

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดกังวล Recession มากเกินไป เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มขยายตัว และถูกสนับสนุนโดยนโยบายการเงินที่ กำลังผ่อนคลายลง

แต่ Valuation ของตลาดหุ้นยังแพงเมื่อเทียบกับอดีต และมีความไม่แน่นอนจาก ประเด็นการเลือกตั้งปธน.

แนะนำให้หาจังหวะสะสมหุ้นคุณภาพ ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่มีสถานะการเงิน แข็งแกร่ง สามารถ Outperform ตลาด หุ้นอื่นๆได้ในภาวะความผันผวนสูง

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	7
• ตลาดตราสารหนี้.....	15
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	20
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	28
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	29
• เศรษฐกิจยุโรป	38
• เศรษฐกิจจีน	44
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	50
• เศรษฐกิจไทย	54

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

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก

กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้นถูกเทขาย หลัง Sahm rule ส่งสัญญาณเตือนเศรษฐกิจสหรัฐกำลังอยู่ในภาวะ Recession และถูกสมทบด้วย การ Unwind Yen Carry Trade

อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดน่าจะกลัว Recession มากเกินไป เนื่องจากอัตราว่างงานที่เพิ่มขึ้นไม่ได้มาจากการปลดแรงงาน เหมือน Recession ในอดีต แต่เกิดจากจำนวนแรงงานที่เข้าสู่ตลาดแรงงาน ในขณะที่ ตัวเลขชี้วัดตลาดแรงงานอื่นๆ เช่น จำนวนแรงงานนอกภาคการเกษตร (Nonfarm payrolls) ยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่แข็งแกร่งมากกว่ารอบที่เกิด Recession เป็นอย่างมาก การส่งสัญญาณในรอบนี้อาจคาดเคลื่อนจากภาวะที่เป็นจริง

ส่วนประเด็นการ Unwind Yen Carry Trade รองผู้ว่าฯ BoJ ออกมากล่าวในเวลาต่อมาว่า BoJ จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยในขณะที่ตลาดการเงินและตลาดทุน (Financial and capital markets) ผันผวน ทำให้ตลาดค่อยๆกลับคืนสู่ภาวะปกติ ด้านรายงานสถานะการลงทุนของนักเก็งกำไร (Hedge Funds) ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า ระบุสถานะขายสุทธิ (Net short positions) ในสกุลเงินเยนลดลงเป็นอย่างมาก สะท้อนว่าการ Unwind Yen Carry trade คลี่คลายเกือบหมดแล้ว ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบต่อตลาดการลงทุนในระยะข้างหน้า

ทั้งนี้ ความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจสหรัฐจะเข้าสู่ Recession ทำให้ตลาดประเมิน Equity risk premium สมเหตุสมผลมากขึ้น แต่ยังอยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต ทำให้ตลาดหุ้น ณ ระดับปัจจุบัน (S&P 500 ที่ 5,500 จุดขึ้นไป) มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยที่จะเข้ามากระทบ ในขณะที่ ประเด็นการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ อาจทำให้ตลาดหุ้นเคลื่อนไหวผันผวนขึ้น ดัชนี S&P500 มักจะปรับฐานลงราว 5-10% ในช่วง 1 เดือนก่อนวันเลือกตั้ง

โดยสรุป เรามองว่าหุ้นจะยังเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าสินทรัพย์อื่นๆ จากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังคงขยายตัว และจะถูกสนับสนุนเพิ่มเติมจากนโยบายการเงินที่กลับมาผ่อนคลายลง แต่ Valuation ที่ยังค่อนข้างแพง และความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งปธน.สหรัฐฯที่ใกล้เข้ามา อาจทำให้ตลาดหุ้นมีความผันผวนมากขึ้น เรามองว่าหุ้นคุณภาพ ซึ่งมีสถานะการเงินแข็งแกร่ง จะสามารถ Outperform ตลาดหุ้นอื่นๆได้ในภาวะความผันผวนสูง แนะนำให้หาจังหวะสะสมหุ้นคุณภาพที่ดัชนี S&P 500 ต่ำกว่า 5,300 จุด

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดกังวล Recession มากเกินไป เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มขยายตัว และถูกสนับสนุนโดยนโยบายที่กำลังผ่อนคลายลง
- แต่ Valuation ของตลาดหุ้นยังแพงเมื่อเทียบกับอดีต และมีความไม่แน่นอนจากประเด็นการเลือกตั้งปธน.
- แนะนำให้หาจังหวะสะสมหุ้นคุณภาพ ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่มีสถานะการเงินแข็งแกร่ง สามารถ Outperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ได้ในภาวะความผันผวนสูง

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - เรายังคงมองเศรษฐกิจจะเกิด Soft-landing Bond yield อายุ 10 ปี น่าจะทยอยปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 4% ในช่วงที่เหลือของปี - ตลาดประเมินว่า Fed จะลดดอกเบี้ยทั้งสิ้น -200bps ลงสู่ Terminal rate ที่ 3-3.5% สอดคล้องกับกรณี Soft-landing ที่เราประเมิน - Bond yield อายุยาวมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นมากกว่าอายุสั้น - เพิ่มน้ำหนัก Bond yield อายุสั้น
หุ้นรายประเทศ				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●		<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดแรงงานเริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอลง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเริ่มลดลงต่อเนื่อง - เรามองเศรษฐกิจน่าจะหลีกเลี่ยง Recession ได้สำเร็จ - Fed จะเริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน ก.ย. นี้ - Valuation สมเหตุสมผลขึ้น แต่อยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจค่อยๆฟื้นตัวขึ้น แต่ภาพรวมยังคงค่อนข้างอ่อนแอ - การเบิกจ่ายงบประมาณประจำปี 2567 ค่อนข้างล่าช้า - ราคาตัว กนง. น่าจะคงดอกเบี้ยในปีนี้อย่างแน่นอน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน		●		<ul style="list-style-type: none"> - ภาคการผลิตยังฟื้นตัวไม่ชัดเจน แต่ส่งออกฟื้นตัวขึ้น - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก ทางการเริ่มออกมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ - แต่สัญญาณ Sentiment ยังไม่ยั่งยืน มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะรุนแรงขึ้นในช่วงใกล้เลือกตั้งปธน. สหรัฐฯซึ่งจะจัดขึ้นในเดือน พ.ย. นี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัวชัดเจน - คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น สวนทางกับประเทศอื่นๆ - Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น มีแนวโน้มขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่เหลือของปี - ECB เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง - คาดการณ์กำไรบริษัทน่าจะผ่านพ้นจุดต่ำสุด และอาจถูกปรับขึ้น ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ - มีความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ - Valuation อยู่ในระดับถูก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้น EM ex. China			●	<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดหุ้นกลุ่ม EM อาจปรับขึ้นมากำหนดตลาดหุ้นกลุ่มอื่นๆ ตามทิศทางเศรษฐกิจโลกที่กลับมาฟื้นตัวขึ้น และการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed - มีความเสี่ยงจากผลการเลือกตั้งสหรัฐฯ โดยเฉพาะหากทรัมป์ชนะการเลือกตั้งในวันที่ 5 พ.ย. - Valuation อยู่ในระดับถูก - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นราย Sector / Style				
Financials		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - มี Upside จากตลาดหุ้นที่ประเมินความเสี่ยงจาก Recession มากเกินไป - ผลกำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและสั้น (Yield curve steepening) - เพิ่มน้ำหนักเข้าพอร์ตการลงทุน
Quality stocks		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - ความผันผวนในตลาดหุ้นอาจเพิ่มขึ้นจากประเด็นการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ - หุ้น Quality มีสถานะการเงินแข็งแกร่ง มักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นเมื่อความผันผวนในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น - แนะนำหาจังหวะสะสมที่ S&P500 ต่ำกว่า 5,300 จุด - เพิ่มน้ำหนักเข้าพอร์ตการลงทุน
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ		●		<ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ - ตลาดทองคำยังไม่ได้ตอบรับต่อความเป็นไปได้ที่จะเกิด Recession มากนัก - มี Downside จำกัด จากการกลับเข้าซื้อทองคำของทางการเงิน - ราคาทองคำน่าจะอยู่ที่ระดับ 2,300-2,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงที่เหลือของปี - คงคำแนะนำ Neutral
น้ำมัน		●		<ul style="list-style-type: none"> - ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ฟื้นตัวกลับไปในระดับราว 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ใน 1-2 เดือนข้างหน้า ด้วยสมมุติฐานเศรษฐกิจสหรัฐฯ ของ ESU ที่มองภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังเป็นเพียงความเสี่ยง มีใช้กรณีฐาน ประกอบกับปัจจัยพื้นฐานเฉพาะของตลาดน้ำมันที่ค่อนข้างดี - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs		●		<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดเช่าบ้านแข็งแกร่งมาก จากปริมาณบ้านที่ขาดแคลน ในขณะที่นโยบายการเงินตึงตัว Price-to-rent ratio เพิ่มขึ้นสูง - ความเสี่ยงจาก Office REIT มีจำกัด ตามสัดส่วนที่คิดเป็นเพียง 6% ของมูลค่า REIT ที่ซื้อขายได้ (MSCI US REIT และ FTSE EPRA Nareit US) - มี Upside จำกัดจาก Bond yield ที่ปรับลดลงมาอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับแนวโน้มดอกเบี้ยมากขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,353	0.2%	3.8%	3.9%	-1.1%	-3.3%	-4.5%	-12.7%
Philippines PCOMP	6,962	0.9%	4.0%	3.1%	4.5%	0.7%	7.9%	12.7%
Indonesia JCI	7,544	-0.9%	1.5%	3.1%	4.4%	3.4%	3.7%	9.0%
Singapore STI	3,385	-0.0%	0.9%	-2.2%	1.9%	6.3%	4.5%	6.6%
Malaysia KLCI	1,637	0.4%	0.8%	0.4%	0.5%	5.7%	12.5%	13.7%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	17,556	1.4%	0.7%	0.5%	-7.0%	5.0%	3.0%	-1.6%
China H HSCEI	6,193	1.3%	0.5%	-0.0%	-7.6%	7.4%	7.4%	1.2%
MSCI China	57	1.0%	0.6%	1.0%	-7.5%	4.5%	2.8%	-1.9%
China CSI300	3,321	-0.3%	-0.7%	-3.4%	-8.8%	-4.8%	-3.2%	-10.1%
Taiwan TWSE	22,158	-0.4%	-0.9%	-3.1%	2.5%	17.3%	23.6%	33.7%
Korea KOSPI	2,705	0.2%	0.3%	-2.5%	-0.6%	1.4%	1.9%	8.0%
MSCI Korea	852	0.3%	-0.3%	-3.4%	-0.1%	2.5%	2.6%	10.1%
India SENSEX	81,121	0.2%	0.9%	0.9%	7.6%	10.9%	12.3%	24.0%
MSCI India	3,016	0.3%	1.5%	2.4%	8.4%	14.6%	21.2%	37.7%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,024	0.2%	0.7%	0.7%	2.7%	5.0%	5.7%	12.2%
Japan TOPIX	2,685	0.2%	0.2%	-5.2%	-2.5%	0.9%	13.5%	17.9%
Japan Nikkei 225	38,364	0.7%	0.8%	-3.1%	-1.9%	-1.9%	14.6%	19.8%
Europe STOXX600	516	0.3%	1.1%	0.1%	-1.1%	3.7%	7.7%	13.7%
Euro STOXX50	4,885	-0.0%	1.6%	-0.6%	-3.0%	0.3%	8.0%	14.5%
US Dow Jones	40,713	-0.4%	0.4%	0.9%	4.2%	4.0%	8.0%	18.1%
US S&P500	5,571	-0.9%	0.5%	0.3%	5.7%	9.5%	16.8%	25.6%
MSCI US REITs	1,343	0.5%	1.6%	3.1%	14.4%	10.7%	7.5%	15.8%
J-REITs	1,749	0.3%	0.0%	1.8%	-0.8%	2.9%	-3.2%	-6.5%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,288	0.1%	-0.7%	1.5%	-0.6%	7.5%	7.2%	13.2%
Germany DAX	18,493	0.2%	1.7%	-0.3%	-1.1%	6.2%	10.4%	17.6%
France CAC 40	7,524	-0.0%	1.4%	-1.0%	-7.1%	-5.6%	-0.3%	3.8%
Switzerland SMI	12,305	0.5%	1.3%	0.2%	2.8%	7.0%	10.5%	12.1%
Portugal PSI 20	6,645	-0.4%	0.3%	-3.1%	-4.0%	6.5%	3.9%	10.4%
Spain IBEX 35	11,156	0.4%	2.5%	-0.5%	-1.4%	10.1%	10.4%	19.8%
Italy FTSE MIB	33,311	-0.0%	3.0%	-3.8%	-3.4%	1.9%	9.8%	18.0%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	135,173	-0.9%	0.8%	6.8%	8.4%	4.4%	0.7%	14.4%
Chile IPSA	6,476	-0.3%	1.1%	-1.1%	-4.5%	4.6%	4.5%	4.6%
Mexico MEXBO	53,316	-1.0%	-1.7%	-0.7%	-4.7%	-5.9%	-7.1%	-0.6%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	575	0.3%	1.1%	1.4%	1.4%	8.7%	8.7%	15.5%
MSCI Latin America	2,263	-2.3%	-2.5%	1.2%	-6.5%	-10.7%	-15.0%	-6.5%
MSCI All Country World	823	-0.6%	0.7%	0.8%	4.3%	8.1%	13.2%	21.8%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	73.03	1.5%	-4.7%	-5.1%	-5.0%	-4.5%	1.9%	-7.4%
Brent Spot	77.24	1.5%	-3.1%	-4.7%	-5.1%	-5.4%	0.3%	-7.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.21	0.09	1.18	0.16	-0.28	-0.92	-1.18	-0.11
Gold Spot	2494.27	-0.9%	-0.5%	3.7%	6.5%	22.5%	20.9%	29.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2570.65	-0.0%	0.5%	0.7%	2.2%	-0.1%	-3.4%	-8.1%
Bloomberg Agri Subindex	52.68	-1.5%	0.1%	-5.6%	-14.9%	-8.5%	-15.6%	-21.1%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	324.68	0.1%	0.1%	1.2%	2.9%	1.4%	3.3%	4.2%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	220.15	-0.0%	-0.0%	0.5%	1.0%	1.0%	1.8%	2.5%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	316.00	0.0%	-0.1%	0.6%	1.5%	1.0%	2.3%	3.5%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	422.37	0.0%	-0.0%	0.7%	2.5%	1.1%	3.0%	4.7%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	268.96	0.0%	-0.0%	0.5%	1.5%	1.0%	2.2%	3.4%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.28	-1	-1	-11	-3	4	-9	9
2Y	2.20	-1	-0	-14	-19	5	-14	-8
5Y	2.31	-2	3	-7	-24	6	-15	-18
10Y	2.56	-1	0	-7	-27	0	-13	-21
Spread 10Y-2Y	36	0	1	7	-8	-5	1	-12
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.84	5	-4	-41	-64	-41	-4	-35
Japan 10Y	0.89	-0	2	-17	-11	17	28	22
UK 10Y	3.96	7	4	-20	-27	-15	42	-68
German 10Y	2.24	5	-1	-20	-36	-13	21	-28
Spain 10Y	3.05	5	-4	-19	-31	-21	5	-50
Italy 10Y	3.60	6	-3	-15	-29	-20	-10	-57
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	17.55	1.3	2.3	2.8	4.8	3.8	5.1	1.6
Dollar index	101.39	0.5%	-1.1%	-2.9%	-3.5%	-2.5%	0.1%	-2.0%
USD/THB	34.32	1.0%	-0.9%	-5.1%	-6.3%	-4.6%	0.2%	-1.8%
EUR/USD	1.11	-0.3%	0.9%	2.5%	2.8%	2.8%	0.8%	2.4%
GBP/USD	1.31	-0.0%	1.3%	1.6%	3.1%	3.5%	3.0%	3.1%
USD/JPY	145.54	0.8%	-1.4%	-6.6%	-7.3%	-3.3%	3.2%	0.6%
USD/CNY	7.14	0.2%	-0.3%	-1.9%	-1.5%	-0.8%	0.5%	-1.9%
USD/CNH	7.14	0.3%	-0.4%	-2.1%	-1.7%	-1.0%	0.2%	-2.1%

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

As of 8/23/2024

ตลาดหุ้น

เรามองว่าตลาดกังวลประเด็น Recession มากเกินไป ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ยังคงขยายตัว และถูกสนับสนุนโดยนโยบายที่กำลังผ่อนคลายลง เรามองว่าหุ้นจะยังเป็นสินทรัพย์ที่คุ้มค่าที่สุดสูงกว่าสินทรัพย์อื่นๆ แต่ Valuation ที่ยังค่อนข้างแพงเมื่อเทียบกับอดีต และความไม่แน่นอนจากประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ก็ใกล้เข้ามา อาจทำให้ตลาดหุ้นมีความผันผวนมากขึ้น เรามองว่าหุ้นคุณภาพ ซึ่งมีสถานะการเงินแข็งแกร่ง จะสามารถ Outperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ได้ในภาวะความผันผวนสูง แนะนำให้หาจังหวะสะสมหุ้นคุณภาพที่ดัชนี S&P 500 ต่ำกว่า 5,300 จุด

ตลาดหุ้นถูกเทขาย หลัง Sahm rule ส่งสัญญาณเตือน Recession

Sahm rule หรือ กฎของซาล์ม คือ สมการที่ใช้ชี้วัดการเกิดเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ซึ่งใช้การเพิ่มขึ้นของตัวเลขอัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เป็นตัวแปรในการคำนวณ โดยเมื่อใดที่อัตราว่างงานเฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือน ลบด้วยอัตราว่างงานที่ต่ำที่สุดในรอบ 12 เดือน เพิ่มขึ้นเกิน 0.50 แปลว่าเศรษฐกิจกำลังอยู่ในภาวะถดถอย

รายงานตัวเลขอัตราว่างงาน เดือน ก.ค. ที่เพิ่มขึ้นเป็น 4.3% ไปทริกเกอร์ Sahm rule ด้วยตัวเลข 0.53 ส่งสัญญาณเตือน Recession เป็นครั้งแรกตั้งแต่การระบาดของ Covid ในปี 2020 ทำให้นักลงทุนตื่นตระหนก ตลาดหุ้น (S&P 500) ถูกเทขายและปรับตัวลงแรงเกือบ 10% ในช่วงสัปดาห์แรกของเดือน ส.ค. อย่างไรก็ตาม นาง Claudia Sahm ซึ่งเป็นผู้คิดค้นกฎ Sahm rule แสดงความเห็นขัดแย้งว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจยังไม่เข้าสู่ภาวะ Recession เนื่องจากอัตราการว่างงานในรอบนี้ไม่ได้เพิ่มขึ้นจากการปลดแรงงาน เหมือน Recession ในอดีต แต่เกิดจากจำนวนแรงงานที่เข้าสู่ตลาดแรงงานเพิ่มขึ้น ทำให้การส่งสัญญาณในรอบนี้อาจคาดเคลื่อนจากภาวะที่เป็นจริง

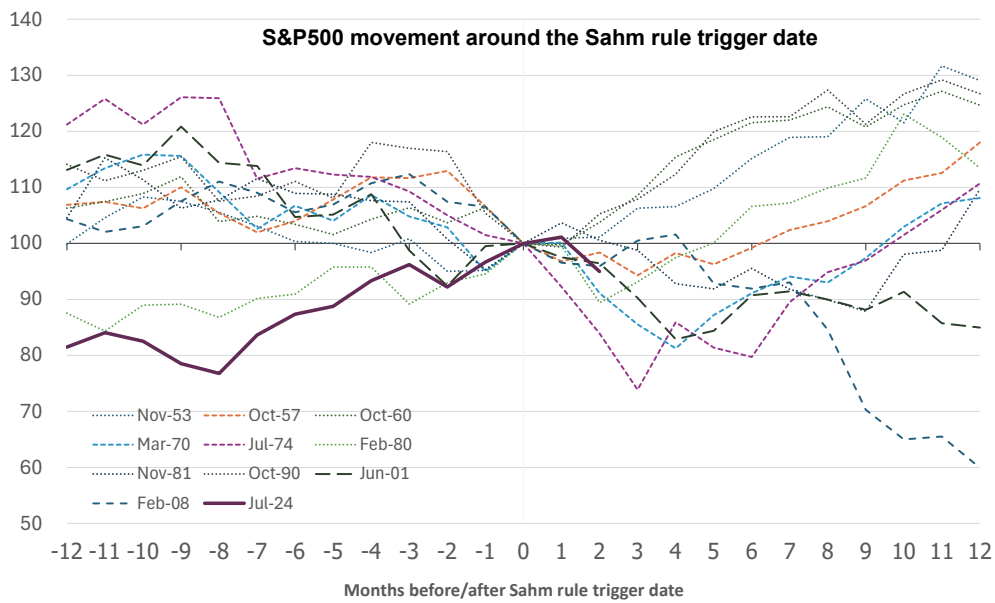
ในขณะที่ ตัวเลขชี้วัดตลาดแรงงานอื่นๆ เช่น จำนวนแรงงานนอกภาคการเกษตร (Nonfarm payrolls) ยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่แข็งแกร่ง เฉลี่ยย้อนหลัง 3 เดือนอยู่ที่ 1.7 แสนรายต่อเดือน ซึ่งเป็นไปตามรอบที่เกิด Soft-landing ในอดีตที่ 1.65 แสนรายต่อเดือน และยิ่งมากกว่ารอบที่เกิด Recession (Hard-landing) ที่ 9 หมื่นรายต่อเดือนเป็นอย่างมาก

ด้านตัวเลขเศรษฐกิจอื่นๆ ยังสอดคล้องกับช่วงที่ Fed เริ่มต้นลดดอกเบี้ยครั้งแรก โดยมีการชะลอตัวลงสอดคล้องให้ Fed ปรับเปลี่ยนนโยบาย หันมาลดความเข้มงวดลง แต่ไม่ได้ชะลอตัวลงแรงสะท้อนภาวะ Recession

ทั้งนี้ Sahm rule เป็นสัญญาณบ่งชี้ภาวะ Recession เป็นลำดับท้ายๆ (Lagging indicator) โดยมักจะทริกเกอร์หลังจากที่เศรษฐกิจเข้าสู่ Recession ไปแล้ว 3 เดือน ในขณะที่ตลาดหุ้นมีมุมมองล่วงหน้า (Forward-looking) และมักจะปรับฐานลงก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession หรือก่อนที่ Sahm rule จะทริกเกอร์

ดังนั้น การส่งสัญญาณเตือน Recession ของ Sahm rule ในรอบนี้ อาจเป็นสัญญาณหลอก เราประเมินว่าตัวเลขเศรษฐกิจยังสะท้อนโอกาสในการเกิด Soft-landing มากกว่า Hard-landing ตลาดหุ้นที่ถูกเทขายน่าจะสะท้อนความกลัว Recession ของนักลงทุนที่มากเกินไป

แผนภาพที่ 1: ตลาดหุ้นมีมุมมองล่วงหน้า (Forward-looking) และมักจะปรับฐานลงก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession หรือก่อนที่ Sahm rule จะทรักเกอร์



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

แผนภาพที่ 2: ตัวเลขชี้วัดตลาดแรงงานอื่นๆ เช่น การจ้างงานนอกภาคการเกษตร (Nonfarm payrolls) ยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่แข็งแกร่ง เป็นไปตามรอบที่เกิด Soft-landing

Economic indicators at first Fed's rate cuts	Soft-landing			Hard-landing			Average		Latest data
	Oct-84	Jul-95	Jul-19	Jun-89	Jan-01	Sep-07	Soft-landing	Hard-landing	
First cut date	Oct-84	Jul-95	Jul-19	Jun-89	Jan-01	Sep-07	Soft-landing	Hard-landing	??
ISM Manufacturing PMI	50.8	50.7	51.0	47.3	42.3	53.8	50.8	47.8	46.8
Industrial Production YoY	5.3%	4.2%	-1.3%	0.7%	0.5%	2.7%	2.7%	1.3%	1.7%
Nonfarm payrolls (monthly chg, 3MA)	280	104	111	135	116	10	165	87	170
Unemployment Rate	7.4%	5.7%	3.7%	5.3%	4.2%	4.7%	5.6%	4.7%	4.3%
CPI YoY	4.3%	2.8%	1.8%	5.2%	3.7%	2.8%	3.0%	3.9%	3.0%
Core CPI YoY	4.9%	3.0%	2.2%	4.5%	2.6%	2.1%	3.4%	3.1%	3.3%
Core PCE YoY	3.8%	2.0%	1.7%	4.2%	2.0%	2.1%	2.5%	2.8%	2.6%

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

การ Unwind Yen Carry Trade สมทบการเทขายหุ้น

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา การเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางหลายประเทศ เพื่อสกัดเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูง ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของญี่ปุ่นติดลบต่อเนื่อง ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยญี่ปุ่นและประเทศอื่นกว้างขึ้น เปิดโอกาสให้นักลงทุนใช้กลยุทธ์ Yen Carry Trade ในการทำกำไร

โดยนักลงทุนทำ Yen Carry Trade โดยเข้าไปกู้ยืมสกุลเงินเยน แล้วนำไปลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า เช่น พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ซึ่งดอกเบี้ยสูงประมาณ 5% รวมถึงเก็งกำไรในตลาดหุ้น และ Cryptocurrency

แต่แล้วจุดเปลี่ยนก็เริ่มต้นขึ้นในวันที่ 31 ก.ค. ที่ผ่านม ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ประกาศขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเป็น 0.25% เซอร์ไพรส์ตลาดที่คาดว่าจะคงดอกเบี้ย และส่งสัญญาณว่าจะปรับดอกเบี้ยขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ในขณะที่ตัวเลขตลาดแรงงานของสหรัฐฯออกมาอ่อนแอลง ทำให้ตลาดประเมินว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยเร็วขึ้น

แนวโน้มดอกเบี้ยญี่ปุ่นที่จะปรับเป็นขาขึ้น สวนทางกับฝั่งสหรัฐฯ ที่กำลังจะเริ่มลดดอกเบี้ย และอาจเป็นไปอย่างรวดเร็ว ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า

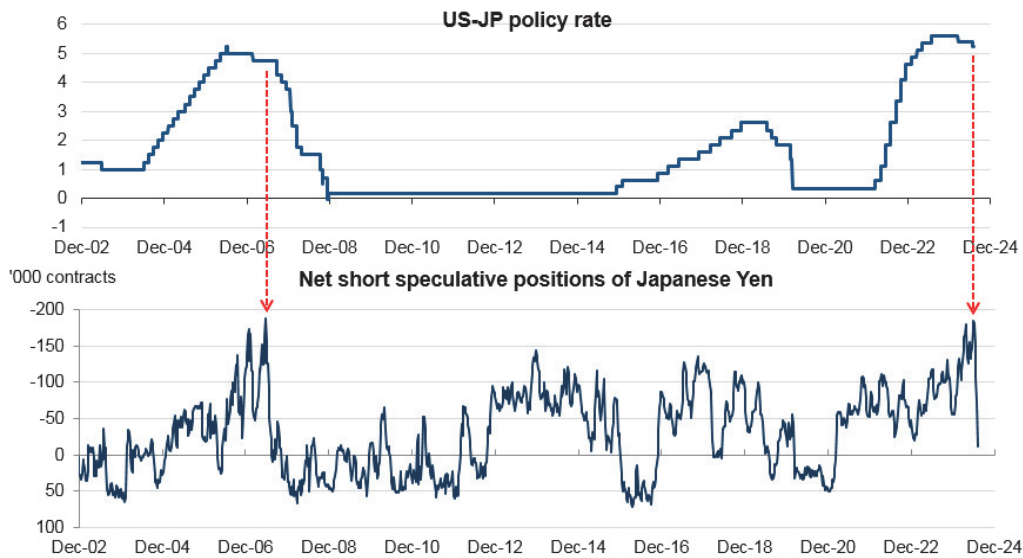
แคบลง นำไปสู่การ Unwind Yen Carry Trade ขายสินทรัพย์ที่ถืออยู่ เพื่อนำไปคืนเงินสกุลเยนที่กู้มา และจุดชนวนให้เกิดการเทขายหุ้น ในขณะที่ค่าเงินเยนก็พลิกกลับมาแข็งค่าอย่างรวดเร็ว

