียังไม่สูงมาก

แผนที่ภาพ 61: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเร่งตัวกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายในไตรมาสสุดท้ายของปีจากผลของฐานที่ต่ำ และราคาสินค้าเกษตร/อาหารที่มีแนวโน้มแพงขึ้นผลจากอุทกภัยในหลายพื้นที่ทั่วประเทศ

Thai Inflation Contributors



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

แผนที่ภาพ 62: ผลการประชุม กนง. นัดล่าสุดมีความผ่อนคลายมากกว่าที่คาด แต่ยังไม่ใช้การส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งต่อไปในเดือน ต.ค.

Developments in MPC statements

	7 Feb (MPC 1/2023)	10 Apr (MPC 2/2024)	12 Jun (MPC 3/2024)	21 Aug (MPC 4/2024)
Economy	<ul style="list-style-type: none"> The Thai economy slowed more than expected in late 2023. 	<ul style="list-style-type: none"> The Thai economy in the second half of 2023 slowed more than anticipated. 	<ul style="list-style-type: none"> The Thai economy <u>continues to expand</u>. 	<ul style="list-style-type: none"> The Thai economy is projected to <u>expand as anticipated</u>.
Prices	<ul style="list-style-type: none"> Headline inflation should stabilize at levels close to 1 percent in 2024 before gradually picking up next year. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation is anticipated to return to target by the end of this year. In the period ahead, the effect of geopolitical tensions and government subsidies on energy prices should be monitored 	<ul style="list-style-type: none"> Headline inflation is anticipated to gradually return to target range by the fourth quarter of 2024 	<ul style="list-style-type: none"> Headline inflation is expected to decline relative to previous assessment. Inflation is expected to return to the target range by the end of 2024.
Financial stability	<ul style="list-style-type: none"> Overall financial conditions are <u>stable</u> relative to the previous meeting. Private sector funding costs, both via commercial banks and bond markets, stay broadly unchanged. 	<ul style="list-style-type: none"> Overall financial conditions <u>remain stable</u>. The costs of private sector funding via commercial banks and corporate bond markets remain approximately unchanged. 	<ul style="list-style-type: none"> Overall financial conditions <u>remain stable</u>. The baht depreciated against the US dollar, primarily influenced by the Federal Reserve's monetary policy outlook and domestic developments. 	<ul style="list-style-type: none"> Overall financial conditions <u>tightened</u> somewhat. It is <u>essential to monitor deterioration in credit quality</u> that could impact overall financial conditions and the economy

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

เรามองค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าได้บ้างในระยะสั้น ก่อนการเลือกตั้ง ปธน. สหรัฐฯ ก่อนจะปรับแข็งค่าขึ้นแตะระดับ 32.0-32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2024F

