

# TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตัวเลขเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น เพิ่มโอกาสเกิด Soft-landing สำเร็จ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นสู่ระดับ 4% ตามที่เราประเมิน

Yield curve ชันขึ้นแบบ Bear-steepening เป็นบวกต่อตลาดหุ้นมากที่สุด โดยเฉพาะหุ้นกลุ่ม Cyclical

แต่ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ อาจส่งผลให้ Bond yield ปรับขึ้นสูงในระยะข้างหน้า

# CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY .....	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY .....	04
• ตลาดหุ้น .....	7
• ตลาดตราสารหนี้ .....	17
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ .....	21
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT .....	30
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ .....	31
• เศรษฐกิจยุโรป .....	36
• เศรษฐกิจจีน .....	40
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น .....	46
• 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](mailto:wealth@tisco.co.th)

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

# EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดการเงินโลกกำลังเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญ หลังจากที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรก ซึ่งส่งผลให้ Yield curve หรือส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond yield spread) ระยะยาว 10 ปี และระยะสั้น 2 ปี มีความชันเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

โดยทั่วไปแล้ว Yield curve มักจะสูงขึ้นในช่วงสุดท้ายของวัฏจักรเศรษฐกิจ เมื่อ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อตอบสนองต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจ ทำให้ Bond yield ระยะสั้นลดลง ในขณะที่ Bond yield ระยะยาว ขึ้นอยู่กับโอกาสในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ หากเศรษฐกิจชะลอตัวลงเป็นอย่างมาก Yield curve ชันขึ้นในรูปแบบ Bull-steepening แต่ถ้าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงอย่างช้าๆ โดยหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยหรือ Soft-landing ได้สำเร็จ Yield curve ชันขึ้นในรูปแบบ Bear-steepening

การปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ในครั้งนี้ทำให้ Bond yield ระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นตามความคาดหวังต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ในขณะที่ Bond yield ระยะสั้นถูกกดดันจากแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ย สะท้อนถึงมุมมอง Soft-landing ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ หากเศรษฐกิจยังคงฟื้นตัว และ Fed ยังคงสนับสนุนการลดดอกเบี้ย Yield curve ยังคงชันขึ้นแบบ Bear-steepening หุนกลุ่ม Cyclical ก็น่าจะยังให้ผลตอบแทนมากกว่าหุนกลุ่ม Defensives

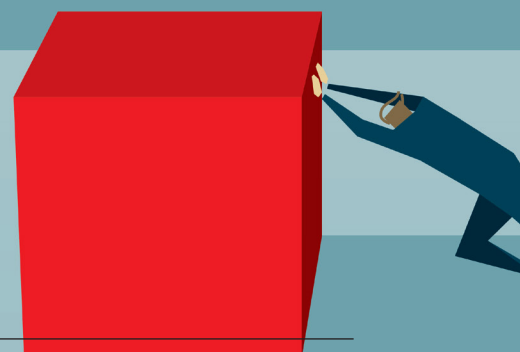
อย่างไรก็ดี เรามองว่าความเสี่ยงจากเงินเฟ้อเริ่มกลับมาเป็นประเด็นสำคัญ โดยเฉพาะจาก 1) ความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน และ 2) ประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ซึ่งหากทรัมป์ชนะ อาจมีการออกมาตรการกีดกันการค้า ทำให้ราคาสินค้านำเข้าสูงขึ้น ในขณะที่ การลดภาษีอาจเพิ่มภาระหนี้รัฐบาล และต้องออกพันธบัตรเพิ่มขึ้น ทำให้ Bond yield อายุยาวอาจเพิ่มขึ้นสูง

แนวโน้มเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น ในช่วงที่ผ่านมาส่งผลให้ตลาดส่วนใหญ่มองโอกาสเกิด Soft-landing สำเร็จ ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ Bond yield อายุ 10 ปีปรับขึ้นสู่ระดับ 4% ตามที่เราประเมิน หากเศรษฐกิจยังคงฟื้นตัว และ Fed ยังคงสนับสนุนการลดดอกเบี้ย Yield curve ยังคงชันขึ้นแบบ Bear-steepening หุนกลุ่ม Cyclical ก็น่าจะยังให้ผลตอบแทนมากกว่าหุนกลุ่ม Defensives แต่ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ อาจส่งผลให้ Bond yield ปรับขึ้นสูง ซึ่งหาก Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นเกินกว่าระดับ 4.3% อาจจุดชนวนให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงราว 5-10%

# GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

## Key Recommendations

- ตัวเลขเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น เพิ่มโอกาสเกิด Soft-landing สำเร็จ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นสู่ระดับ 4% ตามที่เราประเมิน
- Yield curve ชันขึ้นแบบ Bear-steepening เป็นบวกต่อตลาดหุ้นมากที่สุด โดยเฉพาะหุ้นกลุ่ม Cyclical
- แต่ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ อาจส่งผลให้ Bond yield ปรับขึ้นสูงในระยะข้างหน้า



# Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้		●	●	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bond yield อายุ 10 ปีปรับขึ้นมายุที่ระดับ 4% ตามคาด</li> <li>- Bond yield อายุยาวมีปัจจัยหนุน จาก 1) ความเสี่ยงเงินเฟ้อที่เริ่มก่อตัวขึ้น 2) ความคาดหวังต่อเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น หลัง Fed เริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ย และ 3) โอกาสที่ทรัมป์จะชนะการเลือกตั้งซึ่งอาจผลักดันนโยบายที่เพิ่มภาระหนี้สาธารณะ</li> <li>- คาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายปรับขึ้นมายุในระดับที่สอดคล้องกับแนวโน้มที่ Fed ส่งสัญญาณ ทำให้ Bond yield อายุสั้น น่าจะมีการปรับขึ้นที่จำกัด</li> <li>- ลดคำแนะนำ Overweight Bond yield อายุสั้น ลงเป็น Neutral</li> </ul>
หุ้นรายประเทศ				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ตลาดแรงงานเดือน ก.ย. ฟื้นตัวดีกว่าคาด ชดเชยตัวเลขที่อ่อนแอในช่วง 2 เดือนก่อน</li> <li>- Fed เริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เรามอง Fed น่าจะปรับลดดอกเบี้ยอีก -50bps ในช่วงที่เหลือของปี</li> <li>- เรามองเศรษฐกิจน่าจะหลีกเลี่ยง Recession ได้สำเร็จ และเริ่มมีความเสี่ยงจากประเด็นเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น</li> <li>- Valuation อยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- มีปัจจัยบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ (แจกเงิน)</li> <li>- แต่จะถูกหักลบด้วยผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม</li> <li>- กนง. ลดดอกเบี้ยเซอร์ไพร์ส แต่คาดว่าจะไม่ปรับลดลงต่อในช่วงที่เหลือของปี</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ภาคการผลิตยังฟื้นตัวไม่ชัดเจน ในขณะที่การส่งออก เดือน ก.ย. ชะลอตัวลง</li> <li>- มีปัจจัยบวกจาก การการลดดอกเบี้ย มาตรการการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ และแผนประคองตลาดทุน</li> <li>- Valuation ของตลาดหุ้นปรับขึ้นมายุในระดับเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี</li> <li>- มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯเป็นระยะ ซึ่งอาจรุนแรงขึ้นหากทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน.</li> <li>- Upside ในระยะข้างหน้า ขึ้นอยู่กับมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติม หรือตัวเลขเศรษฐกิจจริงที่ฟื้นตัวขึ้น</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวชัดเจน</li> <li>- คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน</li> <li>- นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น สวนทางกับประเทศอื่นๆ</li> <li>- Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจเริ่มชะงัก หลังจากฟื้นตัวขึ้นเพียงเล็กน้อย</li> <li>- ECB ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่องในการประชุมเดือน ต.ค.</li> <li>- มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ</li> <li>- Valuation อยู่ในระดับถูก</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
หุ้นราย Sector / Style				
Financials			●	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผลกำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและสั้น (Yield curve steepening)</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>
Quality stocks			●	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ความผันผวนในตลาดหุ้นอาจเพิ่มขึ้นจากประเด็นการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ</li> <li>- หุ้น Quality มีสถานะการเงินแข็งแกร่ง มักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นเมื่อความผันผวนในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความกังวลต่อ Recession</li> <li>- มี Downside จำกัด จากการกลับเข้าซื้อทองคำของทางการเงิน</li> <li>- แต่การปรับขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา สวนทางกับปัจจัยพื้นฐาน ทำให้ราคาทองคำ ณ ระดับปัจจุบันที่ 2,700 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ มีความอ่อนไหวมากเป็นพิเศษ</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
น้ำมัน		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาน้ำมันดิบ (WTI) มีแนวโน้มทรงตัวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2024</li> <li>- ประเด็นความขัดแย้งในตะวันออกกลางอาจกระทบราคาน้ำมันเพียงระยะสั้น</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
US REITs		●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ตลาดเช่าบ้านยังคงแข็งแกร่ง จากปริมาณบ้านที่ขาดแคลน Price-to-rent ratio อยู่ในระดับสูง</li> <li>- ปัจจัยกดดัน จาก Bond yield อายุยาว ที่กลับมาเพิ่มขึ้น</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>

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

# Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,471	-0.1%	0.4%	1.3%	11.7%	9.0%	3.9%	5.1%
Philippines PCOMP	7,413	-0.1%	-0.6%	2.2%	10.4%	15.0%	14.9%	20.7%
Indonesia JCI	7,789	0.2%	2.1%	0.6%	6.4%	10.1%	7.1%	13.7%
Singapore STI	3,596	-0.7%	0.0%	-0.8%	4.6%	11.5%	11.0%	16.9%
Malaysia KLCI	1,643	-0.0%	0.0%	-1.6%	1.3%	5.3%	12.9%	14.0%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	20,499	-1.6%	0.9%	12.3%	16.2%	24.1%	20.2%	19.4%
China H HSCEI	7,363	-1.8%	1.2%	15.4%	17.7%	26.3%	27.6%	25.4%
MSCI China	67	-1.5%	0.8%	16.1%	16.1%	21.8%	19.9%	20.7%
China CSI300	3,958	0.3%	2.6%	23.6%	12.6%	12.1%	15.3%	12.7%
Taiwan TWSE	23,535	0.2%	1.0%	6.2%	5.7%	21.2%	31.3%	43.2%
Korea KOSPI	2,571	0.4%	-2.4%	-0.9%	-7.0%	-2.2%	-3.2%	8.2%
MSCI Korea	791	0.4%	-1.4%	0.1%	-9.8%	-4.6%	-4.7%	7.1%
India SENSEX	80,604	-0.1%	-1.5%	-4.7%	0.1%	9.4%	11.6%	23.3%
MSCI India	2,982	-0.7%	-2.0%	-4.2%	1.2%	13.4%	19.9%	34.9%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,206	0.7%	-1.4%	-0.0%	3.5%	7.3%	8.1%	18.9%
Japan TOPIX	2,651	-0.3%	-2.6%	0.3%	-6.2%	-0.4%	12.0%	17.5%
Japan Nikkei 225	38,412	-0.1%	-3.8%	1.8%	-3.0%	2.6%	14.8%	22.9%
Europe STOXX600	520	-0.7%	-0.2%	1.1%	0.9%	3.5%	8.5%	19.8%
Euro STOXX50	4,943	-0.9%	-0.1%	1.5%	0.9%	0.1%	9.3%	22.8%
US Dow Jones	42,932	-0.8%	-0.3%	2.1%	6.2%	12.3%	13.9%	29.6%
US S&P500	5,854	-0.2%	-0.1%	2.7%	5.2%	16.8%	22.7%	38.6%
MSCI US REITs	1,380	-2.0%	0.3%	-1.4%	6.0%	20.4%	10.5%	32.1%
J-REITs	1,687	-0.2%	-0.3%	-3.6%	-2.1%	-6.3%	-6.7%	-7.5%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,279	-0.5%	0.4%	0.6%	1.0%	3.2%	7.1%	11.8%
Germany DAX	19,505	-1.0%	0.1%	4.2%	6.0%	9.2%	16.4%	31.8%
France CAC 40	7,511	-1.0%	-0.1%	0.1%	-1.5%	-6.6%	-0.4%	10.2%
Switzerland SMI	12,175	-0.5%	-0.4%	2.0%	-1.0%	7.5%	9.3%	17.6%
Portugal PSI 20	6,569	-0.7%	-1.9%	-2.2%	-4.2%	0.8%	2.7%	8.8%
Spain IBEX 35	11,775	-0.7%	-1.3%	0.2%	5.7%	8.1%	16.6%	30.4%
Italy FTSE MIB	34,795	-0.7%	0.6%	3.1%	0.5%	3.2%	14.6%	27.2%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	130,362	-0.1%	-0.5%	-0.5%	2.0%	3.8%	-2.8%	15.2%
Chile IPSA	6,671	0.4%	1.5%	5.3%	1.1%	4.7%	7.6%	18.5%
Mexico MEXBO	52,815	-0.4%	1.6%	1.2%	-2.2%	-6.6%	-8.0%	9.4%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	608	-0.5%	-0.1%	4.1%	7.5%	16.9%	14.9%	27.0%
MSCI Latin America	2,169	-0.9%	-1.9%	-2.5%	-4.2%	-10.5%	-18.5%	-0.4%
MSCI All Country World	854	-0.4%	0.3%	1.9%	4.5%	13.9%	17.4%	32.9%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	70.42	1.9%	-0.2%	-2.1%	-11.7%	-15.0%	-1.7%	-20.7%
Brent Spot	74.11	1.7%	-0.2%	-0.5%	-10.1%	-14.8%	-3.8%	-19.6%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.69	-0.11	0.02	1.12	1.07	-0.46	-1.70	0.28
Gold Spot	2,735.86	0.1%	2.8%	4.1%	14.3%	17.4%	32.6%	38.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2,612.39	0.2%	0.6%	0.8%	2.3%	3.4%	-1.9%	-2.1%
Bloomberg Agri Subindex	55.70	0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-6.5%	-10.8%	-15.1%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	330.66	0.1%	0.9%	0.8%	3.1%	4.2%	5.2%	9.9%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	221.54	0.0%	0.2%	0.2%	1.1%	1.8%	2.4%	3.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	319.20	0.1%	0.4%	0.3%	1.6%	2.7%	3.3%	6.0%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	429.99	0.2%	0.9%	0.8%	2.6%	4.2%	4.9%	10.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	271.72	0.1%	0.4%	0.4%	1.6%	2.6%	3.3%	5.9%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.16	-1	-10	-10	-23	-13	-22	-31
2Y	2.09	-1	-10	-3	-25	-26	-25	-50
5Y	2.17	-2	-11	-2	-22	-32	-29	-78
10Y	2.39	-3	-14	-8	-24	-33	-31	-98
Spread 10Y-2Y	30	-1	-4	-5	1	-7	-5	-48
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.21	11	17	46	-5	-40	33	-71
Japan 10Y	0.98	-1	1	13	-8	9	37	14
UK 10Y	4.17	8	1	27	1	-4	63	-48
German 10Y	2.32	10	10	11	-18	-17	29	-57
Spain 10Y	3.03	13	9	3	-23	-23	4	-97
Italy 10Y	3.55	15	9	-1	-22	-30	-15	-138
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	19.02	0.6	-1.6	2.9	4.1	2.1	6.6	-2.7
Dollar index	103.93	0.5%	0.6%	3.2%	-0.4%	-2.0%	2.6%	-2.1%
USD/THB	33.49	1.2%	0.6%	1.8%	-7.8%	-9.6%	-2.2%	-7.8%
EUR/USD	1.08	-0.4%	-0.6%	-2.7%	-0.5%	1.7%	-1.9%	1.5%
GBP/USD	1.30	-0.5%	-0.6%	-2.6%	0.6%	5.2%	2.0%	6.2%
USD/JPY	150.92	0.7%	1.0%	5.3%	-3.9%	-2.5%	7.0%	0.8%
USD/CNY	7.12	0.3%	0.0%	1.0%	-2.1%	-1.7%	0.3%	-2.6%
USD/CNH	7.13	0.3%	-0.1%	1.1%	-2.2%	-1.6%	0.1%	-2.5%

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

As of 10/22/2024

# ตลาดหุ้น

แนวโน้มเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น ในช่วงที่ผ่านส่งผลให้ตลาดส่วนใหญ่ของโอกาสเกิด Soft-landing สำเร็จ ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ Bond yield อายุ 10 ปีปรับขึ้นสู่ระดับ 4% ตามที่เราประเมิน หากเศรษฐกิจยังคงฟื้นตัว และ Fed ยังคงสนับสนุนการลดดอกเบี้ย Yield curve ยังคงชันขึ้นแบบ Bear-steepening หุ่นกลุ่ม Cyclical ก็น่าจะยังให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ่นกลุ่ม Defensives แต่ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ อาจส่งผลให้ Bond yield ปรับขึ้นสูง ซึ่งหาก Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นเกินกว่าระดับ 4.3% อาจจุดชนวนให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงราว 5-10%

## Yield curve กับจุดเปลี่ยนนโยบายการเงินสหรัฐฯ

ตลาดการเงินโลกเข้าสู่จุดเปลี่ยนที่สำคัญ หลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกจากธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาการเคลื่อนไหวของ Yield curve หรือส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond yield spread) ระยะยาวอายุ 10 ปี และระยะสั้นอายุ 2 ปี ที่มีความชันเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

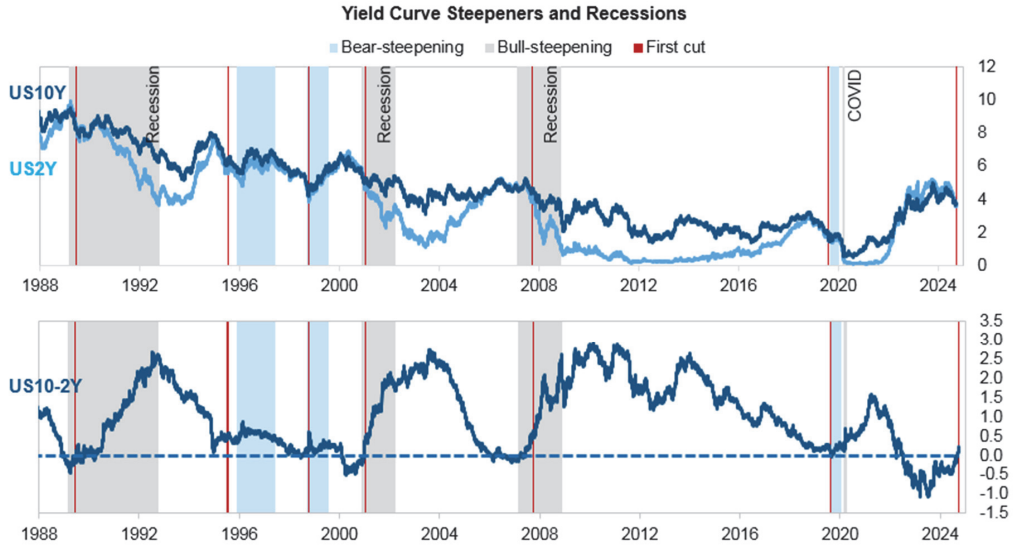
โดยปกติแล้ว Bond yield spread จะสูงชันขึ้นในช่วงสุดท้ายไปจนถึงช่วงที่เศรษฐกิจเริ่มต้นเข้าสู่วัฏจักรใหม่ เนื่องจาก Fed มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัวลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ กัดดันให้ Bond yield ระยะสั้นลดลง และทำให้ Bond yield ระยะยาว ปรับเพิ่มขึ้น (Bear-steepening) หรือปรับลดลงในอัตราที่ช้ากว่า (Bull-steepening) ตามโอกาสในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า

โดยหาก Bond yield spread ชันขึ้นแบบ Bull-steepening เศรษฐกิจมักจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในเวลาต่อมา แต่หากชันขึ้นแบบ Bear-steepening เศรษฐกิจมักจะชะงักช้าๆ โดยหลีกเลี่ยงภาวะ Recession หรือที่เรียกว่า Soft-landing ได้สำเร็จ

การปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ในรอบนี้ ผลักดันให้ Bond yield ระยะยาว ปรับเพิ่มขึ้น ตามความคาดหวังต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า ในขณะที่ Bond yield ระยะสั้น ถูกกดดันจากแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed เป็นการเคลื่อนไหวในลักษณะ Bear-steepening สะท้อนมุมมอง Soft-landing ในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 1: Yield curve ชันขึ้นแบบ Bear-steepening หลัง Fed ลดดอกเบี้ย สะท้อนโอกาสการเกิด Soft-landings**

Yield curve typically steepens after rate cut cycle begins; bear-steepenings often lead to a soft-landing, while bull-steepenings tend to be followed by recessions



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

**จัดพอร์ตหุ้น หลัง Fed ลดดอกเบี้ย**

จากการวิเคราะห์ข้อมูลดัชนี S&P500 ราย Sector ย้อนหลังตั้งแต่ปี 2016 ในช่วงที่ Bond yield spread เคลื่อนไหวแบบต่างๆ ได้แก่ 1) แบบ Bear-steepening (สะท้อนภาวะ Reflation) 2) แบบ Bull-steepening (Easing) 3) แบบ Bull-flattening (Slowdown) และ 4) แบบ Bear-flattening (Tightening)

พบว่าช่วงที่ Bond yield spread ชันขึ้นแบบ Bear-steepening ซึ่งถูกขับเคลื่อนโดยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ (Reflation) ดัชนี S&P500 จะให้ผลตอบแทนสูงที่สุด นำโดยกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Cyclicals) เช่น กลุ่มอุตสาหกรรม (Industrials) กลุ่มวัสดุ (Materials) และกลุ่มการเงิน (Financials)

ส่วนช่วงที่ Bond yield spread ชันขึ้นแบบ Bull-steepening ซึ่งถูกขับเคลื่อนโดยนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลง (Easing) ดัชนี S&P500 จะให้ผลตอบแทนสูงใกล้เคียงกัน แต่มีการ

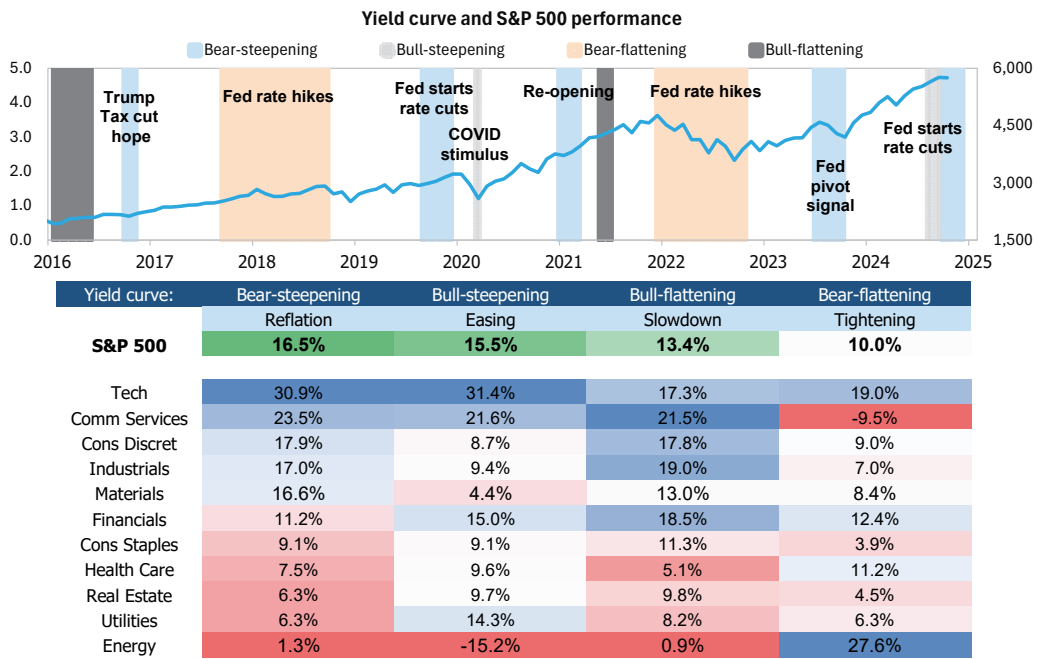
สลับเปลี่ยนกลุ่มที่นำตลาด เป็นกลุ่มที่มีความต้านทานต่อภาวะเศรษฐกิจ (Defensives) เช่น กลุ่มสาธารณูปโภค (Utilities) และกลุ่มอสังหาฯ (Real estate)

ที่น่าสนใจคือ หุ้นกลุ่มเทคโนโลยี (Tech) และกลุ่มธุรกิจบริการสื่อสาร (Communication services) มีการปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่น มากกว่ากลุ่มอื่นๆ ในทุกช่วงที่ Bond yield spread ชันขึ้น (ทั้ง Bear-steepening และ Bull-steepening) ซึ่งเป็นการตอบสนองต่อข่าวดี (ทั้งจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นและนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายลง) ได้ดีที่สุด

ดังนั้น เราอาจใช้การเคลื่อนไหวของ Bond yield spread เป็นเครื่องมือในการจัดสรรการลงทุน หากตัวเลขเศรษฐกิจยังออกมาฟื้นตัวขึ้น หรือ Fed ยังคงทิศทางการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Bond-yield ยังคงชันขึ้นแบบ Bear-steepening หุ้นกลุ่ม Cyclicals ก็น่าจะยังให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้นกลุ่ม Defensives

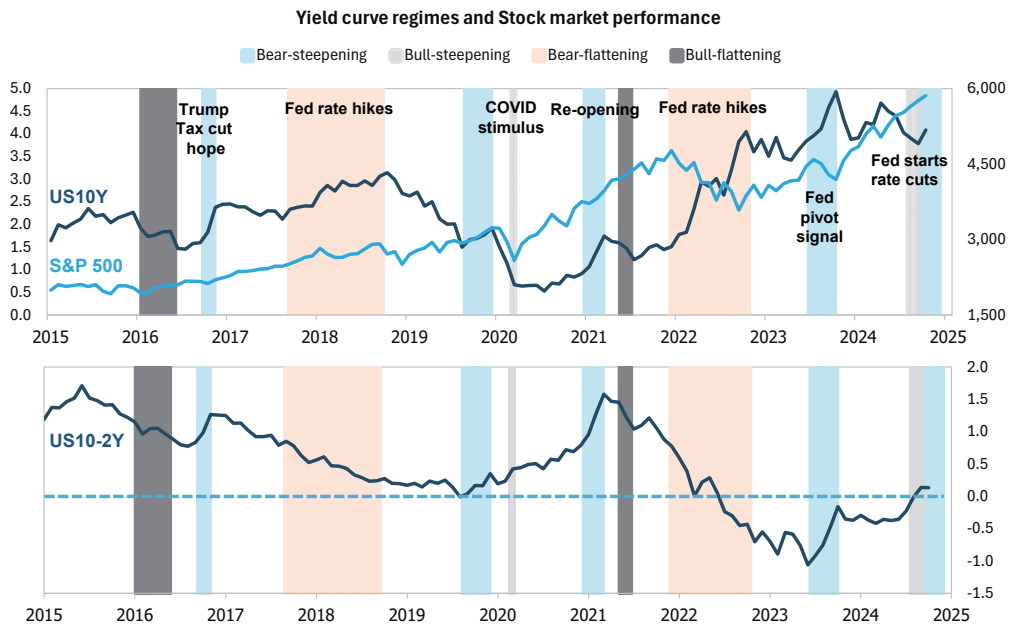


**แผนภาพที่ 2: ดัชนี S&P500 ให้ผลตอบแทนสูงที่สุด ในช่วงที่ Yield curve ชันแบบ Bear-steepening นำโดยกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวตามแนวโน้มเศรษฐกิจ (Cyclicals)**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); %12-month performance since 2016