อย่างไรก็ดี นาย Shinichi Uchida รองผู้ว่า BoJ ออกมากล่าวในเวลาต่อมาว่า BoJ จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยในขณะที่ตลาดการเงินและตลาดทุน (Financial and capital markets) ผันผวน ทำให้ตลาดค่อยๆกลับคืนสู่ภาวะปกติ

ด้านรายงานสถานะการลงทุนของนักเก็งกำไร (Hedge Funds) ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (รายงานเป็นรายสัปดาห์ สิ้นสุด ณ วันที่ 6 ส.ค.) ระบุสถานะขายสุทธิ (Net short positions) ในสกุลเงินเยนลดลงเหลือเพียง 1 หมื่นสัญญา (ราว 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) จากสูงสุดที่ 1.8 แสนสัญญา (ราว 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

จำนวนสถานะ Net short ที่ลดลงเป็นอย่างมาก สะท้อนว่าการ Unwind Yen Carry trade คลี่คลายเกือบหมดแล้ว ในขณะที่แถลงการณ์ของรองผู้ว่า BoJ สะท้อนแนวโน้มดอกเบี้ยของญี่ปุ่นที่อาจไม่ได้ปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว ลดความจำเป็นที่จะต้องรีบขายหุ้นเพื่อปิดสถานะการกู้ยืมดังกล่าว ทำให้ผลกระทบจากการ Unwind Yen Carry Trade มีอย่างจำกัดในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 3: สถานะ Net shorts ในตลาดสัญญา Futures สะท้อน Yen Carry trade คลี่คลายเกือบหมดแล้ว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU);
net speculative positions of 6 August 2024

ตลาดประเมิน Valuation ในตลาดหุ้นสมเหตุสมผลมากขึ้น

ความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจสหรัฐฯจะเข้าสู่ Recession ทำให้ตลาดประเมินความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้น และคาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นเพิ่มขึ้น เมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร

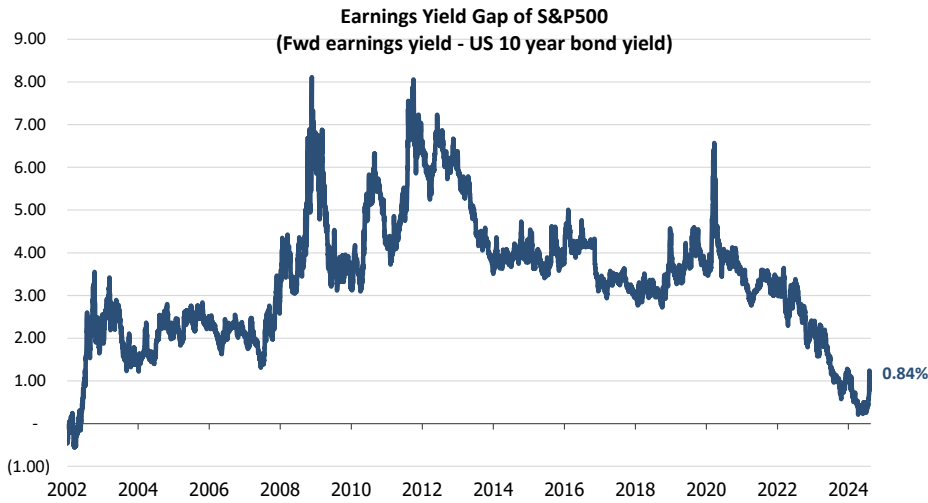
โดยตลาดประเมินอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการลงทุนในหุ้น (Earnings yield of S&P 500) เทียบกับการลงทุนใน

พันธบัตรรัฐบาล (10-year bond yield) หรือที่เรียกว่า Equity risk premium เพิ่มขึ้นเป็น 1% จากช่วง 1 เดือนก่อนที่ 0.2-0.4%

ถึงแม้ Valuation ณ ระดับปัจจุบันจะมีความสมเหตุสมผลมากขึ้น แต่ยังคงอยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต ทำให้ตลาดหุ้น ณ ระดับปัจจุบัน (S&P 500 ที่ 5,500 จุดขึ้นไป) มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยที่จะเข้ามากกระทบ และอาจปรับขึ้นได้อย่างจำกัดในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 4: Equity risk premium เพิ่มขึ้นเป็น 1% จากช่วง 1 เดือนก่อนที่ 0.2-0.4%

Valuation: Equity risk premium of S&P 500



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); update as of 19 Aug 2024

แผนภาพที่ 5: ค่า Forward P/E ของ S&P500 ยังอยู่ในระดับที่แพง เมื่อเทียบกับในอดีต

Forward P/E of S&P 500 with 10-year SD range



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); update as of 19 Aug 2024

ความผันผวนของตลาดหุ้นจะเพิ่มขึ้นช่วงก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ

การเลือกตั้งประธานาธิบดี (ประธานาธิบดี) สหรัฐฯ ถูกจัดขึ้นทุกๆ 4 ปี ในช่วงต้นเดือน พ.ย. ซึ่งในปีนี้ตรงกับวันที่ 5 พ.ย. การเปลี่ยนแปลงผู้นำประเทศ ซึ่งรวมถึงแนวทางในการใช้นโยบายการคลังและนโยบายต่างประเทศ จะส่งผลกระทบต่อทิศทางเศรษฐกิจและนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า นับเป็นความไม่แน่นอนต่อตลาดการลงทุน

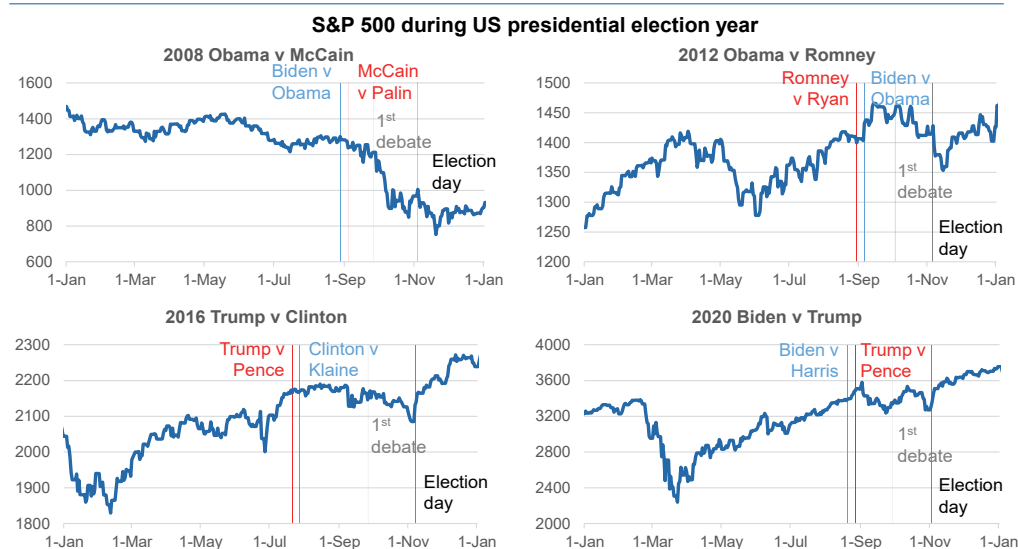
ข้อมูลการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น (S&P 500) ช่วงปีที่มีการเลือกตั้งในอดีต ชี้ว่าตลาดหุ้นมักจะมีการปรับฐานลงราว 5-10% ในช่วง 1 เดือนก่อนวันเลือกตั้ง ในขณะที่ความผันผวน (VIX index) ในตลาดหุ้นจะปรับเพิ่มสูงขึ้น

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้นในปัจจุบันดูเหมือนจะยังไม่ได้ให้น้ำหนักประเด็นการเลือกตั้งมากนัก เห็นได้จากข้อมูลสัญญาสิทธิ (S&P 500 options) ในตลาดซื้อขายสัญญาล่วงหน้าที่ครบกำหนดในช่วงวันเลือกตั้ง ซึ่งค่าความผันผวน (Implied volatility) อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าความผันผวนในช่วงการประชุม Jackson Hole สะท้อนว่าตลาดหุ้นในปัจจุบันให้น้ำหนักประเด็นการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed มากกว่าประเด็นการเลือกตั้ง

เราเชื่อว่าตลาดมีการตอบรับต่อประเด็นการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว และน่าจะหันมาให้แก่นักประเด็นการเลือกตั้งมากขึ้น หลัง Fed เริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยครั้งแรกในวันที่ 18 ก.ย.

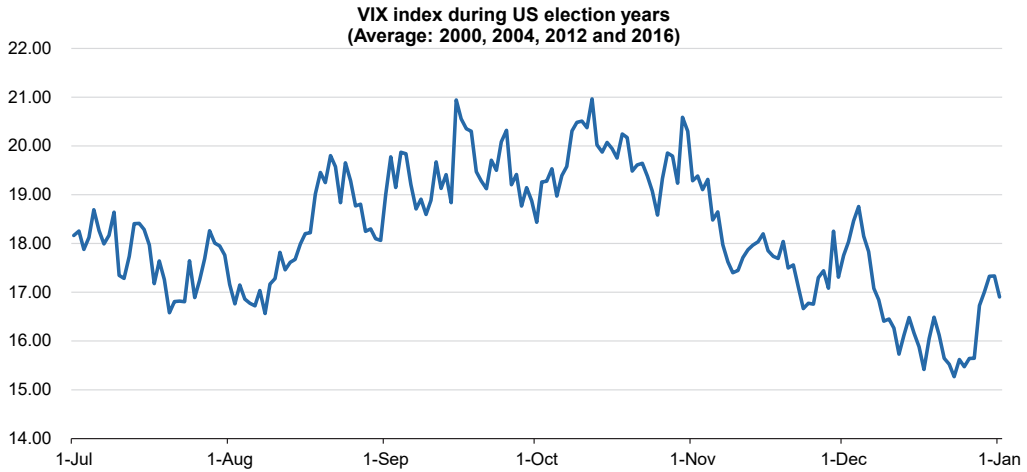
แผนภาพที่ 6: ตลาดหุ้นมักจะมีการปรับฐานลงราว 5-10% ในช่วง 1 เดือนก่อนวันเลือกตั้ง

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



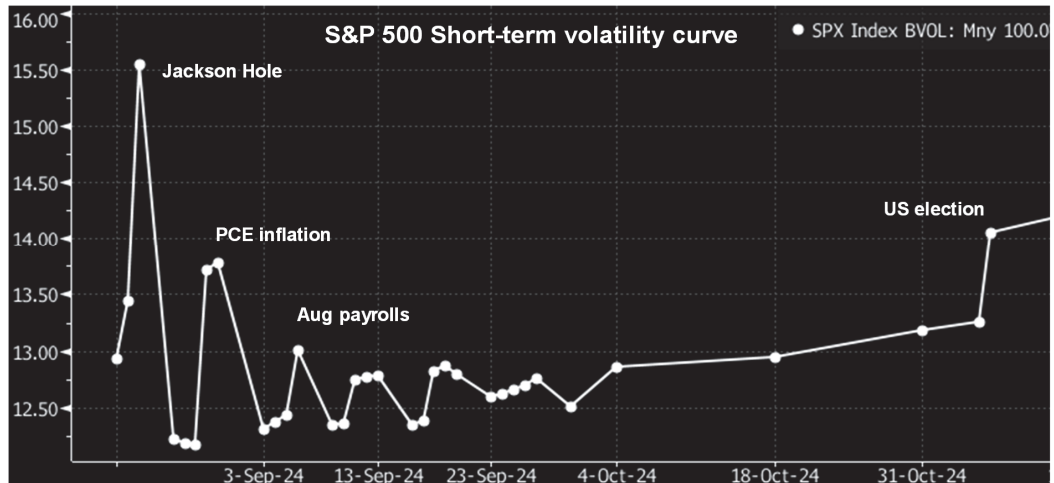
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 7: ความผันผวน (VIX index) ในตลาดหุ้นมักจะปรับเพิ่มขึ้น ตั้งแต่กลางเดือน ส.ค. เป็นต้นไป



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

แผนภาพที่ 8: ตลาดหุ้นในปัจจุบันให้น้ำหนักประเด็นการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed มากกว่าประเด็นการเลือกตั้ง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); volatility curve as of 20 Aug 2024

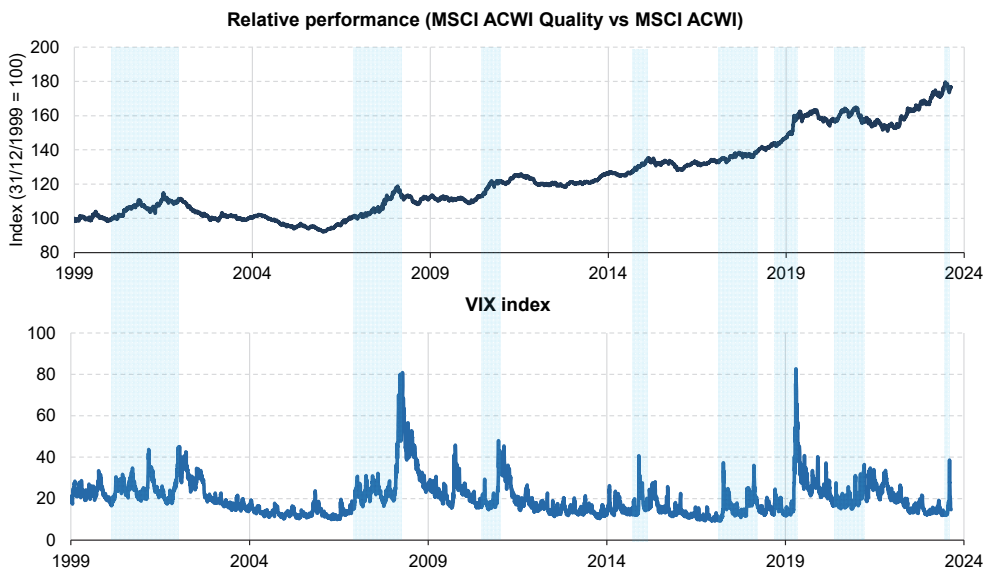
หุ้นคุณภาพ (Quality stock) มักจะ Outperform ในช่วงที่ ความผันผวนสูง

ความผันผวนในตลาดหุ้นที่จะเพิ่มขึ้นจากประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในขณะที่ Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันที่อยู่ในระดับแพง ทำให้ตลาดหุ้นมีความอ่อนไหวสูง และอาจปรับฐานลงเป็นระยะ

ข้อมูลการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น ย้อนหลังตั้งแต่ปี 2000 พบว่าดัชนีหุ้นโลกคุณภาพ (MSCI ACWI Quality) ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มบริษัทที่มีสถานะทางการเงินแข็งแกร่ง โดยมีการเติบโตของรายได้และกำไรสูงสม่ำเสมอ มีหนี้สินในสัดส่วนที่ต่ำ และเงินสดในสัดส่วนที่สูง มีความสามารถในการต้านทานต่อความผันผวนได้ดีกว่าดัชนีตลาดหุ้นโลก (MSCI ACWI)

โดยสรุป เรามองว่าหุ้นจะยังเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าสินทรัพย์อื่นๆ จากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังคงขยายตัว และจะถูกสนับสนุนโดยนโยบายการเงินที่กลับมาผ่อนคลายลง แต่ Valuation ที่ยังคงค่อนข้างแพง เมื่อเทียบกับในอดีต และความไม่แน่นอนจากประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ที่ใกล้เข้ามา อาจทำให้ตลาดหุ้นมีความผันผวนมากขึ้น เรามองว่าหุ้นคุณภาพ ซึ่งมีสถานะการเงินแข็งแกร่ง จะสามารถ Outperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ได้ในภาวะความผันผวนสูง แนะนำให้หาจังหวะสะสมหุ้นคุณภาพที่ดัชนี S&P 500 ต่ำกว่า 5,300 จุด 🍀

แผนภาพที่ 9: ดัชนีหุ้นโลกคุณภาพ (MSCI ACWI Quality) สามารถต้านทานความผันผวนได้ดีกว่าดัชนีตลาดหุ้นโลก (MSCI ACWI)



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

แผนภาพที่ 10: หุ้นกลุ่ม Quality มีสถานะทางการเงินแข็งแกร่ง

Financial health	Growth potential		Stability	Profitability			Solvency			Leverage
	Revenue growth (10y CAGR)	Earnings growth (10y CAGR)	Lowest earnings growth (last 10 years)	Profit margin	ROE	ROA	FCF / Earnings	Net debt / FCF	Total debt / total equity	Total asset / total equity
S&P500	5%	7%	-18%	12%	17.9	3.8	0.74	3.22	119.4	4.5
MSCI ACWI	2%	5%	-21%	11%	13.5	2.2	0.75	3.63	128.3	5.7
MSCI ACWI Quality	3%	7%	-5%	17%	27.8	10.2	0.84	0.65	54.4	2.7

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

ตลาดตราสารหนี้

เรามองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) มีแนวโน้มปรับสูงขึ้นไปอยู่ในกรอบ 4.0-4.2% หลังตลาด Priced in แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยไปในทาง Dovish มากแล้ว ขณะที่ค่าชดเชยความเสี่ยงของพันธบัตรระยะยาว (Term premium) อาจกลับมาเพิ่มสูงขึ้นเมื่อกระทรวงการคลังเริ่มลดระดับการแทรกแซงผลตอบแทนพันธบัตรผ่านมาตรการ Activist Treasury Issuance และกลับไปกู้ยืมผ่านการออกจำหน่ายพันธบัตรระยะยาวในสัดส่วนที่มากขึ้น ซึ่งจะสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Term premium ให้สูงขึ้นราว 20-40 bps

ตลาดการเงินมอง Fed จะปรับลดดอกเบี้ยมากเกินไป ไม่สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่เพียงอ่อนตัวลงตามวัฏจักร แต่ยังมีห่างไกลจากภาพเศรษฐกิจถดถอย

เรามองว่าตลาดการเงินในปัจจุบันมีการคาดการณ์ต่อการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะเกิดขึ้นมากและเร็วเกินไป (-100bps ภายในปี 2024 และอีกอย่างน้อย -100bps ในปี 2025) เมื่อพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจที่แม้จะอ่อนตัวลงบ้าง แต่ยังไม่ได้เข้าใกล้ภาวะถดถอยอย่างที่หลายคนกังวล ทำให้เราคาดว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียง 3 ครั้งในปี 2024 โดยเริ่มจากการปรับลด -25bps ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. ที่จะถึงนี้

หลังจากที่กระทรวงแรงงานสหรัฐฯ เปิดเผยข้อมูลตลาดแรงงานในเดือน ก.ค. อ่อนแอกว่าที่คาด ส่งผลให้ตลาดเพิ่มการคาดการณ์ว่าการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายของ Fed อย่างไรก็ตามตลาดการเงินเริ่มคลายความกังวลหลังจากเห็นข้อมูลเศรษฐกิจ

เพิ่มเติม อาทิ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ ยอดผู้ขอรับสวัสดิการว่างงาน ยอดค้าปลีก และความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ทำให้ตลาดเริ่มกลับมาปรับการให้น้ำหนักการลดดอกเบี้ยของ Fed อีกครั้ง แต่ยังคงมองว่าอย่างน้อยในการประชุมอีก 3 ครั้งในปี นี้ จะมีหนึ่งครั้งที่ Fed จะลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่าปกติ (มากกว่า -25bps)

อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาจากข้อมูลการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในอดีต จะพบว่า Fed มักจะลดดอกเบี้ยมากกว่าปกติก็ต่อเมื่อตลาดแรงงานได้อ่อนตัวลงอย่างมีนัยสำคัญแล้ว แตกต่างจากสถานการณ์ปัจจุบันที่ตลาดแรงงานยังคงมีความแข็งแกร่งในหลายด้าน ทำให้เรามองว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียง 3 ครั้งในปี นี้ โดยเริ่มจากเดือน ก.ย. และไม่มีความจำเป็นที่จะต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่านั้น ทำให้เรามอง Bond yield มีความเสี่ยงด้านสูงจากระดับปัจจุบันที่ตลาด Priced-in แนวโน้มดอกเบี้ยค่อนข้างไปในทาง Dovish มากเกินไปแล้ว

แผนภาพที่ 11: ข้อมูลเศรษฐกิจในปัจจุบันสอดคล้องกับการที่ Fed จะลดดอกเบี้ยเพียงครั้งละ -25bps ต่อการประชุม

Scheduled Meetings		Nonfarm payrolls ('000)	3mma ('000)	Unemployment rate	3-month change	Sahm Rule	Initial Jobless claims ('000)	3-month change ('000)	Rationale
First cuts / 25bps	Jul 95	91	104	5.7	-0.1	0.17	376	22	Moderating inflation
	Sep 98	198	223	4.6	0.1	0.17	304	-34	Weak external demand
	Jul 19	90	111	3.7	0.0	0.03	209	-1	Uncertainty, Trade war
50bps Cut	Jan 01	-19	116	4.2	0.3	0.13	340	39	Weak activity, Dotcom
	Mar 01	-35	11	4.3	0.4	0.30	388	40	Weak activity
	May 01	-44	-125	4.3	0.1	0.47	395	23	Weak activity
	Oct 01	-313	-240	5.3	0.7	1.13	481	83	Higher uncertainty, weak activity
	Nov 01	-311	-294	5.5	0.6	1.40	454	56	Higher uncertainty, weak activity
	Nov 02	-4	10	5.9	0.2	0.43	389	-6	Geopolitical risks
	Sep 07	86	10	4.7	0.1	0.17	313	-3	GFC
	Oct 08	-465	-399	6.5	0.7	1.50	477	79	GFC
More than 50bps	Mar 08	-70	-47	5.1	0.1	0.47	368	19	GFC
	Dec 08	-698	-637	7.3	1.2	2.07	564	100	GFC
Average	First/25bps	126	146	4.7	0.0	0.12	296	-5	
	50bps	-138	-114	5.1	0.4	0.69	405	39	
	>50bps	-384	-342	6.2	0.7	1.3	466	59	
Current		114	170	4.3	0.4	0.53	238	28	

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

ผลจากการแทรกแซงผลตอบแทนพันธบัตรโดยภาครัฐที่น่าจะทยอยคลายตัวลง มีโอกาสกดดัน Term premium ให้สูงขึ้น 20-40bps

ในช่วงไตรมาส 3 ปี 2023 ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (Bond yield) ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากเกินกว่า 5.0% เป็นผลมาจากแนวโน้มขาดดุลการคลังของสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้น กดดันค่าชดเชยความเสี่ยงในพันธบัตรระยะยาวหรือ Term premium ให้สูงขึ้นตาม ส่งผลให้กระทรวงการคลังต้องปรับวิธีการออก

จำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลเพื่อรับมือกับแรงกดดันของตลาด โดยวิธีการดังกล่าวประกอบด้วยการใช้แนวทางการสื่อสารล่วงหน้า (Forward guidance) ที่ชัดเจนขึ้น เช่น การระบุว่า จะเพิ่มการกู้ยืมผ่านพันธบัตรระยะยาวเพียงไตรมาสเดียวเท่านั้น รวมถึงการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการออกจำหน่ายพันธบัตรระยะสั้น (T-Bills) ให้มากกว่าปกติ จากสัดส่วนเดิมที่ 15-20% เพิ่มขึ้นเป็นเกือบ 50% ในปี FY2024 (ต.ค. 2023 - ก.ย. 2024) เพื่อช่วยลดแรงกดดันต่อ Bond yield ระยะยาว

แผนภาพที่ 12: กระทรวงการคลังสหรัฐฯ มักใช้คำพูดชี้หน้าคาดการณ์ของตลาด (Forward guidance) ที่ชัดเจน ต่อแนวโน้มอุปทานพันธบัตรในอนาคต ในการประกาศแผนการกู้ยืมประจำไตรมาส (Quarterly Refunding Announcement) หลายรอบที่ผ่านมา

Date	Projected Financing Needs and Issuance Plans
2-Aug-23	Treasury intends to gradually increase coupon auction sizes beginning with the August to October 2023 quarter. ...further gradual increases will likely be necessary in future quarters.
1-Nov-23	Treasury intends to continue gradually increasing coupon auction sizes in the upcoming November 2023 to January 2024 quarter. ...Treasury anticipates that one additional quarter of increases to coupon auction sizes will likely be needed beyond the increases announced today
31-Jan-24	Since August 2023, Treasury has significantly increased issuance sizes for nominal coupon and FRN securities. Treasury intends to continue gradually increasing coupon auction sizes in the February to April 2024 quarter and believes that these cumulative changes will leave Treasury well positioned
1-May-24	Since August 2023, Treasury has significantly increased issuance sizes for nominal coupon and FRN securities. Treasury believes these cumulative changes leave it well positioned
31-Jul-24	Treasury believes its current auction sizes leave it well positioned... Based on current projected borrowing needs, Treasury does not anticipate needing to increase nominal coupon or FRN auction sizes for at least the next several quarters.