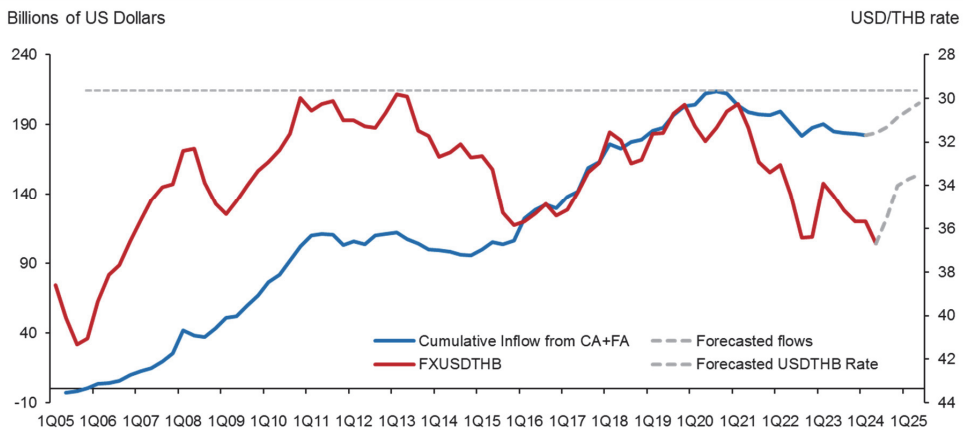
ค่าเงินบาทพลิกกลับมาแข็งค่าอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงต้นของเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา จากระดับราว 36.8 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ มาที่ 32.9 บาทต่อดอลลาร์ (ณ วันที่ 24 ก.ย. 2024) นับเป็นการแข็งค่าที่รวดเร็วและรุนแรงกว่าที่ประเมินไว้ ส่วนหนึ่งจากการคาดการณ์ภาวะเศรษฐกิจของไทยที่จะฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง และส่วนต่างดอกเบี้ยนโยบายกับสหรัฐฯ ที่จะแคบลง หลังจากที่ตลาดการเงินมีความคาดหวังว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะทำการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในการประชุมรอบเดือน ก.ย. ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติมีการโยกย้ายเงินเข้ามายังภูมิภาคเอเชีย โดยมีการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลไทยทั้งระยะสั้น และระยะยาวตั้งแต่ช่วงต้น ก.ค. อย่างต่อเนื่อง รวมถึงมีเม็ดเงินไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นไทย (SET Index) ด้วยเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ สถานะ

ยอดคงค้างเงินฝากในบัญชี FCD (เงินฝากสกุลต่างประเทศ) ยังมีเหลืออยู่ราว USD 21.6 Bn. (as of July-2024) ซึ่งเพิ่มขึ้น 28.7% YoY, และ 6.9% YTD สะท้อนว่ายังมีเม็ดเงินที่รอการแปลงกลับเป็นสกุลเงินบาทเหลืออยู่อีกมาก

มองไปข้างหน้า เรามองค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าได้บ้างในระยะสั้น ก่อนการเลือกตั้ง ปธน. สหรัฐฯ แต่จากท่าทีของ กนง. ที่ยังเข้มงวด และปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจไทยที่ดีขึ้น สะท้อนผ่านดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ที่มีแนวโน้มเกินดุลต่อเนื่อง จากทั้งด้านการค้าระหว่างประเทศและการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง รวมไปถึงดุลบัญชีทุนเคลื่อนย้าย (Financial Account) ก็มีแนวโน้มเกินดุลจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยกับต่างประเทศที่แคบลง ซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวในทิศทางแข็งค่าขึ้นแตะ 32.0-32.5 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2024F และอาจแข็งค่าต่อเนื่องไปจนถึงกรอบ 31.0-31.5 ในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2025F

แผนที่ภาพ 63: ทิศทางของค่าเงินบาทพลิกแข็งค่าขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีตามที่คาดการณ์ แต่การแข็งค่าขึ้นเป็นไปอย่างรวดเร็วและมากกว่าที่ประเมินไว้

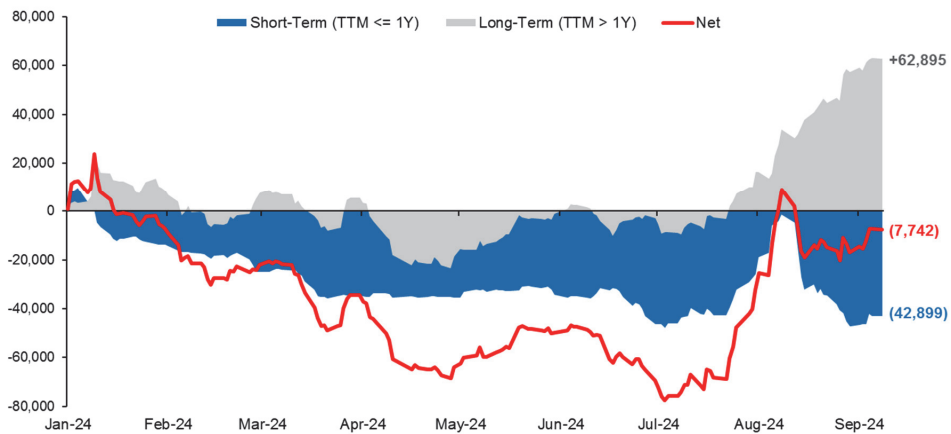
Cumulative flows from Current Account and Financial Account (Millions of USD) vs. USD/THB