**แผนภาพที่ 3: Yield curve กลับมาชันขึ้น สูงสุดตั้งแต่ช่วงกลางปี 2022**



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

## ปัญหาเงินเพื่ออาจกลับมาอีกครั้ง

ความกังวลจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ที่ก่อตัวขึ้นในช่วง 1-2 เดือนก่อน คลี่คลายลงอย่างรวดเร็ว หลัง Fed เริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ย และตามด้วยตัวเลขเศรษฐกิจที่ทยอยออกมาฟื้นตัวขึ้นในหลายภาคส่วน ได้แก่ ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคการเกษตร (Nonfarm payrolls) อัตราเงินเฟ้อ (CPI) และยอดขายปลีก (Retail sales) เดือน ก.ย. ที่เพิ่มขึ้นสูงกว่าคาด

แนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ผลักดันให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นเป็น 4% เข้าสู่กรอบ 4-4.2% สะท้อนโอกาสเกิด Soft-landings ตามที่เราประเมินไว้ และส่งผลให้ตลาดหุ้น (S&P500) ปรับขึ้นมาพร้อมกัน

อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงจากประเด็นเงินเฟ้อกลับเริ่มก่อตัวขึ้นแทน ท่ามกลางประเด็นความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ที่รุนแรงขึ้น และผลการเลือกตั้งประธานาธิบดี (ปธน.) ที่อาจเป็น

ปัจจัยเร่งให้อัตราเงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้น และอาจกดดันให้ Fed ปรับลดดอกเบี้ยได้ช้ากว่าที่ส่งสัญญาณไว้ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา

แนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายที่อาจปรับลดน้อยกว่าที่ตลาดคาด โดยเฉพาะจากความเสี่ยงเงินเฟ้อ อาจส่งผลให้ Bond yield ปรับขึ้นต่อเนื่องจนเข้าสู่กรอบที่จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น ซึ่งเราประเมินอยู่ที่ระดับ 4.3% เห็นได้จากตัวอย่างการปรับฐานในช่วงเดือน ก.ย. 2023 ที่ -8.6% และเดือน มี.ค. 2024 ที่ -5.4% เป็นจังหวะที่ Bond yield ปรับขึ้นเกินกว่า 4.3% ทั้งสิ้น

ดังนั้น ในระหว่างนี้ที่ตัวเลขเศรษฐกิจออกมาแข็งแกร่ง ตลาดหุ้นน่าจะยังคงตอบรับข่าวดี ปรับเพิ่มขึ้นไปในทิศทางเดียวกับ Bond yield แต่เมื่อใดที่ Bond yield ปรับขึ้นเกินกว่า 4.3% ข่าวดีดังกล่าวอาจกลับกลายเป็นข่าวร้าย และจุดชนวนให้ตลาดหุ้นปรับฐานลง

แผนภาพที่ 4: แนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ผลักดันให้ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับขึ้นเป็น 4% เข้าสู่กรอบ 4-4.2% ซึ่งสะท้อนการเกิด Soft-landings ตามที่เราประเมินไว้



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

**แผนภาพที่ 5: ตลาดหุ้นมักจะปรับฐานลงเล็กน้อยราว 5-10% เมื่อ Bond yield ปรับขึ้นเกินกว่า 4.3%**



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

**สงคราม หนึ่งในปัจจัยหนุนให้เงินเพื่อเร่งตัวขึ้น**

ประเด็นความขัดแย้งในตะวันออกกลางรุนแรงขึ้น หลังอิสราเอลส่งกำลังทางทหารบุกเข้าตอนใต้ของเลบานอนในช่วงต้นเดือน ต.ค. นับเป็นการขยายขอบเขตของสงครามจากเดิมที่เป็นการยิงขีปนาวุธข้ามพรมแดน ซึ่งต่อเนื่องมาจากความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล กับกลุ่มฮามาส ในเดือน ต.ค. 2023

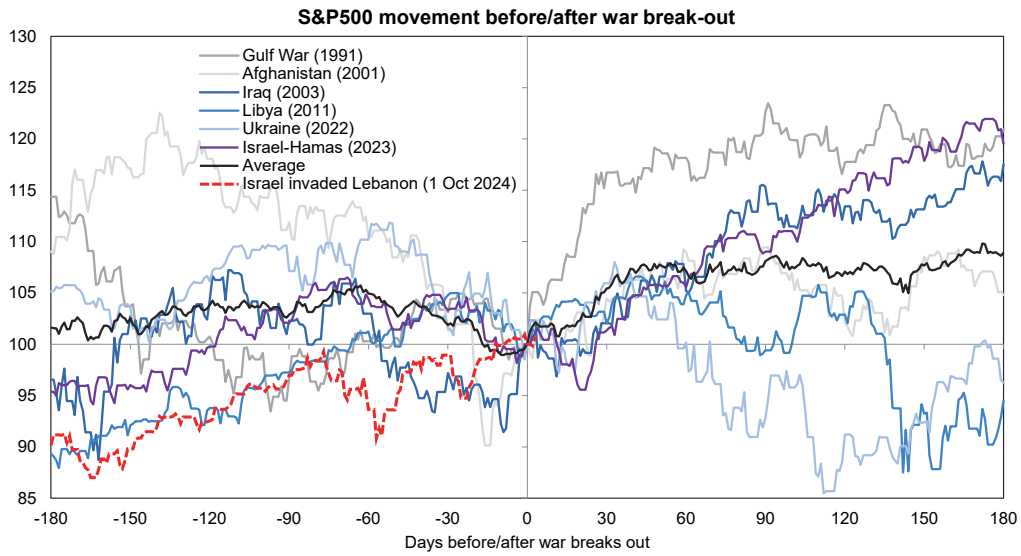
ถึงแม้ความขัดแย้งจะยกระดับขึ้น แต่ผลกระทบต่อตลาดหุ้นมีค่อนข้างจำกัด ดังจะเห็นได้จากข้อมูลการเคลื่อนไหวของดัชนี

S&P 500 ในช่วงก่อนและหลังการเกิดสงคราม ซึ่งตลาดหุ้นมีการปรับตัวลงเพียงช่วงเวลานั้นๆ และมักจะฟื้นตัวกลับอย่างรวดเร็วภายใน 1 เดือนหลังจากเกิดสงคราม

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้นอาจได้รับผลกระทบทางอ้อมผ่านการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน โดยเฉพาะหากสถานการณ์ความขัดแย้งมีการยกระดับความรุนแรงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าและบริการ กดดันให้ Fed อาจปรับลดดอกเบี้ยได้อย่างจำกัดในระยะข้างหน้า

**แผนภาพที่ 6: ตลาดหุ้นมีการปรับตัวลงเพียงช่วงเวลาสั้นๆ และมักจะฟื้นตัวกลับอย่างรวดเร็วภายใน 1 เดือนหลังจากเกิดสงคราม**

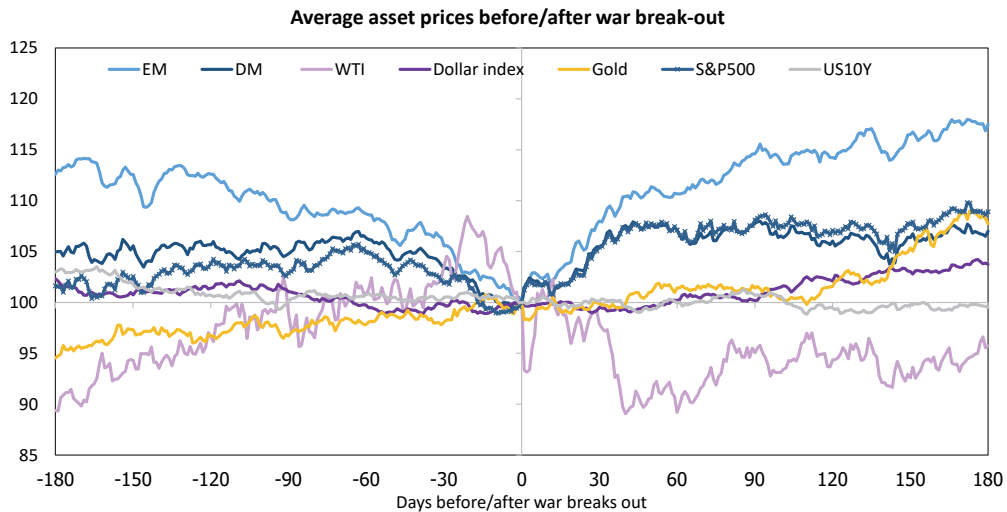
Stock market usually recovers around 1-month after war breaks out



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

**แผนภาพที่ 7: ตลาดหุ้นอาจได้รับผลกระทบทางอ้อมผ่านการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน**

Oil prices rise sharply in anticipation of conflict escalation; equities usually see a swift recovery after wars break out while safe-haven assets, e.g. gold, bonds, and dollar index, tend to hold steady



\*Index average 6 months before and after war break-out: Gulf war (1991), Afghanistan (2001), Iraq (2003), Libya (2011), Ukraine (2022) and Israel-Hamas (2023)

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

เงินเพื่ออาจเพิ่มขึ้นสูง หากอดีตปธน. ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้ง การเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ ในรอบนี้ มีผู้ชิงตำแหน่ง ได้แก่อดีตปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ จากพรรครีพับลิกัน และนาง กมลา แฮร์ริส จากพรรคเดโมแครต โดยนโยบายที่ทั้งคู่เสนออาจส่งผลกระทบต่อตลาดการลงทุน ดังนี้

### 1 ด้านภาษี:

แฮร์ริสมองว่าอัตราภาษีในปัจจุบัน เอื้อประโยชน์ให้กับภาคธุรกิจและผู้มีรายได้สูงมากเกินไป ต้องการปรับขึ้นอัตราภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) เป็น 28% จากปัจจุบันที่ 21% และปรับเพิ่มอัตราภาษีส่วนบุคคล (Individual tax) รวมถึงการกำหนดอัตราภาษีขั้นต่ำ 25% จากรายได้ทั้งหมด ซึ่งรวมถึง “กำไรจากการลงทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง (Unrealized capital gains)” จากสินทรัพย์ เช่น หุ้น พันธบัตร หรือบริษัทเอกชน (Privately held companies) จากผู้ที่มีความมั่งคั่งสุทธิ (Net wealth) สูงกว่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ส่วนทรัมป์ ต้องการลดอัตราภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) ลงเป็น 15% และต่ออายุการใช้อัตราภาษีส่วนบุคคลที่อัตราปัจจุบันต่อไป จากปัจจุบันที่มีกำหนดหมดอายุในสิ้นปี 2025 นอกจากนี้ ทรัมป์เสนอให้เพิ่มอัตราภาษีนำเข้า (Tariffs) กับทุกประเทศที่อัตรา 10% (ปัจจุบันเฉลี่ยที่ 3%) และเก็บภาษีนำเข้ากับจีนที่อัตรา 60% (ปัจจุบันเฉลี่ยที่ 20%)

**ผลกระทบ:** การเสนอให้เก็บภาษีเพิ่มขึ้นของแฮร์ริส ส่งผลต่อกำไรบริษัทจดทะเบียนโดยตรง แต่จะช่วยเพิ่มรายได้ของรัฐบาล และลดความจำเป็นในการออกพันธบัตรในปริมาณ ในขณะที่ นโยบายของทรัมป์จะส่งผลบวกโดยตรงต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะบริษัทที่มีฐานการผลิตภายในประเทศ แต่การเสนอให้เพิ่มภาษีนำเข้า จะส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าเพิ่มขึ้น และหนุนเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า

### 2 ด้านพลังงาน:

แฮร์ริสมีนโยบายส่งเสริมยานยนต์ไฟฟ้าและพลังงานสะอาด ในขณะที่ทรัมป์สนับสนุนพลังงานฟอสซิล ถ่านหิน, น้ำมัน, และก๊าซธรรมชาติ โดยการเพิ่มใบอนุญาตขุดเจาะน้ำมัน รวมถึงการลดกฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อม เช่น การปล่อยก๊าซเรือนกระจก เช่น จากระถยนต์ และโรงงานอุตสาหกรรม

**ผลกระทบ:** นโยบายของแฮร์ริส น่าจะส่งผลบวกต่อหุ้นกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด เช่น บริษัทผลิตไฟฟ้า

จากพลังงานน้ำ และแสงแดด บริษัทผลิตแบตเตอรี่, และยานยนต์ไฟฟ้า ตรงกันข้ามกับนโยบายของทรัมป์ ซึ่งจะเอื้อประโยชน์ต่อหุ้นกลุ่มน้ำมัน ถ่านหิน และเหล็ก

### 3 ด้านสาธารณสุข:

แฮร์ริสต้องการต่อขยายกลุ่มผู้ได้รับประโยชน์จากกฎหมายประกันสุขภาพ Affordable Care Act (ACA) หรือที่รู้จักกันในชื่อ Obamacare และเพิ่มจำนวนยาที่ประกันสุขภาพของรัฐบาล (Medicare) จะต่อรองราคาขึ้นเป็น 50 ชนิดต่อปี จากปัจจุบันที่ 20 ชนิดต่อปี (Drug pricing negotiations) ในขณะที่ทรัมป์ต้องการจัดตั้งประกันสุขภาพฉบับใหม่ที่แทนที่ Obamacare ส่วนประเด็นราคายา ทรัมป์เสนอจัดตั้งระบบ Most Favored Nation ครอบคลุมยาบางชนิดในประกันสุขภาพของรัฐบาล (Medicare) โดยกำหนดให้ราคายาในสหรัฐฯ ไม่แพงเกินไปเมื่อเทียบกับในประเทศใกล้เคียง

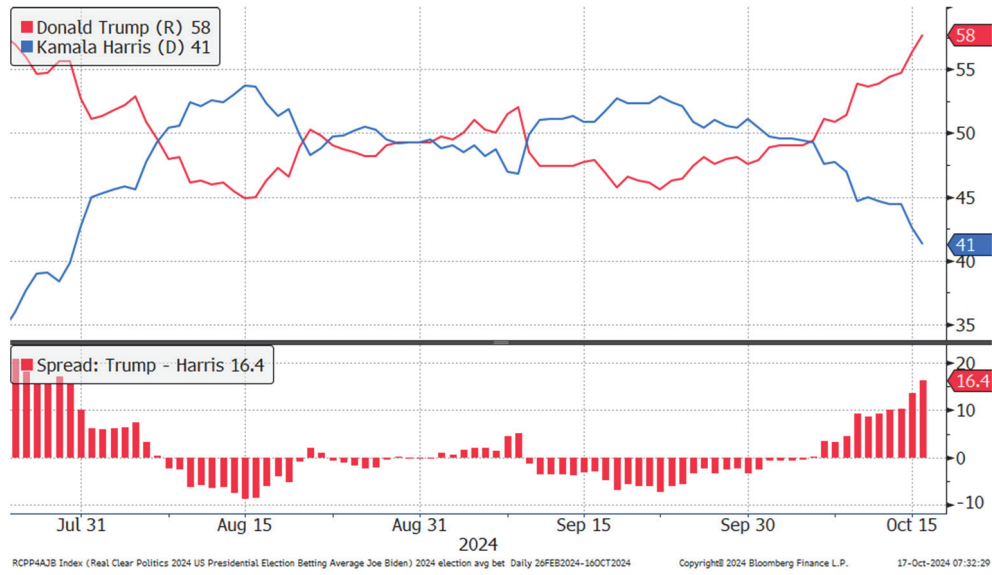
**ผลกระทบ:** นโยบายของทั้งคู่มีการขยายกลุ่ม หรือขอบเขตของประกันสุขภาพรัฐบาล และต้องการควบคุมราคายาค้ำประกัน แต่ต่างกันที่รูปแบบและวิธีการ โดยแผนของแฮร์ริสน่าจะส่งผลบวกต่อกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับประกันสุขภาพ Affordable Care Act และโรงพยาบาลมากกว่า ในขณะที่ การเสนอแผนประกันสุขภาพใหม่ของทรัมป์อาจสร้างความไม่แน่นอนให้กับกลุ่มธุรกิจดังกล่าว แต่อาจส่งผลบวกต่อบริษัทประกันสุขภาพเอกชน ที่เกี่ยวเนื่องกับประกันสุขภาพเสริมใน Medicare Part C หรือ Medicare Advantage Plan

ดังนั้น นโยบายของทรัมป์น่าจะส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นโดยตรง ผ่านแผนลดภาษี แต่มาตรการกีดกันการค้าอาจส่งผลลบทางอ้อม ผ่านการเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อ ซึ่งอาจส่งผลให้ Fed ปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินมาเข้มงวดขึ้น Bond yield อาจเพิ่มสูงขึ้นสูง ในขณะที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯจะแข็งค่าขึ้น ซึ่งท้ายสุดแล้วอาจชะลอการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

ส่วนนโยบายของแฮร์ริส เช่น การขึ้นภาษีนิติบุคคล และการเก็บภาษีจากกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง (Unrealized capital gains) อาจส่งผลลบต่อตลาดการลงทุนโดยทันที แต่มุ่งเน้นการลดความเหลื่อมล้ำทางสังคม และการพัฒนาที่ยั่งยืนในระยะยาว ซึ่งรายได้รัฐที่มากขึ้นจากภาษีอาจทำให้ความจำเป็นในการออกพันธบัตรในปริมาณมากลดลง ส่งแรงหนุน Bond yield ระยะยาวน้อยกว่าเมื่อเทียบกับนโยบายของทรัมป์

แผนภาพที่ 8: ตลาดพนันคาดว่าดีตปธน. ทรัมป์ มีโอกาสชนะมากกว่านาง แฮร์ริส

2024 US election average betting odds by Real Clear Politics



ที่มา: Real Clear Politics Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: ตลาดพนันมองว่าผู้แทนจากพรรค Republican จะชนะการเลือกตั้งครองเสียงข้างมากในสภาองเกรส

2024 US election outcomes: betting odds by Polymarket



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

**แผนภาพที่ 10: นโยบายของทรัมป์อาจส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นในระยะสั้น แต่อาจสร้างความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อและการปรับใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในระยะข้างหน้า**

Policies	Trump's Proposals	Positive Impacts
Taxes	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reduce corporate tax to 15% from currently 21%</li> <li>Extend individual income tax cuts from the 2017 Tax Cuts and Jobs Act</li> <li>Replace income tax with tariffs</li> <li>10% tariff on all US imports, 60% on all US imports from China</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Corporate earnings</li> <li>Domestic-producing goods and Tech</li> </ul>
Energy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resumption of LNG export permit approvals</li> <li>Expand oil leases on federal land</li> <li>Reverse restrictions on greenhouse gas emissions</li> <li>Ease regulations on refineries and automobile emissions limits</li> <li>Repeal Inflation Reduction Act (IRA) energy incentives e.g. electric vehicle tax credits</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Oil &amp; gas</li> <li>Coal</li> <li>Steel</li> <li>Non-green transportation</li> </ul>
Healthcare	<ul style="list-style-type: none"> <li>Promoting new health coverage that would replace the Affordable Care Act</li> <li>Establish a "Most Favored Nation" system for some Medicare-covered drugs; US prices would be based on prices in certain other countries</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Private insurance companies contracted by Medicare (Medicare Advantage Managed Care)</li> </ul>
De-regulation: Financials	<ul style="list-style-type: none"> <li>Curtailing the Dodd-Frank Act</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Financials</li> <li>Regional banks</li> </ul>

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

**แผนภาพที่ 11: นโยบายของแฮร์ริสไม่ได้ส่งผลบวกโดยตรงต่อตลาดหุ้นในระยะสั้น แต่มุ่งเน้นการแก้ไขปัญหาสังคม/สิ่งแวดล้อม**

Policies	Harris's proposals	Positive impacts
Taxes	<ul style="list-style-type: none"> <li>Raise corporate tax to 28% from currently 21%</li> <li>Raise upper-income individual tax</li> <li>Impose a 25% minimum tax on total income, including "unrealized capital gains" from assets such as stocks, bonds, or privately held companies, on net wealth above \$100 million</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reduced government deficits and the need for extra Treasury issuances</li> </ul>
Renewables	<ul style="list-style-type: none"> <li>Spur the use of electric vehicles and renewable energy sources</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilities with renewable exposure</li> <li>Battery storage</li> <li>Electric vehicles</li> <li>IRA beneficiary</li> </ul>
Healthcare	<ul style="list-style-type: none"> <li>Expand the Affordable Care Act (ACA)</li> <li>Expand Medicare drug pricing negotiations to 50 drugs/year (from currently 20/year)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Firms exposed to Affordable Care Act (ACA)</li> <li>Hospitals &amp; Medicaid Managed Care Organization (MCO)</li> </ul>
Income inequality	<ul style="list-style-type: none"> <li>Provide first-time homebuyers with up to \$25,000 in down payment support</li> <li>Propose a \$6,000 child credit for the first year after birth</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Low-income housing</li> <li>Child &amp; dependent care</li> <li>Child tax credit beneficiary</li> </ul>

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

**แผนภาพที่ 12: การเลือกตั้งจะจัดขึ้นในวันที่ 5 พ.ย. 2024 แต่ปธน.จะได้รับการแต่งตั้งอย่างเป็นทางการในวันที่ 20 ม.ค. 2025**

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
<b>Nov 5</b>	<b>Election day</b>
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: Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)



# ตลาดตราสารหนี้

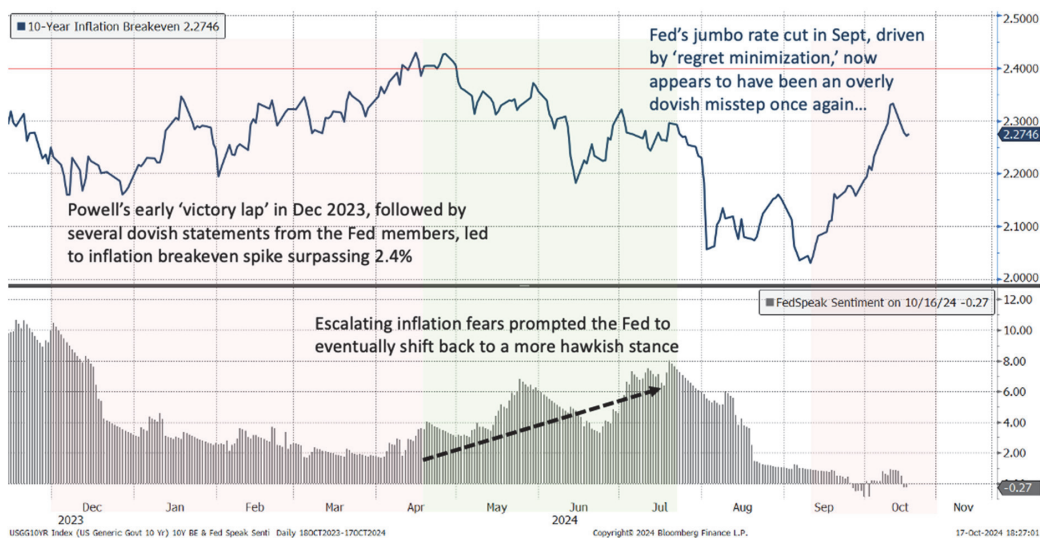
เรามองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) มีแนวโน้มขยับในกรอบ 4.0-4.2% ในช่วงปลายปี หลังข้อมูลบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังแข็งแกร่ง ทำให้ความกังวลเงินเฟ้อสะท้อนผ่าน 10-Year Breakeven Inflation ที่ปรับสูงขึ้นตามที่เราคาด สำหรับระยะข้างหน้า ความไม่แน่นอนจากปัจจัยการเมือง ประกอบกับแนวทางการบริหารหนี้ของรัฐบาลสหรัฐฯ ที่สร้างความกังวลให้กับตลาดยังไม่มีชัดเจน เราจึงมองว่าแรงกดดันเชิงบวกต่อ Bond yield ระยะยาวยังคงอยู่ และมองพันธบัตรระยะสั้นที่มีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย (Duration risk) ค่อนข้างต่ำยังมีความน่าสนใจกว่าพันธบัตรระยะยาว

ตลาดเริ่มมองการลดดอกเบี้ย 'เพื่อ' ของ Fed เมื่อเดือน ก.ย. กลายเป็นนโยบายการเงินที่ผิดพลาด และอาจนำมาซึ่งเงินเฟ้อที่หนักขึ้นในอนาคต

หลัง Fed ปรับลดดอกเบี้ยครั้งแรกในการประชุมวันที่ 17-18 ก.ย. ในอัตรามากกว่าปกติ (-50 bps) สวนทางกับทิศทางเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่ง และความเห็นนักเศรษฐศาสตร์ส่วนมาก (101 คน จาก 118 คนในแบบสำรวจโดย Bloomberg) ณ ขณะนั้น ทำให้ความ

เสี่ยงที่นาง Michelle Bowman (กรรมการ Fed ท่านเดียวที่โหวตให้ลดดอกเบี้ยเพียง -25 bps) กล่าวไว้ว่า ตลาดอาจมองว่าการปรับลดดอกเบี้ยมากกว่าปกติเป็นการประกาศชัยชนะของ Fed ที่เร็วเกินไป (Premature declaration of victory) มีน้ำหนักมากขึ้น และความเป็นไปได้ของแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อยังคงร้อนแรง หรือ No Landing ก็ได้รับความสนใจจากตลาดมากขึ้นอีกครั้ง สะท้อนผ่าน Bond yield ที่ปรับสูงขึ้นมาสู่ระดับ 4% ตามที่เราคาด

**แผนภาพที่ 13: ตลาดตีความการลดดอกเบี้ย -50 bps ของ Fed เมื่อเดือน ก.ย. รวมถึงทิศทางแนวโน้ม (Forward guidance) ดอกเบี้ยในอนาคตที่ค่อนข้าง Dovish อาจเป็นข้อผิดพลาดที่นำมาสู่เงินเฟ้อที่หนักขึ้นในอนาคต**



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

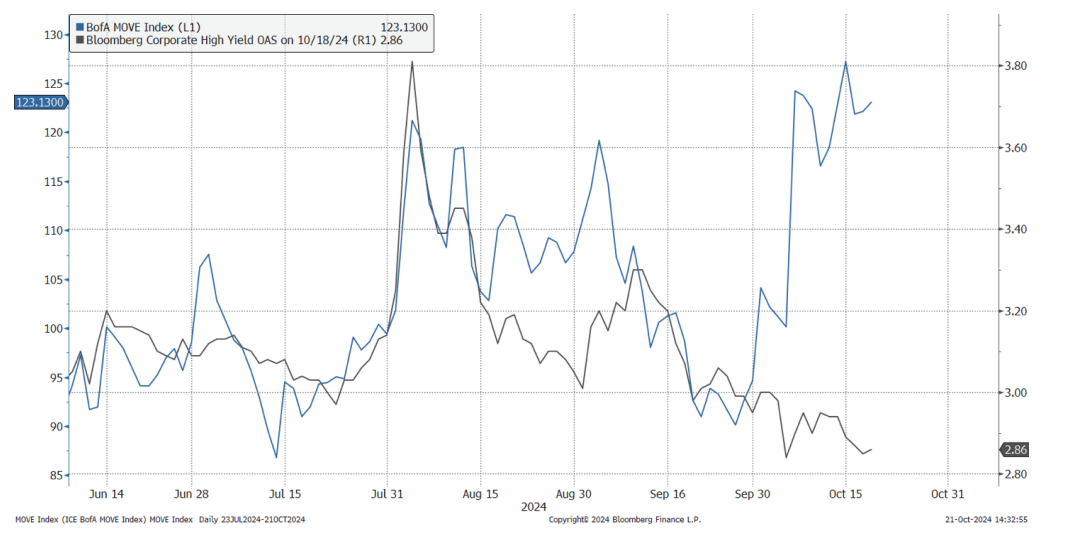
ในระยะข้างหน้า เรามองว่าความเสี่ยงด้านสูงของ Bond yield แม้อยู่แต่ก็ลดลงพอสมควรแล้ว เราจึงมองแนวโน้ม Bond yield เคลื่อนไหวในกรอบประมาณ 4.0-4.2% ช่วงปลายปีนี้ ขณะที่มีความเสี่ยงหลักประกอบด้วย:

- 1 ราคาน้ำมัน ที่อาจปรับสูงขึ้นกว่าสมมุติฐานของเรา (WTI 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเรามองว่ามีโอกาสค่อนข้างต่ำจาก Spare capacity ของ OPEC ที่เหลืออยู่มาก
- 2 แนวโน้มอุปทานของพันธบัตรระยะยาว จากแถลงการณ์แผนการกู้ยืมของก.คลังสหรัฐฯ ประจำไตรมาส (Quarterly Refunding Announcement: QRA) ในวันที่ 30 ต.ค. โดยหากถ้อยแถลงชี้ว่าอาจต้องเริ่มกลับมากู้ยืมผ่านพันธบัตรระยะยาวในสัดส่วนที่สูงขึ้น (ปัจจุบันสัดส่วนพันธบัตร

ระยะยาวอยู่ต่ำกว่ามาตรฐานในอดีต) ก็อาจทำให้ Bond yield อายุตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไปปรับสูงขึ้นอย่างมีนัย (Bear Steepening) และ

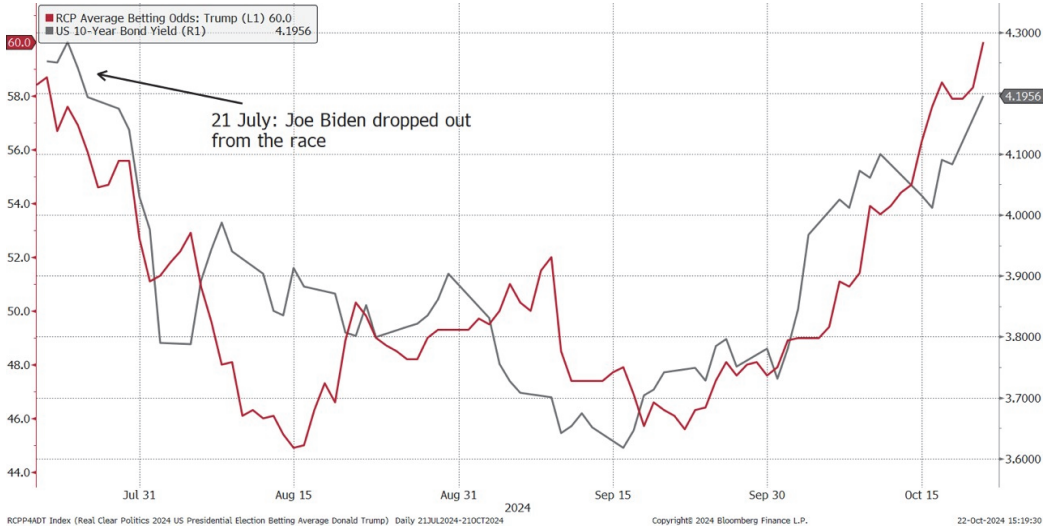
- 3 ผลการเลือกตั้งของสหรัฐฯ โดยหากทางมีพรรคเดโมแครตหนึ่งครองเสียงข้างมากได้ทั้งสภาน (สว.) และสภาล่าง (สส.) ก็อาจส่งผลต่อแนวโน้มนโยบายการคลังให้มีวินัยต่ำลง และอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ได้ นอกจากนี้ ตลาดยังให้น้ำหนักกับทิศทางนโยบายของ Trump อาจนำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อที่หนักขึ้น หากนาย Trump ชนะการเลือกตั้งวันที่ 5 พ.ย. ก็อาจสร้างแรงกดดันเชิงบวกเพิ่มเติมต่อ Bond yield ระยะยาวได้ 🌀

**แผนภาพที่ 14: ดัชนีความผันผวนของตลาดพันธบัตร (MOVE Index) ปรับสูงขึ้น (เส้นสีน้ำเงิน) จากกำหนดการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ที่ขยับใกล้เข้ามา ผิดกับ Credit spread ที่ยังอยู่ในระดับต่ำ (เส้นสีดำ) สะท้อน Sentiment นักลงทุนที่อาจไม่ได้กังวลปัจจัยด้านเศรษฐกิจ**



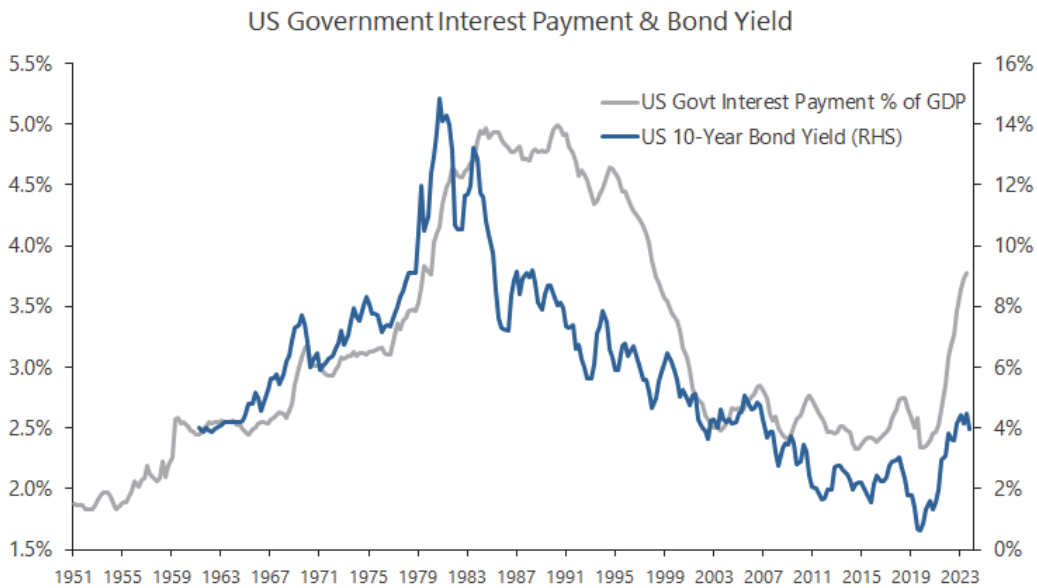
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 15: Bond yield (เส้นสีเทา) เคลื่อนไหวสอดคล้องกับโอกาสชนะเลือกตั้งของ Trump ในตลาดพนัน (เส้นสีแดง) สะท้อนมุมมองของนักลงทุนต่อนโยบายของ Trump ที่อาจนำไปสู่วินัยการคลังที่ต่ำ และเงินเฟ้อที่หนักขึ้น**



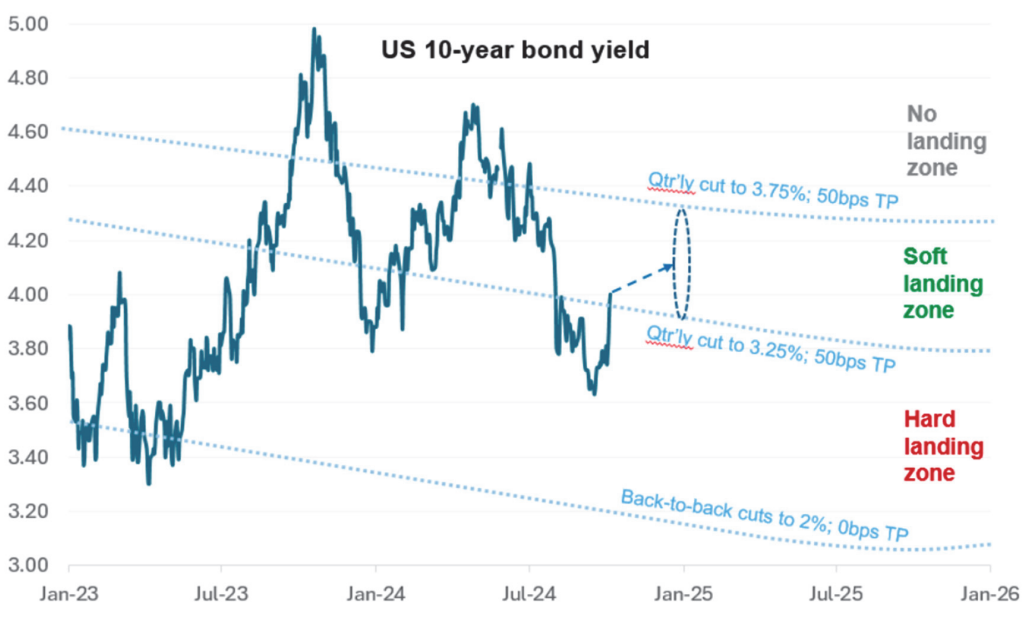
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 16: ภาระดอกเบี้ยของรัฐบาลสหรัฐฯ (เส้นสีเทา) ที่สูงขึ้นเป็น 3.5-4.0% ของ GDP สูงที่สุดในรอบ 25 ปี เป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ยังสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Bond yield**



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

แผนภาพที่ 17: Bond yield ปัจจุบันปรับขึ้นมาสะท้อนคาดการณ์ Soft landing อีกครั้งหลังข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง ลดความกังวล Recession ลง



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

# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำปรับขึ้นทำ New high หลัง Fed ปรึบลดดอกเบี้ย และประเด็นความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ที่ยกระดับขึ้น อย่างไรก็ดี เรามองว่าราคาทองคำมีการตอบสนองต่อการปรึบลดดอกเบี้ย และสถานการณ์ความขัดแย้งที่รุนแรงไปแล้ว ในขณะที่การปรับขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา สวนทางกับปัจจัยพื้นฐาน ทำให้ราคาทองคำ ณ ระดับปัจจุบัน มีความอ่อนไหวมากเป็นพิเศษ สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) เคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2024 โดยมี 2 ประเด็นสำคัญที่ต้องจับตามดูประกอบด้วย 1) ปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ และ 2) การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ

## ทองคำ

**ราคาทองคำที่ระดับปัจจุบัน สะท้อนผลบวกจากการปรึบลดดอกเบี้ยไปแล้ว**

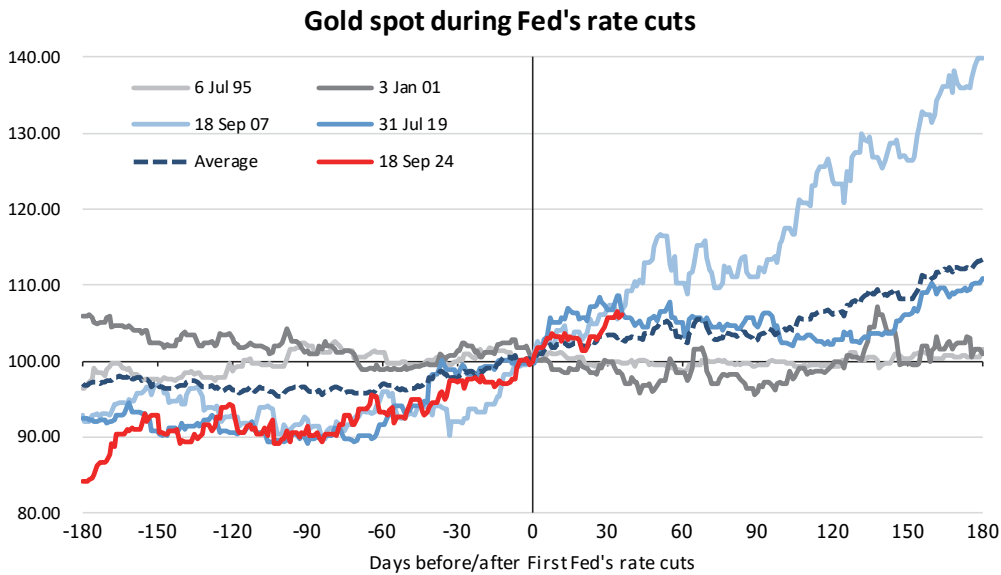
ราคาทองคำในเดือนที่ผ่านมาปรับขึ้นสูง ทำ New high ที่ระดับ 2,700 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ หลังการปรึบลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ในช่วงกลางเดือน ก.ย.

อย่างไรก็ดี เรามองว่าราคาทองคำน่าจะมีการการปรับขึ้นที่จำกัดต่อจากนี้ โดยจากข้อมูลราคาทองคำย้อนหลังตั้งแต่ปี 1995 ซึ่งว่าราคาทองคำมักจะมีการปรับเพิ่มขึ้นราว +5% ในช่วง 2 เดือนก่อนที่ Fed จะเริ่มต้นปรึบลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และจะปรับขึ้นอีกราว +5% ในช่วง 1-2 เดือนหลังการปรึบลดดอกเบี้ย ก่อนจะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบแคบหลังจากนั้น ยกเว้นเพียงการปรึบลดดอกเบี้ยในรอบปี 2008 ซึ่งเกิดวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่ ซึ่งทำให้ราคาทองคำมีการปรับตัวขึ้นสูง

ราคาทองคำ ณ ระดับปัจจุบัน ปรับขึ้นมาแล้ว +16% จากระดับในช่วง 2 เดือนก่อนที่ Fed จะลดดอกเบี้ย คิดเป็นการปรับขึ้นในเปอร์เซ็นต์ที่มากกว่าในอดีต (ราว +10%) สะท้อนว่าราคาทองคำในปัจจุบันมีการตอบสนองต่อการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ทำให้การปรับขึ้นต่อจากนี้จำกัด

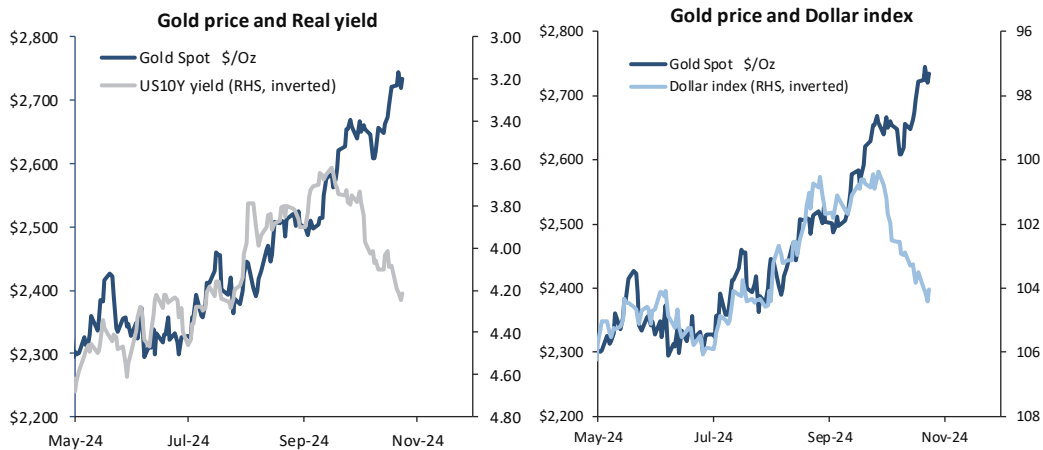
นอกจากนี้ การปรับขึ้นของราคาทองคำในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เป็นการปรับขึ้นที่สวนทางกับปัจจัยพื้นฐานของดัชนีตลาดการเงิน ได้แก่ Bond yield สหรัฐฯที่มีการปรับเพิ่มขึ้นสูง และเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯที่แข็งค่าขึ้น สะท้อนว่าการปรับขึ้นในรอบนี้ ไม่มีการรองรับจากปัจจัยพื้นฐาน ทำให้ราคา ณ ระดับปัจจุบัน มีความอ่อนไหวสูง และอาจอยู่ที่ระดับปัจจุบันได้ไม่นาน

แผนภาพที่ 18: ราคาทองคำสะท้อนผลบวกจากการปรับลดดอกเบี้ยไปแล้ว



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

แผนภาพที่ 19: ราคาทองคำปรับขึ้น สวนทางกับปัจจัยพื้นฐาน



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

ราคาทองคำมีการตอบรับต่อการบุกเข้าเลบานอนของอิสราเอลไปมากแล้ว

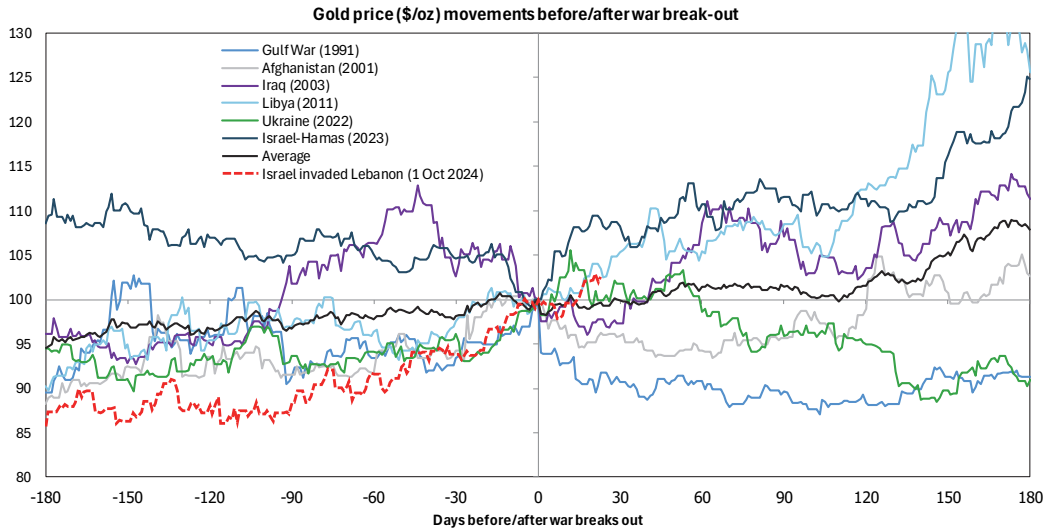
ประเด็นความขัดแย้งในตะวันออกกลางมีการยกระดับขึ้นหลังอิสราเอลส่งกำลังทางทหารบุกเข้าตอนใต้ของเลบานอนในช่วงต้นเดือน ต.ค. และเป็นหนึ่งในปัจจัยหนุนราคาทองคำในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี การบุกรุกดังกล่าวเป็นเหตุการณ์ต่อเนื่องมาตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ก.ย. ซึ่งมีการยิงขีปนาวุธโต้ตอบกันอย่างรุนแรง ทำให้ราคาทองคำมีการรับรู้ต่อสถานการณ์ที่เกิดขึ้น และมีการปรับตัวขึ้นล่วงหน้าตั้งแต่ก่อนการบุกรุก

โดยเมื่อพิจารณาการเคลื่อนไหวของราคาทองคำในช่วงที่ความขัดแย้งระหว่างประเทศเกิดจุดเปลี่ยนสำคัญ ได้แก่ การบุกรุกเข้ายูเครนของรัสเซียในปี 2022 และการเปิดฉากยิงขีปนาวุธโจมตีอิสราเอลโดยกลุ่มฮามาสในปี 2023 ราคาทองคำมักจะปรับขึ้นรวมทั้งสิ้น 10-15% ซึ่งราคาทองคำในปัจจุบันมีการปรับขึ้นราว 10% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนว่าราคาน่าจะมีการตอบรับต่อการบุกเข้าเลบานอนของอิสราเอลไปแล้วพอสมควร

ถึงแม้ราคาทองคำในปัจจุบันจะสะท้อนการยกระดับความรุนแรงในรอบนี้ไปแล้วพอสมควร และอาจปรับขึ้นได้อย่างจำกัดในระยะข้างหน้า แต่ในขณะเดียวกัน ประเด็นความขัดแย้งเป็นปัจจัยที่ไม่สามารถคาดการณ์ล่วงหน้าได้ มีความไม่แน่นอนสูง ส่งผลให้ทองคำยังมีแรงหนุนด้านอุปสงค์จากประเด็นนี้ในระยะกลางถึงยาว

**แผนภาพที่ 20: ราคาทองคำมีการตอบรับต่อการบุกเข้าเลบานอนของอิสราเอลไปมากแล้ว**



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

**ประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐอเมริกามีผลกระทบต่อราคาทองคำ**

ประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดี (ประธานาธิบดี) สหรัฐฯ ซึ่งจะจัดขึ้นในวันที่ 5 พ.ย. นี้ เป็นอีกประเด็นที่มีการพูดถึงกัน โดยเฉพาะช่วงระยะเวลา 1 เดือนที่ผ่านมา ที่ตลาดประเมินว่าโอกาสชนะของอดีตประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์เพิ่มขึ้นมานำทั้งห่างโอกาสของนางกมลลา แฮร์ริส ซึ่งหากอดีตประธานาธิบดี ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้ง อาจมีความพยายามผลักดันให้ผ่านกฎหมายลดภาษีนิติบุคคล และต่ออายุกฎหมายลดภาษีส่วนบุคคลออกไป ซึ่งจะกระทบต่อรายได้ภาครัฐ และภาระหนี้รัฐบาลในระยะยาว

ด้านคณะกรรมการดูแลงบประมาณของรัฐบาลกลาง (Committee for a Responsible Federal Budget) ประเมินว่านโยบายของอดีตประธานาธิบดี ทรัมป์ จะทำให้สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้นสูงเป็น 142% จากปัจจุบันที่ประมาณ 100% ซึ่งมากกว่านโยบายของนางแฮร์ริสที่ 133% ภาระหนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก ส่งผลต่อความเชื่อมั่นในการถือครองสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะยาว และทำให้ทองคำซึ่งเป็นหนึ่งในสินทรัพย์ปลอดภัย มีความต้องการมากขึ้น

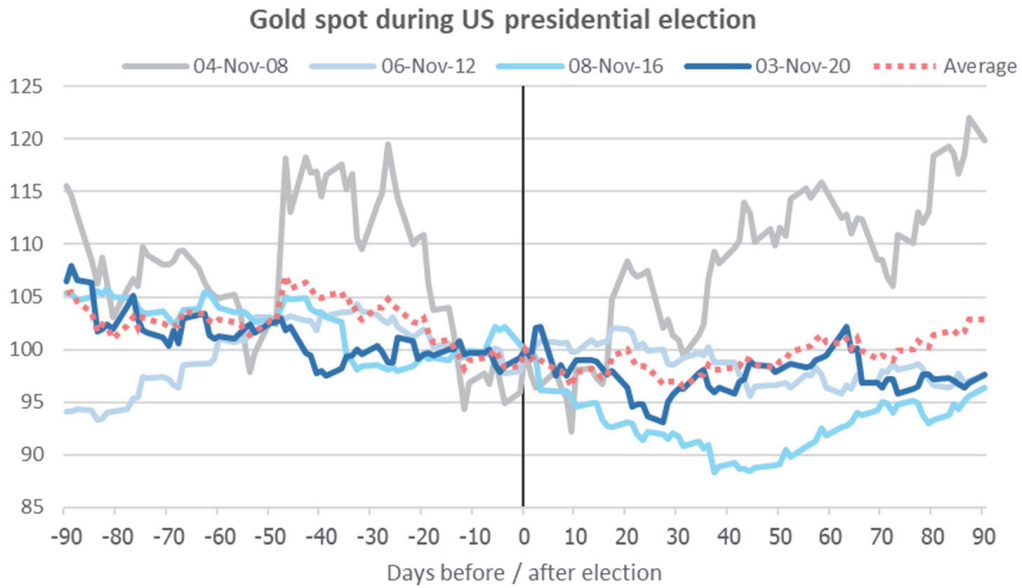
ถึงแม้ประเด็นภาระหนี้สหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อภาวะหนี้ในระยะยาว แต่เรามองว่าอาจไม่ได้ส่งผลต่อราคาทองคำระยะสั้น ดังจะเห็นได้จากการเคลื่อนไหวของราคาทองคำในอดีต ซึ่งมักจะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบแคบ +/- 5% ในช่วง 2 เดือนก่อนและหลังวันเลือกตั้ง

ในอีกมุมหนึ่ง หากพิจารณาการเลือกตั้งรอบที่มีสถานการณ์คล้ายกันมากที่สุด คือ ปี 2016 ซึ่งนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง และมีการเสนอนโยบายลดภาษีคล้ายกัน ราคาทองคำกลับปรับตัวลงต่อเนื่องตั้งแต่วันเลือกตั้ง โดยเป็นการปรับลดลงอย่างรวดเร็วถึง -10% ในระยะเวลาเพียง 1 เดือน ถึงแม้ในรายละเอียดของนโยบายในรอบนั้นมีการเสนอให้ลดภาษีในสัดส่วนที่มากกว่ารอบนี้ด้วยซ้ำ (ปี 2016 เสนอให้ลดจาก 35% เป็น 15% vs ปัจจุบันเสนอให้ลดจาก 21% เป็น 15%)

โดยสาเหตุที่ราคาทองคำลดลงหลังการเลือกตั้งในปี 2016 มาจากนโยบายของนายทรัมป์ในปี 2016 ซึ่งถูกมองว่าจะกระตุ้นให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวขึ้นสูง มีการออกมาตรึงการกีดกันการค้า สนับสนุนการผลิตภายในประเทศ และการลดภาษี ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับขึ้นสูง และกดดันให้ราคาทองคำปรับลดลง

ดังนั้น ประเด็นการเลือกตั้งอาจไม่ได้มีผลโดยตรงต่อราคาทองคำ แต่เป็นการส่งผ่านผลกระทบจากเปลี่ยนแปลงทิศทางของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อัตราดอกเบี้ย หรือความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ ซึ่งได้รับอิทธิพลมาจากนโยบายเศรษฐกิจ การคลัง และการเงินของรัฐบาลชุดใหม่ ทั้งนี้ นโยบายที่อดีตประธานาธิบดี ทรัมป์เสนอในการเลือกตั้งรอบนี้มีทิศทางเดียวกับนโยบายในปี 2016 ทำให้ในกรณีที่อดีตประธานาธิบดี ทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง ราคาทองคำอาจมีการปรับตัวลงคล้ายกัน