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

แผนภาพที่ 13: กระทรวงการคลังกู้ยืมผ่านการออกจำหน่าย T-Bills ในปี FY2024 มากกว่าระดับปกติ (17% ของจำนวนการออกจำหน่ายพันธบัตรทั้งหมด) รวม 7 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

Units are in billion USD	FY2024				Total
	Quarter 1	2	3	4	
Total Marketable Borrowing	776	760	243	740	2,276
Coupon	316	318	540	559	1,193
Bills	460	442	-297	181	1,083
% of Bills	59.3%	58.2%	na	24.5%	47.6%
Bills Deviated from 17% Target	328	313	na	55	696

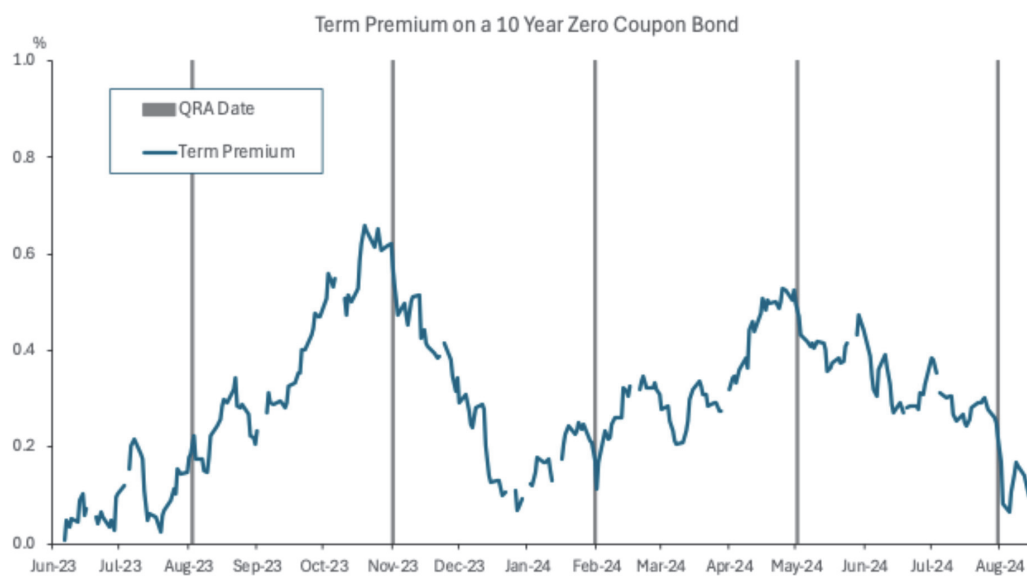
Note: 3rd Quarter of the fiscal year (Apr-Jun) is excluded from calculation due to the nature of it being tax collection season, which led to net negative bills issuance

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

พฤติกรรมนี้ของกระทรวงการคลังได้รับการตั้งชื่อว่า “Activist Treasury Issuance” (ATI) โดยนักวิเคราะห์จาก Hudson Bay Capital ซึ่ง ATI ส่งผลให้สถานะการเงินผ่อนคลายลง เนื่องจากการออกพันธบัตรระยะสั้นที่มีคุณสมบัติคล้ายเงินสดสร้างแรงกดดันค่อนข้างต่ำต่อสภาพคล่องใน

ระบบการเงิน เมื่อเทียบกับการออกพันธบัตรระยะยาว ทำให้ผลลัพธ์ของ ATI คล้ายกับการดำเนินนโยบายอัดฉีดสภาพคล่อง (Quantitative Easing: QE) ของ Fed และส่งผลให้ Term premium ลดต่ำลงราว 20-40 basis points

แผนภาพที่ 14: Term premium มักมีทิศทางเคลื่อนไหวที่ชัดเจนหลัง QRA แต่ละไตรมาส และมีการเปลี่ยนแปลงราว 20-40bps ในแต่ละรอบ

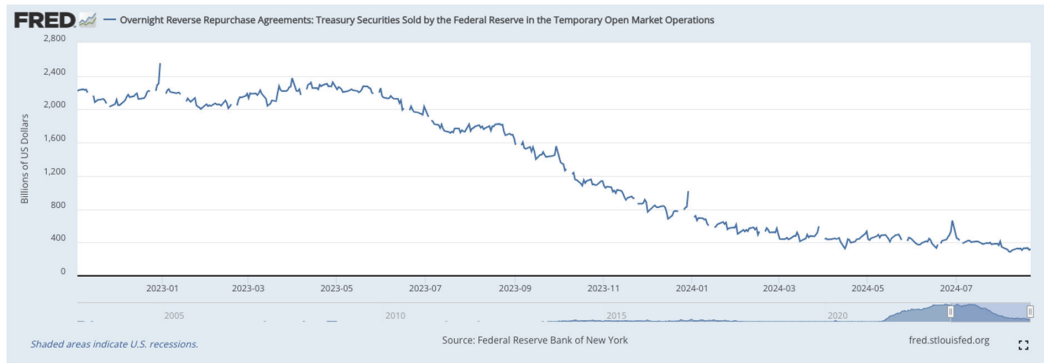


ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม ปัจจัยหนึ่งที่ทำให้มาตรการ ATI ประสบผลสำเร็จ เนื่องจากสภาพคล่องส่วนเกินในตลาด Reverse Repurchase Agreement (RRP) ในปีที่ผ่านมาที่อยู่สูงมาก แต่การทำ ATI ต่อเนื่องหลายไตรมาสก็ได้ลดขนาดของสภาพคล่องส่วนเกินดังกล่าวลงมาแล้ว แนวโน้มการออกจำหน่ายพันธบัตรระยะสั้นของกระทรวงการคลังจึงน่าจะทยอยลดลงกลับมาอยู่ใน

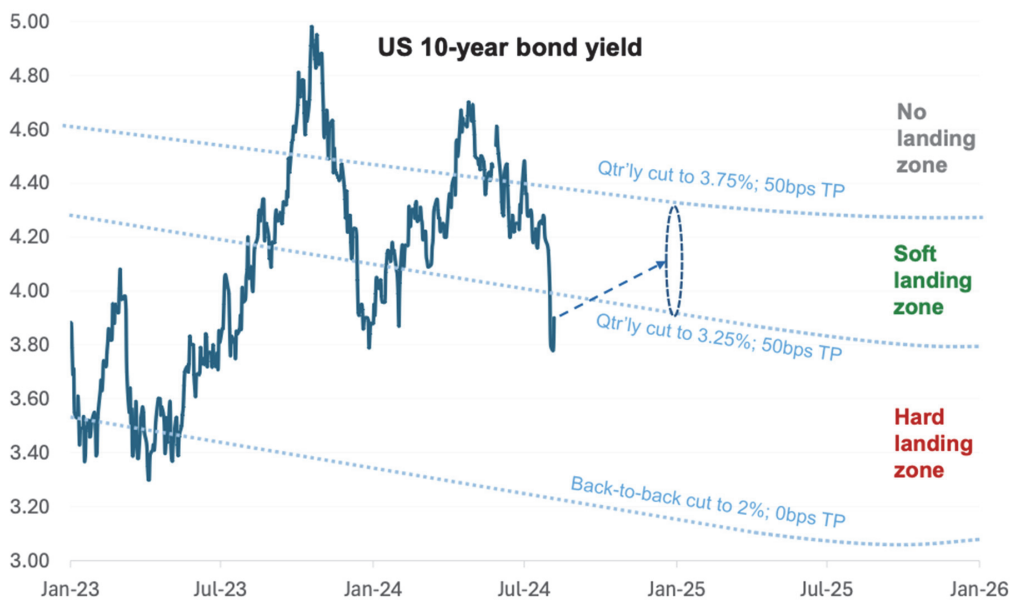
ระดับปกติ นอกจากนี้ การใช้มาตรการ ATI อย่างต่อเนื่องอาจส่งผลให้สถานะการเงินผ่อนคลายเกินไป เมื่อรวมกับนโยบายการเงินของ Fed ที่จะเริ่มลดความตึงตัว ก็อาจเป็นความเสี่ยงต่อการเร่งตัวของเงินเฟ้อในระยะยาว ดังนั้น เราจึงมอง Bond yield มีโอกาสปรับตัวสูงขึ้นจากผลของ ATI ที่จะทยอยคลายตัวลงในอนาคต 🌀

แผนภาพที่ 15: สภาพคล่องส่วนเกินในตลาด RRP ลดลงจาก 2.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มาเหลือเพียงประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



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

แผนภาพที่ 16: เรามอง Bond yield มีแนวโน้มปรับขึ้นไปอยู่ระดับ 4.0-4.2% ช่วงปลายปี 2024



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำปรับขึ้นทำ New high สะท้อนการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed แต่ยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงประเด็น Recession ซึ่งหากตัวเลขเศรษฐกิจออกมาชะลอตัวลงเพิ่มเติม ตลาดทองคำอาจมีอุปสงค์เพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้น ทำให้ราคาทองคำมี Upside เพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบัน เราปรับกรอบราคาทองคำขึ้นเป็น 2,300-2,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) พื้นตัวกลับไประดับราว 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ใน 1-2 เดือนข้างหน้า ด้วยสมมุติฐานเศรษฐกิจสหรัฐฯ ของ ESU ที่มองภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังเป็นเพียงความเสี่ยง มิใช่กรณีฐาน ประกอบกับปัจจัยพื้นฐานเฉพาะของตลาดน้ำมันที่ค่อนข้างตึงตัว

ทองคำ

ราคาทองคำพุ่งขึ้น สะท้อนการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed

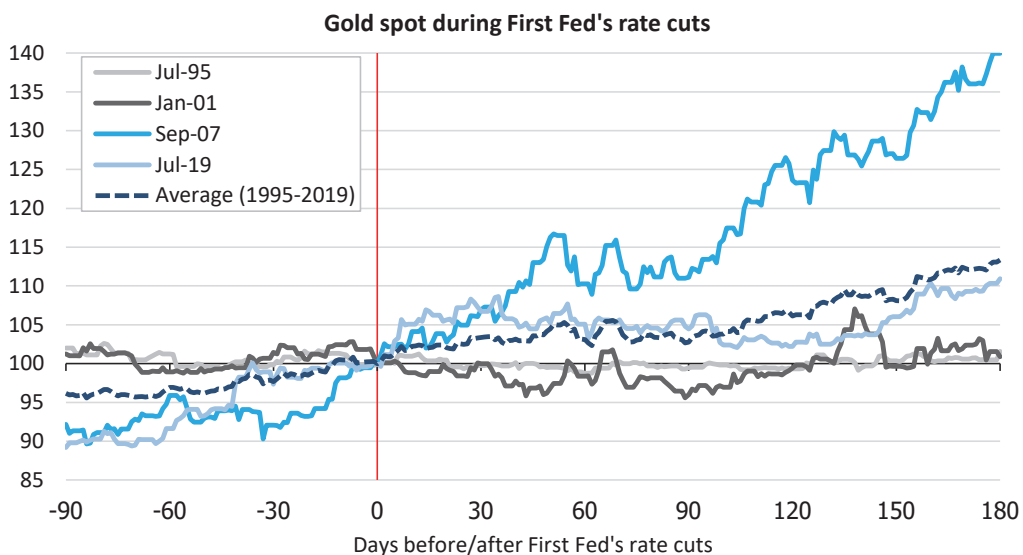
ตัวเลขตลาดแรงงานในสหรัฐฯ เดือน ก.ค. ที่ออกมาอ่อนแอลง สะท้อนความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจอาจกำลังอยู่ในภาวะ Recession ส่งผลให้ตลาดประเมิน Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยเร็วขึ้น ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลง ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นทำ New high ทะลุระดับ 2,500 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์เป็นครั้งแรก

เราประเมินว่าการปรับเพิ่มขึ้นของราคาทองคำดังกล่าว เป็นการสะท้อนการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed โดยข้อมูลการ

เคลื่อนไหวของราคาทองคำย้อนหลังตั้งแต่ปี 1971 ซึ่งว่าราคาทองคำมักจะมีการปรับเพิ่มขึ้นราว +5% ในช่วง 2 เดือนก่อนที่ Fed จะเริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ราคาทองคำปัจจุบันปรับขึ้นเป็น 2,520 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จากระดับ 2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในเดือนก่อน คิดเป็นการปรับขึ้น 5% นับเป็นเปอร์เซ็นต์การปรับขึ้นที่สอดคล้องกับรอบการลดดอกเบี้ยในอดีต ซึ่งว่าการปรับเพิ่มขึ้นของราคาทองคำในช่วง 1-2 เดือนที่ผ่านมา น่าจะมาจากประเด็นการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed เป็นหลัก

แผนภาพที่ 17: ราคาทองคำมักจะมีการปรับเพิ่มขึ้นราว +5% ในช่วง 2 เดือนก่อนที่ Fed จะเริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



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

ราคาทองคำยังไม่ได้ตอบรับต่อประเด็น Recession มากนัก

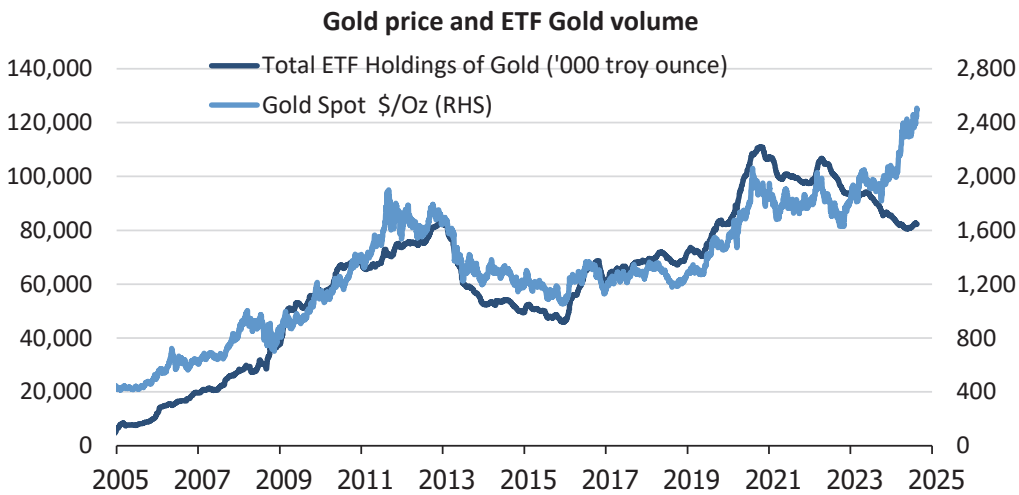
อุปสงค์ทองคำ สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท 1) อุปสงค์เพื่อการลงทุน ได้แก่ ทองคำแท่ง เหรียญทองคำ และ ETF ทองคำ 2) อุปสงค์ที่ไม่ใช่การลงทุน ได้แก่ การผลิตเครื่องประดับ (Jewellery) การผลิตสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี และทันตกรรม รวมถึงอุปสงค์ของธนาคารกลาง

ในช่วงที่เศรษฐกิจจะชะลตัว อุปสงค์ทองคำที่ไม่ใช่การลงทุน จะปรับลดลงตามแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจ สวนทางกับอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนที่ปรับเพิ่มขึ้น อุปสงค์ทองคำในไตรมาส 2 ปรับเพิ่มขึ้น 54 ตัน จากไตรมาสก่อน แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ 254 ตัน ซึ่งเป็นปริมาณที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับช่วงที่เศรษฐกิจชะลตัวลงในอดีตที่ไตรมาสละ 500-600 ตัน เช่น ช่วงปี 2010-2011 ที่มีวิกฤตหนี้สาธารณะในยุโรป ช่วงปี 2016 ที่เศรษฐกิจจีนชะลตัวลง และในปี 2020 ที่เกิดการระบาดของ COVID

นอกจากนี้ ข้อมูลการถือครอง ETF ทองคำกลับมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี 2021 โดยปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 85 ล้านออนซ์ นับเป็นระดับที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับราคาทองคำที่ 120 ล้านดอลลาร์ ข้อมูลอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุน และข้อมูลการถือครอง ETF ที่ยังอยู่ในระดับต่ำ สะท้อนว่าตลาดทองคำประเมินความเป็นไปได้ที่จะเกิด Recession ต่ำเกินไป

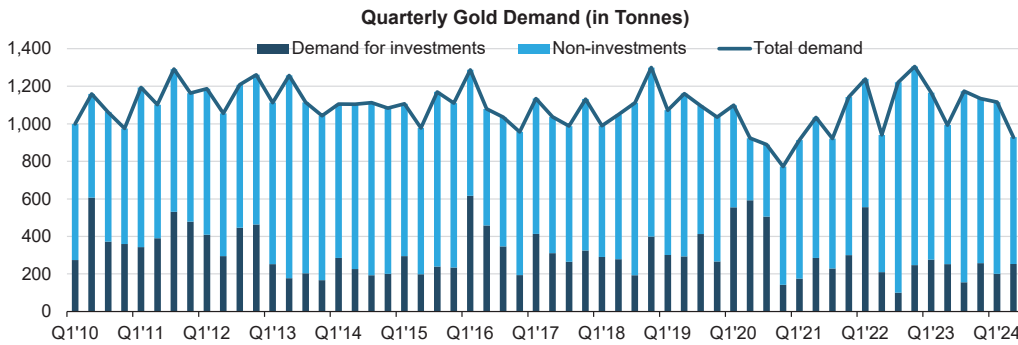
ดังนั้น เราประเมินว่าราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา สะท้อนการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed แต่ยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงประเด็น Recession ซึ่งหากตัวเลขเศรษฐกิจออกมาชะลตัวลงเพิ่มเติม ตลาดทองคำอาจมีอุปสงค์เพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้น ทำให้ราคาทองคำมี Upside เพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบัน เราปรับกรอบราคาทองคำขึ้นเป็น 2,300-2,600 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ ในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพที่ 18: การถือครอง ETF ทองคำมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี 2021 สวนทางกับราคาทองคำ



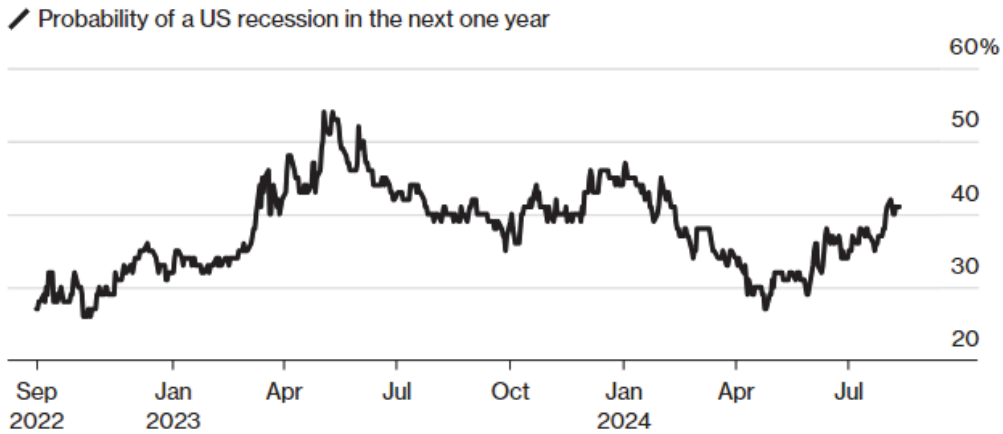
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)V

แผนภาพที่ 19: อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนจะเพิ่มขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจชะลตัวลง



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

แผนภาพที่ 20: ความเป็นไปได้ที่จะเกิด Recession ปรับเพิ่มขึ้น



ที่มา: Bloomberg

น้ำมัน

เรามองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) พื้นตัวกลับไประดับราว 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ใน 1-2 เดือนข้างหน้า ด้วยสมมติฐานเศรษฐกิจสหรัฐฯ ของ ESU ที่มองภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังเป็นเพียงความเสี่ยง มิใช่กรณีฐาน ประกอบกับปัจจัยพื้นฐานเฉพาะของตลาดน้ำมันที่ค่อนข้างตึงตัว สะท้อนผ่านคลังน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง จนอยู่ในบริเวณด้านล่างของกรอบ 5 ปี และค่าส่วนต่างระหว่างสัญญาระยะสั้นและระยะยาว (Time spread) ที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้ความเสี่ยงด้านต่ำของราคาน้ำมันค่อนข้างจำกัด

Sentiment ของตลาดการเงินเป็นลบกว่าปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันอย่างมาก

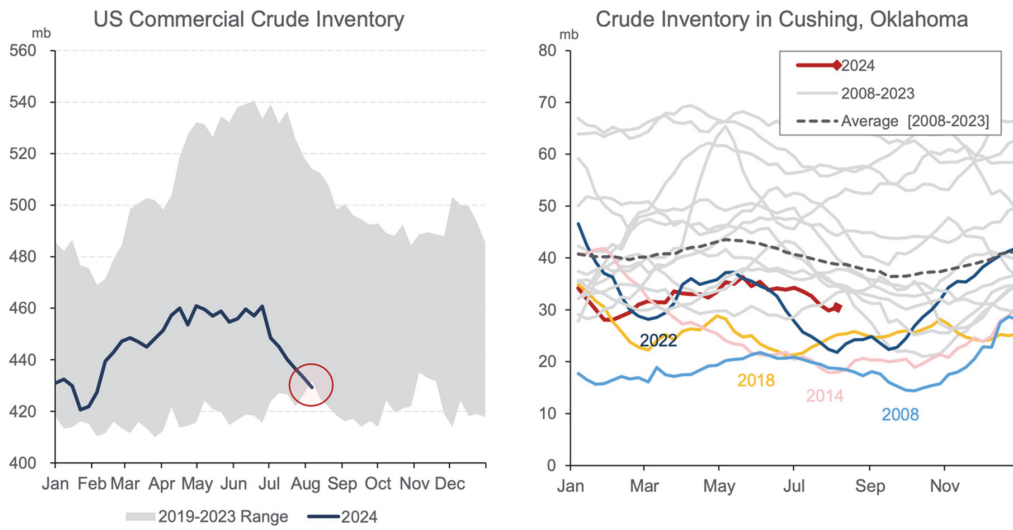
ราคาน้ำมันมีความผันผวนสูงขึ้นในเดือนที่ผ่านมา โดยราคาน้ำมันดิบ WTI ได้ปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วอันเนื่องมาจาก Risk-

off sentiment ของตลาดในวงกว้าง จากความกังวลที่มากขึ้นต่อโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯ เป็นหลัก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าแรงขายดังกล่าวเกิดจาก Sentiment ที่เป็นลบมากเกินไป ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันยังไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัย และสะท้อนถึงสภาวะความตึงตัวที่ยังคงอยู่

คลังน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง จนอยู่ต่ำกว่าด้านล่างของกรอบ 5 ปี และมีการลดลงต่อเนื่องยาวนานถึง 6 สัปดาห์ (ระหว่างวันที่ 21 มิ.ย. - 2 ส.ค.) นานที่สุดในรอบเกือบ 3 ปี บ่งชี้ว่าความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งจะกระทบต่อความต้องการบริโภคน้ำมันนั้นเป็นลบกว่าสภาวะของตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) ในปัจจุบันอย่างมาก

ด้วยสมมติฐานเศรษฐกิจสหรัฐฯ ของ ESU ที่มองภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังเป็นเพียงความเสี่ยง มิใช่กรณีฐาน ประกอบกับปัจจัยพื้นฐานเฉพาะของตลาดน้ำมันที่ค่อนข้างตึงตัว เราจึงมอง Fair value ของราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า

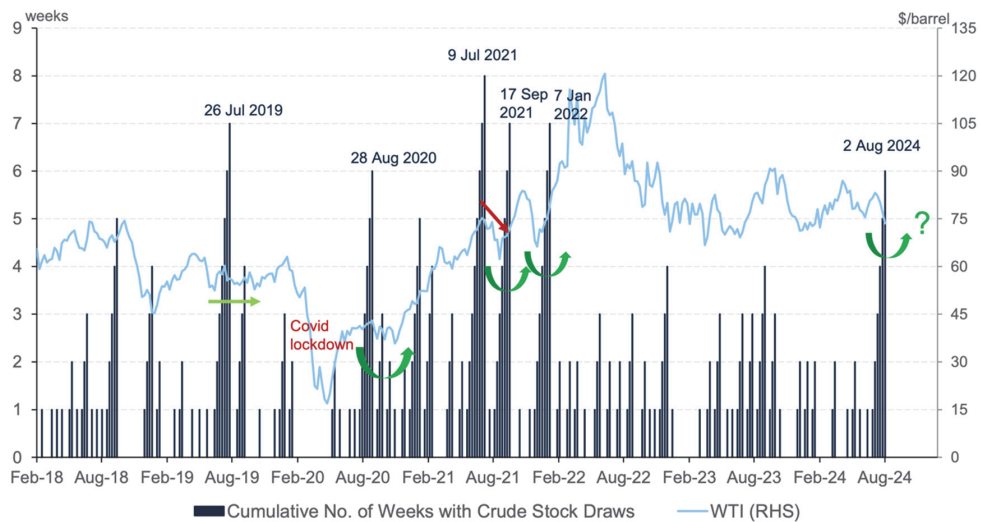
แผนภาพที่ 21: คลังน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง จนอยู่ในบริเวณด้านล่างของกรอบ 5 ปี (ภาพซ้าย) ขณะที่คลังน้ำมันดิบในเมือง Cushing ซึ่งเป็นศูนย์กลางซื้อขายน้ำมันดิบสำคัญก็อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ (ภาพขวา)



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

แผนภาพที่ 22: คลังน้ำมันดิบลดลงติดต่อกัน 6 สัปดาห์ระหว่างเดือน มิ.ย.-ส.ค. ยาวนานที่สุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2022 โดยการปรับลดลงต่อเนื่องยาวนานของคลังน้ำมันมักสร้างแรงกดดันเชิงบวกแก่ราคา

Oil price usually rebounds when crude inventory drops for 6 consecutive weeks or more



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

ส่วนต่างระหว่างราคาสัญญาระยะสั้นและยาว (Time spread) ยังสะท้อนถึงความตึงตัว

ในรอบการปรับลดลงของราคาน้ำมันดิบที่ผ่านมา เราสังเกตเห็นการปรับลงนั้นเกิดขึ้นกับราคาสัญญาระยะยาว (Longer-dated contract) เป็นหลัก ซึ่งส่งผลให้ Time spread หรือส่วนต่างระหว่างราคาสัญญาน้ำมันระยะสั้นและระยะยาว ยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงกับที่เราได้ประเมินไว้ใน TIPS ฉบับก่อนหน้า (ประมาณ 5 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล)

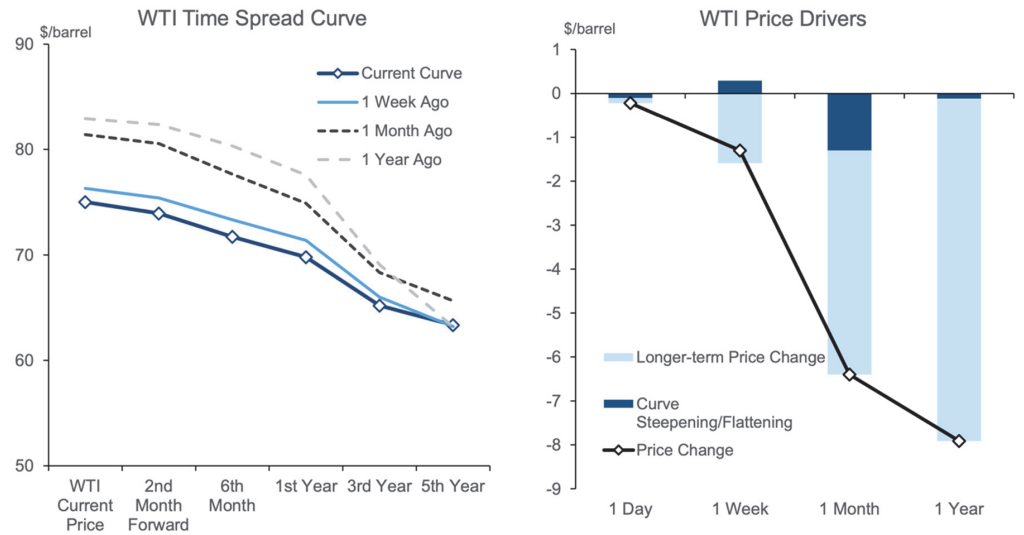
Time spread เป็นเครื่องมือสำคัญของตลาดน้ำมันที่บ่งชี้ถึงความตึงตัวในระยะสั้น โดยเมื่อ Time spread อยู่ในระดับสูง จะเป็นการแสดงให้เห็นว่าตลาดน้ำมันมีความตึงตัว

จากการเร่งเข้าซื้อสัญญาน้ำมันเพื่อนำมาส่งมอบในระยะสั้น สะท้อนถึงภาวะตลาดที่มีอุปทานค่อนข้างจำกัดเมื่อเทียบกับอุปสงค์ในช่วงเวลานั้น

การลดลงของราคาน้ำมันดิบในรอบที่ผ่านมาส่วนใหญ่เกิดจาก Sentiment ลบต่อสินทรัพย์เสี่ยงในวงกว้าง มากกว่าจะเป็นการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานในตลาดน้ำมัน เนื่องจากตลาดน้ำมันยังคงเผชิญกับความตึงตัวที่เกิดจากปัจจัยเฉพาะตัว เช่น การเข้าสู่ช่วงฤดูกาลที่มีความต้องการใช้น้ำมันสูงขึ้น (Driving season) ทำให้ราคาไม่น่าลดต่ำกว่าปัจจุบันได้อีกมากแล้ว และเราคาดว่าปัจจัยพื้นฐานที่ยังค่อนข้างแข็งแกร่งนี้จะเป็นแรงหนุนสำคัญที่ทำให้ราคาน้ำมันดิบฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 23: Time spread ยังทรงตัวอยู่ในระดับค่อนข้างสูงในช่วงที่เกิดการ Selloff ของสินทรัพย์เสี่ยง สะท้อนปัจจัยพื้นฐานตลาดน้ำมันที่ยังตึงตัว

Time spread, consistent with the current tightness in the oil market, remains solid. Longer-dated price was driven down by recent economic concerns

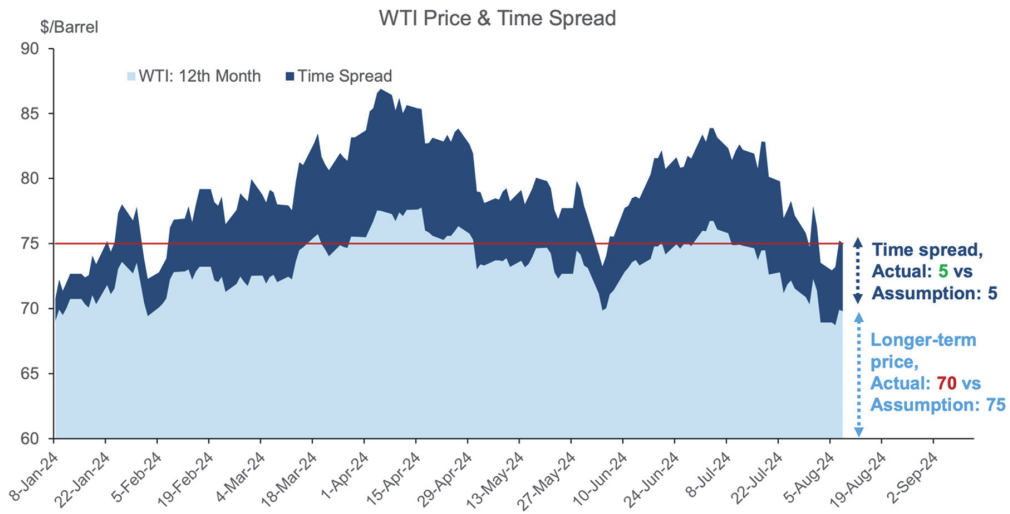


Note: Data as of 8 August

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

แผนภาพที่ 24: ราคาสัญญาระยะยาว (12-Month Contract) ที่อยู่ในระดับต่ำจะลดความน่าดึงดูดในการลงทุนขยายการผลิตของบริษัทค้นและขุดเจาะน้ำมันดิบ

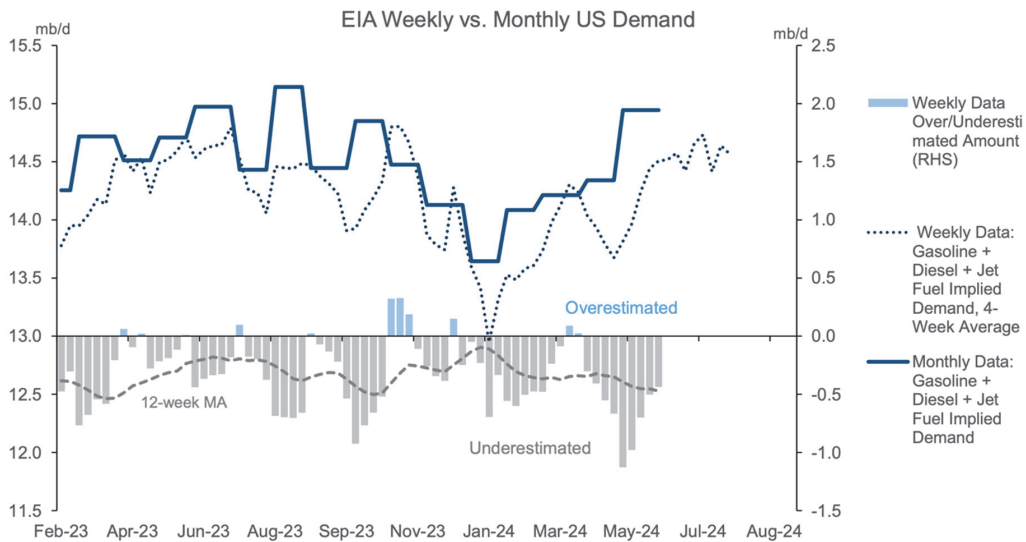
US E&P firms' CAPEX picked up slightly in 2Q24 when the WTI 12-month contract averaged \$75/barrel. Should price be sustained at the current level, it would expand downside risk to oil supply in the medium term.