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

แผนที่ภาพ 64: ต่างชาติกลับเข้ามาซื้อสุทธิพันธบัตรรัฐบาลไทยอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เดือน ก.ค. เป็นต้นมา โดยมีสถานะถือครองพันธบัตรระยะยาวอยู่กว่า 6.2 หมื่นล้านบาท (Net Buy)

Cumulative Non-resident Flows of Thai Govt Bond, Unit : THB Mn.

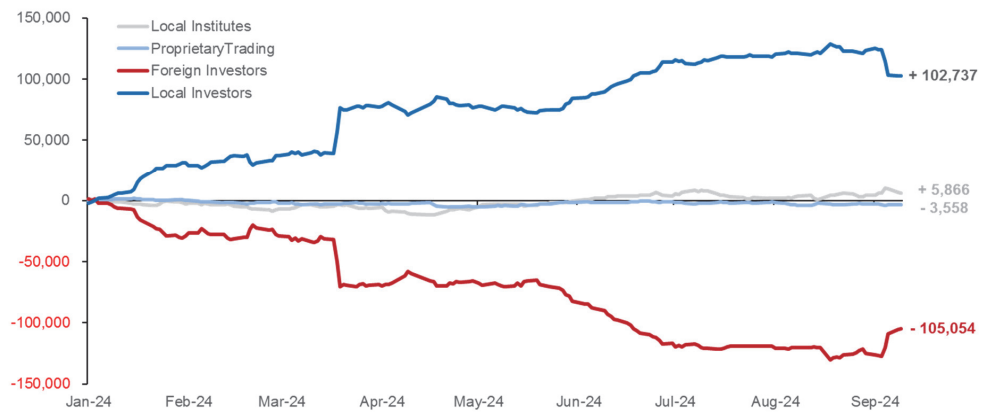


Note: Year-to-date data as of 9 September 2024, Net flows also accounts for expiration of NR bond holdings.

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

แผนที่ภาพ 65: นักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิต่อเนื่องในตลาดหุ้นไทยหลังความไม่แน่นอนทางการเมืองคลี่คลาย แต่ YTD ยังเป็นสถานะขายสุทธิกว่า 1 แสนล้านบาท

SET Index Cumulative Net Trading by investor Type, Unit : THB Mn.



Note: Year-to-date data as of 10 September 2024.

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

Our Team



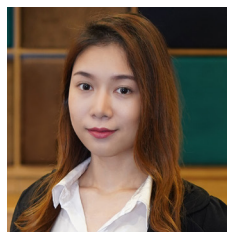
คอมสร ประกอบพล
Head of Economic Strategy Unit
 (66) 2633 6250
 komsorn@tisco.co.th



เมธัส จิตนชื้อน
Economist
 (66) 2633 6486
 methas@tisco.co.th



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



นิชนันท์ โลภวิฑู
Economist
 (66) 2633 6474
 nichananl@tisco.co.th



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



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



ธนวัฒน์ ธนทีธิกร
Research Assistant
 (66) 2633 6470
 thanawatn@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3 : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3456
	เซ็นทรัลเวสต์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 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 พระราม 2 ชั้น G : 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2 : 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5 : 02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3 : 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168		
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารภคินท์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	เยาวราช : 02 623 2212	ราชวงศ์ : 02 622 8220
	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1 : 02 623 9141		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม : 034 145 000	ราชบุรี : 032 327 010	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	โลตัส โคราช : 044 012 000	สุรินทร์ : 044 068 000
อุดรธานี : 042 155 000	อุบลราชธานี : 045 995 000	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			