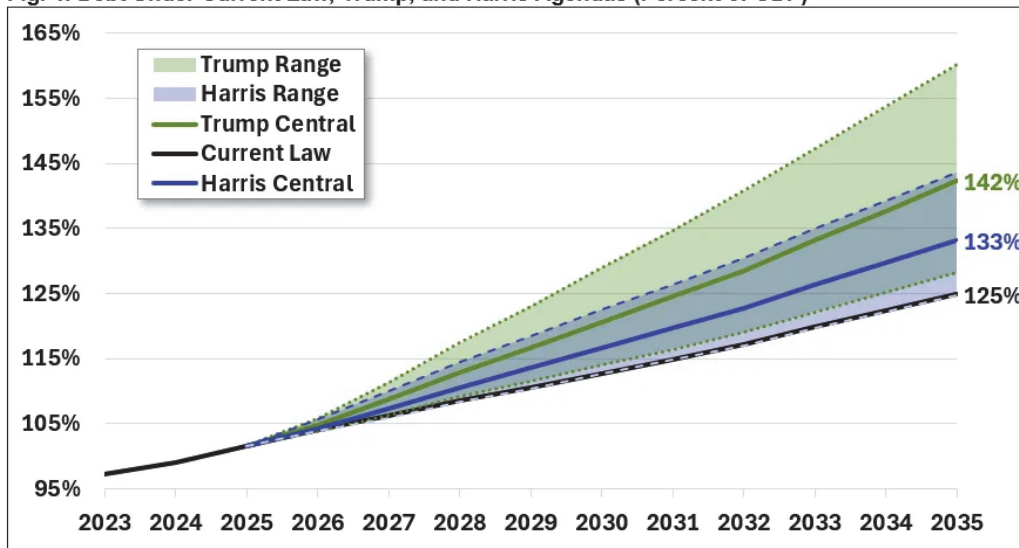
แผนภาพที่ 21: ราคาทองคำมักจะเคลื่อนไหวตรงตัวในกรอบแคบ +/- 5% ในช่วง 2 เดือนก่อนและหลังวันเลือกตั้ง



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

แผนภาพที่ 22: นโยบายของอดีตประธานาธิบดี ทรัมป์ คาดว่าจะทำให้สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้นสูงเป็น 142% จากปัจจุบันที่ประมาณ 100%

Fig. 4: Debt Under Current Law, Trump, and Harris Agendas (Percent of GDP)



ที่มา: US Committee for a Responsible Federal Budget



## น้ำมัน

เราคงมุงมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวในรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายปี 2024 โดยมี 2 ประเด็นสำคัญที่ต้องจับตามอง ประกอบด้วย 1) ปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้ราคาเกิดความผันผวนสูงขึ้นในระยะสั้น แต่ไม่มีนัยสำคัญต่อทิศทางของราคาในระยะกลาง จากกำลังผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ของ OPEC ที่ค่อนข้างสูง และ 2) การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ที่เริ่มแสดงถึงการเติบโตที่ชะลอลง หลังข้อมูลที่มีความแม่นยำอย่างข้อมูลการผลิตรายเดือนชี้ว่าตัวเลขประมาณการรายสัปดาห์ของ EIA ประเมินการผลิตสูงกว่าความเป็นจริง (Overestimate) อย่างมีนัยในไตรมาสที่ 3/2024

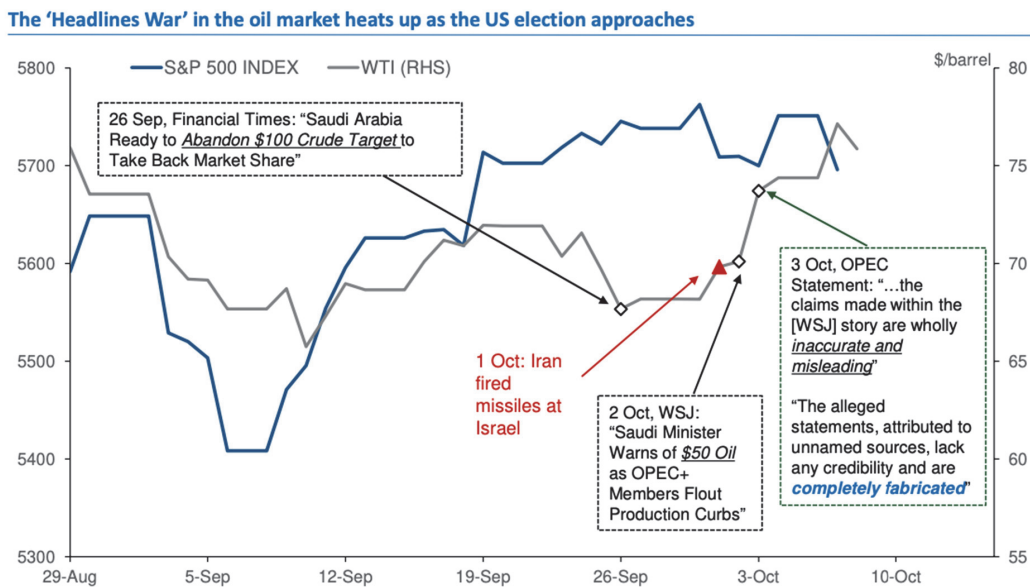
### “Headline War” มีส่วนทำให้ราคาน้ำมันผันผวนสูงผิดปกติในช่วงที่ผ่านมา

น้ำมันดิบเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาค่อนข้างสูง และมักอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลใหม่ที่ชี้ถึง

ความเป็นไปได้ของการเปลี่ยนแปลงสถานการณ์ต่างๆ อย่างฉับพลัน ความผันผวนนี้เห็นได้ชัดเจนยิ่งขึ้นในช่วงปลายเดือน ก.ย. เมื่อราคาน้ำมันดิบปรับตัวลงอย่างรุนแรง หลังมีบทวิเคราะห์จากหลายสำนักข่าวที่รายงานถึงความไม่ลงรอยที่เพิ่มขึ้นในกลุ่ม OPEC ซึ่งอาจนำไปสู่สงครามราคาน้ำมัน เช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นเมื่อต้นปี 2020 จากความขัดแย้งระหว่างซาอุดีอาระเบียและรัสเซีย ส่งผลให้ราคาน้ำมันที่เคยเคลื่อนไหวสอดคล้องกับสินทรัพย์เสี่ยงอื่นอย่างเช่นหุ้น ปรับตัวลงอย่างรุนแรงจากความกังวลนี้

แม้ในเวลาต่อมาทาง OPEC จะมีการตอบโต้ด้วยการออกแถลงการณ์โต้แย้งว่าแหล่งข้อมูลหรือเหตุการณ์ในบทวิเคราะห์ไม่เป็นความจริง แต่ภาพของการต่อสู้กันในสื่อ หรือ “Headline War” ที่ทวีความรุนแรงขึ้นในช่วงโค้งสุดท้ายก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ก็ได้กลายเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ความผันผวนของราคาน้ำมันเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

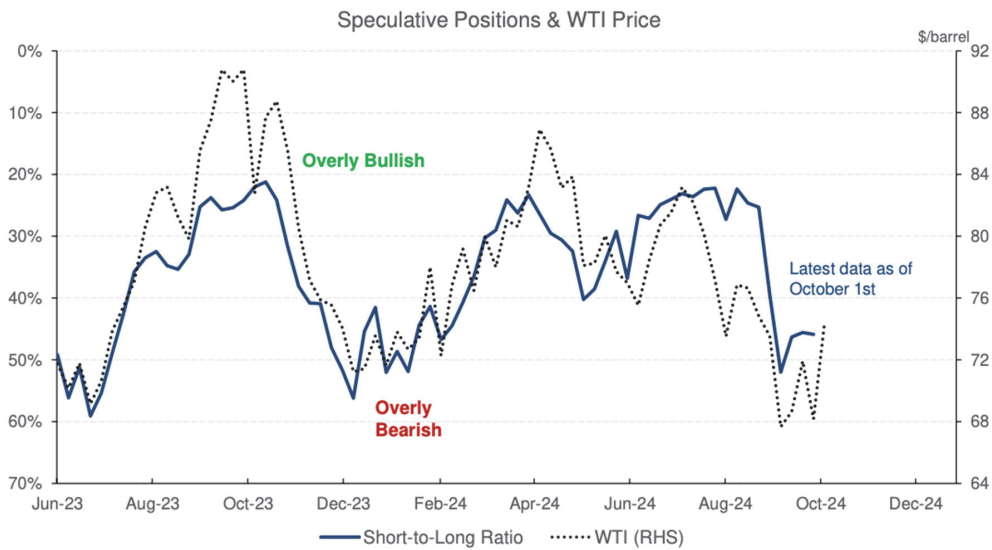
แผนภาพที่ 23: บทวิเคราะห์จากสำนักข่าวดังกล่าวเกี่ยวกับความไม่ลงรอยที่เพิ่มขึ้นในกลุ่ม OPEC ส่งผลให้ราคาน้ำมันที่เคยเคลื่อนไหวสอดคล้องกับสินทรัพย์เสี่ยงอื่นๆ เช่น หุ้น ปรับตัวลงอย่างรุนแรง



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

**แผนภาพที่ 24: นักเก็งกำไรเปิดสัญญา Short positions เพิ่มขึ้นในเดือน ก.ย. ทำให้การปรับขึ้นของราคาน้ำมันในต้นเดือน ต.ค. ค่อนข้างรุนแรงจากภาวะ Short squeeze**

**Oil speculators leaned heavily towards bearish bets just before price surge in early October**



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

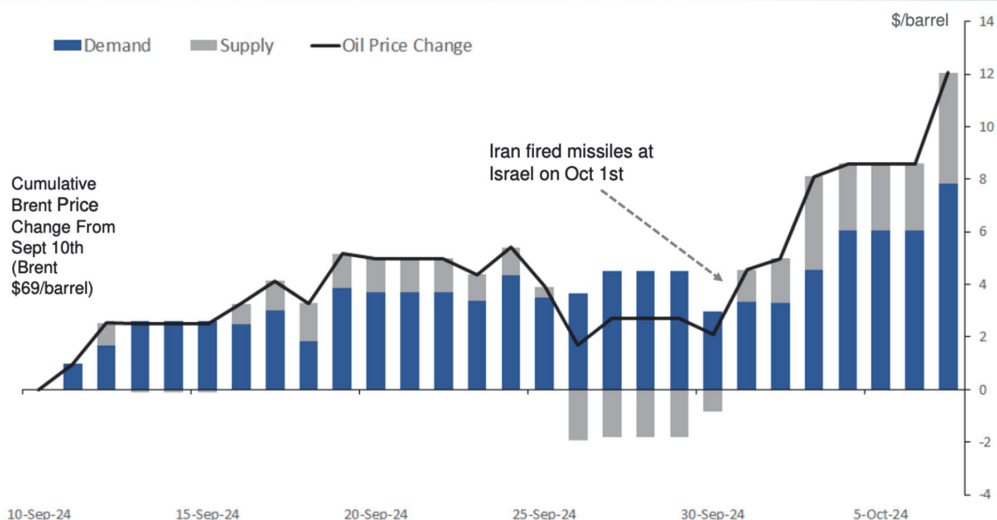
**ความรุนแรงในภูมิภาคตะวันออกกลางอาจส่งผลให้อุปทานน้ำมันจากอิหร่านลดลง แต่เรามองว่าปัจจัยนี้จะไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อทิศทางราคาน้ำมันในระยะกลาง**

ราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงต้นเดือน ต.ค. อันเป็นผลจากความตึงเครียดในภูมิภาคตะวันออกกลางที่เพิ่มขึ้น หลังจากอิสราเอลได้สังหารนาย Nasrallah ผู้นำกลุ่ม Hezbollah และส่งกองทัพทหารราบบุกเข้าไปในเขตแดนเลบานอนเมื่อวันที่ 1 ต.ค. ก่อนจะถูกตอบโต้จากอิหร่านด้วยการยิงขีปนาวุธจำนวนมากโจมตีโดยตรงไปยังอิสราเอล

สถานการณ์นี้ทำให้ตลาดกังวลถึงความเสี่ยงที่อิสราเอลอาจตอบโต้อิหร่านด้วยการโจมตีสถานที่ที่เกี่ยวข้องกับห่วงโซ่อุปทานน้ำมันของอิหร่าน เนื่องจากอิหร่านเป็นผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันดิบขนาดใหญ่ โดยมีกำลังการผลิตวันละ 3.2 ล้านบาร์เรล หรือประมาณ 3% ของอุปสงค์โลก และส่งออกประมาณ 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน จึงเกิดความกังวลว่าสถานการณ์อาจบานปลายจนส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมัน

**แผนภาพที่ 25: ปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ทำให้ตลาดกลับมากังวลกับความเสถียรของฝั่งอุปทานหลังอิหร่านโต้ตอบอิสราเอลด้วยการยิงขีปนาวุธโจมตีเมื่อวันที่ 1 ต.ค.**

**Market concerns have shifted from OPEC discord (driven by bearish headlines) to fears of potential supply losses after Iran fired missiles at Israel on October 1st**



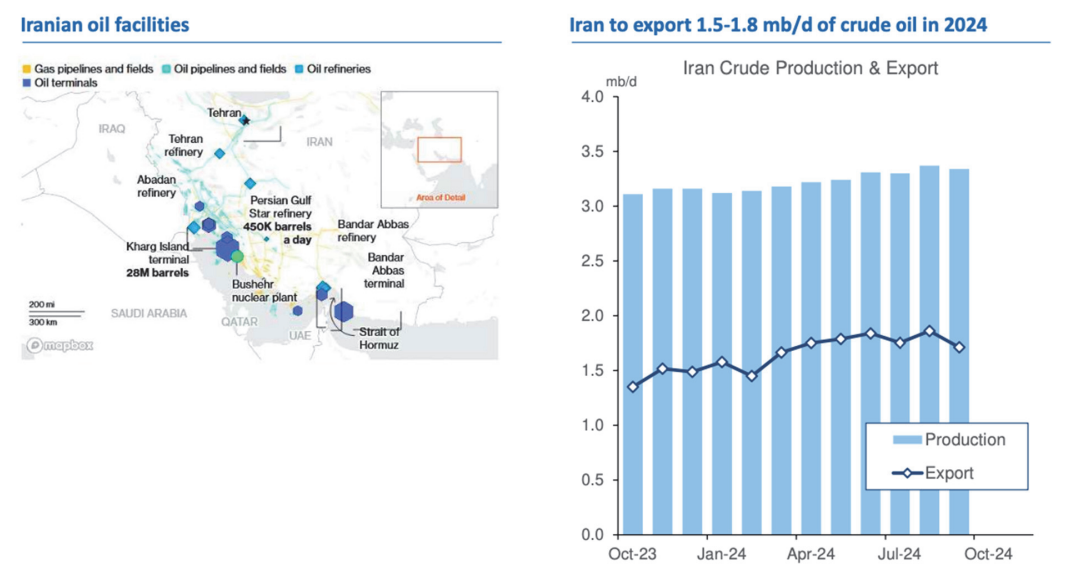
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม นาย Benjamin Netanyahu นายกรัฐมนตรีของอิสราเอล ได้ให้สัมภาษณ์ล่าสุดว่าจะมุ่งเน้นการโจมตีเป้าหมายทางการทหารของอิหร่าน (Military targets) และจะหลีกเลี่ยงการโจมตีแหล่งผลิตน้ำมันหรือพื้นที่ที่เกี่ยวข้องกับการผลิตและส่งออกน้ำมันของอิหร่าน ทำให้ความเสี่ยงต่ออุปทานน้ำมันลดลง

ในระยะข้างหน้า แม้ความขัดแย้งในภูมิภาคตะวันออกกลางอาจยืดเยื้อ แต่เรามองว่าความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ต่อราคาน้ำมัน

ยังคงจำกัด เนื่องจากกำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ของ OPEC ที่มีอยู่ค่อนข้างสูง โดยเฉพาะซาอุดีอาระเบีย ซึ่งสามารถเพิ่มการผลิตได้สูงสุดถึงประมาณ 11-12 ล้านบาร์เรลต่อวัน จากระดับการผลิตปัจจุบันที่ 9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทำให้ผลกระทบต่อการผลิตที่อาจเกิดขึ้นกับอิหร่านสามารถชดเชยได้จากซาอุดีอาระเบียและสมาชิก OPEC อื่นๆ

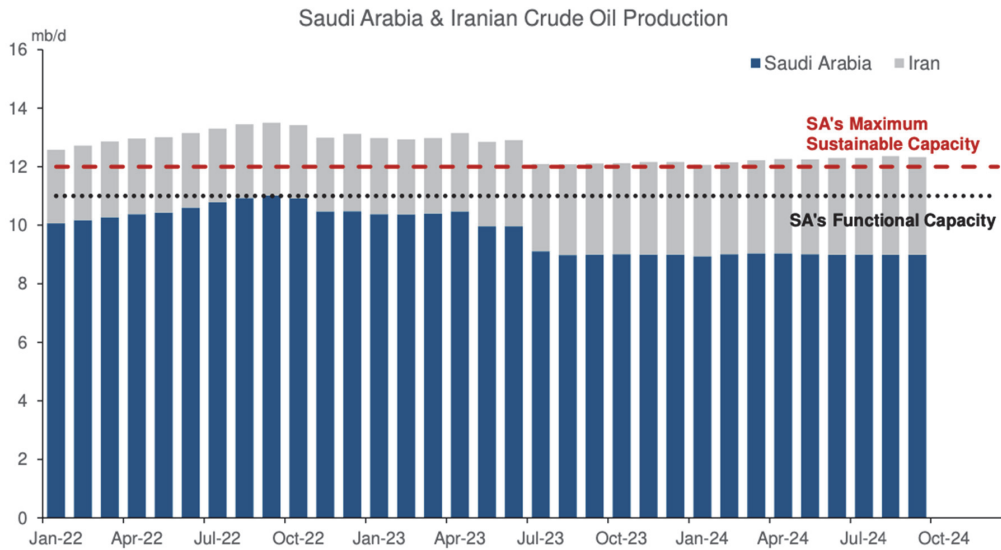
**แผนภาพที่ 26: ห่วงโซ่อุปทานของการผลิตน้ำมันในอิหร่านกระจุกตัวอยู่ในฝั่งตะวันตกของประเทศ ทำให้มีความเสี่ยงที่การผลิตและส่งออกอาจได้รับผลกระทบค่อนข้างมากหากถูกโจมตีในพื้นที่ที่เกี่ยวข้อง...**



Note: Oil refineries and terminals are sized by capacity  
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 27: ...ทว่าผลกระทบต่อราคาน้ำมันในระยะกลางมีจำกัด เนื่องจากกำลังผลิตส่วนเกินของ OPEC โดยเฉพาะซาอุดีอาระเบีย (แท่งสีน้ำเงิน) มีอยู่ค่อนข้างมาก**

**Saudi Arabia alone is producing at 2-3 mb/d under its maximum capacity**



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

**แนวโน้มการเติบโตของการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะลดลงอย่างมาก ลดความเสี่ยงด้านต่ำของราคาน้ำมันในระยะกลาง-ยาว**

ใน TIPS ฉบับก่อนหน้า เราได้ชี้ให้เห็นว่าระดับราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จัดว่าอยู่ในช่วงกลางของโซนราคาที่ลดแรงจูงใจต่อการเพิ่มระดับการผลิต (Supply destruction zone) ข้อสันนิษฐานของเราดูมีน้ำหนักมากขึ้นหลังจากข้อมูลการผลิตน้ำมันรายเดือนของสหรัฐฯ (ข้อมูลล่าสุดถึงเดือน ก.ค.) แสดงให้เห็นว่าการเติบโตของการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะลดตัวลงอย่างมาก

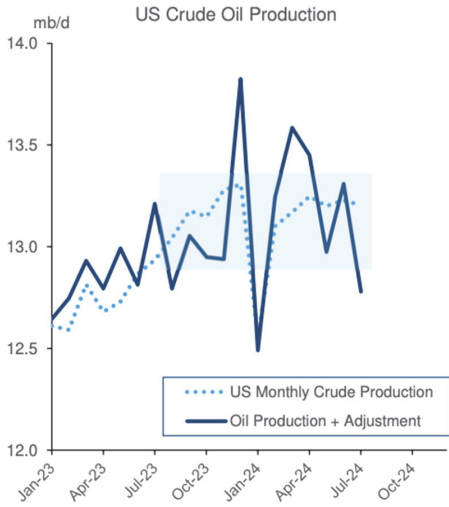
ต้นทุนการขุดเจาะที่สูงขึ้น รวมถึงวินัยของผู้ผลิตที่เน้นการรักษาผลกำไรมากกว่าการขยายส่วนแบ่งการตลาด ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ผู้ผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะลดการขยายตัวอย่าง

ชัดเจนในช่วงกลางปี 2024 หลังราคาน้ำมันดิบอยู่แนวโน้มขาลงตลอดไตรมาส 2/2024 โดยข้อมูลล่าสุดจาก EIA ระบุว่าการผลิตน้ำมันดิบเฉลี่ย 3 เดือนล่าสุดของสหรัฐฯ (พ.ค.-ก.ค.) อยู่ที่ระดับ 13 ล้านบาร์เรลต่อวัน เทียบเท่ากับช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนหน้า หรือกล่าวได้ว่าไม่มีการเติบโตเมื่อเทียบแบบปีต่อปี (YoY) สวนทางกับข้อมูลรายสัปดาห์ที่ประมาณการการผลิตไว้สูงกว่าความเป็นจริง

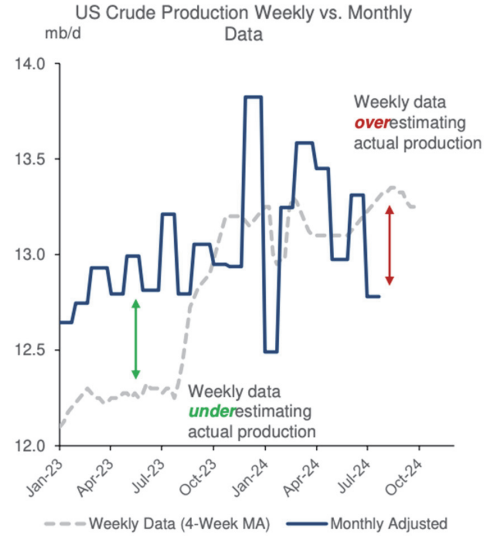
แนวโน้มการเติบโตที่ชะลอดังนี้ทำให้เรามองว่าความเสี่ยงด้านต่ำของราคาน้ำมันมีจำกัด และคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ WTI จะเคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงที่เหลือของปี 🔄

แผนภาพที่ 28: การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ถูกประเมินค่าสูงเกินไปในประมาณการรายสัปดาห์ (เส้นสีเทาในภาพขวา) เมื่อเทียบกับข้อมูลที่มีความแม่นยำมากกว่าในรายงานรายเดือน (เส้นสีน้ำเงินในภาพขวา) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการผลิตในสหรัฐฯ แทบไม่มีการเติบโตมาเกือบหนึ่งปีแล้ว (ภาพซ้าย)

US crude oil production has remained mostly flat since 4Q23



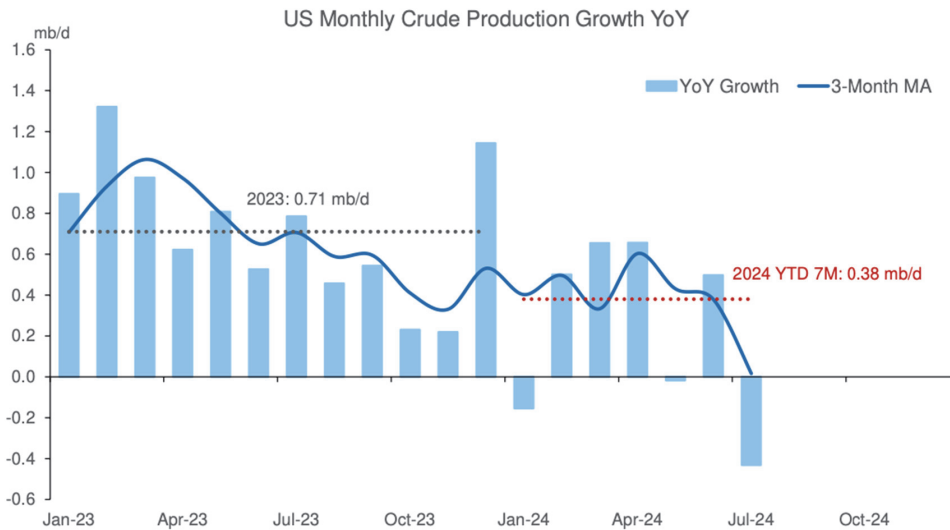
Monthly data (reported with 2-3 month lag) indicate July's output was ~0.4 mb/d lower than the weekly estimate



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

แผนภาพที่ 29: การผลิตน้ำมันดิบเฉลี่ย 3 เดือนล่าสุดของสหรัฐฯ (พ.ค.-ก.ค.) อยู่ที่ระดับ 13 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเทียบเท่ากับช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนหน้า หรือกล่าวได้ว่าไม่มีการเติบโตเมื่อเทียบแบบปีต่อปี (YoY)

The latest monthly data indicate that US crude output between May-July 2024 was at the same level as last year



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

# GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่สามยังคงถูกขับเคลื่อนด้วยกิจกรรมในภาคบริการเป็นสำคัญ ขณะที่ในเดือน ก.ย. ยอดค้าปลีกและดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการเร่งตัวขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจที่ได้ประกาศออกมาในช่วงก่อน กำลังฉายภาพเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มเติบโตได้ในระดับราว 3.0% QoQ, saar ในช่วงไตรมาสที่สามของปี ด้านนโยบายการเงิน เรามอง Fed จะหันกลับมาลดดอกเบี้ยนโยบายในอัตราปกติ หรือลดเพียงครั้งละ -25bps ในการประชุมครั้งถัดไป จากอัตราว่างงานที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ Fed มองไว้ ณ สิ้นปีที่ 4.4% ขณะเดียวกัน เงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงที่ผ่านมาซึ่งขยายตัวในลักษณะ Annualized basis สูงกว่าเป้าของ Fed ที่ 2% สะท้อนว่าเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่งประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังเผชิญความเสี่ยงด้านสูงอยู่บ้าง ส่งผลให้ Fed ยังไม่มีความจำเป็นต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายกลับไปสู่ระดับที่เป็นกลาง (Neutral Rate)
- เข้าสู่ช่วงท้ายไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวอย่างชัดเจน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2024 หลังจากทั้งดัชนีในภาคบริการ (Service PMI) ทำระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน และดัชนีในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ทำระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติในการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เราระบุและตลาดคาด ส่งผลให้ Deposit Facility Rate ปรับลงสู่ระดับ 3.25% โดยการปรับลดดอกเบี้ยในการประชุมครั้งนี้ เป็นผลจากข้อมูลเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงมากกว่าที่ ECB เคยประเมินไว้ ขณะที่การชะลอตัวของเงินเฟ้อยังเป็นไปได้อย่างต่อเนื่อง
- ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ด้านยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับดีขึ้น ขณะที่การส่งออกพลิกหดตัว โดยในวันที่ 27 ต.ค. นี้ พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่นภายใต้การนำของนาย Shigeru Ishiba หัวหน้าพรรค LDP คนใหม่ จะจัดการเลือกตั้งทั่วไป (General election) ซึ่งพรรค LDP ยังมีแนวโน้มได้รับชัยชนะต่อเนื่อง โดยจากการสื่อสารล่าสุดของนาย Shigeru Ishiba สะท้อนว่าภาพรวมนโยบายต่าง ๆ ยังใกล้เคียงกับของนายกรัฐมนตรีท่านเดิม และนาย Shigeru Ishiba ได้สั่งการให้คณะรัฐมนตรีจัดทำมาตรการทางเศรษฐกิจ (Economic package) เพิ่มเติม เพื่อบรรเทาปัญหาค่าครองชีพของประชาชน สนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจและฟื้นฟูเศรษฐกิจภูมิภาค ตลอดจนรักษาความปลอดภัยและความมั่นคงให้แก่ประชากรญี่ปุ่น ซึ่งคาดว่าจะมีการอนุมัติงบประมาณเพิ่มเติมได้ภายในเดือน ธ.ค. ด้านนโยบายการเงิน แม้มีการเปลี่ยนคณะรัฐมนตรีใหม่ แต่คาดว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อกรอบการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ โดยคาดว่าจะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปอาจเกิดขึ้นในเดือน ม.ค. หรืออย่างเร็วในเดือน ธ.ค. นี้ โดย BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายปีละ 2 ครั้ง ไปสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงไตรมาส 1 ของปี 2026
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ในเดือน ก.ย. เช่นเดียวกับดัชนีในภาคบริการที่ปรับลดลง ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเร่งตัวขึ้นและออกมามากกว่าที่ตลาดคาด โดยทางการเงินได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในเดือน ก.ย. ผ่านการผ่อนคลายนโยบายการเงิน การผ่อนคลายในภาคอสังหาริมทรัพย์ การสนับสนุนตลาดหุ้น และการสนับสนุนสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม การผ่อนคลายนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอที่จะทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจหรือการบริโภคในประเทศปรับดีขึ้น เนื่องจากประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในปัจจุบันเริ่มปรับลดลง ดังนั้น นโยบายการคลังจะมีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยล่าสุด ทางการเงินได้ส่งสัญญาณว่าจะเพิ่มรายจ่ายทางการคลัง (Fiscal spending) ในช่วงที่เหลือของปี ส่งผลให้เศรษฐกิจเงินมี upside มากขึ้น
- เศรษฐกิจไทยในเดือน ส.ค. ทรงตัวจากเดือนก่อน โดยการส่งออกสินค้าฟื้นตัวต่อเนื่องแม้ชะลอลงจากเดือนก่อนบ้าง ส่วนการบริโภคภายในประเทศปรับดีขึ้นเล็กน้อยจากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทนที่ปรับดีขึ้น ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวมีแรงส่งที่ลดลงจากทั้งจำนวนและรายรับจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ สอดคล้องกับเครื่องชี้กิจกรรมในภาคบริการไม่รวมทองคำที่ปรับตัวลดลงจากเดือนก่อน ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกปรับลดลง 0.25% มาอยู่ที่ 2.25% ในการประชุม กนง. รอบเดือนตุลาคม เพื่อผ่อนคลายความตึงตัวของนโยบายการเงินและบรรเทาภาระของลูกหนี้ โดย กนง. มองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้เป็นเพียงการปรับสมดุลใหม่ (Recalibration) และจะไม่เป็นการขัดขวางกระบวนการปรับลดสัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ (Debt Deleveraging) ในระยะข้างหน้า ภายใต้บริบทของเศรษฐกิจและการเงินในปัจจุบัน อีกทั้งยังระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่ 2.25% อยู่ในระดับที่เป็นกลางและเหมาะสม โดยเรามองว่า กนง. มีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% ในการประชุมครั้งต่อไปในเดือนธันวาคม ส่วนแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งถัดไปอีก 0.25% คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 1/2025

# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่สามยังคงถูกขับเคลื่อนด้วยกิจกรรมในภาคบริการเป็นสำคัญ ขณะที่ในเดือน ก.ย. ยอดค้าปลีกและดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการเร่งตัวขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจที่ได้ประกาศออกมาในช่วงก่อน กำลังฉายภาพเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มเติบโตได้ในระดับราว 3.0% QoQ, saar ในช่วงไตรมาสที่สามของปี ด้านนโยบายการเงิน เรามอง Fed จะหันกลับมาลดดอกเบี้ยนโยบายในอัตราปกติ หรือลดเพียงครึ่งละ -25bps ในการประชุมครั้งถัดไป จากอัตราว่างงานที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ Fed มองไว้ ณ สิ้นปีที่ 4.4% ขณะเดียวกัน เงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงที่ผ่านมาขยายตัวในลักษณะ Annualized basis สูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% สะท้อนว่าเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่งประกอบกับเงินเฟ้อที่ยังเผชิญความเสี่ยงด้านสูงอยู่บ้าง ส่งผลให้ Fed ยังไม่มีความจำเป็นต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายกลับไปสู่ระดับที่เป็นกลาง (Neutral Rate)

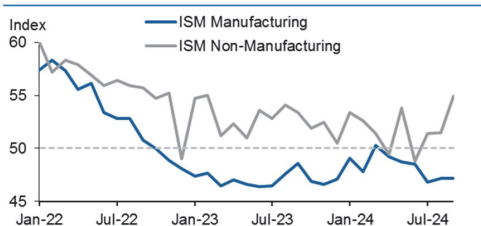
## เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่สามยังคงถูกขับเคลื่อนด้วยกิจกรรมในภาคบริการเป็นสำคัญ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่สามยังคงถูกขับเคลื่อนด้วยกิจกรรมในภาคบริการเป็นสำคัญ ขณะที่ในเดือน ก.ย. ยอดค้าปลีกและดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการเร่งตัวขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน ต.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากเดือนก่อน โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจที่ได้ประกาศออกมาในช่วงก่อน กำลังฉายภาพเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มเติบโตได้ในระดับราว 3.0% QoQ, saar ในช่วงไตรมาสที่สามของปี ทั้งนี้

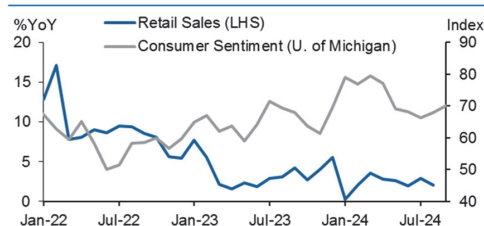
จากผลกระทบของพายุเฮอริเคนเฮลีนและมิลตันในช่วงปลายเดือน ก.ย. และต้น ต.ค. ที่มีความรุนแรงสูง และมีการอพยพผู้คนเป็นจำนวนมากออกจากพื้นที่คาดว่าจะกระทบกับตัวเลขทางเศรษฐกิจของเดือน ต.ค. อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ อาทิ ตัวเลขจ้างงานนอกภาคเกษตร จำนวนผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรก ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก และกิจกรรมภาคก่อสร้าง เป็นต้น โดยตามการประเมินเบื้องต้น GDP ในไตรมาสที่สี่อาจได้รับผลกระทบจากพายุราว 0.3ppt (ตลาดคาดจะขยายตัว 1.4% QoQ, saar ในไตรมาสที่ 4/2024)

แผนภาพที่ 30: เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่สามยังคงถูกขับเคลื่อนด้วยกิจกรรมในภาคบริการเป็นสำคัญ

### ISM Manufacturing vs. Services



### Consumption



### Investment



### Trade



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

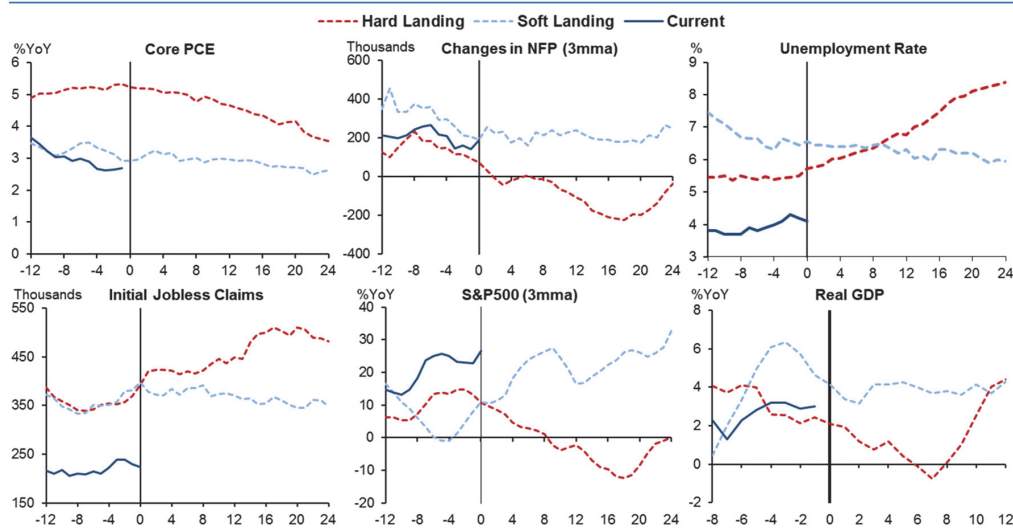
**เรามองเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเป็น Soft Landing จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ยังมีความแข็งแกร่ง พร้อมกับปัจจัยกดดันเศรษฐกิจที่ลดลง**

เรามองเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเป็น Soft Landing จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ยังมีความแข็งแกร่ง พร้อมกับปัจจัยกดดันเศรษฐกิจที่ลดลง โดยเงินเฟ้อที่เคยกดดันการใช้จ่ายของผู้บริโภคปรับชะลอลงมาจากช่วงปี 2022 อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ตลาดแรงงานโดยรวมอยู่ในภาวะสมดุล (ไม่ได้ตึงตัวหรืออ่อนตัว) และหากย้อนไปในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอดีต พบว่าอุปสงค์ที่ลดลงจะส่งผลให้ภาคธุรกิจไม่จำเป็นต้องจ้างแรงงานมากเหมือนกับช่วงก่อนหน้า ขณะที่หากเศรษฐกิจเริ่มอ่อนตัวลง และแรงงานรู้สึกว่ายากขึ้น ภาคครัวเรือนจะมีความระมัดระวังกับการใช้จ่าย ซึ่งจะตามมาด้วยการปรับลดต้นทุนของภาคธุรกิจผ่านการเลิกจ้างพนักงาน (Negative Feedback Loop) อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้เศรษฐกิจในปัจจุบันยังฉายภาพที่แข็งแกร่งสอดคล้องกับภาพ Soft Landing ในอดีต โดยผู้บริโภคยังมีความเชื่อมั่นในการใช้จ่ายใช้สอย ส่วนหนึ่งจากค่าจ้างที่แท้จริง (Real Wage: ค่าจ้างเมื่อหักผลของเงินเฟ้อ) อีกทั้งอัตราว่างงานที่แม้จะ

ปรับเพิ่มขึ้นบ้างแต่ยังอยู่ในระดับต่ำ ส่วนตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรล่าสุดเฉลี่ยสามเดือนอยู่ที่ 1.86 แสนตำแหน่ง ซึ่งยังสูงกว่าระดับการจ้างงานที่ไม่ส่งผลให้อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้น (Breakeven Employment) ที่ 1.5-1.8 แสนตำแหน่งต่อเดือน ดังนั้นเราจึงประเมินว่าความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยนั้นไม่มีมาก ขณะเดียวกัน จำนวนผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรกที่สะท้อนการเลิกจ้างพนักงานยังคงอยู่ในระดับต่ำ หากจัดผลของพายุออกไป นอกจากนี้ เครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวยังอยู่ในเกณฑ์ที่แข็งแกร่ง อาทิ ความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ, ยอดคำสั่งซื้อสินค้าอุปโภคบริโภค และยอดค้าปลีกที่แท้จริง (หักผลของเงินเฟ้อ) ที่ฟื้นตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป เป็นต้น โดยหนึ่งในเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (“Smoothed US Recession Probabilities”) ซึ่งเป็นโมเดลที่คำนวณผ่านตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญ บ่งชี้ว่าโอกาสที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังมีไม่มาก ซึ่งสอดคล้องกับความเห็นของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ (อิงจากแบบสอบถามของ Bloomberg) ที่มองโอกาสเกิดภาวะถดถอยในช่วง 12 เดือนข้างหน้าเพียง 30% เท่านั้น (vs. 50% จากการสอบถามเดือน ธ.ค. 2023)

**แผนภาพที่ 31: เครื่องชี้เศรษฐกิจในปัจจุบันยังฉายภาพที่แข็งแกร่งสอดคล้องกับในอดีตที่เศรษฐกิจเกิด Soft Landing**

Key macro indicators across soft and hard landing cycles around first Fed rate cuts <sup>1\</sup>



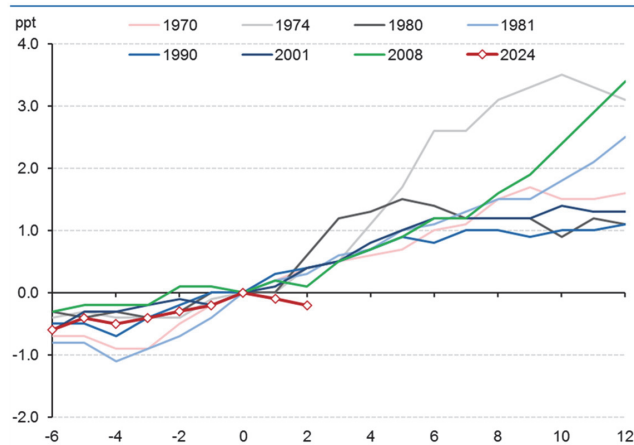
Note: 1\ On the x-axis, “0” is the month that Fed starts rate cutting cycle apart from GDP which refer to that quarter that Fed starting cutting rate. Sampling data since 1980 excl. 2019. Data are shown as average.

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



**แผนภาพที่ 32: ในอดีต อัตราการว่างงานมักปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังกฎของซาล์ม (Sahm Rule) ส่งสัญญาณเตือนว่าเศรษฐกิจสหรัฐ กำลังเข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งต่างกับวัฏจักรปัจจุบันที่อัตราการว่างงานปรับตัวลดลง**

Change in unemployment rate around the triggering of the Sahm rule <sup>1)</sup>



Sahm Triggered and recession date

Sahm rule Trigger*	Recession date	# of months lag
Nov-53	Aug-53	3
Oct-57	Sep-57	1
Oct-60	May-60	5
Mar-70	Jan-70	2
Jul-74	Jan-74	6
Feb-80	Jan-80	1
Nov-81	Aug-81	3
Oct-90	Aug-90	2
Jun-01	Apr-01	2
Feb-08	Jan-08	1
Jul-24	?	-
Median		2

Note: On the x-axis, "0" is the month that Sahm rule was triggered.

Selected periods are shown in line graph.

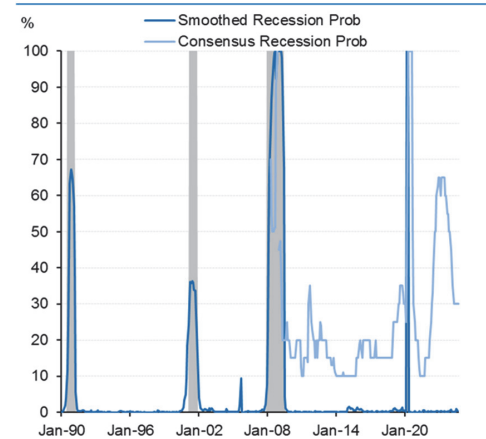
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 33: หนึ่งในเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจถดถอย ("Smoothed US Recession Probabilities") ซึ่งเป็นโมเดลที่คำนวณผ่านตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญๆ บ่งชี้ว่าโอกาสที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังมีไม่มาก ซึ่งสอดคล้องกับความเห็นของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่**

Selected economic indicators with time leads to recession <sup>1)</sup>

Indicators	Median Months to Recession	
Bank Lending Standards for C&I Loans	17	Turn detected 6 months or more before recession starts.
Industrial Production (%YoY)	14	
Yield Curve (10Y-2Y)	12	
Corporate Confidence	10	
Building Permits	10	
Real Retail Sales (%YoY)	9	
CB: Consumer Confidence	9	
New Home Sales	8	
U. of Michigan Consumer Expectations	7	
Leading Economic Indicators	7	
U. of Michigan Consumer Sentiment	7	Turn detected 1-5 months before recession starts.
Mfg. New Orders (Consumer Goods)	6	
Initial Jobless Claims	6	
Housing Starts	6	
Average Weekly Hours (Mfg.)	5	
S&P 500	5	
Real GDP (%YoY)	4	
3M Change in Private Payrolls	4	
Continuing Claims	3	
ISM Mfg. New Orders	3	
ISM Manufacturing	2	Turn detected after recession starts.
Real Retail Sales	1	
CAP-U	1	
Mfg. Inventory to Sales	0	
Core Capex Orders	-2	
Industrial Production	-2	
Loan Delinquency Rate (C&I Loans, %)	-3	

Recession probability: Smoothed & consensus 1-year ahead <sup>2)</sup>



Note: 1) Estimated by Deutsche Bank: red color = indicator has already turned, grey = indicator just started turning, green = indicator has shown no signs of turning yet. 2) Smoothed recession probabilities for the United States are obtained from a dynamic-factor Markov-switching model applied to four monthly coincident variables: non-farm payroll employment, the index of industrial production, real personal income excluding transfer payments, and real manufacturing and trade sales.

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

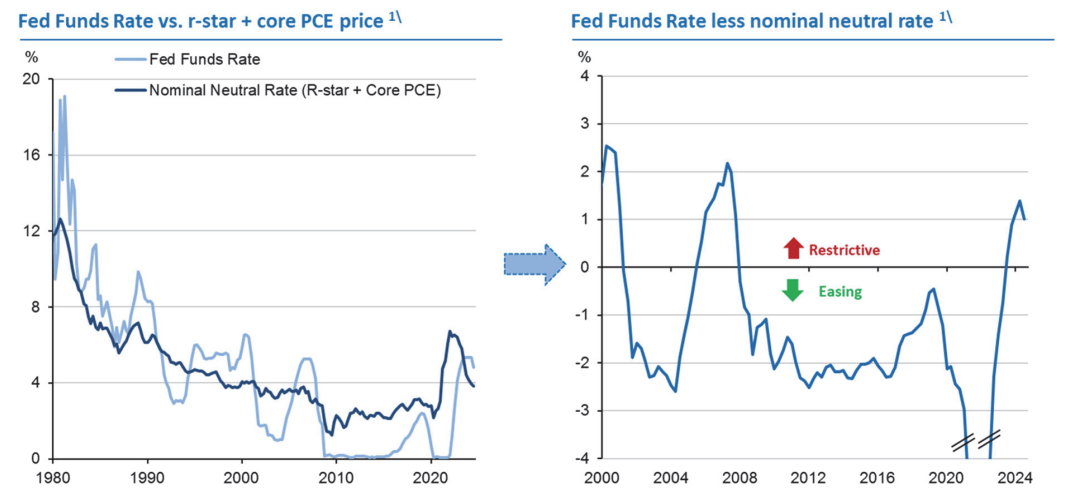
**เรามองว่า Fed จะหันกลับมาลดดอกเบี้ยนโยบายในอัตราปกติ (-25bps) ในการประชุมครั้งถัดไป**

เรามอง Fed จะหันกลับมาลดดอกเบี้ยนโยบายในอัตราปกติ (-25bps) ในการประชุมครั้งถัดไป จากอัตราว่างงานที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ Fed มองไว้ ณ สิ้นปีที่ 4.4% ขณะเดียวกัน เงินเพื่อพื้นฐานในช่วงที่ผ่านมาขยายตัวในลักษณะ Annualized basis สูงกว่าเป้าของ Fed ที่ 2% สะท้อนว่าเศรษฐกิจยังแข็งแกร่งและเงินเฟ้อยังเผชิญความเสี่ยงด้านสูงอยู่บ้าง ส่งผลให้ Fed ยังไม่มีความจำเป็นต้องรีบปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายกลับไปสู่ระดับที่เป็นกลาง (Neutral Rate) นอกจากนี้ นาย Jerome Powell ระบุว่า Fed มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไป อีกทั้งคณะกรรมการนโยบายทำนองอื่น ๆ ก็ได้สื่อสารไปในทิศทางเดียวกันว่า หากตัวเลขตลาดแรงงานไม่ได้อ่อนตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ Fed จะลดดอกเบี้ยในอัตราปกติ ขณะที่บางส่วนยังระบุว่าการจัดการกับเงินเฟ้อยังไม่จบ โดยสรุป การสื่อสาร

ของคณะกรรมการส่วนใหญ่สะท้อนว่าการดำเนินนโยบายการเงินในช่วงต่อจากนี้ ยังต้องมีความระมัดระวัง โดยหากรีบร้อนลดดอกเบี้ยเร็วเกินไปอาจส่งผลให้เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่การลดดอกเบี้ยที่ช้าเกินไปอาจส่งผลให้เศรษฐกิจอ่อนตัวลงเกินความจำเป็น

ในกรณีฐาน เรามองว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก -50bps ในปี 2024F (แบ่งเป็นลดครั้งละ -25bps ในการประชุมรอบเดือน พ.ย. และ ธ.ค.) ส่วนตลาด (สะท้อนผ่าน Fed Funds Futures) หลังจากรับรู้ตัวเลขเงินเฟ้อกับเครื่องชี้ตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งกว่าที่คาดการณ์ไว้ ก็ได้มีการปรับมุมมองเส้นทางการลดดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า โดยมอง Fed จะลดดอกเบี้ยอีก -50bps ในปี 2024F และลดอีก -100bps ในปี 2025F ซึ่งสอดคล้องกับค่ากลางของ Dot Plot ที่คณะกรรมการมองไว้ในการประชุมเดือน ก.ย. 🌐

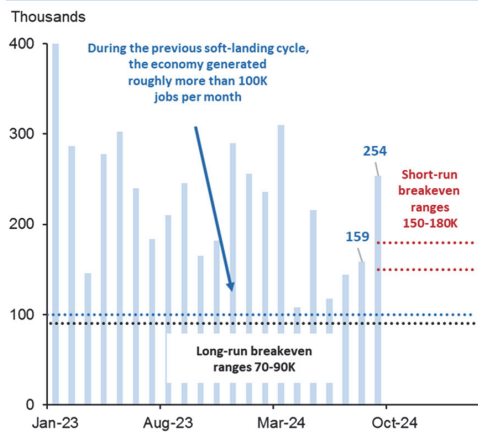
**แผนภาพที่ 34: เศรษฐกิจยังแข็งแกร่งและเงินเฟ้อยังเผชิญความเสี่ยงด้านสูงอยู่บ้าง ส่งผลให้ Fed ยังไม่มีความจำเป็นต้องรีบปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายกลับไปสู่ระดับที่เป็นกลาง (Neutral Rate)**



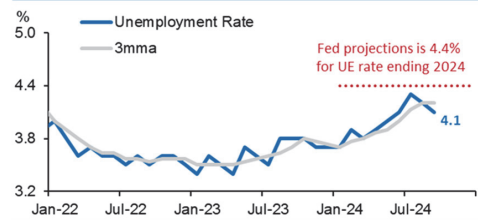
Note: 1\ For 3Q24, we assume the neutral rate (R\*) will remain the same as in 2Q24, with core PCE for 3Q24 derived from the consensus estimates.  
ที่มา: Bloomberg, New York Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 35: เครื่องชี้ตลาดแรงงานในเดือน ก.ย. ปรับดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

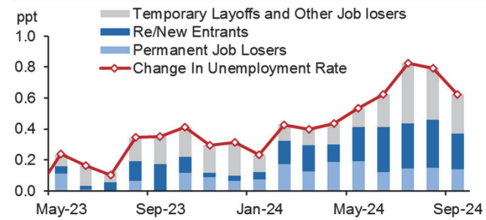
Monthly change in nonfarm payrolls



Unemployment rate



Change in unemployment rate since Apr 2023



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

แผนภาพที่ 36: นาย Jerome Powell ระบุว่า Fed มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไป อีกทั้งคณะกรรมการนโยบายท่านอื่นๆ ก็ได้สื่อสารไปในทิศทางเดียวกันว่า หากตัวเลขตลาดแรงงานไม่ได้อ่อนตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ Fed จะลดดอกเบี้ยในอัตราปกติ ขณะที่บางส่วนยังระบุว่าการจัดการกับเงินเฟ้อยังไม่จบ

Fed member statements since September meeting

Member	Date	Comments
Jerome Powell	18 Sep	I do not think that anyone should look at this and say, "Oh, this is the new pace".
Patrick Harker	20 Sep	The risks to the US labor market and inflation have come roughly into balance, but there's some risk inflation progress could stall.
Christopher Waller	20 Sep	If labor market data worsens, or if the inflation data continues to come in softer than what everybody was expecting, then you can see it going at a faster pace.
Raphael Bostic	23 Sep	Officials shouldn't commit to a cadence of outsized moves.
Neel Kashkari	23 Sep	As we go forward, I expect, on balance, we will probably take smaller steps unless the data changes materially.
Austan Goolsbee	23 Sep	It's just not realistic to wait until problems show up. If we want a soft landing, we can't be behind the curve.
Michelle Bowman	24 Sep	I continue to see greater risks to price stability, especially while the labor market continues to be near estimates of full employment.
Jerome Powell	30 Sep	The central bank will lower interest rates "over time" toward a more neutral stance. The economy remains in solid shape.
Tom Barkin	2 Oct	It remains difficult to say that the inflation battle has yet been won. There is still work to do on inflation.
Austan Goolsbee	4 Oct	Jobs number today, is a superb report, but central bank should not react too much to one month report.
Alberto Musalem	7 Oct	Given where the economy is today, I view the costs of easing too much too soon as greater than the costs of easing too little too late.