Note: Data as of 8 August

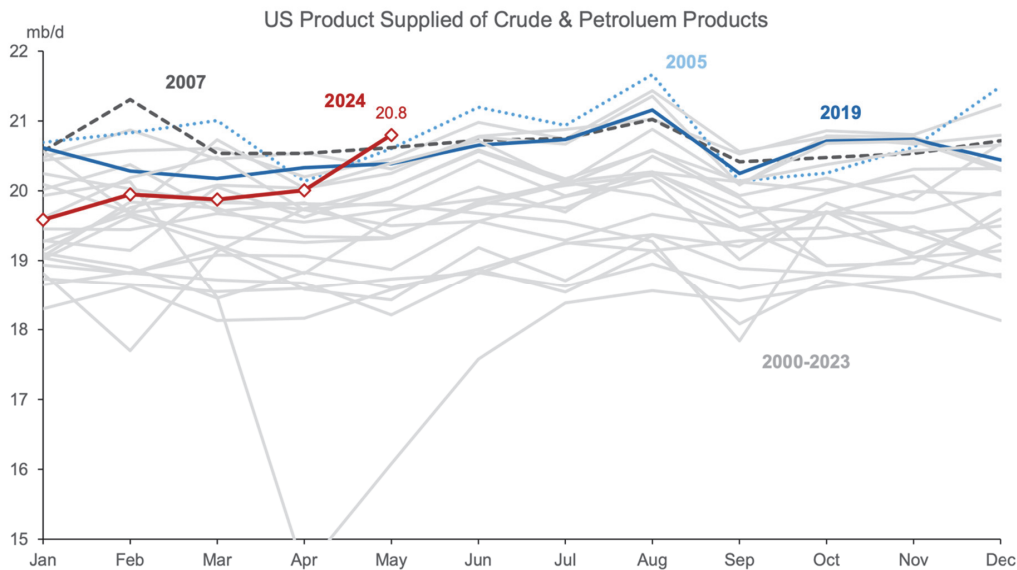
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 25: ข้อมูลรายสัปดาห์ที่มีความเร็วเกินประเมินอุปสงค์น้ำมันต่ำกว่าความเป็นจริง อาจเป็นอีกปัจจัยที่เพิ่มโทนความ Bearish ให้กับ Sentiment ของตลาด



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

แผนภาพที่ 26: ความต้องการบริโภคน้ำมันของสหรัฐฯ ในเดือน พ.ค. ถูกปรับขึ้นให้สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์เมื่อเทียบกับเดือนเดียวกันในปีก่อนๆ



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

อำนาจในการพยุงราคาน้ำมันของ OPEC จะเพิ่มสูงขึ้นจากแนวโน้มการเติบโตของอุปทานน้ำมันจากประเทศอื่นชะลอลง

แนวโน้มการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกในปีหน้าคาดการณ์โดย EIA และ OPEC ยังคงแข็งแกร่ง โดย EIA ประเมินว่าอุปสงค์น้ำมันจะขยายตัวต่อเนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ขณะที่ OPEC คาดว่าอุปสงค์จะเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา อาทิ ประเทศจีน และอินเดีย เป็นต้น

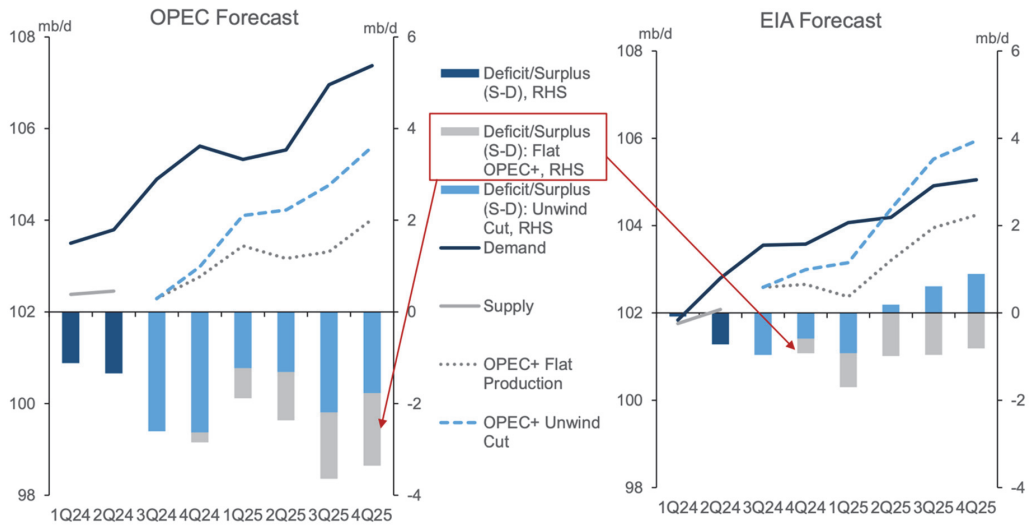
ขณะที่ฝั่งอุปทาน แนวโน้มการผลิตน้ำมันจากประเทศที่ไม่ได้เป็นสมาชิก OPEC (Non-OPEC) คาดว่าจะเติบโตได้ไม่เพียงพอเมื่อเทียบกับการเติบโตของอุปสงค์ สาเหตุสำคัญ

มาจากการลงทุนที่ต่ำในอุตสาหกรรมน้ำมันโลกในช่วงหลายปีที่ผ่านมา จากปัจจัยมหภาคหลายอย่าง อาทิ ความผันผวนทางภูมิรัฐศาสตร์ ความไม่แน่นอนของนโยบายพลังงานในหลายประเทศ และความสนใจของนักลงทุนที่หันไปหาอุตสาหกรรมพลังงานสะอาดมากขึ้น

สถานการณ์ดังกล่าวทำให้เรามองว่าความสามารถในการแทรกแซงราคาน้ำมันของ OPEC จะเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า เป็นอีกหนึ่งปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ทำให้เรามองความเสี่ยงด้านต่ำของราคาน้ำมันดิบค่อนข้างจำกัดในระยะกลาง-ยาว แม้ในภาวะที่เศรษฐกิจโลกจะอ่อนตัวลงบ้างตามวัฏจักร 🔄

แผนภาพที่ 27: อุปทานน้ำมันจากประเทศที่ไม่ใช่สมาชิก OPEC (เส้นประสีเทา) คาดจะเติบโตได้ไม่เพียงพอต่อความต้องการใช้น้ำมันโลกในปี 2025

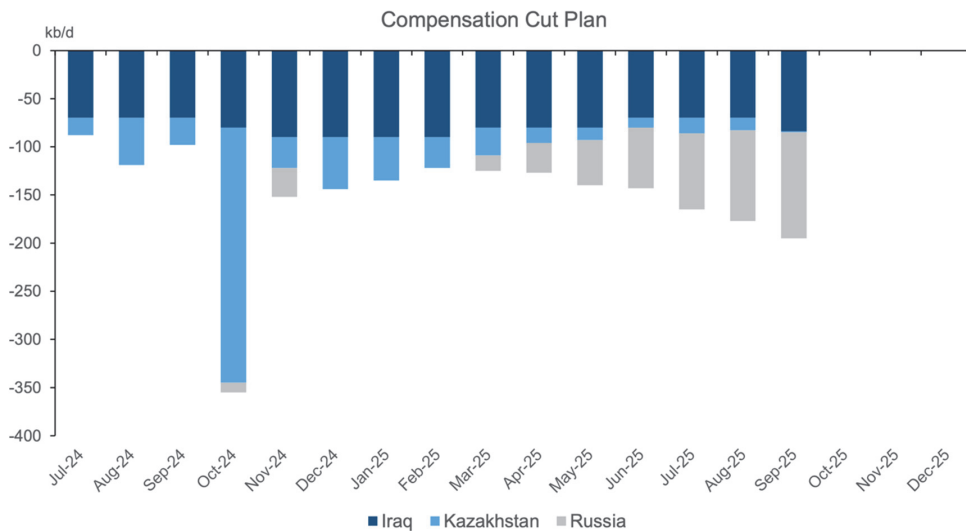
OPEC would still hold significant pricing power in 2025 as non-OPEC supply is unlikely to grow quickly enough in both of the scenarios forecast by OPEC and EIA



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

แผนภาพที่ 28: แผนการลดการผลิตเพิ่มเติมเพื่อชดเชยใช้คืนกับส่วนที่เคยผลิตเกินโควตา (Compensation Cut Plan) ของ 3 ประเทศ ได้แก่ อิรัก คาซัคสถาน และรัสเซีย คาดว่าจะลดอุปทานของน้ำมันจากกลุ่ม OPEC+ ลงราวเดือนละ 1 แสนบาร์เรลต่อวัน

3 OPEC+ members, including Iraq, Kazakhstan, and Russia, reached an agreement with the bloc to further limit their production during 3Q24-3Q25 to compensate for previous overproduction



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เครื่องจักรกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ปรับดีขึ้นในภาคบริการ ส่วนการจับจ่ายใช้สอยสินค้าพลิกกลับมาขยายตัว ขณะที่ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในสหรัฐฯ เริ่มปรับดีขึ้นในเดือน ส.ค. หลังจากที่ดัชนีปรับตัวลดลงมาต่อเนื่องหลายเดือน อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตส่งสัญญาณที่ยังอ่อนแอต่อเนื่อง ขณะที่อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นมากในเดือน ก.ค. ส่งผลให้เครื่องชี้อุปสงค์การเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยผ่านกฎของซาล์ม (Sahm Rule) บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว อย่างไรก็ตาม เรา มองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังไม่ถดถอย และกิจกรรมทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มจะยังขยายตัวได้ต่อเนื่อง แต่อัตราการขยายตัวอาจชะลอลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อน
- เข้าสู่ไตรมาสที่สาม เครื่องจักรกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนส่งสัญญาณชะลอตัว โดยกิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนหลักของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาเริ่มแผ่วลง ขณะที่ภาคการผลิตซึ่งเป็นปัจจัยที่จำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจยังไม่มีสัญญาณของการฟื้นตัวที่เด่นชัด สำหรับนโยบายการเงิน ตลาดให้น้ำหนักราว 70% ที่ ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในกรอบการประชุมในช่วงที่เหลือของปีนี้ (3 ครั้ง) โดยมองจะปรับลดครั้งละ -25bps อย่างไรก็ตาม เรา มองว่าทาง ECB ยังไม่มีความจำเป็นต้องเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปกว่าที่เรามอง (2 ครั้ง) เนื่องจากเงินเฟ้อยังคงมีความหนืด และจะชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ประกอบกับเศรษฐกิจกำลังอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัว แม้เราจะเห็นความเสี่ยงด้านต่ำที่อาจกระทบกับการฟื้นตัวอยู่บ้างก็ตาม
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นที่สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงในภาคการผลิต ขณะที่ปรับเพิ่มขึ้นในภาคบริการ ด้านธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.25% ในการประชุมเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา พร้อมระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับที่ต่ำมากและนโยบายการเงินยังคงผ่อนคลาย พร้อมส่งสัญญาณขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตหากพัฒนาการของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อเป็นไปตามประมาณการ โดยเราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงปลายปีงบประมาณนี้ (ต้นปี 2025) ในด้านการ Unwind yen carry trade มีแนวโน้มใกล้สิ้นสุดลงแล้ว โดยอาจยังมีความเสี่ยงเหลืออยู่บ้างในระยะต่อไป แต่คาดว่าจะไม่เกิดขึ้นแบบรวดเร็วและรุนแรงเหมือนที่ผ่านมา
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการชะลอตัวลงในเดือน ก.ค. เช่นเดียวกับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร โดยเศรษฐกิจจีนในระยะต่อไปมีแนวโน้มเผชิญกับความเสี่ยงภายนอก (External risks) ที่เพิ่มขึ้น ทั้งจากอุปสงค์ในต่างประเทศที่ชะลอตัวและจากความตึงเครียดทางการค้า โดยเฉพาะหากโดนัลด์ ทรัมป์ (Donald Trump) ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีของสหรัฐฯ และประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้า 60% กับจีน ซึ่ง External risks ของเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นส่งผลให้ทางการจีนเริ่มหันมาให้ความสำคัญกับการกรบิโรคในประเทศผ่านการเพิ่มการสนับสนุนในมาตรการ Trade-in program และ Equipment upgrade รวมถึงได้เปิดเผยแผนที่จะกระตุ้นการบริโรคในภาคบริการ โดยเราคาดว่าธนาคารกลางจีนมีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราส่วนเงินสำรองเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปีเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไป
- เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 2 ขยายตัว 2.3% YoY สูงกว่าไตรมาสก่อนที่ขยายตัวได้ 1.6% สอดคล้องกับคาดการณ์ของเราแต่สูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 2.0-2.1% เล็กน้อย ขณะที่หากปรับฤดูกาลแล้ว GDP ในไตรมาสที่ 2 จะขยายตัวชะลอตัวมาอยู่ที่ 0.8% QoQ, SA (vs. 1.2% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้ครึ่งแรกของปี เศรษฐกิจไทยเติบโตได้ที่ระดับ 1.9% โดยหากพิจารณาในด้านการใช้จ่าย ปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจไทยยังคงมาจากการบริโรคภายในประเทศ รายรับจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ และการส่งออกสุทธิ ขณะที่การลดลงของสินค้าคงคลัง รายจ่ายภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกชนเป็นปัจจัยฉุดรั้งสำคัญ ขณะเดียวกันหากมองจากด้านการผลิต การผลิตภาคเกษตรหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สามจากสภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย แต่การผลิตในภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 7 ไตรมาสจากการผลิตสินค้าเพื่อจำหน่ายในประเทศที่กลับมาขยายตัว ส่วนภาคบริการยังขยายตัวได้ต่อเนื่องตามภาคการท่องเที่ยวเป็นสำคัญ มองไปในระยะข้างหน้า เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งหลังของปี และคงเป้าประมาณการ GDP ในปี 2024F ไว้ที่ 2.8% ตามเดิม โดยมองการท่องเที่ยวยังฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง การส่งออกกลับมาเร่งขึ้น และการบริโรคยังขยายตัวได้ต่อเนื่องแม้จะชะลอตัวจากปีก่อน ขณะที่ความชัดเจนทางการเมืองมีแนวโน้มหนุนให้การเบิกจ่ายภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกชนกลับมาเพิ่มขึ้นได้ อย่างไรก็ตาม ยังคงต้องติดตามความรวดเร็วในการจัดตั้งรัฐบาล และนโยบายด้านเศรษฐกิจต่อไป ด้านมุมมองต่อดอกเบี้ยนโยบายของไทย เรายังคงคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.50% ตลอดทั้งปีแม้ในการประชุมครั้งล่าสุดจะเริ่มส่งสัญญาณที่ผ่อนคลายมากขึ้นก็ตาม

เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ปรับดีขึ้นในภาคบริการ ส่วนการใช้จ่ายใช้สอยสินค้าปลีกกลับมาขยายตัว ขณะที่ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในสหรัฐฯ เริ่มปรับดีขึ้นในเดือน ส.ค. หลังจากกััดชนี้ปรับตัวลดลงมาต่อเนื่องหลายเดือน อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตส่งสัญญาณที่ยังอ่อนแอต่อเนื่อง ขณะที่อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นมากในเดือน ก.ค. ส่งผลให้เครื่องใช้โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยผ่านกฎของซาคัม (Sahm Rule) บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังไม่ถดถอย และกิจกรรมทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มจะยังขยายตัวได้ต่อเนื่อง แต่อัตราการขยายตัวอาจชะลอลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อน

เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการปรับดีขึ้น ส่วนการใช้จ่ายใช้สอยสินค้าปลีกกลับมาขยายตัว อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตส่งสัญญาณที่ยังอ่อนแอต่อเนื่อง

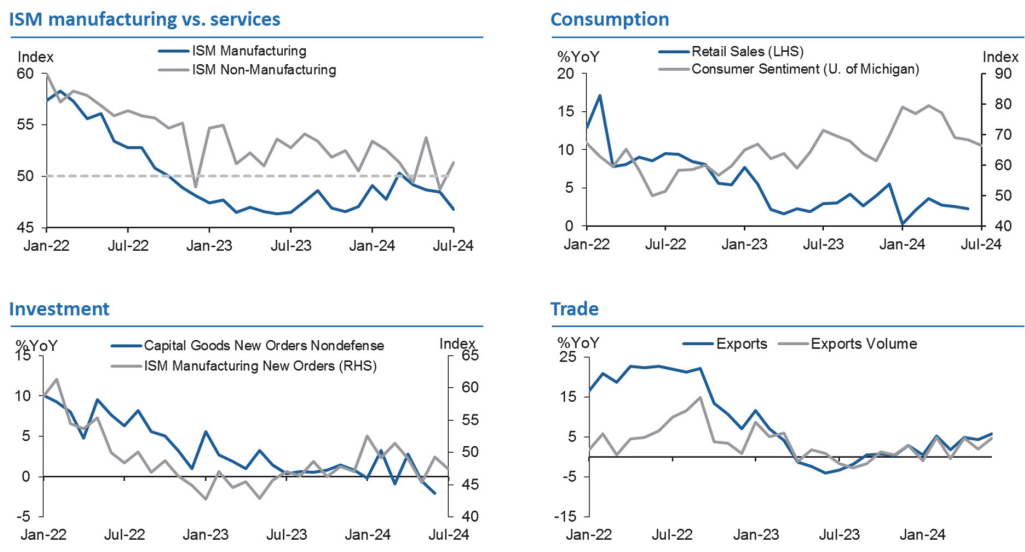
เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการปรับดีขึ้น ส่วนการใช้จ่ายใช้สอยสินค้าปลีกกลับมาขยายตัว ขณะที่ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในสหรัฐฯ เริ่มปรับดีขึ้นในเดือน ส.ค. หลังจากกััดชนี้ปรับตัวลดลงมาต่อเนื่องหลายเดือน อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตส่งสัญญาณที่ยังอ่อนแอต่อเนื่อง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Services) เดือน ก.ค. พลิกลงสู่เกณฑ์ขยายตัวและปรับเพิ่มขึ้น +2.6 จุด เป็น 51.4 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 51.0 จุด จากกิจกรรมในภาคบริการ (Business Activity), ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งในและต่างประเทศ และการจ้างงานที่ปรับดีขึ้นเป็นสิ่งสำคัญ อย่างไรก็ตาม ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing) ปรับตัวลดลง -1.7 จุด เป็น 46.8 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 48.8 จุด โดยดัชนีอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 จากผลผลิต, ยอดคำสั่งซื้อใหม่ และการจ้างงานที่ลดลงเป็นสิ่งสำคัญ ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศมีสัญญาณเชิงบวกมากขึ้นแต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.0% MoM จาก -0.2% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่

0.4% ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกจะขยายตัว 2.7% YoY จาก 2.0% เดือนก่อน โดยมีแรงหนุนจากการใช้จ่ายในหมวดยานยนต์ อุปกรณ์ และส่วนประกอบที่เร่งตัวขึ้นสูง (3.6% MoM vs. -3.4% เดือนก่อน) ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดอาหาร และเครื่องดื่มเป็นอีกหนึ่งแรงหนุนที่สำคัญ (0.9% vs. 0.2% เดือนก่อน) ทั้งนี้ หากไม่นับรวมหมวดสินค้าที่ผันผวน อาทิ ร้านอาหาร, รถยนต์, อุปกรณ์ก่อสร้าง และน้ำมัน (Control Group) จะชะลอลงเป็น 0.3% MoM จาก 0.9% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.1% ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่จัดทำโดย U. of Michigan เบื้องต้นเดือน ส.ค. เริ่มเห็นสัญญาณเชิงบวกมากยิ่งขึ้น โดยดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.4 จุด เป็น 67.8 จุด และสูงกว่าตลาดคาดที่ 66.9 จุด

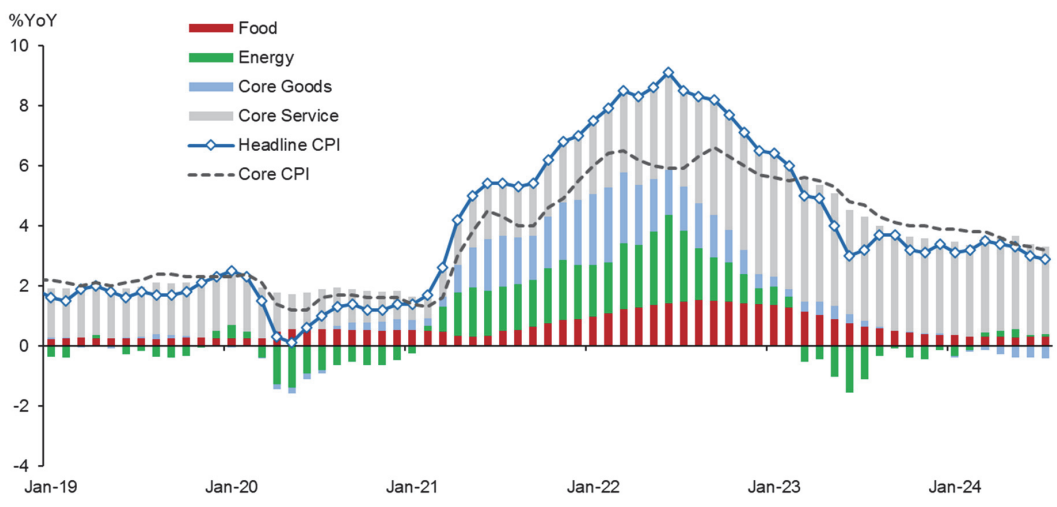
เงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ก.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2% MoM (vs. -0.1% เดือนก่อน) เท่ากับตลาดคาด และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน เงินเฟ้อทั่วไปจะชะลอลงเป็น 2.9% YoY ต่ำกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดเล็กน้อยที่ 3.0% โดยเงินเฟ้อทั่วไปชะลอลงต่ำกว่าระดับ 3.0% เป็นครั้งแรกตั้งแต่เดือน เม.ย. 2021 ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เร่งตัวขึ้น 0.2% MoM (vs. 0.1% เดือนก่อน) เท่ากับตลาดคาด โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน เงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 3.2% YoY (vs. 3.3% เดือนก่อน) เท่ากับตลาดคาด

แผนภาพที่ 29: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการปรับตัวขึ้น ส่วนการใช้จ่ายใช้สอยสินค้าพลิกกลับมาขยายตัว อย่างไรก็ดี กิจกรรมในภาคการผลิตส่งสัญญาณที่ยังอ่อนแอต่อเนื่อง



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

แผนภาพที่ 30: เงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ก.ค. ชะลอลงเป็น 2.9% YoY ต่ำกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดเล็กน้อยที่ 3.0% โดยเงินเฟ้อทั่วไปชะลอลงต่ำกว่าระดับ 3.0% เป็นครั้งแรกตั้งแต่เดือน เม.ย. 2021



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

อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นมากในเดือน ก.ค. ส่งผลให้เครื่องชี้โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยผ่านกฎของซาค์ (Sahm Rule) บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังไม่ถดถอย และกิจกรรมทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มจะยังขยายตัวได้ต่อเนื่อง แต่อัตราการขยายตัวอาจชะลอลงเมื่อเทียบกับช่วงก่อน

อัตราการว่างงาน (Unemployment rate) เดือน ก.ค. ปรับเพิ่มขึ้นมาก +0.2ppt เป็น 4.3% สูงกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 4.1% อีกทั้งยังสูงกว่าที่ Fed คาดการณ์ไว้ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย. ที่ระดับ 4.0% ในปี 2024F ส่วนการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เพิ่มขึ้นเพียง 1.14 แสนตำแหน่ง ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 1.75 แสนตำแหน่ง โดยตัวเลขสองเดือนก่อนหน้าถูกปรับลดลง (Revised) -2.9 หมื่นตำแหน่ง โดยแบ่งเป็นการปรับลด -2.7 หมื่นตำแหน่งในเดือน มิ.ย. (เป็น 1.79 แสนตำแหน่ง) และปรับลด -2 พันตำแหน่งในเดือน พ.ค. (เป็น 2.16 แสนตำแหน่ง)

ในเดือน ก.ค. เป็นช่วงที่พายุเฮอริเคน Beryl เข้าพัดถล่มพื้นที่ของรัฐ Texas ในสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม สำนักงานสถิติแรงงาน (Bureau of Labor Statistics: "BLS") ระบุว่าพายุไม่ได้ส่งผลกระทบต่อข้อมูลโดยรวมของการจ้างงานและอัตราการว่างงานในช่วงเดือน ก.ค. ("Hurricane Beryl had no discernible effect on the national employment and unemployment data for July, and the response rates for the two surveys were within normal ranges.")