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

# เศรษฐกิจยุโรป

เข้าสู่ช่วงท้ายไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวอย่างชัดเจน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2024 หลังจากทั้งดัชนีในภาคบริการ (Service PMI) ทำระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน และดัชนีในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ทำระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติในการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เร้าและตลาดคาด ส่งผลให้ Deposit Facility Rate ปรับลงสู่ระดับ 3.25% โดยการปรับลดดอกเบี้ยในการประชุมครั้งนี้ เป็นผลจากข้อมูลเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงมากกว่าที่ ECB เคยประเมินไว้ ขณะที่การชะลอตัวของเงินเฟ้อยังเป็นไปได้อย่างต่อเนื่อง

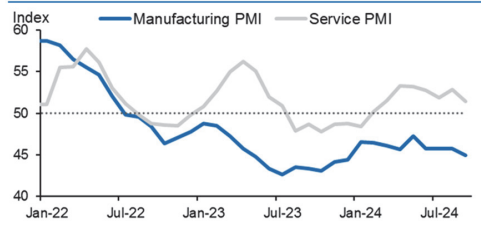
## เข้าสู่ช่วงท้ายไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวอย่างชัดเจน

เข้าสู่ช่วงท้ายไตรมาสที่สามของปี เครื่องชี้เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวอย่างชัดเจน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ก.ย. ปรับตัวลดลง -1.4 จุด เป็น 49.6 จุด ซึ่งเป็นการพลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2024 หลังจากทั้งดัชนีในภาคบริการ (Service PMI) ปรับลดลง -1.5 จุด เป็น 51.4 จุด ทำระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน และดัชนีในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.8 จุด เป็น 45.0 จุด ทำระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน อีกทั้งดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวยาวนานต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 27

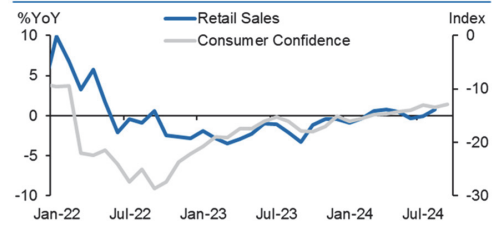
ด้านยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.2% MoM จาก 0.0% เดือนก่อน เท่ากับตลาดคาด ขณะที่หากเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกจะเร่งตัวขึ้นเป็น 0.8% YoY จาก -0.1% เดือนก่อน (ตลาดคาดที่ 1.0%) ด้านการขยายตัวของสินเชื่อครัวเรือน (Household Credit Growth) ในเดือน ส.ค. ขยายตัว 0.5% YoY จาก 0.4% ในเดือนก่อน ซึ่งขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่สินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporate Credit Growth) เร่งตัวขึ้นเป็น 0.4% จาก 0.2% เดือนก่อน โดยรวมแม้สินเชื่อภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจจะส่งสัญญาณฟื้นตัว แต่ก็ยังถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำเมื่อเทียบกับช่วงปี 2019 ที่สินเชื่อภาคครัวเรือนและธุรกิจขยายตัวเฉลี่ยราว 3.2% และ 2.9% ตามลำดับ

**แผนภาพที่ 37: เครื่องชี้เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวอย่างชัดเจน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2024 หลังจากทั้งดัชนีในภาคบริการ (Service PMI) ทำระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน และดัชนีในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ทำระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน**

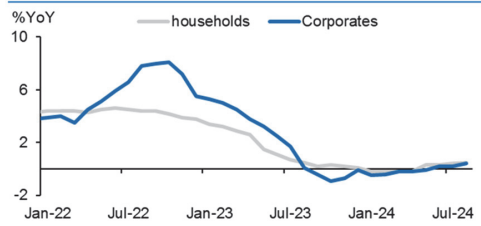
**Manufacturing vs. Services PMI**



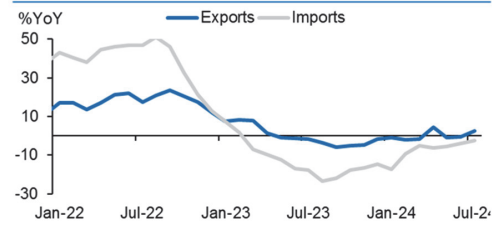
**Consumption**



**Credit growth**



**Trade**



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

**ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เราและตลาดคาด**

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เราและตลาดคาด ส่งผลให้ Deposit Facility Rate ปรับลงสู่ระดับ 3.25% โดยการปรับลดดอกเบี้ยในการประชุมครั้งนี้ เป็นผลจากข้อมูลเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงมากกว่าที่ ECB เคยประเมินไว้ ขณะที่การชะลอตัวของเงินเฟ้อยังเป็นไปได้อย่างต่อเนื่อง

คำแถลงของนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ในช่วงหลังการประชุม:

- ด้านเศรษฐกิจ: ข้อมูลที่ประกาศในช่วงที่ผ่านมาสะท้อนกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่อ่อนกว่าที่ ECB ได้ประเมินไว้หลายภาคส่วน อาทิ ภาคการผลิตยังไม่เห็นสัญญาณของการฟื้นตัว ขณะที่กิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนสำคัญก็เริ่มแผ่วลง ส่วนการลงทุนในที่อยู่อาศัยยังปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ด้านการส่งออกสินค้าก็อ่อนกำลังลง นอกจากนี้ นาง Lagarde ได้ระบุเพิ่มเติมว่า แม้รายได้ของครัวเรือนจะปรับเพิ่มขึ้น แต่กลับมีการบริโภคที่น้อยลง โดยสัดส่วนเงินออม (Saving Rate) ณ ไตรมาสที่ 2/2024 ยังค้างอยู่ในระดับสูงที่ 15.7% (vs. 12.9% ค่าเฉลี่ยก่อนโควิด) อย่างไรก็ตาม กระบวนการยัง

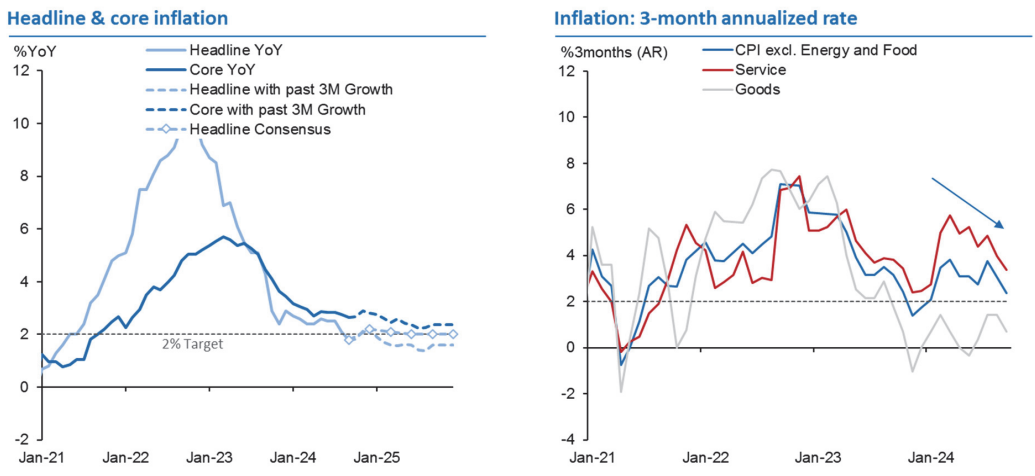
มองว่า เศรษฐกิจมีแนวโน้มปรับดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในระยะข้างหน้าจาก 1) ครัวเรือนจะกลับมาใช้หลังรายได้ที่แท้จริงเมื่อหักเงินเฟ้อกำลังปรับเพิ่มขึ้น 2) การปรับลดความตึงตัวของนโยบายการเงิน และ 3) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก

- ด้านเงินเฟ้อ: ข้อมูลเงินเฟ้อเดือน ก.ย. ชะลอตัวลงอย่างมีนัย จากผลของราคาในหมวดพลังงาน โดยทำระดับต่ำสุดตั้งแต่เดือน เม.ย. 2021 ขณะที่มาตรวัดแนวโน้มเงินเฟ้อ (Underlying Inflation) ที่ ECB ให้ความสำคัญต่างทรงตัวหรือปรับลดลง ทั้งนี้ นาง Lagarde ได้ระบุเพิ่มว่า แม้เงินเฟ้อมีแนวโน้มจะเร่งตัวขึ้นในช่วงปลายปี แต่จะมาจากผลของฐาน และเชื่อว่าเงินเฟ้อจะชะลอลงไปสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ในปีหน้า (เร็วขึ้นจากเดิมที่มองเงินเฟ้อจะกลับสู่เป้าหมายได้ในช่วงครึ่งหลังของปีหน้า)
- ด้านการประเมินความเสี่ยง: เศรษฐกิจยังคงเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำ (“The risks to economic growth remain tilted to the downside.”) โดยปัจจัยที่อาจทำให้เศรษฐกิจของยุโรปเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำได้แก่ ความเชื่อมั่นที่ต่ำลง จากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ หรือสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น อาจกระทบกับภาคการส่งออก

ในช่วงถาม-ตอบกับสื่อ: การให้สัมภาษณ์ของนาง Lagarde ยังเป็นไปอย่างระมัดระวังและไม่ผูกมัดทิศทางในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า โดยยังคงเน้นย้ำว่าจะยึดจากข้อมูลที่จะเข้ามาเป็นหลัก (Data-Dependent Approach) เพื่อกำหนดระดับดอกเบี้ยที่เหมาะสม ขณะที่ Lagarde ระบุเพิ่มเติมว่า เศรษฐกิจของยูโรโซนยังไม่ได้อ่อนแอถึงขนาดที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ส่วนแนวโน้มเงินเฟ้อยังเผชิญกับความเสถียรด้านต่ำมากกว่าด้านสูง

ในระยะข้างหน้า เรามองว่า ECB จะเดินหน้าปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งในการประชุมรอบเดือน ธ.ค. 2024 (ลดอีก 25bps) ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2024F จะอยู่ที่ 3.0% สำหรับ Deposit Facility Rate ขณะที่ในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 เรามอง ECB อาจปรับลดดอกเบี้ยได้ราว 1-2 ครั้ง (ครั้งละ 25bps) ขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อเป็นสำคัญ ขณะที่ตลาดการเงิน (OIS Spread) ให้น้ำหนักราว 50% ว่า ECB จะปรับลดดอกเบี้ยมากถึง 50bps ในการประชุมเดือน ธ.ค.

**แผนภาพที่ 38: การชะลอของเงินเฟ้อในยูโรโซนยังเป็นไปอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะเงินเฟ้อในภาคบริการเริ่มแสดงโมเมนตัมที่แผ่วลงชัดเจนมากขึ้น**



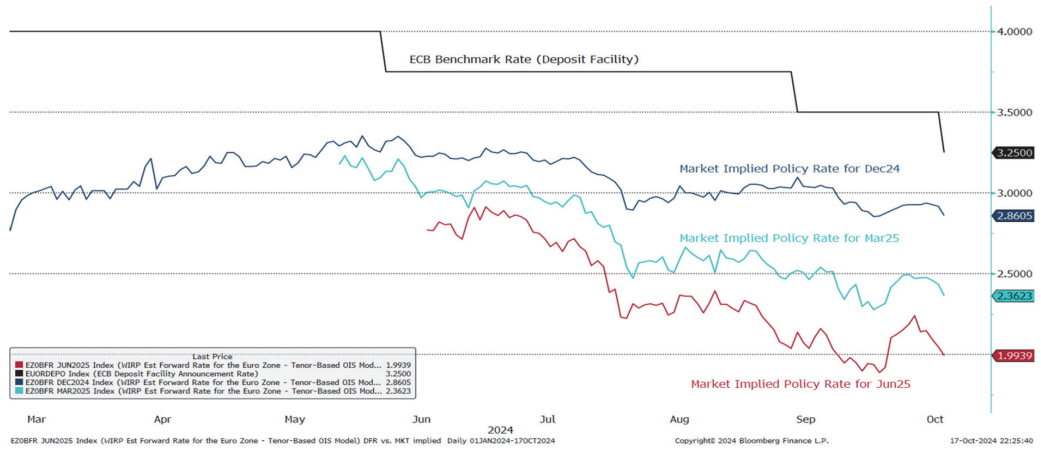
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 39: เรามอง ECB จะเดินหน้าปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งในเดือน ธ.ค. 2024 หลังการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เป็นไปได้ช้ากว่าที่ ECB ประเมินไว้ ขณะที่การชะลอของเงินเฟ้อยังเป็นไปอย่างต่อเนื่อง**

Scenario: "Gradual" rate reduction	Scenario: "Faster" rate reduction (our baseline call)
The ECB will reduce rates once per quarter (-25bps) until it reaches the terminal rate, which is perceived to be around ~2.0-2.5%.	The ECB will reduce rates by 25bps at each meeting this year, then may resume or switch to quarterly rate cuts next year until reaching terminal rate, which is perceived to be around ~2.0-2.5%.
<b>Rationale</b>	<b>Rationale</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Although sentiment and leading indicators point toward deterioration of economic activity, some officials have stressed that monetary policy alone can't solve structural weaknesses.</li> <li>Upside risk to oil price, specifically from conflict in the Middle East, is still high.</li> <li>Services inflation has proven to be quite sticky and persistent. Also, domestic inflation has remained high as wages grow at an elevated pace.</li> <li>If the ECB believes that headwinds are temporary and income growth will soon lead to strong domestic demand, it could hold off on rate cuts in favor of more data.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>While headline inflation in Sep dipped below 2% YoY, owing to favorable base effects of energy price, the MoM price change on core also slowed from the month prior (now around the year's low).</li> <li>Disinflation has been accelerating, strengthening President Lagarde's confidence that inflation will return to the target in a timely manner.</li> <li>Recent communications from many ECB officials have been more dovish as inflation is coming down fast while the outlook for economic growth is deteriorating.</li> <li>Suppressed survey indicators suggest that Europe's economic recovery is facing headwinds. Risk that the labor market may weaken from its healthy levels has also risen.</li> </ul>
<b>Risks to the "Gradual" scenario</b>	<b>Risks to the "Faster" scenario</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Overseas economic slowdown, e.g. if the US enters a recession, may cause the ECB to cut rates more quickly.</li> <li>Domestic economy slowdown, e.g. if Trump is re-elected, the impact of trade tariffs would ultimately hinder growth and cause the ECB to cut rates faster.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Severe recession in the United States. Eurozone entering a recession, potentially triggered by the escalation of Trump's (re-elected) trade war; could lead to a faster rate reduction.</li> <li>Further escalation in the Middle East, leading to a spike in oil prices, may result in a slower rate reduction.</li> </ul>

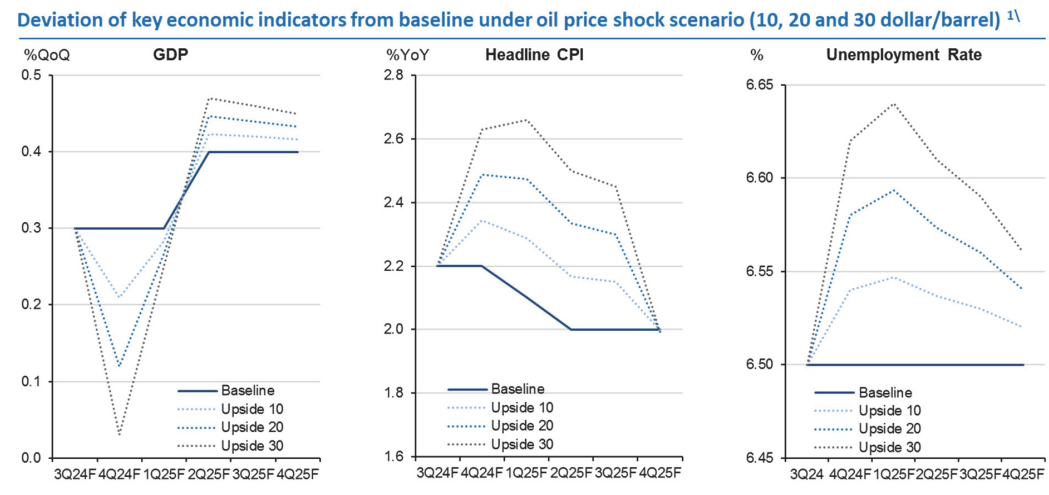
ที่มา: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 40: ตลาดการเงิน (OIS Spread) ให้นำหน้ากรราว 50% ว่า ECB จะปรับลดดอกเบี้ยมากถึง 50bps ในการประชุมเดือน ธ.ค.**



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

**แผนภาพที่ 41: จับตาความตึงเครียดในตะวันออกกลาง โดยหากราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัย จะส่งผลต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ (Downside Risks) ขณะที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มพุ่งสูงขึ้น (Upside Risks)**



Note: 1\ Baseline figures derived from Bloomberg consensus. Different scenarios are calculated from Bloomberg SHOK model.  
 ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ในเดือน ก.ย. เช่นเดียวกับดัชนีในภาคบริการที่ปรับลดลง ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเร่งตัวขึ้นและออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด โดยทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในเดือน ก.ย. ผ่านการผ่อนคลายนโยบายการเงิน การผ่อนคลายในภาคอสังหาริมทรัพย์ การสนับสนุนตลาดหุ้น และการสนับสนุนสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตาม การผ่อนคลายนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอที่จะทำให้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจหรือการบริโภคในประเทศปรับดีขึ้น เนื่องจากประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในปัจจุบันเริ่มปรับลดลง ดังนั้น นโยบายการคลังจะมีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยล่าสุด ทางการจีนได้ส่งสัญญาณว่าจะเพิ่มรายจ่ายทางการคลัง (Fiscal spending) ในช่วงที่เหลือของปี ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนมี upside มากขึ้น

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 เช่นเดียวกับดัชนีในภาคบริการที่ปรับลดลง ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเร่งตัวขึ้นและออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Official Manufacturing PMI) ในเดือน ก.ย. อยู่ที่ระดับ 49.8 ปรับเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ระดับ 49.1 และสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 49.4 โดยภาคการผลิตของจีนยังคงหดตัวเป็นเดือนที่ 5 ติดต่อกัน แม้เริ่มปรับดีขึ้นจากกิจกรรมการผลิตที่เร่งตัวขึ้น ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-Manufacturing PMI) อยู่ที่ระดับ 50.0 ปรับลดลงจากเดือนก่อนที่ระดับ 50.3 และต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 50.4 โดยถือเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 21 เดือน เนื่องจากอุปสงค์ในภาคบริการอ่อนแอลง ซึ่งดัชนีในภาคบริการ (Service PMI) ปรับลดลงสู่ระดับ 49.9 เข้าสู่ภาวะหดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2023 ขณะที่ดัชนีในภาคการก่อสร้าง (Construction PMI) ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ระดับ 50.7 จากระดับ 50.6 ในเดือนก่อน

ตัวชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ของเดือน ก.ย. ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดไว้ โดยดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรม

(Industrial production) ขยายตัว 5.4% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 4.6% และเร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนหน้าที่ขยายตัว 4.5%

ด้านดัชนียอดค้าปลีก (Retail sales) ขยายตัว 3.2% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 2.5% และเร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนหน้าที่ขยายตัว 2.1% โดยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากมาตรการ Trade-in program ของภาครัฐที่สนับสนุนให้ผู้บริโภคซื้อสินค้าคงทน สะท้อนจากยอดขายเครื่องใช้ในบ้าน (Home appliances) ที่เร่งตัวขึ้น 21% YoY ในเดือน ก.ย. จาก 3% ในเดือน ส.ค.

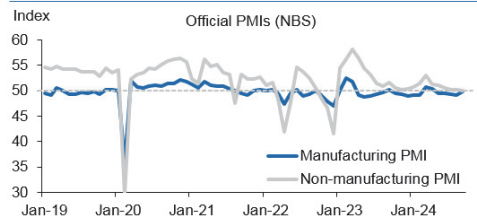
ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed asset investment) ในช่วงเดือน ม.ค. - ก.ย. ขยายตัว 3.4% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 3.3% อย่างไรก็ตาม การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property investment) ยังคงหดตัวต่อเนื่อง โดยการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเดือน ม.ค. - ก.ย. หดตัว -10.1% YoY

ทั้งนี้ ยอดการส่งออกชะลอตัวลงสู่ 2.4% YoY ในเดือน ก.ย. จากระดับ 8.7% ในเดือนก่อน ขณะที่การนำเข้าชะลอตัวลงสู่ 0.3% YoY จากระดับ 0.5% ในเดือนก่อน

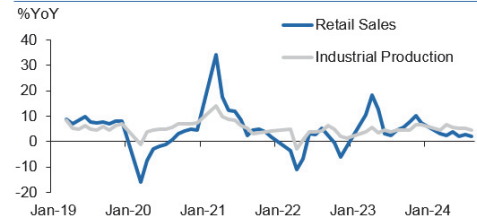


**แผนที่ภาพ 42: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 เช่นเดียวกับดัชนีในภาคบริการที่ปรับลดลง ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเร่งตัวขึ้นและออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด**

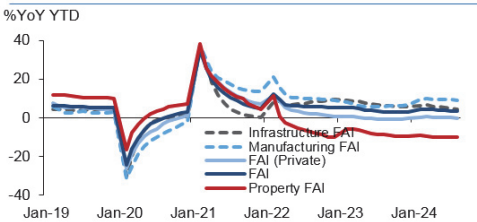
**Manufacturing vs. Non-manufacturing PMIs**



**Economic activity**



**Fixed asset investment**



**Trade**



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

**ทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหญ่ในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา**

ในวันที่ 24 ก.ย. 2024 ธนาคารกลางจีน (PBOC) พร้อมด้วยสำนักงานกำกับดูแลการเงินแห่งชาติ (NFRA) และคณะกรรมการกำกับดูแลหลักทรัพย์แห่งประเทศจีน (CSRC) ได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมผ่านการผ่อนคลายนโยบายการเงิน การผ่อนคลายในภาคอสังหาริมทรัพย์ การสนับสนุนตลาดหุ้น และการสนับสนุนสถาบันการเงิน ดังนี้

- ปรับลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น 7-day reverse repo ลง 0.2% จาก 1.7% เหลือ 1.5% ซึ่งจะนำไปสู่การลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ระยะ 1 ปี ลง 0.3% และลด Loan prime rates (LPR) ลง 0.2-0.25%
- ปรับลดอัตราส่วนเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลง 0.5% เพิ่มสภาพคล่องเข้าสู่ระบบ 1 ล้านล้านหยวน และส่งสัญญาณว่าอาจปรับลด RRR เพิ่มเติมอีก 0.25 – 0.5% ภายในปีนี้
- ปรับลดอัตราส่วนเงินดาวน์ขั้นต่ำสำหรับบ้านหลังที่สองลง จาก 25% เหลือ 15% เท่ากับบ้านหลังแรก
- ปรับลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัย (Existing mortgage rates) ลงเฉลี่ย 0.5% ซึ่งจะช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่าย

ต่อปีของลูกหนี้ได้ 150 พันล้านหยวน และมีผู้ได้ประโยชน์จำนวน 150 ล้านคน

- เพิ่มระดับการสนับสนุนเงินทุนจากเดิม 60% เป็น 100% ของเงินต้น สำหรับให้รัฐวิสาหกิจท้องถิ่นกู้เพื่อซื้อบ้านค้างสต็อกในโครงการ Relending program วงเงิน 3 แสนล้านหยวนที่เคยประกาศในเดือน พ.ค. นอกจากนี้ ยังมีแผนใช้ Relending facility สำหรับสนับสนุนการซื้อที่ดินจากบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
- ตั้งวงเงินจำนวน 800 พันล้านหยวนสำหรับมาตรการสนับสนุนตลาดหุ้น ประกอบด้วย 1) เงินทุนจำนวน 500 พันล้านหยวน สำหรับให้กองทุน บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทประกันภัย นำทรัพย์สินค้ำประกันมาแลกเปลี่ยนสภาพคล่องจาก PBOC ในการเข้าซื้อหุ้น 2) เงินทุนจำนวน 300 พันล้านหยวน สำหรับบริษัทจดทะเบียนและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพื่อซื้อหุ้นคืนหรือเพิ่มสัดส่วนการถือครองหุ้น นอกจากนี้ ยังมีแผนจัดตั้งกองทุนเพื่อความมั่นคงของตลาดหุ้น
- อัปเดตสภาพคล่องเพื่อเพิ่มทุนให้สถาบันการเงินของรัฐจำนวน 6 แห่ง

การจัดแถลงข่าวและประกาศมาตรการจำนวนมากออกมาพร้อมกันถือเป็น Positive surprise ที่สะท้อนว่าทางการจีนให้ความสำคัญสำคัญกับการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยคาดว่ามาตรการดังกล่าวจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน แม้ว่าผลบวกต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปีนี้อาจยังมีไม่มาก เนื่องจากต้องใช้ระยะเวลาในการส่งผ่านนโยบาย แต่ถือเป็น Upside ต่อเศรษฐกิจจีน และช่วยเพิ่ม

โอกาสที่จีนสามารถจะเติบโตได้ตามเป้าที่ราว 5% ในปีนี้ อย่างไรก็ตามก็ดี เรามองว่านโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวอาจไม่สามารถทำให้เกิดการฟื้นตัวในกิจกรรมทางเศรษฐกิจหรือการบริโภคได้มากนัก เนื่องจากปัญหาสำคัญของเศรษฐกิจจีนได้แก่การบริโภคและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่อ่อนแอ จากภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังหดตัวต่อเนื่องและจากความกังวลด้านรายได้ของประชาชน

#### แผนที่ภาพ 43: ทางการจีนได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหญ่ในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา

##### Stimulus package announced on 24 Sep

	Details
<b>Monetary policy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A 20bps reduction of 7-day reverse repo rate, from 1.7% to 1.5%</li> <li>- A 50bps cut to banks' required reserve ratio (RRR), which will free up about CNY 1 trillion</li> </ul>
<b>Housing market</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Lowered the minimum downpayment ratio for second homes from 25% to 15%, the same ratio for first homes</li> <li>- Lowered existing mortgage rates by around 50bps on average, which will save RMB150bn in annual interest payments for homeowners</li> <li>- The PBOC will now provide 100% of the funding for banks to extend loans via the property destocking scheme, up from 60% previously.</li> <li>- New relending facility to support firms buying of land from developers</li> </ul>
<b>Stock market</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- RMB500bn swap facility allowing securities firms, funds, and insurance companies to access liquidity from the central bank to buy equities</li> <li>- RMB300bn relending facility for listed companies and major shareholders to buy back shares and increase their holdings.</li> </ul>
<b>Bank capital injection</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inject RMB1 trillion of capital into top banks to strengthen their capital to support growth</li> </ul>

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

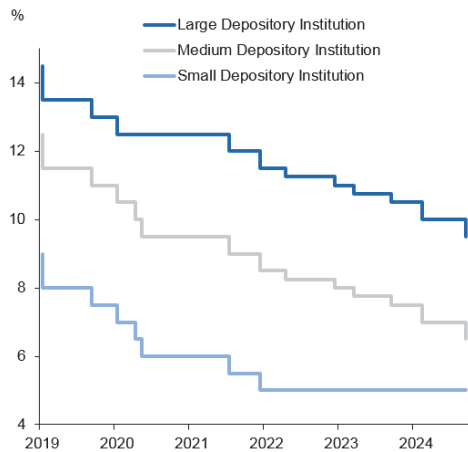
แม้การปรับลดอัตราส่วนเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลง 0.5% จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องเข้าสู่ระบบ 1 ล้านล้านหยวน แต่การขยายตัวของสินเชื่อ (Credit growth) อาจไม่ได้เพิ่มขึ้นมาก เนื่องจากความต้องการสินเชื่อยังอยู่ในระดับต่ำ

PBOC ได้ปรับลด RRR ลง 0.5% ซึ่งเป็นการเพิ่มสภาพคล่องเข้าสู่ระบบราว 1 ล้านล้านหยวน เพื่อให้สถาบันการเงินมีสภาพคล่องสำหรับปล่อยสินเชื่อและซื้อพันธบัตรรัฐบาลได้มากขึ้น

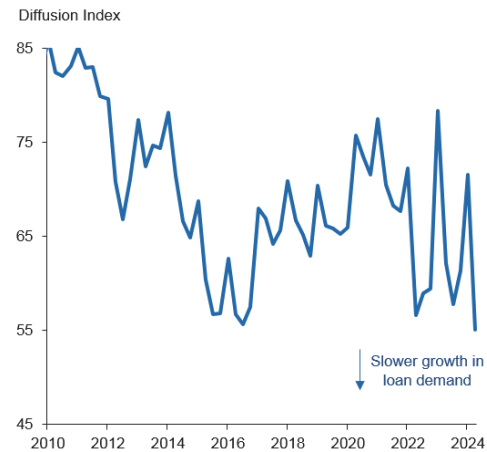
ซึ่งการลด RRR จะช่วยลดแรงกดดันต่อความสามารถในการทำกำไรของสถาบันการเงิน อย่างไรก็ตามก็ดี สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นอาจไม่สามารถทำให้การขยายตัวของสินเชื่อ (Credit growth) เพิ่มขึ้นมากเนื่องจากความต้องการสินเชื่อยังอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง โดยความต้องการสินเชื่ออาจได้รับแรงหนุนเพียงเล็กน้อยจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ PBOC

**แผนที่ภาพ 44: สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นจากการลด RRR อาจไม่สามารถทำให้การขยายตัวของสินเชื่อ (Credit growth) เพิ่มขึ้นมากเนื่องจากความต้องการสินเชื่อยังอยู่ในระดับต่ำ**

**Required Reserve Ratio (RRR)**



**PBOC Banking Survey - Loan Demand**



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

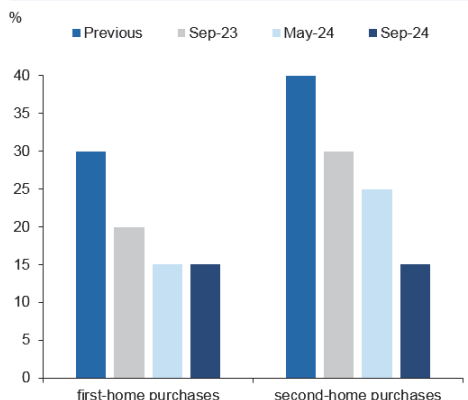
**การผ่อนคลายข้อกำหนดในการซื้อบ้านอาจส่งผลให้ยอดขายปรับตัวขึ้นในระยะสั้น**

ทางการเงินและทางรัฐบาลท้องถิ่นต่าง ๆ ได้ประกาศผ่อนปรนข้อกำหนดในการซื้อบ้านมาต่อเนื่องตั้งแต่ปีก่อน ซึ่งมักส่งผลให้ยอดขายบ้านปรับตัวขึ้นในระยะ 1-2 เดือนหลังการประกาศมาตรการ โดยการผ่อนคลายข้อกำหนดเพิ่มเติมส่งผลดีต่อ Pent-up demand แต่ไม่สามารถทำให้ยอดขายบ้านปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างยั่งยืน เนื่องจากความเชื่อมั่นของผู้ซื้อบ้านยังคงอยู่ในระดับต่ำตามราคาบ้านที่ยังลดลงต่อเนื่อง ประกอบกับประชาชนยังมีความกังวลด้านรายได้

และแนวโน้มเศรษฐกิจในอนาคต ส่งผลให้ประชาชนลดการก่อหนี้ใหม่ ซึ่งเป็นข้อจำกัดสำคัญของอุปสงค์ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ โดยแม้ทางการเงินจะออกมาตรึงการฟุ้งงาคอสังหาริมทรัพย์มาจำนวนมาก แต่กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังไม่มีสัญญาณการฟื้นตัว โดยเรามองว่าภาคอสังหาริมทรัพย์จะฟื้นตัวได้อย่างยั่งยืนเมื่อราคาบ้านเริ่มทรงตัว และอุปทานบ้านคงค้างเริ่มปรับลดลงอย่างชัดเจน ตลอดจนประชาชนเริ่มมีความเชื่อมั่นต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและรายได้ในอนาคตมากขึ้น

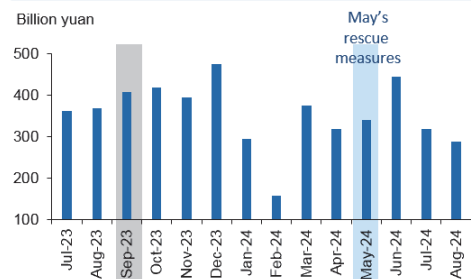
**แผนที่ภาพ 45: การผ่อนคลายข้อกำหนดในการซื้อบ้านมักส่งผลให้ยอดขายปรับตัวขึ้นแค่ในระยะสั้น**

**China's minimum downpayment ratio**



Despite easing of homebuying restrictions, a sustainable rebound could be hindered by structural impediments from unfinished homes, weakening outlook for home prices and employment and a decreasing population.