โดยหนึ่งในเครื่องชี้โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยสะท้อนผ่านกฎของซาค์ (Sahm Rule) ซึ่งเป็นเครื่องชี้เศรษฐกิจที่ตามหลัง (lagging Indicators) และจะนำข้อมูลอัตราการว่างงานมาคำนวณ โดยหากได้ค่า 0.5ppt หรือมากกว่า จะบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว ซึ่งในเดือน ก.ค. อยู่ที่ 0.53ppt เพิ่มขึ้นจาก 0.43ppt ในเดือนก่อน อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้เพียงตัวเดียวยังมีใช้การพิสูจน์ว่าเศรษฐกิจจะต้องเข้าสู่ภาวะถดถอย แม้ว่าในอดีตจะมีความแม่นยำก็ตาม เนื่องจากจากเครื่องชี้เศรษฐกิจที่สำคัญส่วนใหญ่ชี้ว่าเศรษฐกิจยังอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว ประกอบกับตลาดแรงงานยังไม่ได้อ่อนแรงลงในทุกมิติเหมือนในช่วงที่เคยเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในหลายครั้งที่ผ่านมา

เมื่อพิจารณาเครื่องชี้เศรษฐกิจที่สถาบัน National Bureau of Economic Research (มีหน้าที่ระบุช่วงเวลาที่เกิดภาวะ

เศรษฐกิจถดถอย: Recession) จับตาอย่างใกล้ชิดจะพบว่าเครื่องชี้เศรษฐกิจสำคัญยังคงส่งสัญญาณที่แข็งแกร่ง ถึงแม้ว่าการขยายตัวจะชะลอลงบ้างก็ตาม โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่แม้จะชะลอลงแต่ยังอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว ขณะที่รายได้ภาคครัวเรือนที่แท้จริงยังปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องซึ่งต่างจากช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่การจ้างงานและรายได้ครัวเรือนมักจะหดตัว นอกจากนี้ การใช้จ่ายใช้สอยของผู้บริโภคยังคงขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง (สะท้อนผ่าน Real Personal Consumption Expenditures) และได้รับแรงหนุนจากการใช้จ่ายในภาคบริการ ขณะที่การใช้จ่ายใช้สอยในหมวดสินค้า สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกและค้าส่ง เริ่มเห็นสัญญาณของการฟื้นตัวที่ชัดเจนมากขึ้น หลังแรงกดดันของเงินเพื่อปรับลดลง ซึ่งก็ต่างจากช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยเช่นกัน

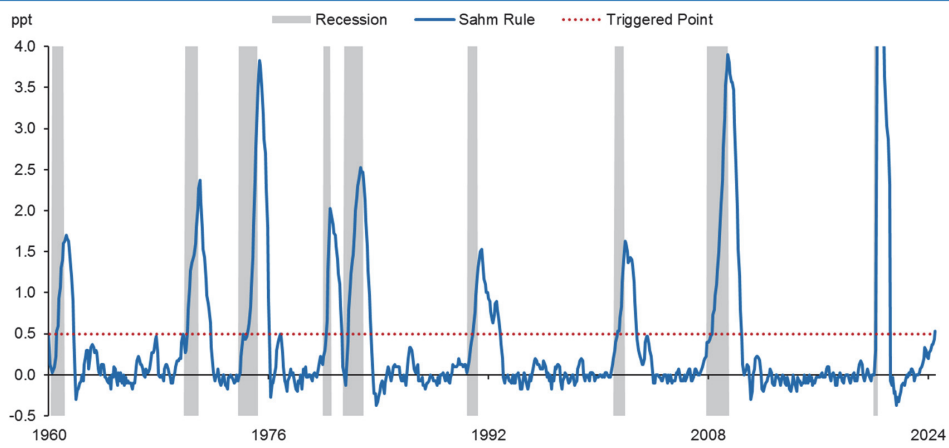
ด้านเครื่องชี้ตลาดแรงงานในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย มักจะส่งสัญญาณไปในทิศทางเดียวกัน อาทิ อัตราการว่างงานและจำนวนผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรกปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่การจ้างงานนอกภาคเกษตรจะหดตัว (โดยสุทธิคือการไล่ออก) อย่างไรก็ตาม ข้อมูลล่าสุดของเดือน ก.ค. การจ้างงานนอกภาคเกษตรยังคงปรับเพิ่มขึ้น +1.14 แสน ตำแหน่ง และ Fed สาขา San Francisco ประเมินว่าสภาพอากาศที่ย่ำแย่อาจกระทบกับการจ้างงานมากถึง 1.5-3.4 หมื่น ตำแหน่งในเดือน ก.ค. นอกจากนี้ จำนวนผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรกที่แม้จะปรับเพิ่มขึ้นบ้าง แต่โดยรวมยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งสะท้อนว่าตลาดแรงงานชะลอลงมาบ้าง แต่ไม่ได้อ่อนแอเหมือนช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ขณะเดียวกัน อัตราการว่างงานที่ปรับขึ้นมาอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2023

ส่วนหนึ่งเกิดขึ้นจากจำนวนแรงงานเข้าใหม่และกลับเข้าสู่ตลาดแรงงานเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นส่วนที่ยังหางานไม่ได้ ส่วนจำนวนผู้ว่างงานจากการเลิกจ้างถาวร และอัตราการเลิกจ้างของภาคเอกชนก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำ ดังนั้น อัตราการว่างงานที่สูงขึ้นไม่ได้เกิดจากจำนวนคนตกงานที่มากขึ้นเพียงปัจจัยเดียว แต่มีผลจากการเพิ่มขึ้นของผู้ที่ต้องการหางานทำใหม่ในระบบรวมอยู่ด้วย

โดยสรุป เรามองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ต่อเนื่อง แต่อัตราการขยายตัวในระยะข้างหน้ามีโอกาสที่จะชะลอลงจากช่วงก่อนเท่านั้น เนื่องจากเครื่องชี้เศรษฐกิจที่สำคัญยังขยายตัวต่อเนื่อง รวมไปถึงภาพรวมตลาดแรงงานที่ยังไม่ได้อ่อนแอลงในทุกมิติ

แผนภาพที่ 31: ความกังวลการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพิ่มสูงขึ้น หลังอัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นในเดือน ก.ค.

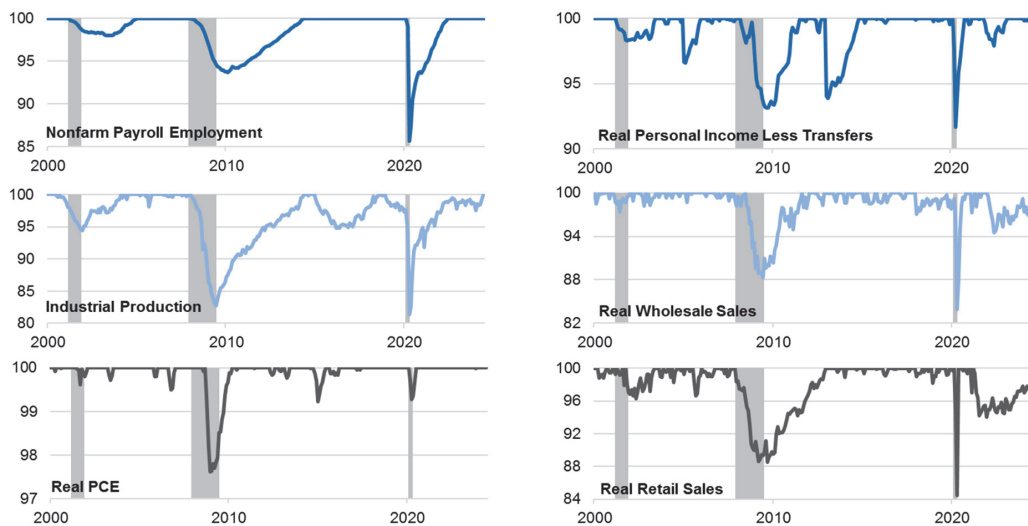
Sahm Rule



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

แผนภาพที่ 32: เครื่องชี้เศรษฐกิจที่สถาบัน National Bureau of Economic Research จับตอย่างใกล้ชิด ยังคงส่งสัญญาณที่แข็งแกร่ง

NBER recession indicators



Note: Deviation from 100 (Index) indicates weaker momentum. Shaded areas are the recession periods defined by the NBER.

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

แผนภาพที่ 33: ตลาดแรงงานในปัจจุบันสะท้อนภาพที่แข็งแกร่งกว่าช่วงที่กฎของซาร์ห์ให้ค่าเกิน 0.5ppt ในอดีต

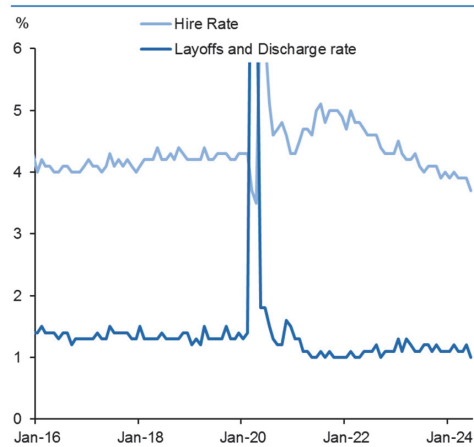
Sahm rule Trigger*	Recession date	# of months lag	Nonfarm Payrolls ('000)	Unemployment rate (%)	Initial Jobless Claims ('000)
Nov-53	Aug-53	3	-332	3.5	N/A
Oct-57	Sep-57	1	-171	4.5	N/A
Oct-60	May-60	5	-85	6.1	N/A
Mar-70	Jan-70	2	146	4.4	259
Jul-74	Jan-74	6	32	5.5	313
Feb-80	Jan-80	1	83	6.3	414
Nov-81	Aug-81	3	-209	8.3	494
Oct-90	Aug-90	2	-146	5.9	395
Jun-01	Apr-01	2	-115	4.5	395
Feb-08	Jan-08	1	-71	4.9	339
Jul-24	?	-	114	4.3	239
Median		2	-100	5.2	395

* Excluding Covid Pandemic

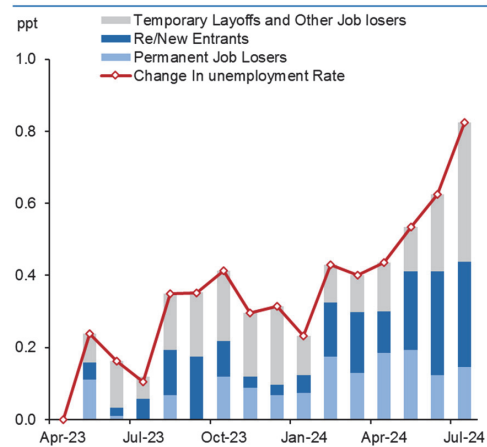
ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: อัตราการว่างงานที่ปรับขึ้นอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2023 ส่วนหนึ่งเกิดขึ้นจากจำนวนแรงงานเข้าใหม่และกลับเข้าสู่ตลาดแรงงานเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นส่วนที่ยังหางานไม่ได้ ส่วนจำนวนผู้ว่างงานจากการเลิกจ้างถาวร และอัตราการเลิกจ้างของภาคเอกชนก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำ

Private hires and layoffs



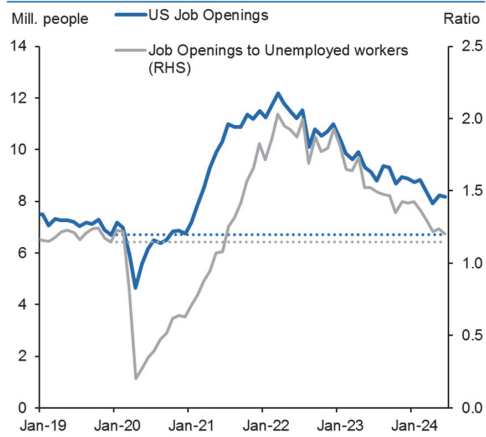
Change in unemployment rate



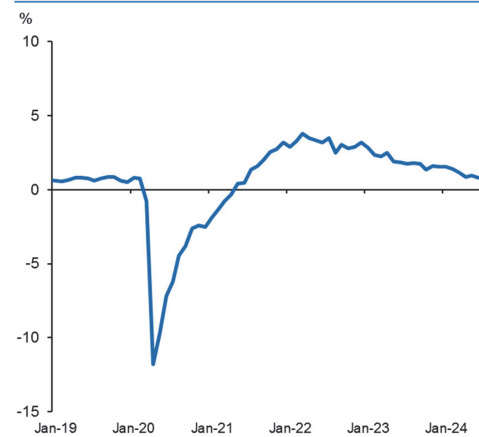
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 35: มาตรการความตึงตัวของตลาดแรงงานเริ่มกลับเข้าสู่เกณฑ์ปกติแล้ว เมื่อเทียบกับช่วงปี 2019 อย่างไรก็ดี ยังไม่ถือว่าอ่อนแอ

Job openings



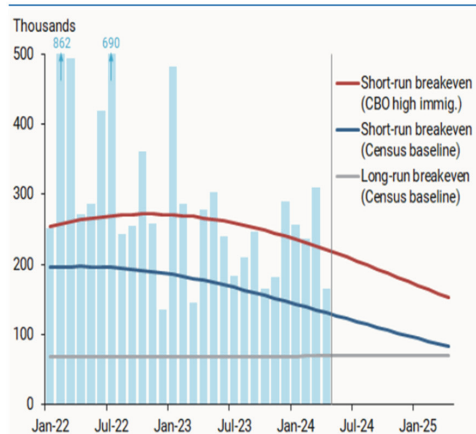
Job-workers gap



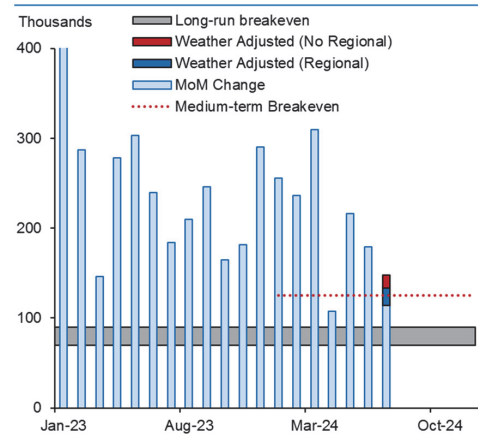
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 36: การจ้างงานนอกภาคเกษตรปรับเพิ่มขึ้น +1.14 แสน ตำแหน่ง และ Fed สาขา San Francisco ประเมินว่าสภาพอากาศที่ย่ำแย่อาจกระทบกับการจ้างงานมากถึง 15-34 หมื่น ตำแหน่งในเดือน ก.ค.

Short-run monthly breakeven employment growth ^{1\}



Monthly NFP change



Note: 1\ San Francisco Fed Calculations, light blue bars represent monthly NFP growth.

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

เราคาดว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. ที่จะถึงนี้

ภายหลังจากที่กระทรวงแรงงานสหรัฐฯ เปิดเผยตัวเลขตลาดแรงงานในเดือน ก.ค. ซึ่งอ่อนแอกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์ประเมินไว้มาก ส่งผลให้ตลาดแสดงความกังวลว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจไม่ได้แข็งแกร่งอย่างที่คาด จึงนำมาซึ่งการปรับเพิ่มคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed มากถึง -100bps (จากเดิมที่คาดว่าจะมีการปรับลดเพียง -50bps) โดยแบ่งเป็นการลดดอกเบี้ยในอัตรา -50bps ในเดือน ก.ย. และอีกครึ่งละ -25bps ในเดือน พ.ย. และ ธ.ค. ซึ่งตลาดมองว่าผู้กำหนดนโยบายการเงินปรับลดอัตราดอกเบี้ยช้าเกินไป (“Behind the curve”) อย่างไรก็ดี เมื่อเข้าสู่ช่วงกลางเดือน ส.ค. ตลาดการเงินเริ่มคลายความกังวลหลังเห็นข้อมูลเศรษฐกิจเพิ่มเติม อาทิ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ, ยอดผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรกและต่อเนื่อง (Initial and Continuing Claims), ยอดค้าปลีก, ความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และการสื่อสารของคณะกรรมการธนาคารกลางท่านต่างๆ เป็นต้น ทำให้ในท้ายที่สุด ตลาดเริ่มกลับมาให้น้ำหนักมากขึ้นว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียง -25bps ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. ตามเดิม ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเรา ณ ปัจจุบัน

โดยเราประเมินว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกของวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นรอบนี้ ในการประชุม ณ วันที่ 17-18 ก.ย. จาก 1) เงินเพื่อชะลอลงชัดเจนเมื่อเทียบกับช่วงไตรมาสแรกของปี ที่เคยสร้างความกังวลให้กับผู้กำหนดนโยบาย

2) FOMC มองว่าตลาดแรงงานเข้าสู่ภาวะสมดุลมากขึ้น และการจ้างงานเริ่มมีสัญญาณของการชะลอตัวที่ชัดเจนขึ้น 3) ประธาน Fed นาย Jerome Powell ระบุหลังการประชุมนโยบายการเงินว่าสถานะตลาดแรงงานในปัจจุบันไม่ได้เป็นส่วนสำคัญที่เร่งเงินเพื่ออีกต่อไป จึงไม่ยากเห็นการแพลงที่มากไปกว่านี้ 4) คณะกรรมการท่านต่างๆ เริ่มสื่อสารว่าการลดความตึงตัวของนโยบายการเงินมีความเหมาะสมมากขึ้นแล้ว และ 5) อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ Fed เคยประเมิน และการคงดอกเบี้ยไว้นานเกินไป จะส่งผลให้เศรษฐกิจอ่อนตัวลงอย่างไม่จำเป็น

โดยเรามอง Fed จะปรับลดดอกเบี้ยในอัตรา -25bps ในทุกรอบการประชุมในช่วงที่เหลือของปี (3 ครั้ง) ขณะเดียวกันเราประเมินว่า Fed ยังไม่มีความจำเป็นที่จะต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยในอัตรา -50bps ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. อย่างไรก็ตามตลาดคาดการณ์ภายหลังการประกาศข้อมูลตลาดแรงงานในช่วงต้นเดือน ส.ค. โดยเมื่อพิจารณาจากสถานการณ์ในอดีตที่ Fed เคยปรับลดอัตราดอกเบี้ยในระดับ -50bps หรือมากกว่า ตลาดแรงงานมักจะอ่อนตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตรจะหดตัว, อัตราการว่างงานจะอยู่ในระดับที่สูงราว 5 ถึง 6% และจำนวนผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรกจะอยู่ที่ระดับ 4 แสนรายโดยประมาณ นอกจากนี้ การปรับลดดอกเบี้ยในอัตรา -50bps หรือมากกว่า มักจะเกิดขึ้นในช่วงมีวิกฤติเศรษฐกิจซึ่งในปัจจุบัน ข้อมูลต่างๆ สอดคล้องกับช่วงที่ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพียง -25bps เท่านั้น 🌐

แผนภาพที่ 37: Fed กลับมาให้ความสำคัญกับตลาดแรงงานมากขึ้นแล้ว อิงจากถ้อยแถลงของ Fed ในการประชุมล่าสุด ก่อนเห็นข้อมูลตลาดแรงงานในช่วงต้นเดือน ส.ค.

Development of FOMC statements

	19-20 Mar	30-1 Apr/May	11-12 Jun	30-31 Jul (Latest)
Economy	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has <u>been expanding</u> at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. 	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has <u>continued to expand</u> at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. 	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has continued to expand at a solid pace. Job gains have remained strong, and the unemployment rate has remained low. 	<ul style="list-style-type: none"> Economic activity has continued to expand at a solid pace. <u>Job gains have moderated, and the unemployment rate has moved up but remains low.</u>
Price	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has eased over the past year but remains elevated. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has eased over the past year but remains elevated. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has eased over the past year but remains elevated. 	<ul style="list-style-type: none"> Inflation has eased over the past year but <u>remains somewhat elevated.</u>
Progress	<ul style="list-style-type: none"> N/A 	<ul style="list-style-type: none"> In recent months, <u>there has been a lack of further progress</u> toward the Committee’s 2 percent inflation objective. 	<ul style="list-style-type: none"> In recent months, <u>there has been modest further progress</u> toward the Committee’s 2 percent inflation objective. 	<ul style="list-style-type: none"> In recent months, <u>there has been some further progress</u> toward the Committee’s 2 percent inflation objective.
Risks	<ul style="list-style-type: none"> The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly <u>attentive to inflation risks.</u> 	<ul style="list-style-type: none"> The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly <u>attentive to inflation risks.</u> 	<ul style="list-style-type: none"> The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly <u>attentive to inflation risks.</u> 	<ul style="list-style-type: none"> The economic outlook is uncertain, and the Committee is <u>attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</u>

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

แผนภาพที่ 38: ในปัจจุบัน ข้อมูลต่างๆ สอดคล้องกับช่วงที่ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพียง -25bps เท่านั้น

Scheduled Meetings		Nonfarm payrolls ('000)	3mma ('000)	Unemployment rate	3-month change	Sahm Rule	Initial Jobless claims ('000)	3-month change ('000)	Rationale
First cuts / 25bps	Jul 95	91	104	5.7	-0.1	0.17	376	22	Moderating inflation
	Sep 98	198	223	4.6	0.1	0.17	304	-34	Weak external demand
	Jul 19	90	111	3.7	0.0	0.03	209	-1	Uncertainty, Trade war
50bps Cut	Jan 01	-19	116	4.2	0.3	0.13	340	39	Weak activity, Dotcom
	Mar 01	-35	11	4.3	0.4	0.30	388	40	Weak activity
	May 01	-44	-125	4.3	0.1	0.47	395	23	Weak activity
	Oct 01	-313	-240	5.3	0.7	1.13	481	83	Higher uncertainty, weak activity
	Nov 01	-311	-294	5.5	0.6	1.40	454	56	Higher uncertainty, weak activity
	Nov 02	-4	10	5.9	0.2	0.43	389	-6	Geopolitical risks
	Sep 07	86	10	4.7	0.1	0.17	313	-3	GFC
	Oct 08	-465	-399	6.5	0.7	1.50	477	79	GFC
More than 50bps	Mar 08	-70	-47	5.1	0.1	0.47	368	19	GFC
	Dec 08	-698	-637	7.3	1.2	2.07	564	100	GFC
Average	First/25bps	126	146	4.7	0.0	0.12	296	-5	
	50bps	-138	-114	5.1	0.4	0.69	405	39	
	>50bps	-384	-342	6.2	0.7	1.3	466	59	
Current		114	170	4.3	0.4	0.53	238	28	

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

แผนภาพที่ 39: จากอัตราการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น เรามอง Fed มีแนวโน้มจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยในทุกกรอบการประชุมในช่วงที่เหลือของปี (ลดครั้งละ -25bps)

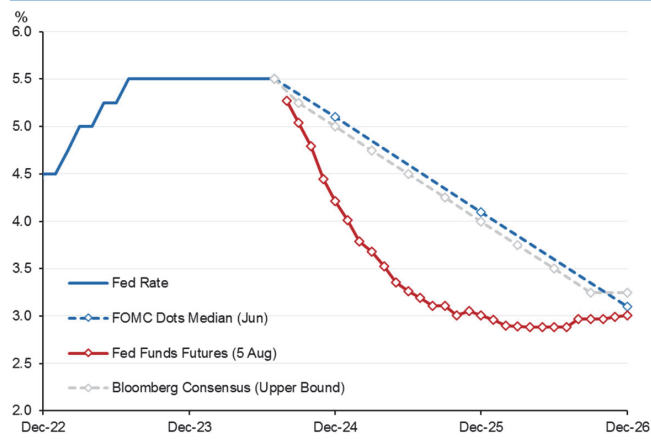
Taylor Rule estimate of Fed funds rate for Dec 2024

	Unemployment rate									
	3.50	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40
3.50	6.55	6.45	6.35	6.25	6.15	6.05	5.95	5.85	5.75	5.65
3.40	6.40	6.30	6.20	6.10	6.00	5.90	5.80	5.70	5.60	5.50
3.30	6.25	6.15	6.05	5.95	5.85	5.75	5.65	5.55	5.45	5.35
3.20	6.10	6.00	5.90	5.80	5.70	5.60	5.50	5.40	5.30	5.20
3.10	5.95	5.85	5.75	5.65	5.55	5.45	5.35	5.25	5.15	5.05
3.00	5.80	5.70	5.60	5.50	5.40	5.30	5.20	5.10	5.00	4.90
2.90	5.65	5.55	5.45	5.35	5.25	5.15	5.05	4.95	4.85	4.75
2.80	5.50	5.40	5.30	5.20	5.10	5.00	4.90	4.80	4.70	4.60
2.70	5.35	5.25	5.15	5.05	4.95	4.85	4.75	4.65	4.55	4.45
2.60	5.20	5.10	5.00	4.90	4.80	4.70	4.60	4.50	4.40	4.30
2.50	5.05	4.95	4.85	4.75	4.65	4.55	4.45	4.35	4.25	4.15
2.40	4.90	4.80	4.70	4.60	4.50	4.40	4.30	4.20	4.10	4.00
2.30	4.75	4.65	4.55	4.45	4.35	4.25	4.15	4.05	3.95	3.85

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

แผนภาพที่ 40: ในวัฏจักรดอกเบี้ยขาลงของ Fed เราและตลาดมองใกล้เคียงกันว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสม (Upper Bound) หลัง Fed สามารถเอาชนะเงินเฟ้อได้ และเศรษฐกิจเกิด Soft Landing จะอยู่ที่ 3.25% (Market) และประมาณ 3.25-3.50% (ESUe) โดยหลักจาก R-star ที่ปรับสูงขึ้น

Fed rate: FOMC vs. futures vs. consensus



R-star estimates

Metric	Avg. (05-07)	Avg (12-19)	Latest
LW	2.54	1.06	1.18
HLW	2.59	0.89	0.73
Lubik-Matthes	2.22	1.26	2.49
DB Macro	2.36	0.83	1.45
DKW Model	1.33	0.42	1.36
High Frequency	1.96	0.59	1.84
5y5y real OIS	2.49	0.12	1.03
Bond-equity	2.62	0.58	1.03
Average	2.3	0.7	1.4

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

เศรษฐกิจยุโรป

เข้าสู่ไตรมาสที่สาม เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนส่งสัญญาณชะลอลง โดยกิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนหลักของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาเริ่มแผ่วลง ขณะที่ภาคการผลิตซึ่งเป็นปัจจัยที่จำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจยังไม่มีสัญญาณของการฟื้นตัวที่เด่นชัด สำหรับนโยบายการเงิน ตลาดให้น้ำหนักราว 70% ที่ ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในกรอบการประชุมในช่วงที่เหลือของปีนี้ (3 ครั้ง) โดยมองจะปรับลดครั้งละ -25bps อย่างไรก็ดี เรามองว่าทาง ECB ยังไม่มีความจำเป็นต้องเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปกว่าที่เรามอง (2 ครั้ง) เนื่องจากเงินเฟ้อยังมีความหนืด และจะชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ประกอบกับเศรษฐกิจกำลังอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัว แม้เราจะเห็นความเสี่ยงด้านต่ำที่อาจกระทบกับการฟื้นตัวอยู่บ้างก็ตาม

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเข้าสู่ไตรมาสที่สามส่งสัญญาณชะลอลง

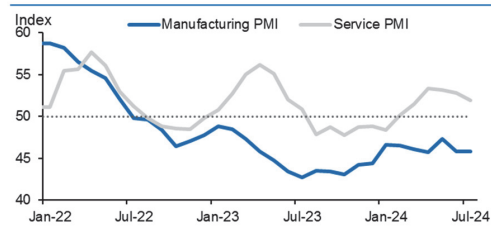
เข้าสู่ไตรมาสที่สาม เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอลง โดยกิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนหลักของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาเริ่มแผ่วลง ขณะที่ภาคการผลิตซึ่งเป็นปัจจัยที่จำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจยังไม่มีสัญญาณของการฟื้นตัวที่เด่นชัด โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ก.ค. ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 50.2 จุด จากดัชนีในภาคบริการที่ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 51.9 จุด ต่ำสุดในรอบ 4 เดือน อย่างไรก็ตาม ดัชนีในภาคบริการยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 โดยยอดคำสั่งซื้อใหม่ การจ้างงาน และความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการต่อมุมมองในระยะข้างหน้าปรับแย่ลง ด้านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตทรงตัวจากเดือนก่อนที่ระดับ 45.8 จุด โดยดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 25 โดยผลผลิตปรับ

ตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 7 เดือน ขณะที่การจ้างงานในภาคการผลิตปรับลดลงเช่นกัน

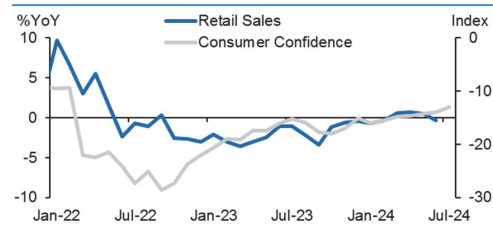
ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภค แม้จะได้รับปัจจัยหนุนจากแรงกดดันด้านราคาที่มีลดลง ตลาดแรงงานที่ตึงตัว อัตราการว่างงานที่ต่ำ รายได้ที่ขยายตัวสูง รวมถึงความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ทยอยปรับดีขึ้น แต่การฟื้นตัวของภาคบริโภคนั้นขาดโมเมนตัมที่ชัดเจน โดยยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. พลิกหดตัว -0.3% MoM จาก 0.1% ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -0.1% ขณะที่หากเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกจะหดตัว -0.3% YoY จาก 0.5% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 0.1% ด้านการเติบโตของสินเชื่อ (Credit Growth) ของภาคครัวเรือนในเดือน มิ.ย. ทรงตัวจากเดือนก่อนหน้าที่ระดับ 0.3% YoY และอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง ขณะที่สินเชื่อภาคธุรกิจพลิกกลับมาขยายตัวที่ระดับ 0.2% จาก -0.1% เดือนก่อน

แผนภาพที่ 41: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเข้าสู่ไตรมาสที่สามส่งสัญญาณชะลอลง

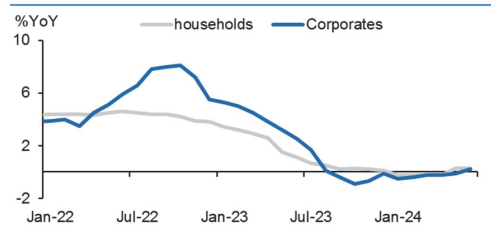
Manufacturing vs. Services PMI



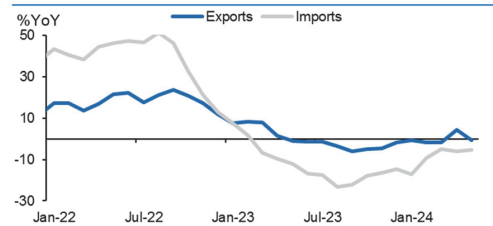
Consumption



Credit growth



Trade



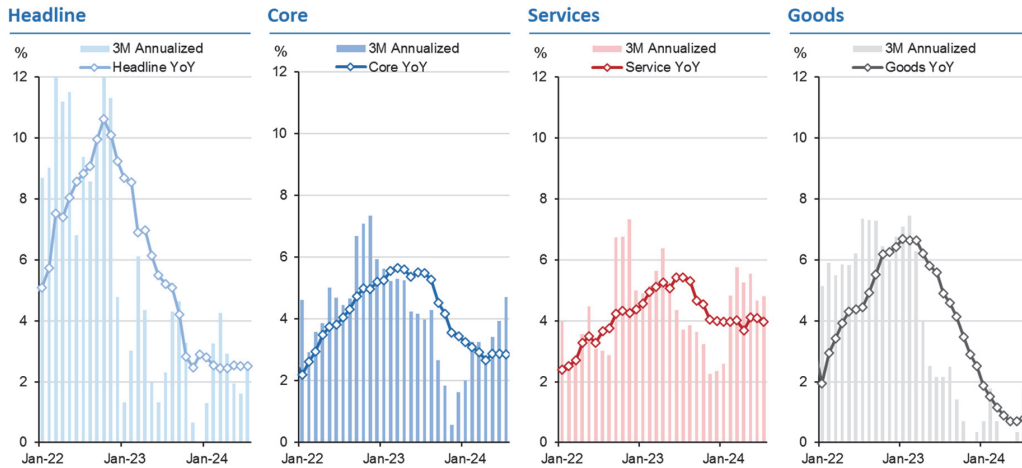
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมิน ECB จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. และ ธ.ค.

เงินเฟ้อทั่วไป (Headline) เดือน ก.ค. ขยายตัว 2.6% YoY เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจาก 2.5% เดือนก่อน เท่ากับตลาดคาด ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core) ทรงตัวจากเดือนก่อนที่ระดับ 2.9% เท่ากับตลาดคาด โดยราคาในหมวดสินค้าหลัก (Goods) ทรงตัวจากเดือนก่อนที่ระดับ 0.7% YoY ขณะที่ราคาในหมวดบริการ (Service) ชะลอลงเล็กน้อยเป็น 4.0% จาก 4.1% เดือนก่อน สำหรับทิศทางดอกเบี้ยนโยบายในระยะข้างหน้า เราประเมิน ECB จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ในการประชุมรอบเดือน ก.ย. และ ธ.ค. เพื่อลดความตึงตัวของนโยบายการเงิน หลังแรงกดดันด้านราคานั้นลดลงมากแล้วเมื่อเทียบกับช่วงก่อน โดยเงินเฟ้อทั่วไปขยายตัว 8.4% และ 5.4% ในปี 2022-23 ตามลำดับ และตัวเลขล่าสุดขยายตัวเพียง 2.6% (ECB ประเมิน

เงินเฟ้อจะขยายตัว 2.5% ในปี 2024F) นอกจากนี้จากการสื่อสารของคณะกรรมการหลายท่าน สะท้อนความมั่นใจว่าเงินเฟ้อในภาคบริการจะปรับชะลอลงได้ในระยะข้างหน้า รวมไปถึงปัจจัยที่ผลักดันเงินเฟ้อในภาคบริการ อาทิ ค่าจ้างแรงงานที่เคยขยายตัวสูง มีแนวโน้มจะชะลอตัวในระยะข้างหน้า หลังปัจจัยหนุนชั่วคราวเริ่มลดลง ด้านตลาดการเงินให้น้ำหนักราว 70% ที่ ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทุกรอบการประชุมในช่วงที่เหลือของปีนี้ (3 ครั้ง) โดยมองจะปรับลดครั้งละ -25bps อย่างไรก็ดี เรามองว่าทาง ECB ยังไม่มีความจำเป็นต้องเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปกว่าที่เรามอง เนื่องจากเงินเฟ้อยังมีความหนืด และจะชะลอลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป ประกอบกับเศรษฐกิจกำลังอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัว (แม้เราจะเห็นความเสี่ยงด้านต่ำที่อาจกระทบกับการฟื้นตัวอยู่บ้างก็ตาม)

แผนภาพที่ 42: แรกกัดต้นด้านราคามีลดลงไปมากเมื่อเทียบกับช่วงก่อน

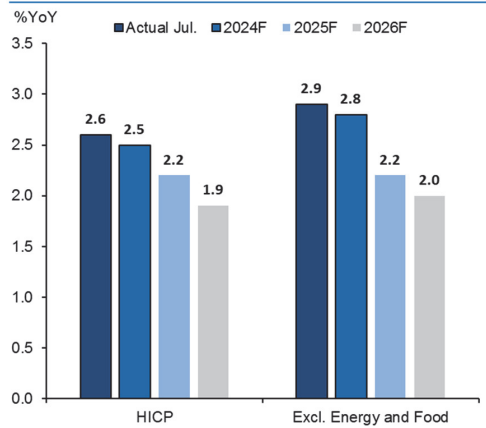


Note: Seasonally adjusted data.

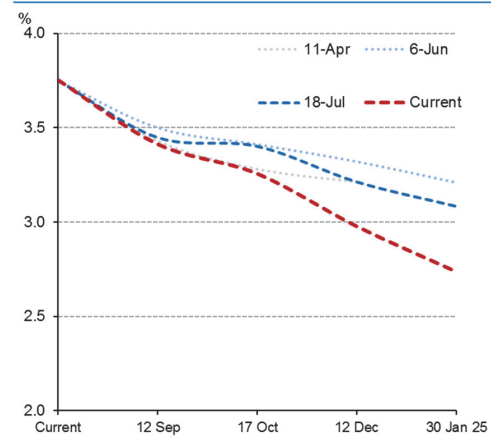
ที่มา: ECB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 43: ตลาดการเงินให้น้ำหนักราว 70% ที่ ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทุกรอบการประชุมในช่วงที่เหลือของปีนี้ (3 ครั้ง) โดยมองจะปรับลดครั้งละ -25bps อย่างไรก็ดี เราคาดว่าทาง ECB ยังไม่มีความจำเป็นต้องเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปกว่าที่เรามอง เนื่องจากเงินเฟ้อยังคงมีความหนืด และจะชะลอลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป

ECB June projections vs. actual



OIS: implied policy rate



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

เรามองว่า เศรษฐกิจของยูโรโซนอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัว แต่เส้นทางอาจไม่ราบรื่นนัก

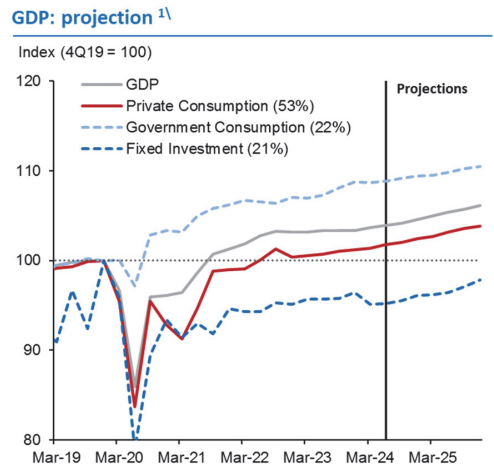
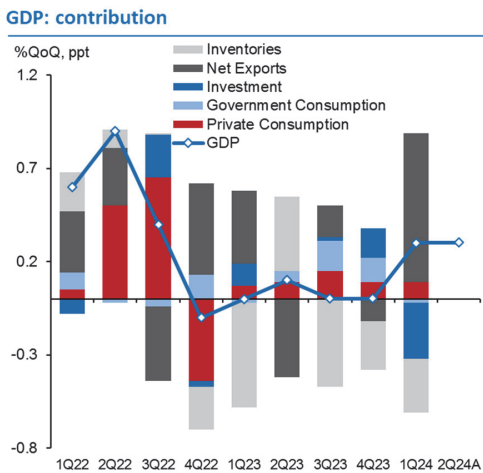
GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 2/2024 ขยายตัว 0.3% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อยที่ 0.2% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP จะขยายตัว 0.6% YoY สูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 0.5% ซึ่งสะท้อนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เริ่มมีความต่อเนื่องมากขึ้น หลังจากที่เผชิญวิกฤตพลังงานในช่วงปี 2022 และอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวในปี 2023 และเป็นปัจจัยที่จำกัดการเติบโตของเศรษฐกิจเรื่อยมา ขณะเดียวกันหากมองไปในระยะข้างหน้า นักเศรษฐศาสตร์ประเมิน GDP ของยูโรโซนจะขยายตัว 0.7% และ 1.4% ในปี 2024-25F (vs. 0.4% ในปี 2023) โดยคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของภาคบริการภาคเอกชนเป็นสำคัญ ทั้งนี้ เรามองว่า เศรษฐกิจของยูโรโซนอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัว แต่เส้นทางอาจไม่ราบรื่นนัก ซึ่งความเสี่ยงด้านต่ำที่อาจกระทบต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงต่อจากนี้ ได้แก่

- 1) โมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยังมีอุปสรรค โดยเครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจสะท้อนผ่านดัชนี Service PMI ปรับลดลงเมื่อเข้าสู่ไตรมาสที่สามของปี ขณะที่ดัชนี Manufacturing PMI ยังอ่อนแอต่อเนื่องนานกว่าสองปี

นอกจากนี้ ดัชนี ESI (Economic Sentiment Indicators) ที่มีความสัมพันธ์กับตัวเลข GDP สูง ได้รับลดลงเมื่อเข้าสู่ไตรมาสที่สามเช่นกัน

- 2) การบริโภคภาคเอกชนที่ยังไม่แข็งแรง โดยที่ผ่านมา การบริโภคภาคเอกชนได้รับแรงหนุนจากอัตราค่าจ้างที่ขยายตัวสูง พร้อมกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคกำลังปรับตัวขึ้น แต่ยอดค้าปลีกและยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่แทบไม่ขยายตัว ขณะที่อัตราการออมภาคครัวเรือนกลับปรับเพิ่มขึ้น สะท้อนว่าผู้บริโภคยังมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายใช้สอยอยู่ แม้จะมีความเชื่อมั่นมากขึ้นก็ตาม
- 3) ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ที่จัดขึ้นในช่วงเดือน พ.ย. นายโดนัลด์ ทรัมป์ ผู้สมัครลงชิงตำแหน่ง ปธน. เสนอที่จะขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากทั่วโลกไปอยู่ที่ 10% ซึ่งหากสหรัฐฯ มีการตั้งกำแพงภาษีจริง จะส่งผลให้เศรษฐกิจของยูโรโซนที่มีความเกี่ยวเนื่องทางการค้ากับสหรัฐฯ ในระดับสูง จะต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดย Goldman Sachs ประเมิน GDP ของยูโรโซนอาจได้รับผลกระทบราว -1.0ppt ขณะที่เยอรมนีอาจได้รับผลกระทบมากถึง 1.4ppt ตามการประเมินของ Institut Der Deutschen Wirtschaft

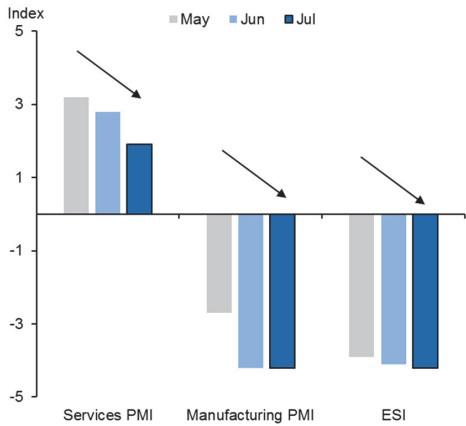
แผนภาพที่ 44: GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 2/2024 ขยายตัว 0.3% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดเล็กน้อยที่ 0.2% ขณะเดียวกันหากมองไปในระยะข้างหน้า นักเศรษฐศาสตร์ประเมิน GDP ของยูโรโซนจะขยายตัว 0.7% และ 1.4% ในปี 2024-25F (vs. 0.4% ในปี 2023) โดยคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของภาคบริการภาคเอกชนเป็นสำคัญ



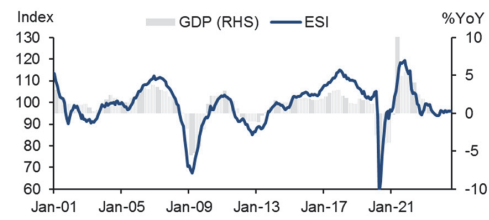
Note: 1\ Consensus as of 9 Aug., () represents weight as of 1Q24.
ที่มา: Bloomberg, European Commission, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 45: โมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยังมีอุปสรรค โดยเครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเข้าสู่ไตรมาสที่ 3 ของปีปรับลดลง

PMI minus 50 and ESI minus 100



ESI vs. GDP growth



PMI vs. GDP growth

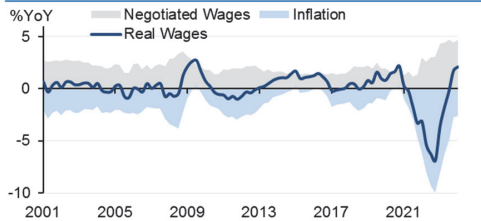


Note: The Economic Sentiment Indicator (ESI) is made up of 15 individual components. Weighted average by five sectors: Industry (weight 40%), services (30%), consumer (20%), construction (5%), and retail trade (5%). This leading indicator has a strong correlation with changes in economic activity, like the PMI.

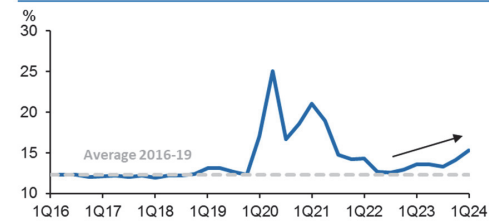
ที่มา: Bloomberg, European Commission, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 46: โดยที่ผ่านมา การบริโภคภาคเอกชนได้รับแรงหนุนจากอัตราค่าจ้างที่ขยายตัวสูง พร้อมกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคกำลังปรับตัวขึ้น แต่ยอดค้าปลีกและยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่แทบไม่ขยายตัว ขณะที่อัตราการออมภาคครัวเรือนกลับปรับเพิ่มขึ้น

Real wages



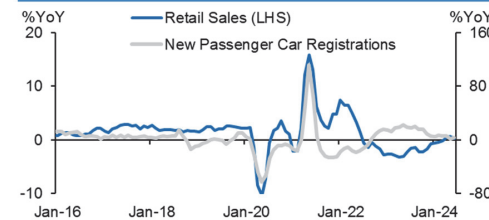
Household savings rate



Consumer confidence survey



Consumption

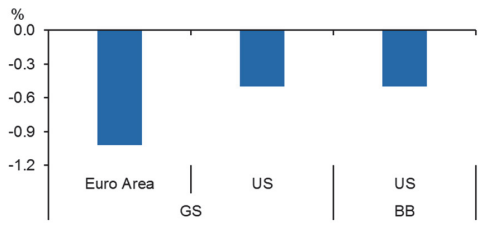


Note: 1\ ESU adjusted passenger car registrations data from ACEA for seasonality and 3mma.

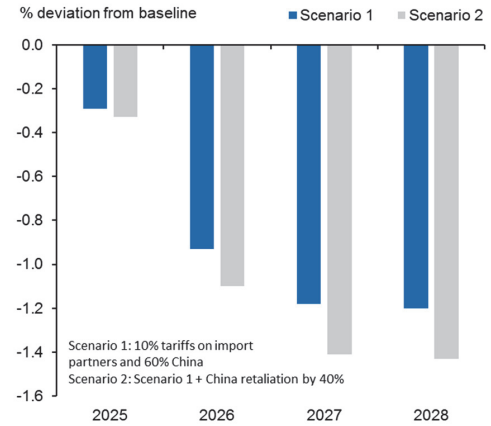
ที่มา: Bloomberg, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 47: ติดตามผลการเลือกตั้งของสหรัฐฯ ที่หากนาย ทรัมป์ได้เป็นประธานาธิบดี เศรษฐกิจของยุโรปจะเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำจากนโยบายกีดกันทางการค้า

Impact of Trump's tariff proposals on GDP

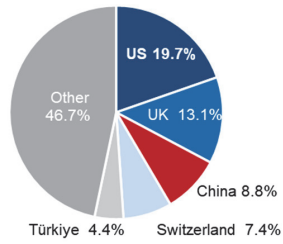


Effects of Trump tariff proposals on Germany's GDP



• Germany's economy accounts for about 28% of the Eurozone.

% share of extra-EU exports in 2023



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

เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการชะลอตัวลงในเดือน ก.ค. เช่นเดียวกับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร โดยเศรษฐกิจจีนในระยะต่อไปมีแนวโน้มเผชิญกับความเสี่ยงภายนอก (External risks) ที่เพิ่มขึ้น ทั้งจากอุปสงค์ในต่างประเทศที่ชะลอตัวและจากความตึงเครียดทางการค้า โดยเฉพาะจากโดนัลด์ ทรัมป์ (Donald Trump) ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีของสหรัฐฯ และประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้า 60% กับจีน ซึ่ง External risks ของเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นส่งผลให้ทางการจีนเริ่มหันมาให้ความสำคัญกับการการบริโภคในประเทศผ่านการเพิ่มการสนับสนุนในมาตรการ Trade-in program และ Equipment upgrade รวมถึงได้เปิดเผยแผนที่จะกระตุ้นการบริโภคในภาคบริการ โดยเรคาดว่าการกลางจีนมีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราส่วนเงินสำรองเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปีเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไป

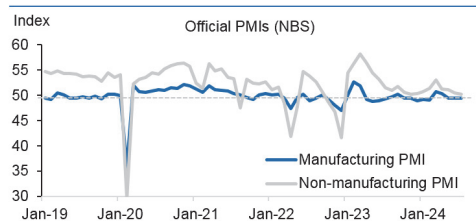
กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการชะลอตัวลงในเดือน ก.ค. เช่นเดียวกับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิตของทางการจีน (Manufacturing PMI) ปรับลดลง -0.1 จุด สู่ 49.4 จุดในเดือน ก.ค. ขณะที่ดัชนีนอกภาคการผลิต (Non-Manufacturing PMI) ปรับลดลง -0.3 จุด สู่ 50.2 จุด ตามยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ลดลง ขณะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลง โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในช่วง 7 เดือนแรก

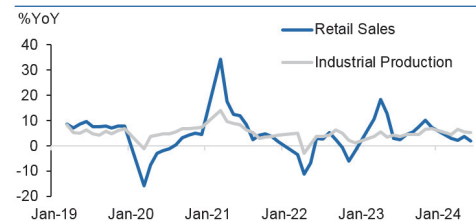
ของปีชะลอตัวลงสู่ 3.6% YoY (vs. 3.9% ในเดือน ม.ค.-มิ.ย.) ซึ่งการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังถูกกดดันจากการหดตัวของการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่หดตัวมากขึ้นในช่วง 7 เดือนแรกของปี (-10.2% YoY vs. -10.1% ในเดือน ม.ค.-มิ.ย.) ทั้งนี้ ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นสู่ 2.7% YoY ในเดือน ก.ค. (vs. 2.0% ในเดือนก่อน) และการนำเข้าเร่งตัวขึ้นสู่ 7.2% (vs. -2.3% ในเดือนก่อน) ขณะที่การส่งออกชะลอตัวลงสู่ 7.0% YoY (vs. 8.6% YoY ในเดือนก่อน)

แผนที่ภาพ 48: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการชะลอตัวลงในเดือน ก.ค. เช่นเดียวกับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร

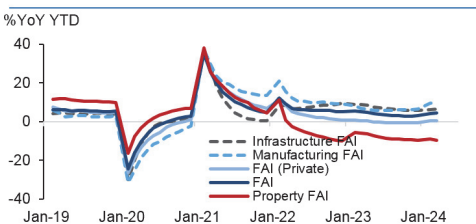
Manufacturing vs. Non-manufacturing PMIs



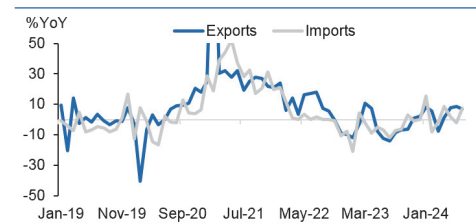
Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

เศรษฐกิจจีนในระยะต่อไปมีแนวโน้มเผชิญกับความเสี่ยงภายนอก (External risks) ที่เพิ่มขึ้น

ในปัจจุบัน จีนมีการพึ่งพาภาคการส่งออกและภาคการผลิตเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การพึ่งพาเครื่องยนต์ดังกล่าวอาจเริ่มมีความเสี่ยงมากขึ้นในระยะต่อไป ทั้งจากอุปสงค์ในต่างประเทศที่ชะลอตัวและจากความตึงเครียดทางการค้า โดยเฉพาะหากโดนัลด์ ทรัมป์ (Donald Trump) ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีของสหรัฐฯ และประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้า 60% กับจีน ซึ่งถือเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญสำหรับเศรษฐกิจจีนในอนาคต

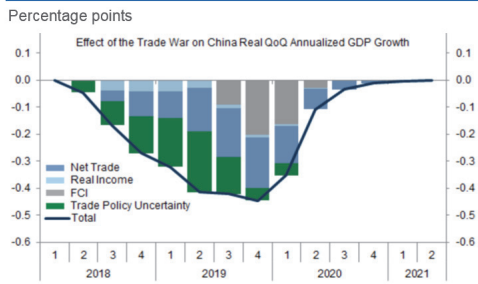
หากย้อนไปดูผลของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ในช่วงปี 2018-2019 ที่ Donald Trump ประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนในอัตรา 7.5-25% Goldman Sachs ได้มีการประเมินว่าผลของภาษีนำเข้าที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ GDP จีนปรับลดลงราว 0.65 percentage point ซึ่งประกอบด้วยผลทางตรงที่กระทบต่อการค้าระหว่างประเทศ และผลทางอ้อมที่เกิดจากสถานการณ์ความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าดังกล่าว ซึ่งกระทบต่อความ

เชื่อมั่นของภาคธุรกิจและผู้บริโภค รายได้ของประชาชน และส่งผลให้ภาวะการเงินปรับตัวดีขึ้น โดยหากการกลับมาของ Donald Trump ส่งผลให้มีการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเป็น 60% อาจส่งผลกระทบต่อ GDP จีนกว่า 2 percentage point จากการค้าระหว่างประเทศที่ลดลงและจากความไม่แน่นอนที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งมีแนวโน้มกระทบต่อความเชื่อมั่นและการลงทุนของภาคธุรกิจ รวมถึงอาจมีการย้ายฐานการผลิตออกจากจีน

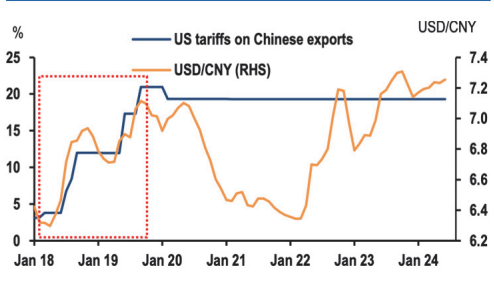
อย่างไรก็ดี จีนมีแนวโน้มที่จะสามารถบรรเทาผลกระทบจากการถูกขึ้นภาษีสินค้านำเข้าดังกล่าวได้ ผ่านการปล่อยให้เงินหยวนอ่อนค่า การหันไปพึ่งพาตลาดส่งออกอื่นทดแทน เช่น เน้นส่งออกไปยังกลุ่มประเทศอาเซียน ละตินอเมริกา และแอฟริกา เป็นต้น หรือการย้ายกระบวนการผลิตขั้นสุดท้าย (Final stage production) ไปยังประเทศอื่นเพื่อหลีกเลี่ยงภาษีจากสหรัฐฯ นอกจากนี้ ในปี 2018 จีนได้มีการใช้มาตรการทางการคลังผ่านการลดภาษีต่าง ๆ เช่น VAT และ Income tax มูลค่ากว่า 2 ล้านล้านหยวนเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศอีกด้วย

แผนภาพที่ 49: การขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนของสหรัฐฯ ในช่วงปี 2018-2019 ส่งผลให้ GDP จีนปรับลดลงราว 0.65 percentage point

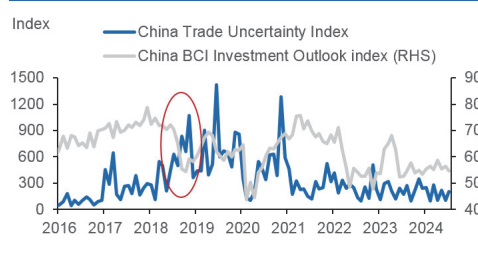
Drag on China's GDP from 2018 trade war



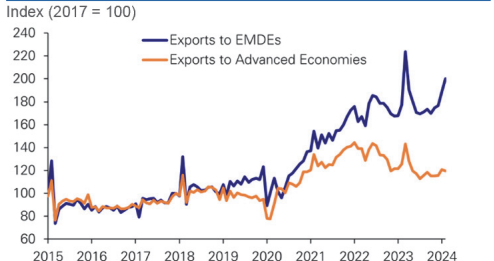
US tariffs on Chinese exports and USD/CNY



Trade uncertainty and business investment outlook



China's exports by destination



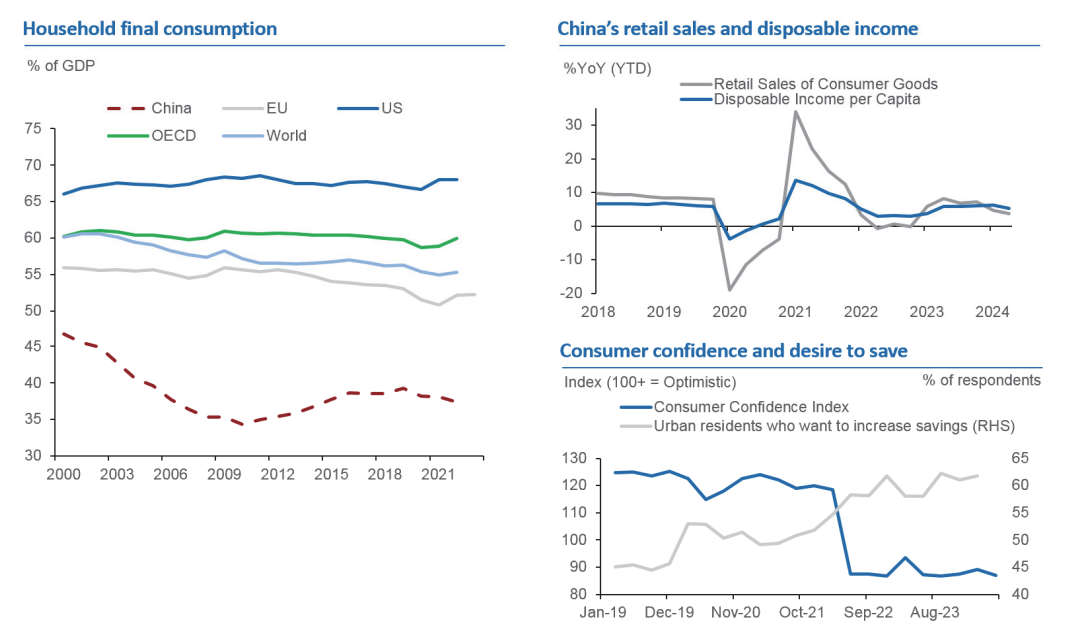
ที่มา: Goldman Sachs, JP Morgan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

External risks ของเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นส่งผลให้จีนเริ่มหันมาให้ความสำคัญกับการการบริโภคในประเทศมากขึ้น