**50-city home sales value**



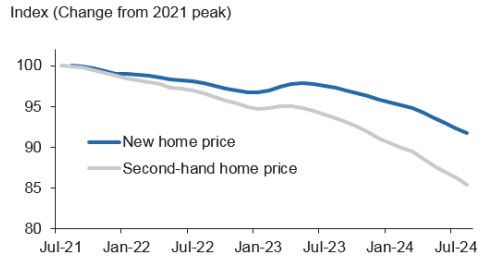
**Average hiring salaries in 38 major cities**



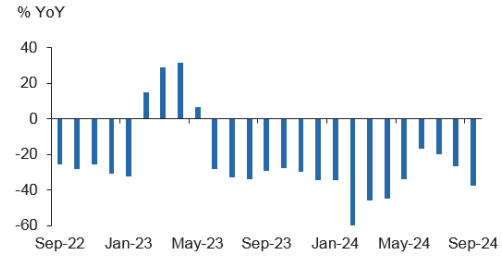
ที่มา: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนที่ภาพ 46: แม้ทางการเงินจะออกมาตรการผ่อนคลายอสังหาริมทรัพย์มาจำนวนมาก แต่กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังไม่มีสัญญาณการฟื้นตัว**

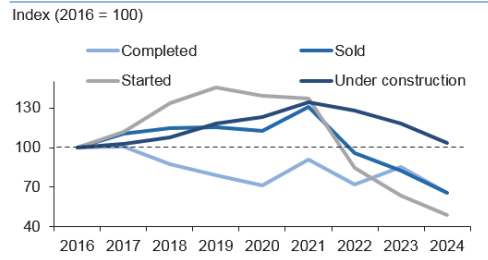
**China: Home Price Change in 70 Cities**



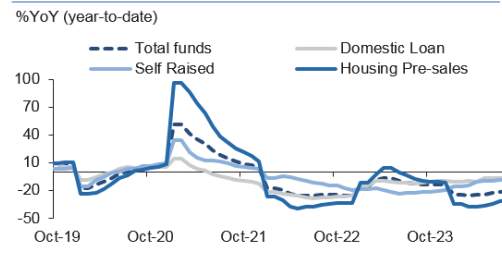
**New home sales of the 100 biggest real estate firms**



**Housing market activities: Floor space (Residential)**



**Property developer fund growth sources**



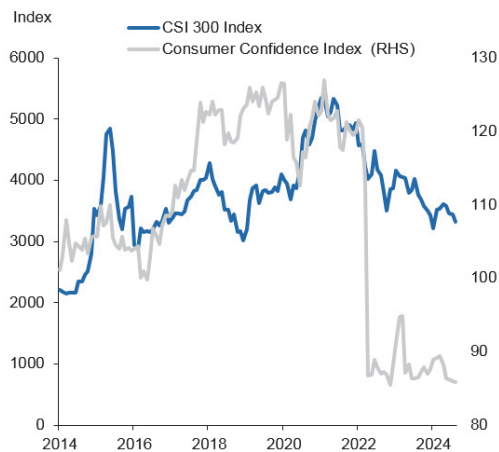
ที่มา: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การประกาศมาตรการสนับสนุนตลาดหุ้นช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่ตลาด แต่อาจไม่สามารถทำให้การบริโภคฟื้นตัวได้มากนัก การประกาศมาตรการสนับสนุนตลาดหุ้นของ PBOC ช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนปรับดีขึ้นและช่วยหยุดการ sell-off ในตลาดหุ้นได้ แต่อาจไม่สามารถทำให้การบริโภคของครัวเรือนจีน

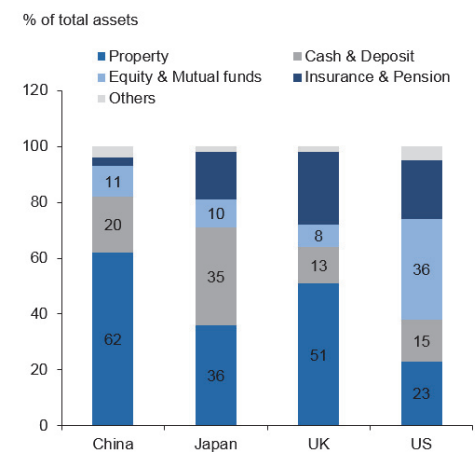
กลับมาดีขึ้นได้มากนัก เนื่องจากความมั่งคั่งของครัวเรือนจีนส่วนใหญ่ไม่ได้อยู่ในตลาดหุ้น (สินทรัพย์ของครัวเรือนจีนอยู่ในตลาดหุ้นเพียง 11% ของสินทรัพย์รวม) แต่อยู่ในอสังหาริมทรัพย์ที่ราคายังปรับลดลงต่อเนื่อง ซึ่งยังคงกดดันความเชื่อมั่นของผู้บริโภค

**แผนที่ภาพ 47: สินทรัพย์ของครัวเรือนจีนอยู่ในตลาดหุ้นเพียง 11% ของสินทรัพย์รวม ขณะที่อยู่ในอสังหาริมทรัพย์ราว 60%**

**CSI 300 index and consumer confidence index**



**Composition of household total assets**



With the bulk of household wealth in property, where price declines are accelerating, better stock market performance alone is unlikely to drive a rebound in consumption.

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

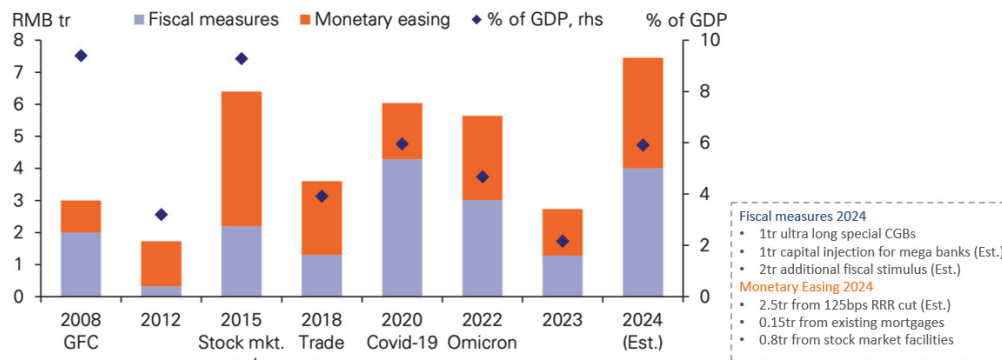
**มาตรการทางการคลังจะมีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจจีน**

การผ่อนคลายนโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอที่จะทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจหรือการบริโภคในประเทศปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากประสิทธิภาพของนโยบายการเงินในปัจจุบันเริ่มปรับลดลง ดังนั้น นโยบายการคลังจะมีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจจีน โดยล่าสุด ทางการจีนเริ่มให้ความสำคัญกับการเพิ่มมาตรการทางการคลังเพื่อสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ สะท้อนจากการประชุม Politburo ในวันที่ 26 ก.ย. 2024 ทางการจีนได้ส่งสัญญาณว่าจะเพิ่มรายจ่ายทางการคลัง (Fiscal spending) เพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจ โดยให้คำมั่นว่าจะพยายามบรรลุเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ราว 5% ในปีนี้ โดยจะหามาตรการเพื่อหยุดการทรุดตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ รวมถึง

ถึงจะกระตุ้นการบริโภค และเพิ่มรายได้ให้แก่กลุ่มคนชั้นกลาง และรายได้น้อย นอกจากนี้ การแถลงข่าวจากทางการจีนในเดือน ต.ค. ได้ส่งสัญญาณว่ารัฐบาลยังสามารถก่อหนี้เพิ่มได้อีกมากและสามารถเพิ่มการขาดดุลทางการคลังได้ ตลอดจนยังมีเม็ดเงินจากการออกพันธบัตรรัฐบาลเหลืออีกจำนวนมากสำหรับใช้บรรเทาภาระหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นและส่งเสริมการลงทุนในช่วงที่เหลือของปี ทั้งนี้ ตลาดยังรอดูความชัดเจนเรื่องวงเงินเพิ่มเติมในการประชุม NPC Standing Committee ซึ่งเป็นคณะที่กำกับดูแลการกู้ยืมของรัฐบาลที่คาดว่าจะมีการอนุมัติงบประมาณเพิ่มเติมเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงต้นเดือน พ.ย. นี้ โดยปี 2024 ถือเป็นหนึ่งในปีที่ทางการจีนได้ประกาศมาตรการผ่อนคลายทางการเงินและการคลังเพิ่มเติมมากที่สุด

**แผนที่ภาพ 48: ปี 2024 ถือเป็นหนึ่งในปีที่ทางการจีนได้ประกาศมาตรการผ่อนคลายทางการเงินและการคลังเพิ่มเติมมากที่สุด**

**China's stimulus packages**



Note: (1) Size of fiscal stimulus is calculated on a calendar year basis, including the change in fiscal deficit and off-budget measures (such as PSL). It does not include LGFVs activities owing to measurement difficulties. (2) Size of monetary easing is calculated as liquidity injection through RRR cuts, plus lending through PBOC structural facilities. It does not include policy rate cuts or OMO/MLF operations.

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

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ด้านยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับดีขึ้น ขณะที่การส่งออกพลิกหดตัว โดยในวันที่ 27 ต.ค. นี้ พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่นภายใต้การนำของ นาย Shigeru Ishiba หัวหน้าพรรค LDP คนใหม่ จะจัดการเลือกตั้งทั่วไป (General election) ซึ่งพรรค LDP ยังมีแนวโน้มได้รับชัยชนะต่อเนื่อง โดยจากการสื่อสารล่าสุดของนาย Shigeru Ishiba สะท้อนว่าภาพรวมนโยบายต่าง ๆ ยังใกล้เคียงกับของนายกรัฐมนตรีท่านเดิม และนาย Shigeru Ishiba ได้สั่งการให้คณะรัฐมนตรีจัดทำมาตรการทางเศรษฐกิจ (Economic package) เพิ่มเติม เพื่อบรรเทาปัญหาค่าครองชีพของประชาชน สนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจและฟื้นฟูเศรษฐกิจภูมิภาค ตลอดจนรักษาความปลอดภัยและความมั่นคงให้แก่ประชากรญี่ปุ่น ซึ่งคาดว่าจะมีการอนุมัติงบประมาณเพิ่มเติมได้ภายในเดือน ธ.ค. ด้านนโยบายการเงิน แม้มีการเปลี่ยนคณะรัฐมนตรีใหม่ แต่คาดว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อกรอบการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ โดยคาดว่าจะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปอาจเกิดขึ้นในเดือน ม.ค. หรืออย่างเร็วในเดือน ธ.ค. นี้ โดย BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายปีละ 2 ครั้ง ไปสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงไตรมาส 1 ของปี 2026

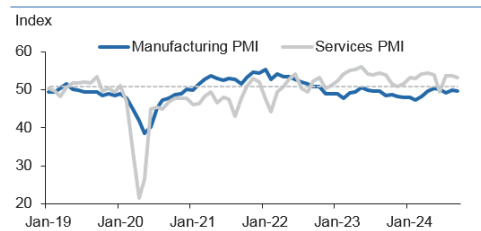
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ด้านยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับดีขึ้น ขณะที่การส่งออกพลิกหดตัว

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.ย. ปรับลดลงเล็กน้อยสู่ระดับ 49.7 จุด จากระดับ 49.8 จุดในเดือน ส.ค. ตามการผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับลดลง ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ปรับ

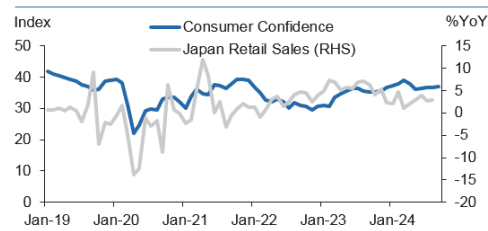
ลดลงสู่ระดับ 53.1 จุด จากระดับ 53.7 จุด ในเดือน ส.ค. ด้านยอดค้าปลีกปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในเดือน ส.ค. สู่ระดับ 2.8% YoY (vs. 2.7% ในเดือนก่อน) ด้านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 36.9 จุด (vs. 36.7 ในเดือนก่อน) ด้านการค้าระหว่างประเทศ ยอดการส่งออกในเดือน ก.ย. พลิกหดตัว -1.7% YoY (vs. +5.6% ในเดือนก่อน) ขณะที่ยอดการนำเข้าชะลอลงสู่ระดับ 2.1% YoY (vs. 2.3% ในเดือนก่อน)

แผนที่ภาพ 49: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ด้านยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับดีขึ้น ขณะที่การส่งออกพลิกหดตัว

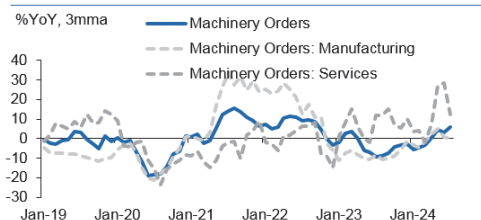
### Manufacturing vs. Services PMI



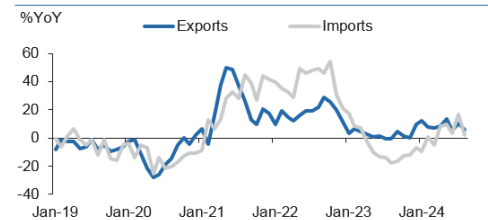
### Retail sales



### Investment



### Trade



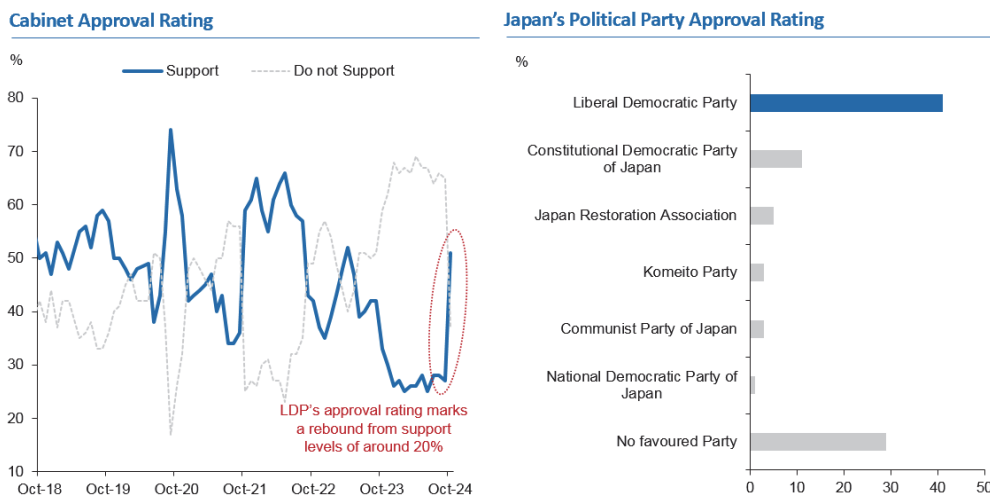
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่น จะจัดการเลือกตั้งในวันที่ 27 ต.ค. นี้**

นาย Shigeru Ishiba ชนะการคัดเลือกผู้นำพรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลของญี่ปุ่นเมื่อวันที่ 27 ก.ย. ที่ผ่านมา โดยหลังจากที่ได้ตัวผู้นำพรรคคนใหม่ คะแนนนิยม (Approval rating) ของพรรค LDP ได้กลับมาปรับสูงขึ้น

นาย Shigeru Ishiba จึงได้ประกาศยุบสภา และกำหนดวันจัดเลือกตั้ง (General election) เป็นวันที่ 27 ต.ค. นี้ ซึ่งพรรค LDP มีแนวโน้มได้รับชัยชนะจากการเลือกตั้งดังกล่าว เนื่องจากคะแนนนิยมของพรรค LDP ยังสูงกว่าคะแนนนิยมของพรรคคู่แข่งอยู่มาก

**แผนที่ภาพ 50: พรรค LDP มีแนวโน้มได้รับชัยชนะจากการเลือกตั้งดังกล่าว เนื่องจากคะแนนนิยมของพรรค LDP ยังสูงกว่าคะแนนนิยมของพรรคคู่แข่งอยู่มาก**



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

**แม้ นาย Shigeru Ishiba จะมีมุมมองด้านนโยบายการเงินและนโยบายการคลังที่ตึงตัว แต่จากการสื่อสารล่าสุดสะท้อนว่าภาพรวมนโยบายต่าง ๆ ยังใกล้เคียงกับของนายกรัฐมนตรีท่านเดิม**

แม้ นาย Shigeru Ishiba เคยมีมุมมองในด้านนโยบายการเงินและนโยบายการคลังที่ตึงตัว โดยก่อนหน้านี้ เคยออกมาสนับสนุนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) รวมถึงเคยพูดถึงการปรับขึ้นภาษีต่าง ๆ เช่น ภาษี

รายได้จากการลงทุน ภาษีธุรกิจ และภาษีการบริโภค แต่จากการสื่อสารล่าสุด นาย Shigeru Ishiba แสดงการสนับสนุนการยุติภาวะเงินเฟ้อ การปรับขึ้นค่าจ้าง การฟื้นฟูเศรษฐกิจภูมิภาค และการส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอุปสงค์ในประเทศ ซึ่งสอดคล้องกับนโยบายของนายกรัฐมนตรีท่านเดิม ดังนั้น แม้มีการเปลี่ยนตัวคณะรัฐมนตรี แต่นโยบายต่าง ๆ ของพรรค LDP ยังมีแนวโน้มเป็นไปตามเดิม

**แผนที่ภาพ 51: นาย Shigeru Ishiba มีมุมมองด้านนโยบายการเงินและนโยบายการคลังที่ตึงตัว**

**Mr. Ishiba's main policy stances**

	Details on stances
<b>Economic Policy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Conduct economic and fiscal policies with prioritization of exiting deflation</li> <li>- Promote regional revitalization</li> <li>- Shift to a domestic demand-led economy</li> </ul>
<b>Fiscal Policy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Maintain a certain level of fiscal discipline</li> <li>- Strengthen taxation</li> </ul>
<b>Monetary Policy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Support monetary policy normalization</li> <li>- Favor yen depreciation.</li> </ul>
<b>Environment and Energy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reduce nuclear power plants to zero.</li> <li>- Restarting nuclear power plants is permissible if safety is ensured, but no construction of new plants</li> </ul>
<b>Diplomacy and Security</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Strengthen trust between Japan and the US, create an Asian version of NATO</li> <li>- Enhance disaster prevention</li> </ul>



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

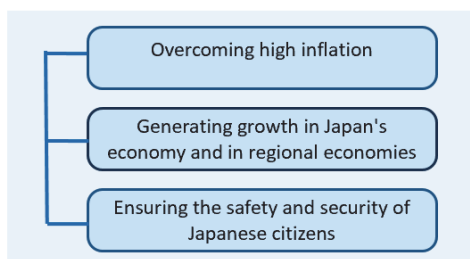
รัฐบาลญี่ปุ่นกำลังเตรียมออกมาตรการทางเศรษฐกิจ (Economic package) เพิ่มเติมภายในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยคาดว่าจะใกล้เคียงกับมาตรการส่วนใหญ่จะใกล้เคียงกับมาตรการในปีก่อนหน้า

นาย Shigeru Ishiba ได้สั่งการให้คณะรัฐมนตรีจัดทำมาตรการทางเศรษฐกิจ (Economic package) เพิ่มเติม เพื่อบรรเทาปัญหาค่าครองชีพของประชาชน สนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจและฟื้นฟูเศรษฐกิจภูมิภาค ตลอดจนรักษาความ

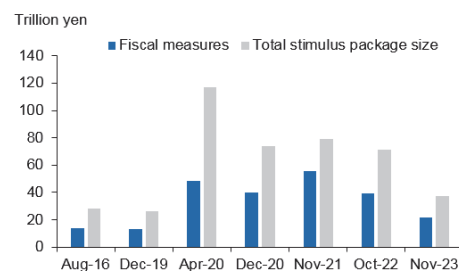
ปลอดภัยและความมั่นคงให้แก่ประชาชนญี่ปุ่น โดยคาดว่าจะรูปแบบของมาตรการส่วนใหญ่มีแนวโน้มใกล้เคียงกับมาตรการในปีก่อนหน้า ซึ่งเน้นที่การบรรเทาปัญหาค่าครองชีพให้แก่ประชาชน และอาจมีการแจกเงินให้แก่กลุ่มคนรายได้น้อย โดยคณะรัฐมนตรีมีแนวโน้มอนุมัติมาตรการดังกล่าวในช่วงกลางเดือน พ.ย. และผ่านร่างงบประมาณเพิ่มเติมภายในเดือน ธ.ค.

**แผนที่ภาพ 52: รัฐบาลญี่ปุ่นกำลังเตรียมออกมาตรการทางเศรษฐกิจ (Economic package) เพิ่มเติมภายในช่วงที่เหลือของปีนี้**

**Three pillars of the new economic package**



**Size of past economic packages**



**Last year's economic package (November 2023)**

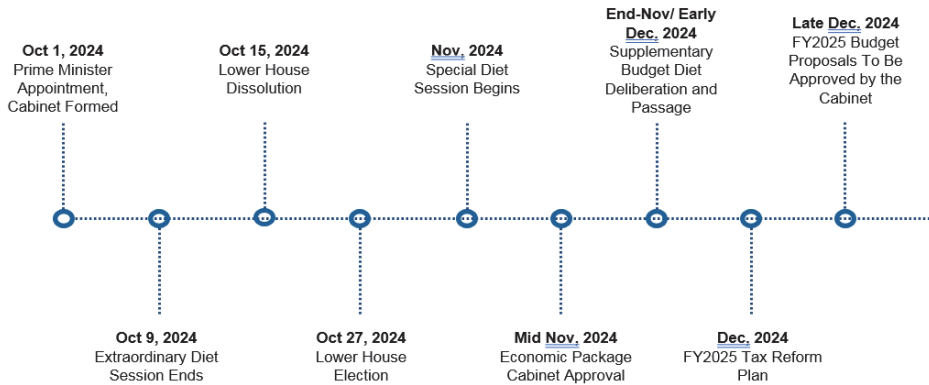
	Total size (Trillion yen)
Inflation related measures	12.8
Sustained wage growth & regional economy support measures	9.1
Domestic investment promotion measures	7.5
Changing social environment measures	1.7
Disaster prevention, strengthening infrastructure, national security	6.3

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



**แผนที่ภาพ 53: คณะรัฐมนตรีมีแนวโน้มอนุมัติมาตรการดังกล่าวในช่วงกลางเดือน พ.ย. และผ่านร่างงบประมาณเพิ่มเติมภายในเดือน ธ.ค.**

**Japan's main political events**



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

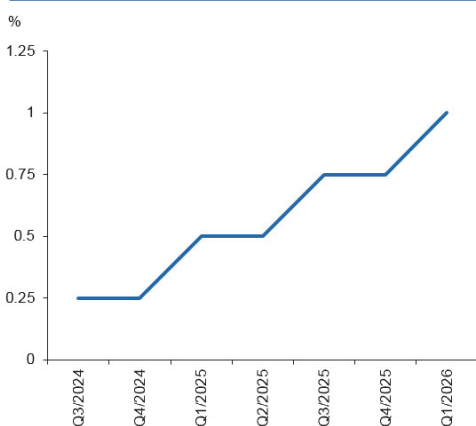
**แม้มีการเปลี่ยนคณะรัฐมนตรีใหม่ แต่คาดว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ**

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ BoJ ยังมีแนวโน้มดำเนินต่อไปแม้จะมีการเปลี่ยนตัวคณะรัฐมนตรีใหม่ โดยเราคาดว่า BoJ จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับปัจจุบันในการ

ประชุมสิ้นเดือน ต.ค. นี้ โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปอาจเกิดขึ้นในเดือน ม.ค. หรืออย่างเร็วในเดือน ธ.ค. โดยเราคาดว่า BoJ จะทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายปีละ 2 ครั้ง ไปสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงปลายปีงบประมาณ 2025 หรือในช่วงไตรมาส 1 ของปี 2026

**แผนที่ภาพ 54: BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายปีละ 2 ครั้ง ไปสู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงปลายปีงบประมาณ 2025**

**Forecast of BoJ's policy rate**



**Governor Kazuo Ueda**  
"While the BoJ will raise its key interest rate again if data allows, authorities won't be in a hurry to do so."



**Prime Minister Ishiba**  
"The Japanese economy is not ready for a further rate hike in the current environment"



**Ryosei Akazawa, Minister in Charge of Economic Revitalization**  
"The BoJ should take a cautious approach to interest rate hikes."