External risks ของเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นส่งผลให้จีนเริ่มหันมาให้ความสำคัญกับการการบริโภคในประเทศมากขึ้น ซึ่งจากการประชุม Politburo ล่าสุดในเดือน ก.ค. ทางการเงิน

ได้กล่าวว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปีจะมุ่งเป้าไปที่ผู้บริโภคเป็นสำคัญ โดยในปัจจุบัน สัดส่วนการบริโภคภาคครัวเรือนของจีนอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นทั่วโลก รวมถึงการใช้จ่ายของผู้บริโภคในปีที่สะท้อนจากตัวเลข Retail sales ได้ปรับชะลอลงและยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับก่อน COVID-19 ตามความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง

แผนที่ภาพ 50: สัดส่วนการบริโภคภาคครัวเรือนของจีนอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นทั่วโลก ขณะที่ Retail sales และความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังไม่สามารถฟื้นกลับไปในระดับก่อน COVID-19 ได้



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

ทางการจีนเพิ่มเงินสนับสนุนในมาตรการ Trade-in program เพื่อกระตุ้นการบริโภคในประเทศ

ความพยายามล่าสุดของทางการจีนในการกระตุ้นการบริโภคในประเทศได้แก่ มาตรการ Trade-in program ที่ส่งเสริมให้ผู้บริโภคนำรถยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้าเก่ามาแลกซื้อของใหม่ในราคาส่วนลด และมาตรการ Equipment upgrade สำหรับภาคธุรกิจ ซึ่งมาตรการ Trade-in program ได้ถูกประกาศออกมาตั้งแต่เดือน เม.ย. แต่ล่าสุดในเดือน ก.ค. ทางการเงินได้มีการเพิ่มปริมาณเงินอุดหนุนให้แก่ผู้บริโภค โดยจะให้เงินอุดหนุนเฉลี่ยราว 15-20% ของราคาสินค้า ซึ่งทาง Goldman Sachs ได้มี

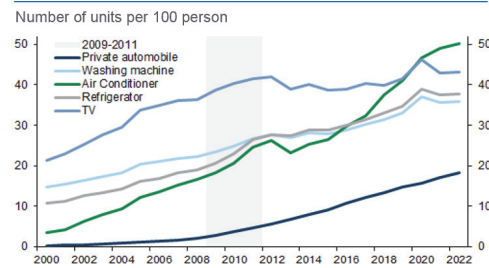
การประเมินผลของมาตรการ Trade-in program และมาตรการ Equipment upgrade โดยอิงจากผลของมาตรการ Trade-in program ในปี 2010-2011 ว่าจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศได้เพิ่มเติมประมาณ 0.6% ของ GDP และในปัจจุบัน สัดส่วนครัวเรือนที่มีรถยนต์หรือเครื่องใช้ไฟฟ้า (Penetration rate) ปรับเพิ่มขึ้นจากในอดีต ส่งผลให้โครงการดังกล่าวอาจมี upside ในปีนี้ ดังนั้น ในช่วงที่เหลือของปี คาดว่ายอดขายรถยนต์และยอดขายเครื่องใช้ไฟฟ้าในจีนจะทยอยปรับดีขึ้น ทั้งนี้ โครงการดังกล่าวอาจเป็นการ Front-load การบริโภคสินค้าคงทนไว้ในปีนี้ ซึ่งอาจส่งผลให้การบริโภคสินค้าคงทนในปีต่อไปชะลอลงมาได้

แผนที่ภาพ 51: มาตรการ Trade-in program และ Equipment upgrade จะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ ได้เพิ่มเติมประมาณ 0.6% ของ GDP โดยยอดขายรถยนต์และยอดขายเครื่องใช้ไฟฟ้ามีแนวโน้มปรับดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

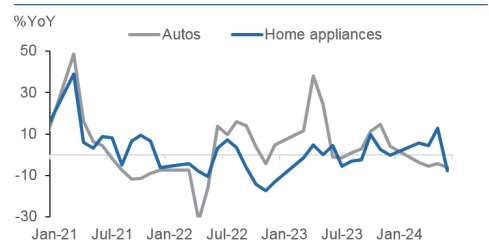
The potential boost from trade-in and equipment upgrades

	Automobile	Home appliances	Equipment upgrades
Old stock outstanding (bn RMB)	19,000	3,900	-
Normal replacement demand (bn RMB)	1,500	630	950
Sales induced (based on the past program)	2%	5%	-
Additional replacement demand (bn RMB)	380	190	238
Share of annual industry sales (%)	11.3%	21.5%	3.1%
Total additional GDP	808bn RMB (0.6% of GDP)		

Penetration rate of major durable goods



Monthly sales growth rate



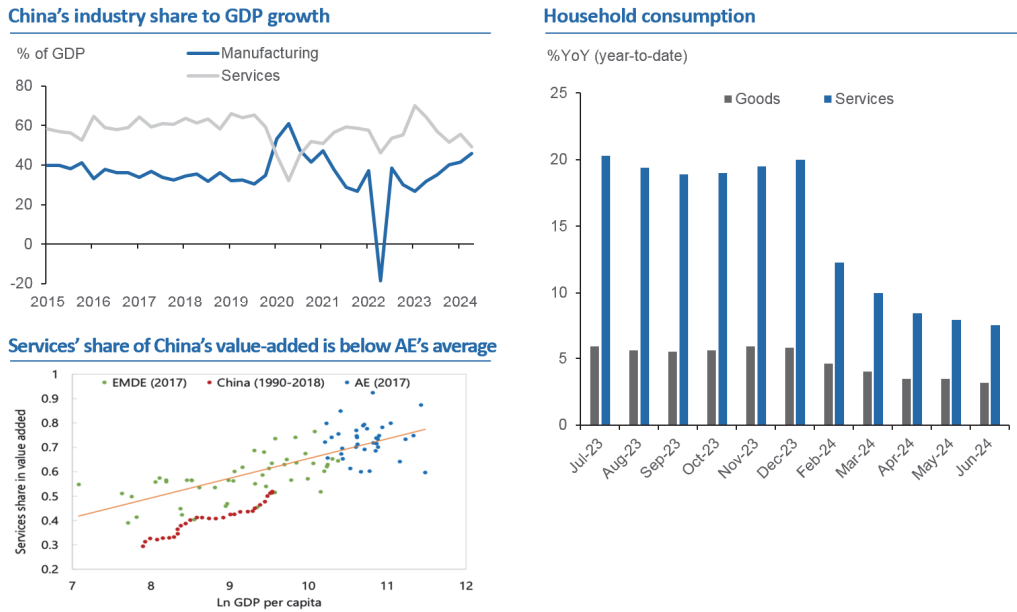
ที่มา: Goldman Sachs, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากการกระตุ้นการบริโภคสินค้าคงทนแล้ว ทางการเงินมีแผนที่จะกระตุ้นการบริโภคในภาคบริการเพิ่มเติม

นอกจากการออกมาตรการ Trade-in program และ Equipment upgrade เพื่อกระตุ้นการบริโภคสินค้าคงทนแล้ว ทางการเงินได้เปิดเผยแผนในการกระตุ้นการบริโภคในภาคบริการ ผ่านการเพิ่มคุณภาพและเพิ่มอุปทานในภาคบริการซึ่งจะครอบคลุมในหลายภาคส่วน เช่น catering services, home services, การท่องเที่ยว, e-sports เป็นต้น หลังจากในช่วงที่ผ่านมา จีนมักจะเน้นไปที่การส่งเสริมภาคการผลิตเป็นหลัก ซึ่ง

จะเห็นว่าสัดส่วนภาคการผลิตต่อ GDP ได้ปรับเพิ่มขึ้น สวนทางกับสัดส่วนของภาคบริการที่ปรับลดลง ซึ่งการหันมาส่งเสริมภาคบริการถือเป็น Medium-term boost ที่จะช่วยให้การขยายตัวของเศรษฐกิจจีนมีความยั่งยืนมากขึ้นเมื่อเทียบกับการพึ่งพาภาคต่างประเทศและภาคการผลิตเพียงอย่างเดียว โดยเฉพาะภาคบริการที่มีลักษณะเป็น High labor intensity ซึ่งอาจช่วยลดปัญหาการว่างงานในเยาวชนและจะช่วยกระตุ้นการบริโภคในภาคบริการได้มากขึ้นในระยะต่อไป

แผนที่ภาพ 52: สัดส่วนภาคการผลิตต่อ GDP ได้รับเพิ่มขึ้น สวนทางกับภาคบริการที่ปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมา



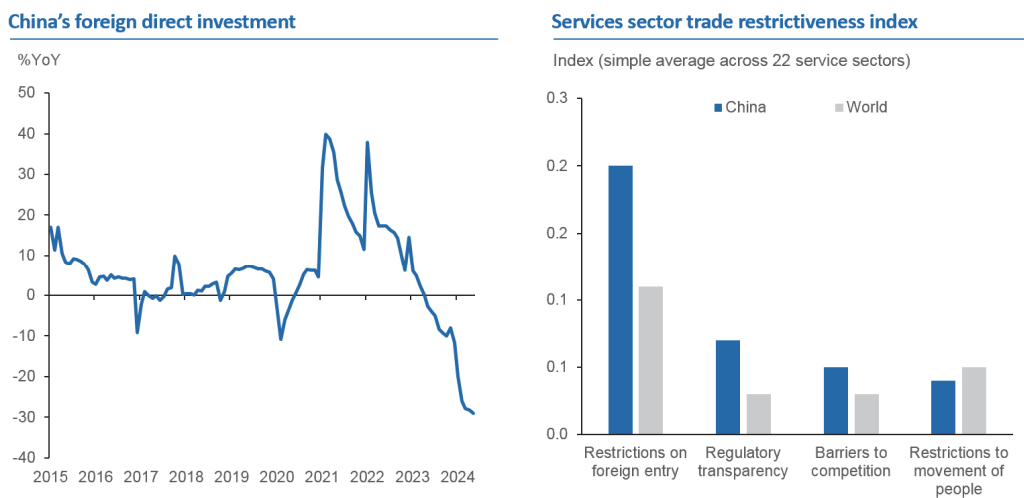
ที่มา: Bloomberg, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ ทางการเงินจะอนุญาตให้บริษัทต่าง ๆ เข้าสู่ภาคบริการมากขึ้น รวมถึงจะเปิดให้ธุรกิจต่างชาติเข้าสู่บางอุตสาหกรรมในภาคบริการ

ทางการเงินให้คำมั่นว่าจะอนุญาตให้บริษัทจำนวนมากขึ้นเข้าแข่งขันในอุตสาหกรรมภาคบริการ และจะอนุญาตให้ธุรกิจต่างชาติเข้าสู่บางภาคส่วน ได้แก่ โทรคมนาคม การศึกษา บริการ

ทางการแพทย์ หลังจากที่เม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างชาติเข้าสู่จีนปรับลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2022 เป็นต้นมา โดยในปัจจุบัน ข้อกำหนดและกฎเกณฑ์ในการประกอบธุรกิจภาคบริการของจีนยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก ซึ่งเป็นข้อจำกัดของนักลงทุนต่างชาติที่สนใจเข้ามาแข่งขันในธุรกิจภาคบริการในจีน

แผนที่ภาพ 53: การลงทุนโดยตรงจากต่างชาติของจีนปรับลดลงต่อเนื่อง โดยจีนยังมีข้อกำหนดและกฎเกณฑ์ที่เป็นอุปสรรคต่อผู้เล่นต่างชาติในระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศอื่นทั่วโลก



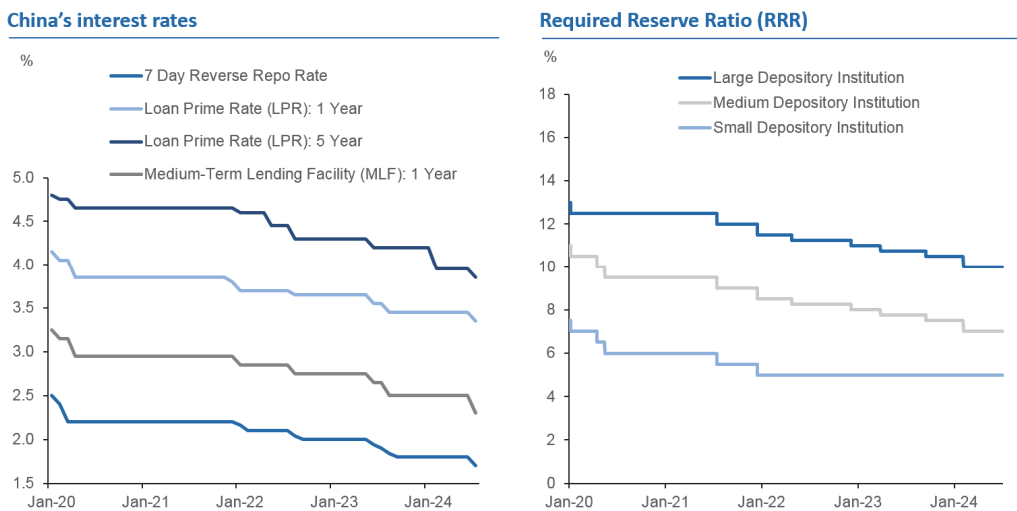
ที่มา: Bloomberg, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ธนาคารกลางจีนมีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราส่วนเงินสำรองเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปี

ธนาคารกลางจีน (PBOC) มีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปี หลังแรงกดดันด้านการ

อ่อนค่าของค่าเงินหยวนเริ่มปรับลดลง โดยคาดว่า PBOC จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีก 10-20 basis points และจะลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมาย (RRR) อีก 25 basis points เพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและอุปสงค์ในประเทศต่อไป

แผนที่ภาพ 54: ธนาคารกลางจีนมีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินสำรองเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปี



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นที่สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงในภาคการผลิต ขณะที่ปรับเพิ่มขึ้นในภาคบริการ ด้านธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.25% ในการประชุมเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา พร้อมระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับที่ต่ำมากและนโยบายการเงินยังคงผ่อนคลาย พร้อมส่งสัญญาณขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตหากพัฒนาการของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อเป็นไปตามประมาณการ โดยเรคาดว่ BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงปลายปีงบประมาณนี้ (ต้นปี 2025) ในด้านการ Unwind yen carry trade มีแนวโน้มใกล้สิ้นสุดลงแล้ว โดยอาจยังมีความเสี่ยงเหลืออยู่บ้างในระยะต่อไป แต่คาดว่าจะไม่เกิดขึ้นแบบรวดเร็วและรุนแรงเหมือนที่ผ่านมา

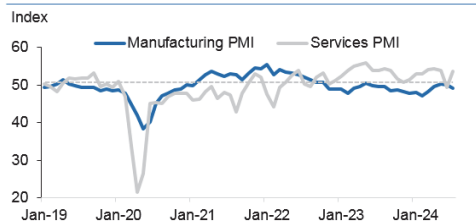
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงในภาคการผลิต ขณะที่ปรับเพิ่มขึ้นในภาคบริการ ในด้านยอดค้าปลีกและการค้าระหว่างประเทศเร่งตัวขึ้น

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. ปรับลดลง -0.9 จุด เป็น 49.1 จุด ตามยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับลดลง ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ปรับตัวขึ้น +4.3 จุด เป็น 53.7 จุด ด้านยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. สู่ระดับ 3.7% YoY สูงสุดในรอบ 4 เดือน เช่น

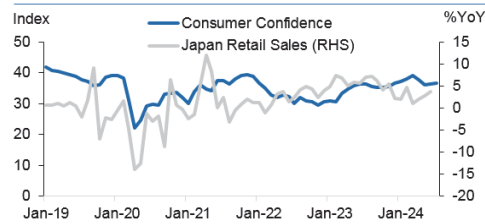
เดียวกับดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน ก.ค. ที่ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 36.7 จุด ในด้านการค้าระหว่างประเทศ ยอดการส่งออกในเดือน ก.ค. ขยายตัว 10.3% YoY เร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนที่ขยายตัว 5.4% โดยการส่งออกในเดือน ก.ค. ถูกขับเคลื่อนจากการส่งออกสินค้าในกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์และรถยนต์ ขณะที่ยอดการนำเข้าขยายตัว 16.6% ส่งผลให้ดุลการค้า (Trade balance) ของญี่ปุ่นในเดือน ก.ค. ขาดดุล 622 พันล้านเยน

แผนที่ภาพ 55: กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นปรับลดลงในภาคการผลิต สวนทางกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการที่ปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่ยอดค้าปลีกและการค้าระหว่างประเทศเร่งตัวขึ้น

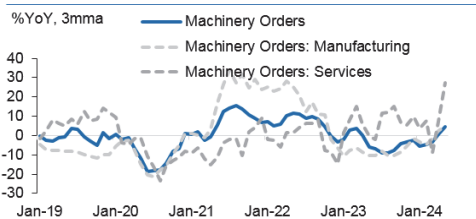
Manufacturing vs. Services PMI



Retail sales



Investment



Trade



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

BoJ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.25% พร้อมระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับที่ต่ำมากและนโยบายการเงินยังคงผ่อนคลายเป็น

BoJ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากระดับ 0-0.1% มาสู่ระดับ 0.25% โดยระบุว่าพัฒนาการของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อได้เป็นไปตามที่ BoJ คาดการณ์ไว้ รวมถึงการปรับขึ้นค่าจ้างได้มีการกระจายตัวจากบริษัทขนาดใหญ่สู่บริษัทขนาดกลางและเล็ก ขณะที่ราคาสินค้านำเข้าได้กลับมายาวตัวจากการอ่อนค่าของเงินเยน ส่งผลให้ BoJ มองว่าอัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูงทั้งในปีงบประมาณนี้และปีงบประมาณหน้า โดยจากประมาณการล่าสุดของ BoJ สะท้อนว่าอัตราเงินเฟ้อที่ไม่รวมราคาอาหารสด (Core CPI ex. Fresh food) มีแนวโน้มอยู่ที่ 2.5% 2.1% และ

1.9% ในปีงบประมาณ 2024 2025 และ 2026 ตามลำดับ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อที่ไม่รวมราคาอาหารสดและราคาพลังงาน (Core CPI ex. Fresh food and energy) มีแนวโน้มอยู่ที่ 1.9% ในปีงบประมาณ 2024 และ 2025 และจะเพิ่มขึ้นสู่ 2.1% ในปีงบประมาณ 2026

นอกจากนี้ BoJ ระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับที่ต่ำมากและนโยบายการเงินยังคงผ่อนคลายเป็นอยู่แม้จะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก 2-3 ครั้ง ซึ่งเราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงปลายปีงบประมาณนี้ (ต้นปี 2025) หลังจากที่ BoJ ได้ประเมินว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อในปีงบประมาณนี้เป็นไปตามที่ BoJ ประมาณการไว้

แผนที่ภาพ 56: BoJ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากระดับ 0-0.1% มาสู่ระดับ 0.25% พร้อมระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับที่ต่ำมาก

Medians of the policy board members' forecasts

% YoY

	FY2024	FY2025	FY2026
Real GDP	0.6 (-0.2)	1.0 (-)	1.0 (-)
CPI (ex. Fresh food)	2.5 (-0.3)	2.1 (+0.2)	1.9 (-)
CPI (ex. Fresh food and energy)	1.9 (-)	1.9 (-)	2.1 (-)

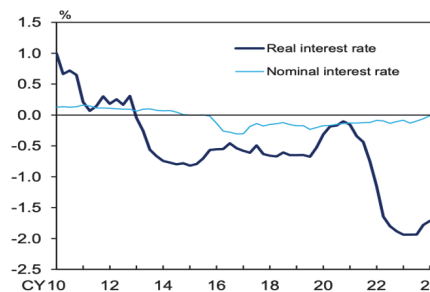
Note: figures in parentheses indicate change from April's forecast

- BoJ acknowledged the possibility of additional rate hikes and scaling back of monetary accommodation, if economic activity and prices presented in the BoJ's Outlook Report are realized.
- BoJ assessed that current monetary policy settings are very accommodative and that policy settings will likely remain accommodative even after a few more rate hikes.

Assessments of price risk balance

	FY2024	FY2025	FY2026
Risk to prices	Upside	Upside	Balanced

Real Interest Rate (1-Year)



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

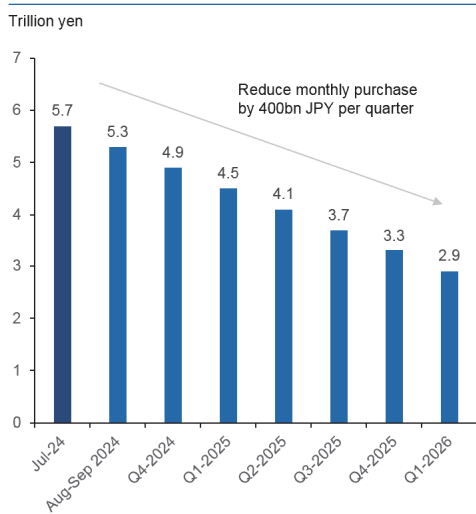
BoJ ประกาศลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลลงไตรมาสละ 400 พันล้านเยน ส่งผลให้ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่ BoJ ถือครองจะปรับลดลงราว 11-12 percentage point ต่อ GDP ในระยะเวลา 2 ปี

สำหรับแผนการลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล BoJ เปิดเผยว่าจะลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลลงไตรมาสละ 400 พันล้านเยน ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลของ BoJ จะอยู่ที่ระดับ 4.1 ล้านล้านเยนต่อเดือนในอีก 1 ปี

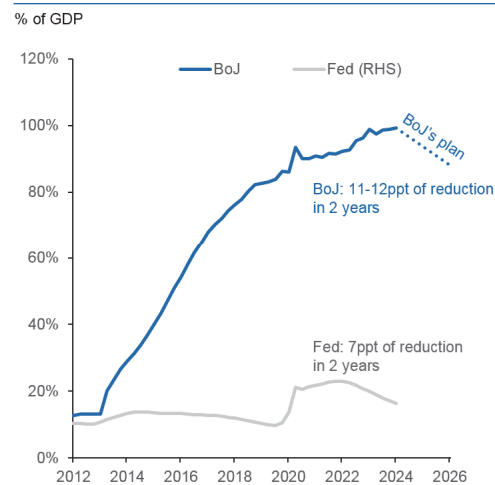
ข้างหน้าและ 2.9 ล้านล้านเยนในช่วงไตรมาส 1 ของปี 2026 ซึ่งสอดคล้องกับที่เราประมาณการไว้ โดยการลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจะทำให้ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่ BoJ ถือครองปรับลดลงราว 7-8% ในระยะเวลา 2 ปี หรือคิดเป็นราว 11-12 percentage point ต่อ GDP ซึ่งเป็นระดับการลดลงที่เร็วกว่าของธนาคารกลางสหรัฐฯ ดังนั้น ภาวะการเงินของญี่ปุ่นจึงมีแนวโน้มปรับตึงตัวมากขึ้นในระยะต่อไป

แผนที่ภาพ 57: BoJ จะลดปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลลงไตรมาสละ 400 พันล้านเยน ส่งผลให้ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่ BoJ ถือครองจะปรับลดลงราว 11-12 percentage point ต่อ GDP ในระยะเวลา 2 ปี

Monthly purchases of Japanese government bonds



JGBs outstanding held by BoJ and US treasuries held by Fed



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

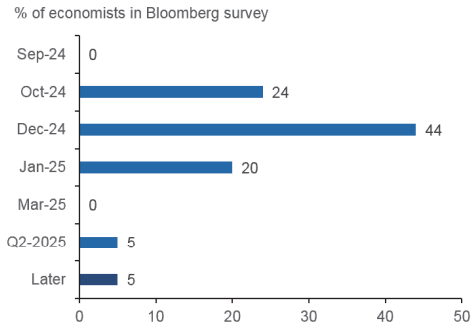
ตลาดปรับลดโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้ลงหลังค่าเงินเยนปรับแข็งค่าขึ้น

ภายหลังสิ้นสุดการประชุม BoJ ผู้ว่าการ BoJ ระบุถึงความพร้อมในการเดินหน้าปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ตลาดการเงินและนักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้ง

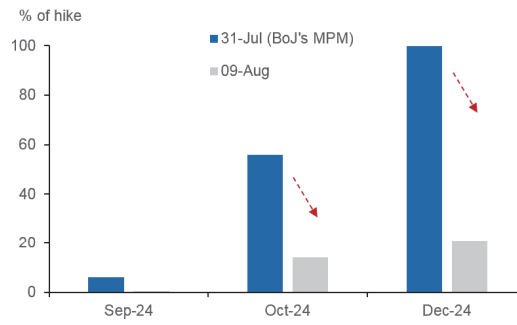
ภายในสิ้นปีนี้ สู่ระดับ 0.5% ทั้งนี้ หลังจากที่ว่าเงินเยนปรับแข็งค่าขึ้นและตลาดการเงินเกิดความผันผวนจากการ unwind carry trade ในช่วงต้นเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ส่งผลให้ตลาดได้ปรับลดโอกาสที่ BoJ จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งภายในสิ้นปีนี้ลงสู่ระดับเพียง 20%

แผนที่ภาพ 58: ตลาดปรับลดโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้ลง

Economists' forecasts of BoJ's next rate hike



Probability of BoJ's next hike as implied by market



Economists' forecast of Japan's policy rate at YE2024

	Latest survey	July survey
Median forecast	0.50%	0.25%

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

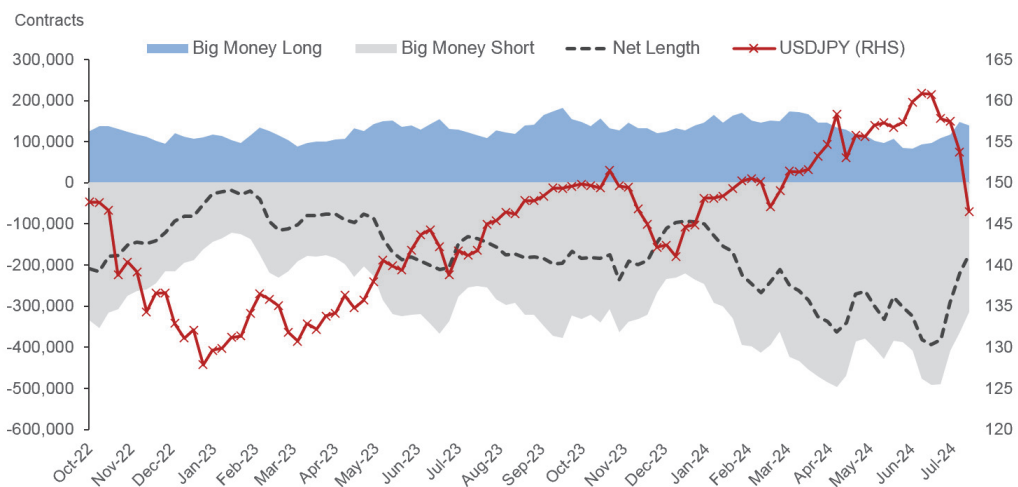
การ Unwind yen carry trade มีแนวโน้มใกล้สิ้นสุดลงแล้ว โดยอาจยังมีความเสี่ยงเหลืออยู่บ้างในระยะต่อไป แต่คาดว่า จะไม่เกิดขึ้นแบบรวดเร็วและรุนแรงเหมือนที่ผ่านมา

ค่าเงินเยนได้ปรับแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ช่วงต้นเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ขณะที่สินทรัพย์เสี่ยงถูกเทขายจากการ unwind yen carry trade ของนักลงทุน อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันพบว่าจำนวนสัญญา Net short position ได้ปรับลดลงไปในปริมาณมากเมื่อเทียบกับในเดือนที่ผ่านมา โดยอาจยังเหลือใน

ส่วนของนักลงทุนระยะยาวในประเทศญี่ปุ่น เช่น กองทุนบำนาญของรัฐบาลญี่ปุ่น (Government pension investment funds) หรือ Investment trusts ซึ่งคาดว่าจะไม่เกิดการปิดสถานะอย่างรวดเร็ว ดังนั้น การ unwind carry trade มีแนวโน้มใกล้สิ้นสุดลงแล้ว โดยอาจยังมีความเสี่ยงเหลืออยู่บ้าง แต่คาดว่าสถานการณ์ unwind ในระยะต่อไปจะไม่เกิดขึ้นแบบรวดเร็วและรุนแรงเหมือนที่ผ่านมา

แผนที่ภาพ 59: จำนวนสัญญา Net short position ได้ปรับลดลงในปริมาณมากเมื่อเทียบกับในเดือนที่ผ่านมา

Non-Commercial + Leveraged Funds + Asset Manager JPY Positions



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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 2 ขยายตัว 2.3% YoY สูงกว่าไตรมาสก่อนที่ขยายตัวได้ 1.6% สอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา ส่งผลให้ครึ่งแรกของปี เศรษฐกิจไทยเติบโตได้ที่ระดับ 1.9% โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนหลักจากการบริโภคภายในประเทศ รายรับจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ และการส่งออกสุทธิ ขณะที่การลดลงของสินค้าคงคลัง ราชจ่ายภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกชนเป็นปัจจัยจุดรั้งสำคัญ ขณะเดียวกัน การผลิตในภาคเกษตรหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สามจากสภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย แต่การผลิตในภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 7 ไตรมาส ส่วนภาคบริการยังขยายตัวได้ต่อเนื่องตามภาคการท่องเที่ยว มองไปในระยะข้างหน้า เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งหลังของปี และคงเป้าประมาณการ GDP ในปี 2024F ไว้ที่ 2.8% ตามเดิม โดยมองการท่องเที่ยวยังฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง การส่งออกกลับมาเร่งขึ้น และการบริโภคยังขยายตัวได้ต่อเนื่องแม้จะชะลอลงจากปีก่อน ด้านมุมมองต่อดอกเบี้ยนโยบายของไทย เรายังคงคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.50% ตลอดทั้งปี แม้ว่าการประชุมครั้งล่าสุดจะเริ่มส่งสัญญาณที่ผ่อนคลายมากขึ้นบ้างแล้วก็ตาม

เศรษฐกิจไทยในเดือนมิถุนายน ชะลอลงตามภาคการท่องเที่ยว หลังจากที่เร่งไปมากในช่วงก่อนหน้า

เศรษฐกิจไทยในเดือนมิถุนายน ชะลอลงตามภาคการท่องเที่ยว หลังจากที่เร่งไปมากในช่วงก่อนหน้า โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน มิ.ย. อยู่ที่ 2.7 ล้านคน (vs. 2.6 เดือนก่อน) ซึ่งหากจัดผลของฤดูกาลออกแล้วจำนวนนักท่องเที่ยวลดลง -4.4% MoM ขณะที่ รายรับจากนักท่องเที่ยวหลังจัดผลของฤดูกาลออกจะปรับตัวลดลง -3.5% MoM จาก 4.1% เดือนก่อน ด้านจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วงครึ่งแรกของปี 2024 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยอยู่ที่ 17.5 ล้านคน สอดคล้องกับประมาณการตัวเลขภาพรวมทั้งปีของเรา (ESU) ที่ประเมินจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งปี 2024F อยู่ที่ 36.0 ล้านคน ขณะเดียวกัน จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้าไทยยังเห็นสัญญาณเชิงบวกได้อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ประมาณการดังกล่าวยังมี Upside อยู่

ด้านการบริโภคภาคเอกชน (PCI) ปรับลดลงเล็กน้อย -0.2% MoM, SA (vs. 0.0% prev.) โดยการใช้จ่ายในหมวดสินค้าไม่คงทนเพิ่มขึ้นจากยอดจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภค และปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้น ขณะที่หมวดย่อยอื่นหดตัวลงทั้งสิ้นเมื่อเทียบกับเดือนก่อน โดยการบริโภคสินค้าคงทนยังคงเป็นปัจจัยกดดันสำคัญ (-4.1% MoM) ส่วนหนึ่งจากการที่สถาบันการเงินมีความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น และผู้บริโภคยังไม่มั่นใจกับสถานการณ์ด้านราคาในตลาดรถยนต์ มองไปในระยะข้างหน้า การฟื้นตัวของรายได้ที่ช้าและไม่ทั่วถึง (โดยเฉพาะผู้ประกอบการอาชีพอิสระ และแรงงานในภาคการผลิต) ประกอบกับปริมาณหนี้ครัวเรือนที่ทรงตัวในระดับสูง ท่ามกลางสถานะดอกเบี้ยที่สูงต่อเนื่อง ทำให้เราคาดว่าภาพรวมการบริโภค

จะชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือของปี จึงต้องติดตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลชุดใหม่ การแก้ปัญหาหนี้ครัวเรือน การด้อยลงของคุณภาพสินค้า รวมทั้งการฟื้นตัวของสถานะเศรษฐกิจโดยรวม ที่ยังมีความเปราะบางอย่างใกล้ชิดต่อไป

ด้านรายได้เกษตรกรเดือน มิ.ย. ชะลอลงเป็น 5.6% YoY จาก 12.7% เดือนก่อน โดยราคาสินค้าเกษตรยังคงปรับเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะ ยางพารา ทุเรียน และข้าวเปลือก ขณะที่ผลผลิตปรับตัวลดลง -6.3% YoY (vs +7.4% prev.) ส่วนหนึ่งจากผลกระทบของปรากฏการณ์เอลนีโญ โดยในระยะต่อไปสภาพอากาศที่กำลังเปลี่ยนแปลงเข้าสู่ฤดูฝน และความเสี่ยงอุทกภัยที่เพิ่มสูงขึ้น อาจส่งเชิงลบต่อปริมาณผลผลิตของสินค้าเกษตร และอาจกระทบกับรายได้ของเกษตรกรได้โดยเฉพาะกลุ่มที่มีพื้นที่เพาะปลูกบริเวณท้ายเขื่อน และพื้นที่ลุ่มต่ำใกล้น้ำ ทั้งนี้ เราประเมินว่าราคาสินค้าเกษตรโดยรวมมีแนวโน้มที่จะอยู่สูงกว่าปีก่อนต่อเนื่อง ซึ่งอาจชดเชยกับผลกระทบจากปริมาณผลผลิตที่คาดว่าลดลงได้บางส่วน

ด้านการส่งออกสินค้าในเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงเป็น 0.3% YoY (vs. 7.5% เดือนก่อน) ขณะที่การนำเข้าหดตัวในอัตราที่น้อยลงเป็น -0.1% (vs. -2.2% เดือนก่อน) ส่งผลให้ไทยเกินดุลการค้าภายใต้ระบบดุลการชำระเงิน (BoP) ที่ระดับ 2.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. 2.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เดือนก่อน) ส่วนดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) ยังมีโมเมนตัมที่ไม่แข็งแกร่งและปรับตัวลดลงทั้งในลักษณะ YoY (-1.7% vs. -1.5% เดือนก่อน) และ MoM (-0.6%) โดยมีสาเหตุหลักที่เป็นปัจจัยจุดได้แก่ การผลิตในกลุ่มแผงวงจรรวม (IC) และเซมิคอนดักเตอร์ (-20% YoY), ยานยนต์ (-18%), สิ่งทอและเครื่องแต่งกาย (-7%) และซีเมนต์และการก่อสร้าง (-6%) เป็นต้น

แผนที่ภาพ 60: ภาพรวมเศรษฐกิจไทยในเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงจากเดือนก่อน ผลจากกิจกรรมในด้านการท่องเที่ยวที่ชะลอตัว การบริโภคภาคเอกชนที่ลดลง และการส่งออกสินค้าที่หักผลของฤดูกาลแล้วต่ำลงจากเดือนก่อน

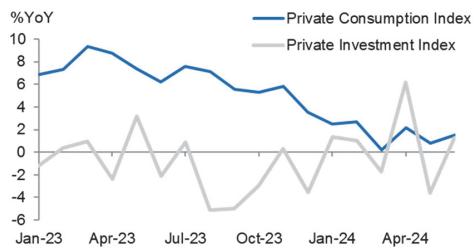
Key economic indicators heat map¹⁾

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

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

แผนที่ภาพ 61: แรงส่งทางเศรษฐกิจจากอุปสงค์ในประเทศเริ่มชะลอตัว ผู้บริโภคมีความเชื่อมั่นลดลงจากภาวะค่าครองชีพ และหนี้ครัวเรือนที่สูง ส่วนอัตราเงินเพื่อเริ่มพลิกกลับมาเป็นบวก ขณะที่แรงหนุนจากอุปสงค์ในภาคต่างประเทศยังคงมีอยู่ต่อเนื่อง

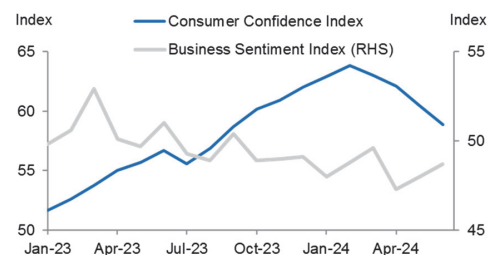
Domestic demand indicators



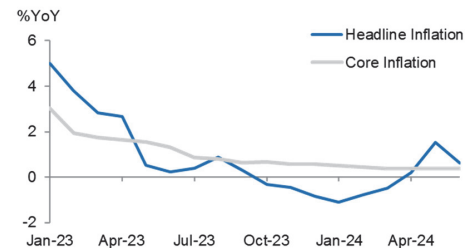
External demand indicators



Sentiment indicators



Price indicators



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

GDP ไทยไตรมาสที่ 2/2024 ขยายตัว 2.3% YoY สอดคล้องกับที่เราคาดการณ์ โดยหลักเป็นผลมาจากการบริโภคภาคเอกชนและการส่งออกสุทธิ

GDP ไทยไตรมาสที่ 2/2024 ขยายตัว 2.3% YoY สอดคล้องกับที่เราคาดการณ์ โดยหลักเป็นผลมาจากการบริโภคภาคเอกชนและการส่งออกสุทธิ รวมถึงรายรับจากภาคการท่องเที่ยวที่ยังขยายตัวดีเป็นสำคัญ ขณะที่การลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนหดตัว รวมถึงสินค้าคงคลังที่ลดลงเป็นปัจจัยจุดที่สำคัญในไตรมาสนี้ ซึ่งภาพรวมการฟื้นตัวในไตรมาสที่ 2 ที่ผ่านมามีลักษณะของอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแออย่างมาก โดย Contribution ของอุปสงค์ในประเทศหนุนให้ GDP ขยายตัวได้เพียง 0.9ppt (vs. 2.3ppt ในไตรมาสก่อน) ขณะที่อุปสงค์ภายนอกประเทศกลับมาฟื้นตัวดีขึ้น และเป็นแรงหนุนสำคัญให้กับ GDP ได้กว่า 3.1ppt (vs. -1.6ppt ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนของสินค้าคงคลังเป็นแรงฉุดราว -2.0ppt (vs +0.2ppt ไตรมาสก่อน)

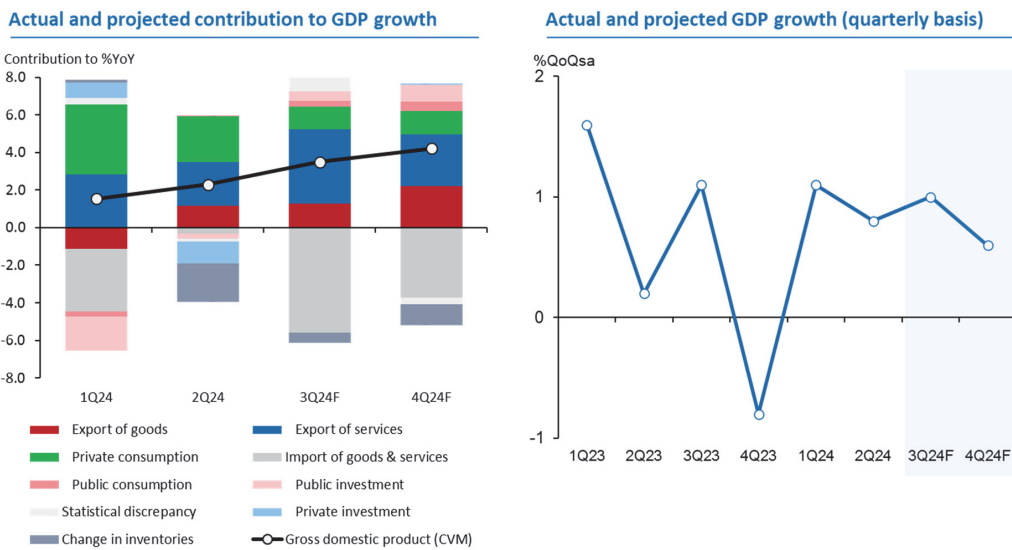
มองไปข้างหน้า โมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยเปรียบเทียบกับไตรมาสต่อไตรมาส มีแนวโน้มที่จะแผ่วลงจากช่วงครึ่งแรกของปี แต่ผลของฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว จะช่วยให้การขยายตัวเมื่อเปรียบเทียบกับปีก่อนเร่งตัวขึ้นมาได้ โดยเรามองว่าปัญหานี้ลึกลับเร็วที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง และภาวะดอกเบี้ยที่สูงนั้น เริ่มกดดันกำลังซื้อของภาคครัวเรือนมากขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่แนวโน้มการบริโภคของภาคเอกชนที่ขยายตัวได้ต่ำลง อย่างไรก็ตาม ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ลดลงหลังการโปรดเกล้าฯ นายกรัฐมนตรีคนที่ 31 ซึ่งใช้เวลาไม่ถึงสัปดาห์ หลังจากศาลรัฐธรรมนูญมีคำสั่งให้นายเศรษฐา ทวีสิน พ้นจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรี ซึ่งหากเห็นความชัดเจนมากขึ้นในแง่ของนโยบายด้านเศรษฐกิจ รวมถึงเสถียรภาพของรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นอาจช่วยหนุนให้การลงทุนทั้งภาครัฐ และเอกชนรวมถึงการเบิกจ่ายงบประมาณของภาครัฐกลับมาฟื้นตัวได้ดีขึ้นในระยะต่อไป

เรามองความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตาในช่วงที่เหลือของปี 2024 ได้แก่ 1: ภาระหนี้ครัวเรือนและภาคธุรกิจที่อยู่ในระดับสูง จากความต้องการสินเชื่อที่ลดลง และมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ที่มีความเข้มงวดมากยิ่งขึ้น 2: คุณภาพของสินเชื่อ และอัตราการแปลงสภาพจากหนี้ที่ต้องกล่าวถึงเป็นพิเศษ (SML) ไปสู่หนี้สูญ (NPL) ของทั้งประชาชน และธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก (SME) โดยเฉพาะในสินเชื่อประเภท

บัตรเครดิต ที่อยู่อาศัย และสินเชื่อเช่าซื้อ 3. ประเทศไทยมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอย จึงทำให้ไทยมีความเสี่ยงที่จะเผชิญภาวะผันตหนักกว่าปกติ และอาจกระทบต่อพื้นที่เกษตรกรรมส่งผลให้ผลผลิตสินค้าเกษตรลดลงได้ 4: ความผันผวนของระบบเศรษฐกิจและการเงินโลก โดยต้องติดตามความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ การปรับทิศทางดำเนินนโยบายการเงินของประเทศเศรษฐกิจหลัก รวมไปถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนว่าจะเป็นไปได้หรือไม่ และ 5: ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ที่จะมีขึ้นในเดือนพฤศจิกายนนี้ ซึ่งจะเป็ ปัจจัยกำหนดทิศทางการค้าและการลงทุน

โดยสรุป เราคงประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยไว้ที่ 2.8% โดยมองเศรษฐกิจไทยผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และคาดว่า จะฟื้นตัวต่อเนื่องหลังปัจจัยด้านลบเชิงวัฏจักรคลี่คลายไปมากแล้ว อีกทั้งปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีความชัดเจนมากขึ้น จะช่วยให้การเร่งรัดเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ โดยเฉพาะรายจ่ายลงทุนกลับมาต่อเนื่องได้ ขณะเดียวกันการลงทุนภาคเอกชนแม้จะมีสัญญาณที่น่ากังวลหลังหดตัวค่อนข้างมากในไตรมาสที่สอง แต่หากนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลใหม่สร้างความเชื่อมั่นได้ อาจเป็นปัจจัยที่หนุนให้การลงทุนภาคเอกชนพลิกฟื้นกลับมาได้ ขณะที่แนวโน้มการบริโภคภาคเอกชนเรามองว่าจะชะลอลงต่อเนื่องและขยายตัวได้ต่ำกว่าปีก่อนหน้า แต่จะยังคงเป็นหนึ่งในแรงขับเคลื่อนที่สำคัญ ควบคู่กับภาคการท่องเที่ยวที่ยังมี Upside จากประมาณการปัจจุบัน ดังนั้นจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังฟื้นตัว และอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเร่งขึ้นโดยเฉพาะในไตรมาสสุดท้ายของปี เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.50% ตลอดทั้งปี แม้ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะส่งสัญญาณว่าเริ่มเข้าใกล้วงจรของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากขึ้นแล้วก็ตาม ทั้งนี้ จากผลการประชุม กนง. ครั้งล่าสุดในเดือน ส.ค. คณะกรรมการฯ มีท่าทีที่ผ่อนคลายมากขึ้น และประเมินว่าเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงที่สูงขึ้นในหลายมิติ ทั้งการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงด้านต่ำ การด้อยลงของคุณภาพสินเชื่อที่อาจกระทบกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจ รวมไปถึงการฟื้นตัวที่ล่าช้าของรายได้แรงงานในบางสาขาอาชีพ โดยเฉพาะในภาคการผลิต และอาชีพอิสระ จึงควรติดตามพัฒนาการของความเสี่ยงข้างต้นอย่างใกล้ชิดในระยะต่อไป

แผนที่ภาพ 62: GDP ไตรมาส 2/2024 ขยายตัวที่ 2.3% YoY สอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยที่ 2.1%



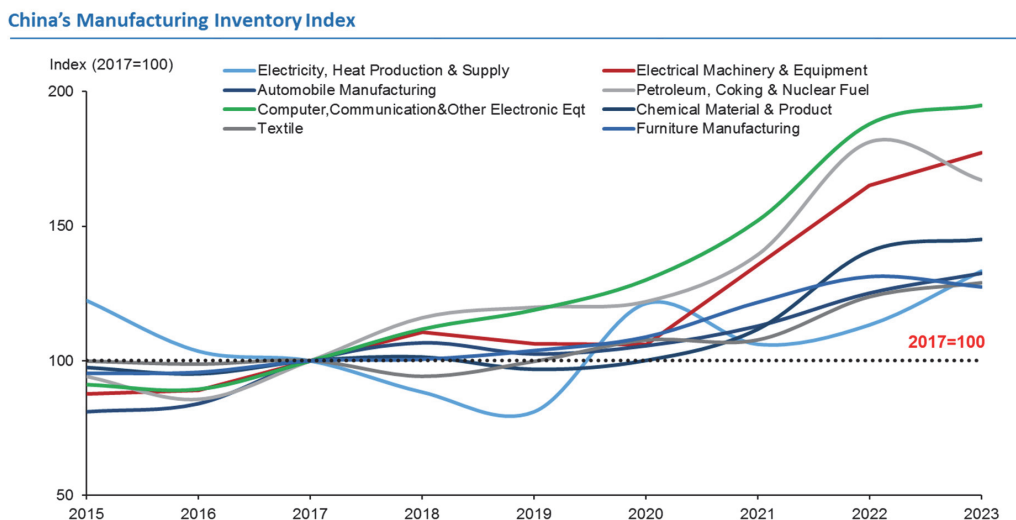
ที่มา: NESDC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตอย่างใกล้ชิดในช่วงนี้ คือระดับสินค้าคงคลังของผู้ประกอบการในประเทศจีนและประสิทธิภาพของมาตรการ Trade-in Program ซึ่งจะส่งผลต่อภาพการส่งออกสินค้าไทยในระยะข้างหน้าได้

หนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตอย่างใกล้ชิดในระยะต่อไปคือระดับของสินค้าคงคลังของผู้ประกอบการในประเทศจีน เนื่องจากในสภาวะปัจจุบัน สินค้าคงคลังของผู้ประกอบการในจีนอยู่ในระดับค่อนข้างสูง และสะท้อนถึงภาวะอุปทานส่วนเกิน ซึ่ง

ทางรัฐบาลจีนได้มีการออกมาตรการ ‘Trade-in Program’ หรือการนำของเก่าไปแลกซื้อของใหม่ เพื่อเป็นการกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศจีน และลดอุปทานของสินค้าคงคลังส่วนเกิน โดยหากนโยบายดังกล่าวมีประสิทธิภาพ และเกิดผลสัมฤทธิ์ คาดว่าจะช่วยให้อุปทานส่วนเกินลดลง ซึ่งจะช่วยบรรเทาปัญหาสินค้าราคาถูกลงจากจีนที่ทะลักเข้ามาในประเทศได้บ้าง และเพิ่มโอกาสการฟื้นตัวของตลาดส่งออกของสินค้าไทยในระยะต่อไป

แผนที่ภาพ 63: ดัชนีสินค้าคงคลังของผู้ประกอบการจีน สะท้อนว่ามีอุปทานส่วนเกินสูงในแทบทุกสินค้า โดยเฉพาะสินค้ากลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้า อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ อุปกรณ์คอมพิวเตอร์ และเครื่องนุ่งห่ม



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

สหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกสินค้าสำคัญสำหรับหลายประเทศทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศในภูมิภาคเอเชีย ดังนั้นหากสหรัฐฯ ออกนโยบายกีดกันการค้าจริง จะกลายเป็นความเสี่ยงด้านต่ำต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาคอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

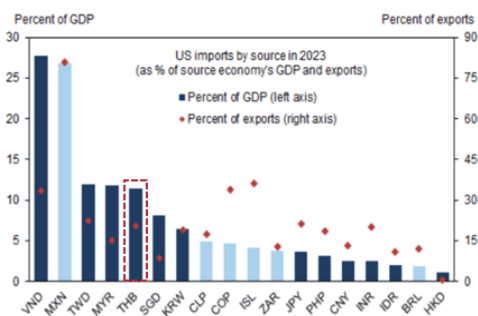
ผลการเลือกตั้งสหรัฐฯ ที่จะจัดขึ้นในช่วงเดือน พ.ย. เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตา โดยนายโดนัลด์ ทรัมป์เสนอการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากทั่วโลกในอัตรา 10% อีกทั้งสหรัฐฯ ยังเป็นตลาดส่งออกสินค้าสำคัญสำหรับหลายประเทศทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศในภูมิภาคเอเชียที่เป็นเศรษฐกิจแบบเปิดและมีขนาดเล็ก ส่งผลให้หากสหรัฐฯ ออกนโยบายกีดกันการค้าจริง จะกลายเป็นความเสี่ยงด้านต่ำต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาคอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งหากพิจารณาจากความเชื่อมโยงด้านการค้ากับสหรัฐฯ ในแง่เศรษฐกิจและการส่งออกสินค้าโดยรวม จะพบว่า ประเทศเวียดนามมีการส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนกว่า 28% ของ GDP และกว่า 32% โดยประมาณ ของสินค้าส่งออกทั้งหมด ดังนั้นหากสหรัฐฯ มีการ

ตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจริง เศรษฐกิจเวียดนามอาจขยายตัวได้น้อยลงราว 3.0% ขณะที่ประเทศไทย แม้สหรัฐฯ จะเป็นหนึ่งในคู่ค้าที่สำคัญ แต่สัดส่วนการส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ คิดเป็นเพียง 12% ของ GDP และ ราว 20% ของมูลค่าสินค้าส่งออกทั้งหมด จึงทำให้เราประเมินว่าผลกระทบเชิงลบที่จะเกิดขึ้นจากกำแพงภาษีสหรัฐฯ ต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยอาจอยู่ที่ไม่เกิน 1.2%

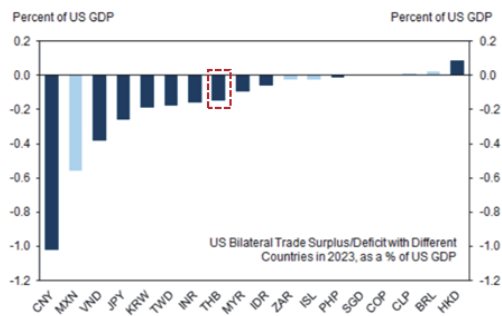
ด้านดัชนีชี้วัดความซับซ้อนของเศรษฐกิจ (ECI) สะท้อนว่าสินค้าที่ผลิตในประเทศญี่ปุ่น ไต้หวัน และสิงคโปร์ มีความซับซ้อนสูงสุดในเอเชียตามลำดับ ทำให้ประเทศเหล่านี้มีอำนาจการต่อรองสูงกว่า จึงมีแนวโน้มที่จะถูกตั้งกำแพงภาษีน้อยกว่า ขณะที่ประเทศไทยมีค่า ECI อยู่ที่ 1.0 ซึ่งเป็นระดับกลางๆ แต่จะสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศ ฟิลิปปินส์ อินเดีย เวียดนาม และอินโดนีเซีย ทำให้เรามองว่าประเทศไทยถือว่ายังมีภูมิคุ้มกันในระดับหนึ่ง และมีความเสี่ยงที่จะถูกตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ น้อยกว่า 🌐

แผนที่ภาพ 64: เวียดนามเป็นประเทศที่มีความเชื่อมโยงกับสหรัฐฯ ในแง่การค้ามากที่สุด ในเอเชีย ตามด้วย ไต้หวัน มาเลเซีย และประเทศไทย

Asian exports to the US as a percentage of GDP and as a share of total exports



Bilateral trade surplus/deficit with the US as a percentage of US GDP for selected countries



ที่มา: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 65: ดัชนีชี้วัดความซับซ้อนของเศรษฐกิจ สะท้อนว่าสินค้าที่ผลิตโดย ประเทศญี่ปุ่น ไต้หวัน และ สิงคโปร์ มีความซับซ้อนสูงสุดในเอเชียตามลำดับ ทำให้ประเทศเหล่านี้มีอำนาจการต่อรองสูงกว่า จึงมีแนวโน้มที่จะถูกตั้งกำแพงภาษีน้อยกว่า

Economic Complexity Index (ECI) rankings across various EM and DM economies

Economies	ECI 2022	Economies	ECI 2022	Economies	ECI 2022
Japan	2.1	Mainland China	1.1	Russia	0.4
Switzerland	2.0	Malaysia	1.1	Brazil	0.3
Taiwan	1.9	Mexico	1.1	UAE	0.2
South Korea	1.8	Romania	1.0	Vietnam	0.2
Germany	1.8	Poland	1.0	Colombia	0.1
Singapore	1.7	Thailand	1.0	South Africa	0.1
Czech Republic	1.6	Canada	0.9	Argentina	0.0
Sweden	1.5	Spain	0.8	Indonesia	0.0
United States	1.5	Saudi Arabia	0.8	Egypt	-0.1
United Kingdom	1.4	Philippines	0.7	Chile	-0.2
Hungary	1.4	India	0.6	Australia	-0.3
France	1.3	Turkey	0.6	Kenya	-0.5
Italy	1.3	Norway	0.5	Peru	-0.6
Israel	1.2	Ukraine	0.5	Ecuador	-0.9
Hong Kong	1.2	New Zealand	0.4	Ghana	-1.2

Note: The higher ECI score represents more complex products. The more complex the product, the more difficult it will be for the buyer (in this case the US) to find a substitute product, and therefore the seller would retain a high degree of pricing power.

ที่มา: OEC, Goldman Sachs Global Investment Research, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team



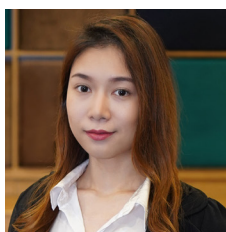
คอมสร ประกอบพล
Head of Economic Strategy Unit
(66) 2633 6250
komsorn@tisco.co.th



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



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



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



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



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



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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3 : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3456
	เซ็นทรัลเวสต์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360
	เมกาบางนา ชั้น 1 : 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4 : 02 193 8080
	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G : 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2 : 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5 : 02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3 : 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168		
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารภคินท์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	เยาวราช : 02 623 2212	ราชวงศ์ : 02 622 8220
	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1 : 02 623 9141		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม : 034 145 000	ราชบุรี : 032 327 010	สระบุรี : 036 222 449	อยุธยา : 035 909 000
จันทบุรี : 039 606 000	ชลบุรี : 033 079 000	พัตยา : 038 416 525	ระยอง : 033 065 000
ศรีราชา : 033 008 000	เชียงใหม่ : 053 211 112	นครสวรรค์ : 056 052 000	พิษณุโลก : 055 055 000
ขอนแก่น : 043 055 000	นครราชสีมา : 044 075 000	โลดส์ 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			