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

# เศรษฐกิจไทย



เศรษฐกิจไทยในเดือน ส.ค. ทรงตัวจากเดือนก่อน โดยการส่งออกสินค้าฟื้นตัวต่อเนื่องแม้ชะลอลงจากเดือนก่อนบ้าง ส่วนการบริโภคภายในประเทศปรับดีขึ้นเล็กน้อยจากการใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทนที่ปรับดีขึ้น ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวมีแรงส่งที่ลดลงจากทั้งจำนวนและรายรับจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ สอดคล้องกับเครื่องชี้กิจกรรมในภาคบริการไม่รวมทองคำที่ปรับตัวลดลงจากเดือนก่อน ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกปรับลดลง 0.25% มาอยู่ที่ 2.25% ในการประชุม กนง. รอบเดือนตุลาคม เพื่อผ่อนคลายความตึงตัวของนโยบายการเงินและบรรเทาภาระของลูกหนี้ โดย กนง. มองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้เป็นเพียงการปรับสมดุลใหม่ (Recalibration) และจะไม่เป็นการขัดขวางกระบวนการปรับลดสัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ (Debt Deleveraging) ในระยะข้างหน้า ภายใต้บริบทของเศรษฐกิจและการเงินในปัจจุบัน อีกทั้งยังระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่ 2.25% อยู่ในระดับที่เป็นกลางและเหมาะสม โดยเรามองว่า กนง. มีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% ในการประชุมครั้งต่อไปในเดือนธันวาคม ส่วนแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งถัดไปอีก 0.25% คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 1/2025

**เศรษฐกิจไทยในเดือน ส.ค. ทรงตัวจากเดือนก่อน ขณะที่ภาพรวมกิจกรรมทางเศรษฐกิจในไตรมาสที่สามยังใกล้เคียงกับที่เราประเมินไว้**

เศรษฐกิจไทยในช่วงไตรมาสที่สาม ยังคงได้รับแรงส่งจากอุปสงค์ภาคต่างประเทศอย่างการส่งออกสินค้า และการท่องเที่ยวเป็นหลัก ขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศยังคงอ่อนซำงเปราะบางจากหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับที่สูง และการฟื้นตัวของรายได้ครัวเรือนในหลายสาขาอาชีพที่ยังค่อนข้างช้า โดยเฉพาะกลุ่มอาชีพอิสระ และแรงงานในภาคการผลิต ส่งผลให้การบริโภคภาคเอกชนยังมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนหน้า ซึ่งสอดคล้อง

กับความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ยังคงลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่หก จากความกังวลด้านค่าครองชีพที่สูง และสถานการณ์น้ำท่วม ส่วนการผลิตในภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาหดตัวทั้ง YoY และ MoM ในเดือน ส.ค. สะท้อนการฟื้นตัวที่ยังไม่แข็งแรงแม้ว่าการส่งออกสินค้าจะสามารถขยายตัวได้ต่อเนื่องก็ตาม ส่วนหนึ่งยังเป็นผลจากการเข้ามาแข่งขันของสินค้านำเข้าจากต่างประเทศ โดยเฉพาะสินค้าจีน ซึ่งยังคงกดดันภาคการผลิตของไทยอย่างต่อเนื่อง จึงเป็นความเสี่ยงหลักที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิดในระยะต่อไป

**แผนที่ภาพ 55: เศรษฐกิจไทยในเดือน ส.ค. ทรงตัวจากเดือนก่อน โดยการส่งออกสินค้าฟื้นตัวต่อเนื่องแม้ชะลอลงจากเดือนก่อนบ้าง ส่วนการบริโภคภายในประเทศปรับดีขึ้นเล็กน้อย**

Key economic indicators heat map <sup>1\</sup>

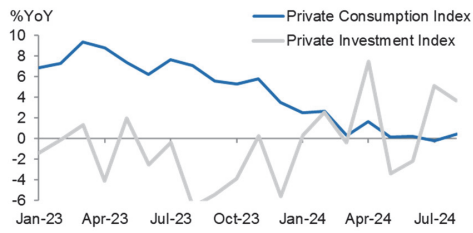
Indicators		2022	2023	2024								
				J	F	M	A	M	J	J	A	
Confidence	Consumer Confidence: Current (Index)											
	Consumer Confidence: Outlook (Index)											
	Business Confidence: Current (Index)											
	Business Confidence: Outlook (Index)											
Consumption	Private Consumption Index (%YoY)											
	Farm Income Index (%YoY)											
	Unemployment Rate (%)											
	Insured Persons: Article 33 (%YoY)											
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: เศรษฐกิจไทยยังคงได้รับแรงส่งจากอุปสงค์ภาคต่างประเทศอย่างการส่งออกสินค้า และการท่องเที่ยวเป็นหลัก ขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศยังคงอ่อนซึ้งเปราะบาง จากหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับที่สูง ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่หก**

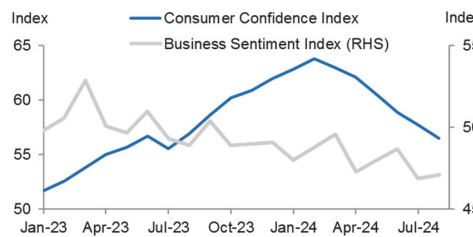
**Domestic demand indicators**



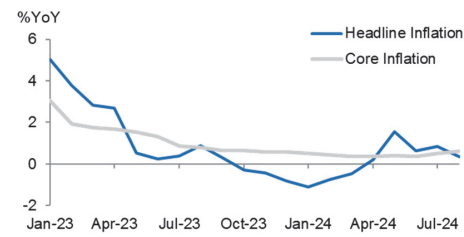
**External demand indicators**



**Sentiment indicators**



**Price indicators**



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

**เราประเมินว่านโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการแจกเงิน 10,000 บาทจะชดเชยกับผลกระทบที่เกิดขึ้นจากอุทกภัย**

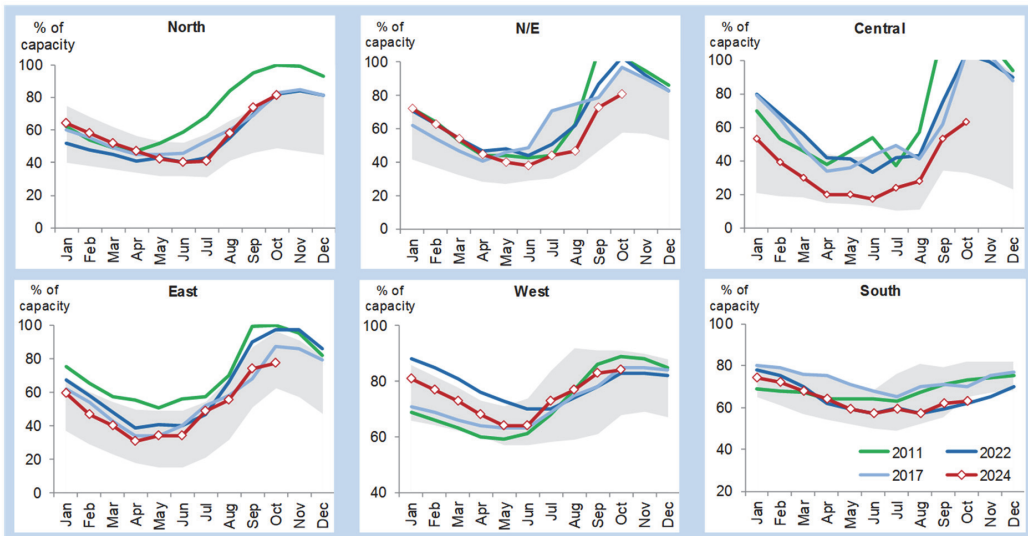
สถานการณ์อุทกภัยและน้ำป่าไหลหลากในช่วงที่ผ่านมามีผลเสียต่อเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะภาคเกษตรกรรมและภาคบริการ ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าผลกระทบที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากอุทกภัยจะน้อยกว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 10,000 บาทต่อคน ซึ่งหากพิจารณาจากปริมาณน้ำในเขื่อนหลักต่างๆ ในแต่ละภูมิภาคของประเทศ โดยเฉพาะภาคเหนือ จะพบว่า ปริมาณน้ำกักเก็บในเขื่อนโดยเฉลี่ยยังคงต่ำกว่าระดับน้ำ ณ เวลาเดียวกันกับเมื่อปี 2011 ทำให้เราประเมินว่าความเสี่ยงที่น้ำเหนือจะไหลเข้าสู่เขื่อนหลักในภาคกลางนั้นมีค่อนข้างน้อย และไม่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจครั้งใหญ่เหมือนกับเมื่อปี 2011 ขณะที่ระดับน้ำในเขื่อนหลักหลายแห่งมีปริมาณที่ใกล้เคียงกับช่วงที่เกิดอุทกภัยในปี 2017 และ 2022 เราจึงประเมินว่าผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะใกล้เคียงกับช่วงเวลาดังกล่าว มากกว่ากรณีมหาอุทกภัยในปี 2011 ทั้งนี้ ยังคงต้องติดตามสถานการณ์อย่างใกล้ชิดในช่วงที่น้ำทะเลหนุนสูง จึงมีความเสี่ยงที่ประเทศไทยตอนกลาง

รวมถึงภาคตะวันออกเฉียงเหนือและภาคใต้จะได้รับอิทธิพลจากพายุที่มีแนวโน้มขึ้นฝั่งใกล้กับทะเลจีนใต้ทางตอนล่าง ซึ่งอาจส่งผลให้มีฝนตกหนัก และทำให้การระบายน้ำลงสู่อ่าวไทยจะลำบากมากยิ่งขึ้น ซึ่งภาวะดังกล่าวมีโอกาสจะทำให้เกิดน้ำท่วมขัง และน้ำรอการระบายในหลายพื้นที่บริเวณกรุงเทพฯ และปริมณฑล โดยเฉพาะในพื้นที่ลุ่มต่ำท้ายเขื่อน และพื้นที่นอกคันกั้นน้ำ แต่เราเชื่อว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นจะไม่มากเท่ากับเมื่อปี 2011

ด้านผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมในปีนี้ เราประเมินว่าทรัพย์สินของประชาชน และพื้นที่เกษตรที่เสียหายจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยราว 8 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็น 0.3% ของ Real GDP ในกรณีที่ไม่มีเกิดน้ำท่วมใหญ่ใน กทม. แบบปี 2011 โดยผลกระทบที่เกิดขึ้นนั้นคาดว่าจะชดเชยกับผลเชิงบวกที่เกิดจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจปี 2567 ของรัฐบาลผ่านการแจกเงินให้กับกลุ่มเปราะบางและผู้พิการจำนวน 10,000 บาทต่อคนทั้งสิ้นราว 14.5 ล้านคน ดังนั้นเราจึงยังคงเป้าประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2024 ไว้ที่ 2.8% ตามเดิม

แผนที่ภาพ 57: ระดับน้ำโดยเฉลี่ยในเขื่อนของแต่ละภูมิภาคของประเทศไทยในแต่ละช่วงเวลา

Water in major dams (% capacity)



Note: Shades of grey color represents the 2016-2020 max and min water level.

October 2024 data as of 10-Oct

ที่มา: Thaiwater.net, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 58: ข้อมูลรายงานความเสียหายต่ออาคาร บ้านเรือน พื้นที่อุตสาหกรรม พื้นที่เกษตรกรรม และ ประมง รวมถึงประมาณการผลกระทบจากอุทกภัยที่เกิดขึ้นในแต่ละปี ตามสมมุติฐานของเรา (TISCO ESU)

Estimated impact from current floods on the economy

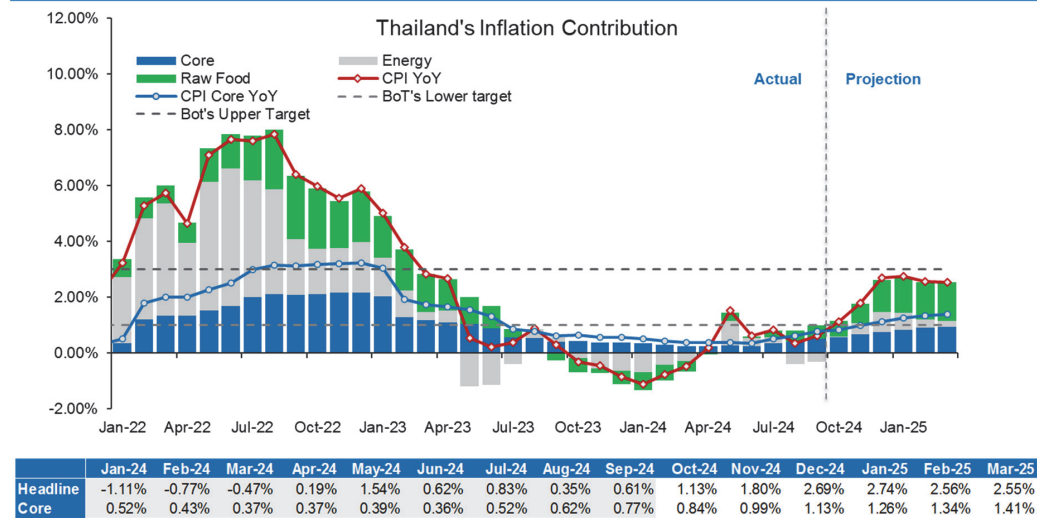
	2010	2011	2017	2022	2024F
Houses (whole)	21,172	2,632	987	84,967	
Houses (Partly)	256,472	477,595	36,341	163,648	
Comm. Buildings	312	4,011	4	19	
Hotels/Apartments	7	34	-	4	
Factories	76	1,823	2	7	
Aquaculture (Ponds)	76,180	137,730	68,737	29,100	
Livestocks (No.)	1,493,838	2,263,408	1,411,636	358,426	
Cultivation Areas (Rai)	10,909,561	11,798,241	5,087,352	5,052,443	
Estimated Loss THB Mn.	130,351	222,428	57,792	119,333	82,279
Nominal GDP (Bn., THB.)	10,808	11,307	15,489	17,378	18,567
% of GDP	1.2%	2.0%	0.4%	0.7%	0.4%

Note: the estimated impacts are derived from estimation of asset loss value by each categories given market prices at a specific time period, under our own assumptions.

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

**แผนที่ภาพ 59: เงินเพื่อทั่วไปมีแนวโน้มเคลื่อนไหวกลับสู่กรอบเป้าหมายของ ธปท. ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/24 ถึงไตรมาสที่ 1/25**

**Thai Inflation Contributors**



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

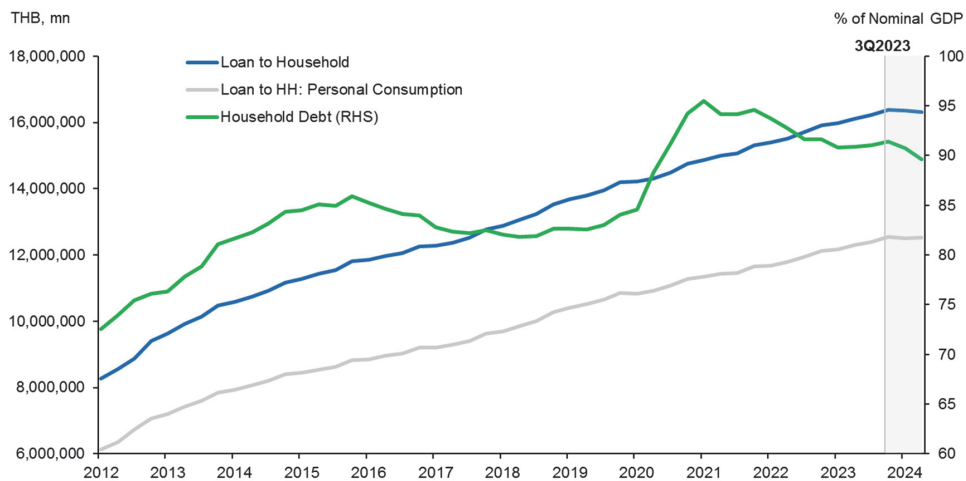
เราคาดอัตราเงินเฟ้อจะเคลื่อนไหวกลับสู่กรอบเป้าหมายของ ธปท. ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2024 จากฐานที่ต่ำ ราคาสินค้าเกษตร และราคาพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้น

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเคลื่อนไหวกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายของ ธปท. ที่ 1-3% ตั้งแต่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2024 ไปจนถึงไตรมาสที่ 1 ของปี 2025 จากฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว และแนวโน้มราคาสินค้าเกษตรที่จะปรับตัวสูงขึ้นจากสถานการณ์น้ำท่วมในช่วงที่ผ่านมา ขณะเดียวกัน แนวโน้มราคาน้ำมันที่อาจปรับตัวสูงขึ้นจากระดับปัจจุบันได้บ้าง จะเป็นอีกแรงหนุนสำคัญ

ทั้งนี้ รัฐบาลมีแนวโน้มที่จะต่ออายุมาตรการลดค่าครองชีพให้กับประชาชนต่อไปเพื่อบรรเทาผลกระทบที่เกิดจากอุทกภัย ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่จะส่งผลให้ประมาณการเงินเฟ้อทั่วไปโดยเฉลี่ยในปี 2024 เติบโตกับความเสถียรด้านต่ำ ทั้งนี้ แม้ทิศทางเงินเฟ้อพื้นฐานเริ่มแรงตัวขึ้นเล็กน้อย แต่จากกำลังซื้อของประชาชนที่เปราะบางและดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ที่เริ่มกลับมาหดตัวอีกครั้ง ในเดือน ก.ย. จะส่งผลให้เงินเฟ้อพื้นฐานยังคงเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำอยู่เล็กน้อย

**แผนที่ภาพ 60: สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ในไตรมาสที่ 2/24 ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 89.6% ของ GDP**

**Thailand's household debt**

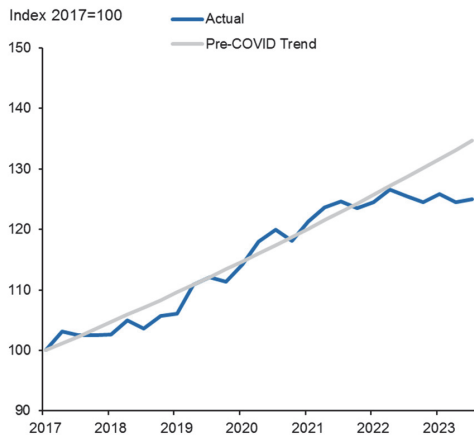


Note: Data as of 2Q2024

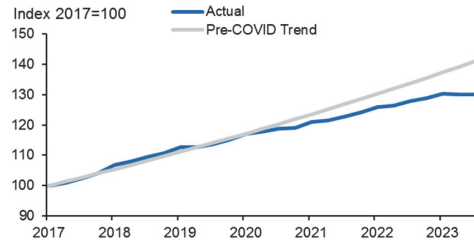
ที่มา: BoT, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**แผนที่ภาพ 61: ยอดคงค้างสินเชื่อในระบบมีการเติบโตที่แตกต่างไปจากแนวโน้มก่อนการเกิดโรคระบาด โดยสินเชื่อที่ให้กับ SMEs มีความน่าเป็นห่วง และคาดว่าเป็นผลจากการเข้าถึงสินเชื่อที่ยากขึ้น ทำให้ ธปท. มีแนวโน้มที่จะสนับสนุนการใช้นโยบายการเงินที่ตรงจุด มากกว่าการใช้นโยบายการเงินแบบหว่านแห (Broad Measures) อย่างการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่อง**

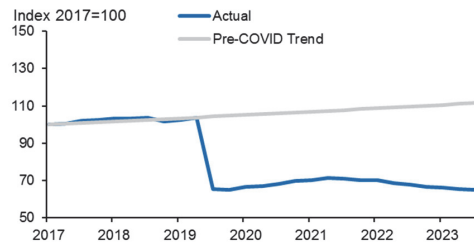
**Loans Outstanding of Commercial Banks**



**Loans to Households**



**Loans to SMEs**

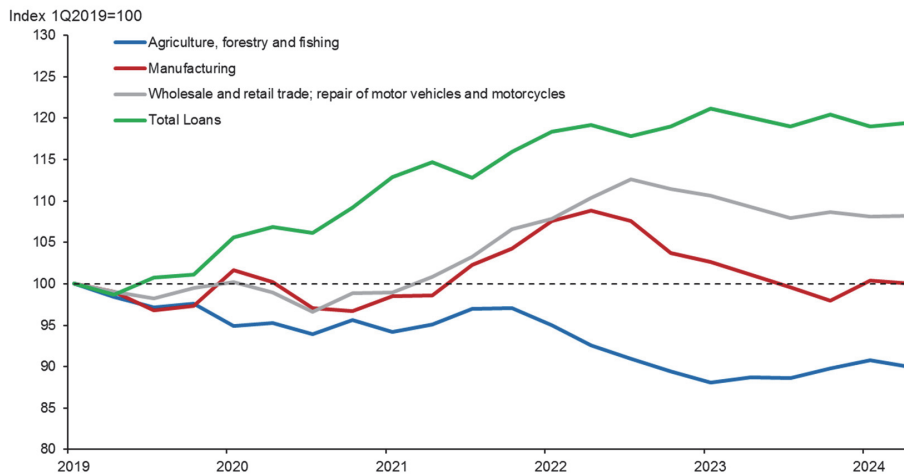


*Note: We use quarterly data from Q4/2017 to Q1/2020 to calculate Pre-COVID trends.*

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

**แผนที่ภาพ 62: สินเชื่อในกลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการเกษตร ประมง และการผลิตสินค้าเป็นกลุ่มที่ยังน่าเป็นห่วง ซึ่งสอดคล้องกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังมีความไม่เท่าเทียม และไม่ทั่วถึง**

**Commercial bank credits classified by type of business**



*Note: Data as of 2Q2024*

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

เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% ในการประชุมรอบเดือน ธ.ค. ก่อนจะพิจารณาปรับลดลงอีก 0.25% ในช่วงไตรมาสที่ 1/25

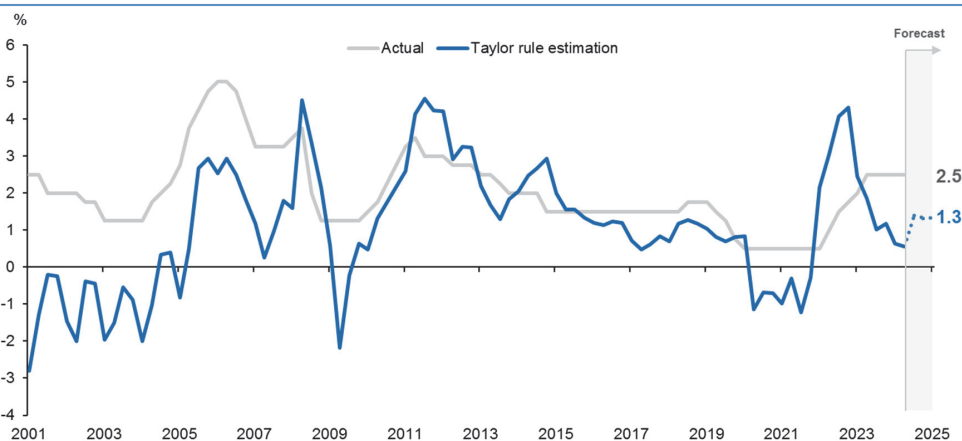
คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติด้วย 5 ต่อ 2 เสียงให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% มาอยู่ที่ระดับ 2.25% โดยกรรมการส่วนใหญ่มองว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้จะช่วยบรรเทาภาระของลูกหนี้ได้บ้าง และไม่ขัดขวางกระบวนการปรับลดสัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ในระยะต่อไป ขณะที่กรรมการ 2 ท่าน เห็นสมควรให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.50% โดยเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับเดิมน่าจะสอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ และให้น้ำหนักกับการรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจ รวมถึงพื้นที่ในการดำเนินนโยบายการเงินในการรองรับความไม่แน่นอนในระยะข้างหน้า ขณะเดียวกัน คณะกรรมการฯ มองว่าเศรษฐกิจไทยยังคงได้รับแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยว และการบริโภคภาคเอกชนที่ได้รับแรงส่งเพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ โดยปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยในปี 2024F ขึ้นเป็น 2.7% (จาก 2.6% ในการประเมินครั้งก่อน) แต่ปรับลดคาดการณ์ในปี 2025F ลงเป็น 2.9% (จากเดิม 3.0%) ขณะเดียวกัน คณะกรรมการฯ มีมุมมองต่ออัตราเงินเฟ้อว่าจะเคลื่อนไหวกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายในช่วงที่เหลือของปี และขยายตัวได้ใกล้เคียงกรอบล่างของเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับราวหนึ่งเปอร์เซ็นต์ในปี 2025F

เรามองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายค่อนข้างเซอร์ไพรส์ แต่เป็นเพียงการปรับสมดุลของอัตราดอกเบี้ยนโยบายใหม่ (Recalibration) ให้ยังคงอยู่ในระดับที่เป็นกลาง (Neutral Rate) และมีความเหมาะสมกับสภาวะแวดล้อมทางการเงินที่ตึงตัวและบริบทที่ศักยภาพของเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเติบโตได้ช้าลง โดยเราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% ในการประชุมรอบเดือน ธ.ค. และจะพิจารณาความเหมาะสมจากข้อมูลเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และเสถียรภาพของระบบการเงินเป็นในแต่ละรอบของการประชุมเป็นสำคัญ

นอกจากนี้ การที่เศรษฐกิจไทยกำลังอยู่ในทิศทางฟื้นตัวกลับสู่ระดับศักยภาพ และทิศทางของอัตราเงินเฟ้อที่จะเร่งขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมาย รวมถึงการด้อยลงของคุณภาพของสินเชื่อที่ยังจำกัดอยู่ในกลุ่มครัวเรือนที่มีความเปราะบาง และส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างจำกัด เป็นปัจจัยที่สะท้อนว่า กนง. ไม่จำเป็นต้องเร่งรีบในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องในแต่ละการประชุมในระยะต่อจากนี้ ขณะเดียวกัน เรา มองว่าการรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า (Policy Space) มีความสำคัญกับบริบทที่เศรษฐกิจโลกและไทยยังต้องเผชิญกับความไม่แน่นอนมากมาย ทั้งจากการเลือกตั้งในสหรัฐฯ ที่จะกำหนดทิศทางนโยบายการค้าโลกในระยะ 4 ปีข้างหน้า รวมถึงแนวโน้มนโยบายการคลังในประเทศที่มีโอกาสจะเห็นการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมซึ่งอาจทำให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวสูงขึ้นได้

**แผนที่ภาพ 63: การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และเงินเฟ้อที่ต่อเนื่องในระยะข้างหน้าจะลดความจำเป็นที่ กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอย่างต่อเนื่องในทุกการประชุม (Back-to-back cuts)**

Taylor rule estimation



• The Taylor rule indicates that the policy rate should be reduced from its current level. However, the Bank of Thailand is also taking into account other factors, such as the stability of financial institutions and overall financial stability.

**Note:** The estimation is based on the assumption that the neutral interest rate is 1.5, with  $\alpha$  set at 0.35,  $\beta$  at 0.65, an Okun factor of 2, and a NAIRU of 0.5.

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)









## Our Team



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



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



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



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



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



**ธนัธศ ศรีสวัสดิ์**  
Strategist  
(66) 2633 6428  
thanathat@tisco.co.th



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



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

## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป  
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

### สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

<b>เปิดทำการทุกวัน</b>	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		
<b>จันทร์ - ศุกร์</b>	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			