

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นอาจปรับตัวขึ้นจำกัดในระยะข้างหน้า จาก Valuation ที่อยู่ในระดับสูง ไม่สอดคล้องกับระดับ Real yield

ตลาดตอบรับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในขณะที่ Fed อาจมีท่าทีที่ Hawkish ขึ้น ผลกระทบจากดอกเบี้ยสูงจะเริ่มเห็นชัดในภาคธุรกิจมากขึ้น

ตลาดหุ้นอาจปรับฐานลงในช่วง 1-2 เดือนนี้ ลงสู่ระดับ S&P500 ประมาณ 4,400-4,600 จุด

CONTENTS

| | |
|----------------------------------|----|
| EXECUTIVE SUMMARY | 03 |
| GLOBAL INVESTMENT STRATEGY | 04 |
| • ตลาดหุ้น | 07 |
| • ตลาดตราสารหนี้..... | 13 |
| • ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์..... | 16 |
| • GLOBAL ECONOMIC INSIGHT | 26 |
| • เศรษฐกิจสหรัฐฯ | 27 |
| • เศรษฐกิจยุโรป | 32 |
| • เศรษฐกิจจีน | 37 |
| • เศรษฐกิจญี่ปุ่น..... | 41 |
| • เศรษฐกิจไทย | 46 |

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

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้นในหลายประเทศปรับขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางความหวังจากนโยบายการเงินที่จะเริ่มผ่อนคลายลงในปีนี้ แต่ตลาดหุ้นจะสามารถปรับตัวขึ้นต่อในระยะข้างหน้าได้หรือไม่ เรามองว่าอาจต้องอาศัยปัจจัยกระตุ้นเพิ่มเติม

จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น (S&P500) พบว่าตลาดหุ้นมักจะมีกรอบราคาทางจิตวิทยาอยู่ที่ระดับสูงสุดก่อนหน้า โดยจะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบต่ำกว่าจุดสูงสุดประมาณ 10-20% ก่อนที่จะมีปัจจัยกระตุ้นเข้ามา และทำให้ตลาดหุ้นปรับขึ้นทะลุกรอบบนได้

เรามองว่าตลาดหุ้นในปัจจุบันยังขาดปัจจัยกระตุ้นดังกล่าว โดยตลาดที่ปรับขึ้นมามีการตอบรับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในทางกลับกัน Fed อาจมีท่าทีที่ Hawkish ขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

ในขณะที่ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ในปัจจุบันยังอยู่ในระดับที่สูงมาก ไม่สอดคล้องกับ Valuation ในปัจจุบัน และเป็นอุปสรรคต่อการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

นอกจากนี้ สถานะทางการเงินของบริษัทอาจเริ่มอ่อนแอลงอย่างชัดเจนตั้งแต่เดือนหน้าเป็นต้นไป ตามกำหนดการออกหุ้นกู้ใหม่ (Refinance) ในปริมาณมาก ซึ่งการระดมทุนระลอกนี้ จะมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น ตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งอาจส่งผลให้อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest coverage ratio) ลดลง และทำให้ Credit spreads กลับมาเพิ่มขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อ Sentiment ในการลงทุน

โดยสรุป เรามองว่าตลาดหุ้นอาจปรับตัวขึ้นจำกัดในระยะข้างหน้า จาก Valuation ที่อยู่ในระดับสูง ปัจจัยกระตุ้นเพิ่มเติมที่ค่อนข้างจำกัด และอาจเริ่มได้รับผลลบเพิ่มเติมจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงในช่วงที่ผ่านมา ในขณะที่ Fed อาจมีท่าทีที่ Hawkish ขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นอาจปรับตัวขึ้นจำกัดในระยะข้างหน้า จาก Valuation ที่อยู่ในระดับสูง ไม่สอดคล้องกับระดับ Real yield
- ตลาดตอบรับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในขณะที่ Fed อาจมีท่าทีที่ Hawkish ขึ้น ผลกระทบจากดอกเบี้ยสูงจะเริ่มเห็นชัดในภาคธุรกิจมากขึ้น
- ตลาดหุ้นอาจปรับฐานลงในช่วง 1-2 เดือนนี้ ลงสู่ระดับ S&P500 ประมาณ 4,400-4,600 จุด



Asset Allocation & Investment Themes

| Asset Class | Weighting | | | | | Themes |
|----------------------|-------------|---------|------------|---|---|--|
| | Underweight | Neutral | Overweight | | | |
| ตราสารหนี้ | | | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - แรงแทง Bond yield ในระยะสั้น จากการส่งสัญญาณชะลอการลดดอกเบี้ย, Bond supply ที่เพิ่มขึ้น และ QT taper ที่อาจเกิดขึ้นช้ากว่าคาด - Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี อาจปรับขึ้นมาเข้าใกล้ 4.5% ในระยะสั้น - เราประเมิน Bond yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ณ สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 3.8% ในกรณี Soft landing - คงน้ำหนัก Overweight |
| หุ้นรายประเทศ | | | | | | |
| ตลาดหุ้นสหรัฐฯ | | ● | | | | <ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด โดยเฉพาะในตลาดแรงงาน - Fed อาจตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2024 - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกลดลงเพิ่มเติม จากปัจจุบันที่ถูกลมองว่าจะโตสูง - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นไทย | | ● | | | | <ul style="list-style-type: none"> - โมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยแผ่วลงจากเดิม ถึงแม้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะตามเป้าในปี 2023 แต่ค่าใช้จ่ายโดยเฉลี่ยต่อหัวต่ำกว่าที่คาดไว้มาก - การใช้จ่ายภาครัฐอาจเริ่มเบิกจ่ายได้ในช่วงเดือน พ.ค. แต่ยังไม่มีความชัดเจนของโครงการลงทุนต่างๆ - กนง. มีแนวโน้มสูงที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายราว 0.5% ในช่วงครึ่งหลังของปี (ครึ่งละ 0.25% ราว 2 ครั้ง) - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นจีน | | ● | | | | <ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น ในภาคการผลิต และการบริโภค - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก ทาง การส่งสัญญาณถึงความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจ - แต่สัญญาณ Sentiment ยังไม่ยั่งยืน มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ข้อพิพาทในคาบสมุทร และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นญี่ปุ่น | | ● | | | | <ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเข้าสู่ Technical recession และยังมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเนื่อง - คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง เมื่อเทียบกับกำไรเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนในปี 2024 - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นยุโรป | | ● | | | | <ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะภาคบริการ มีความเสี่ยง Technical Recession หลัง GDP หดตัวในไตรมาส 4 - ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ลงในปี 2024F โดยเราคาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่น้อยกว่า 100bps - คงคำแนะนำ Neutral |
| หุ้นรายอุตสาหกรรม | | | | | | |
| หุ้นกลุ่ม Tech | | | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก - คงคำแนะนำ Overweight |
| หุ้นกลุ่ม Healthcare | | | | ● | ● | <ul style="list-style-type: none"> - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับที่แพงมาก ที่ Fwd P/E +3SD ของค่าเฉลี่ย 10 ปี - ลดน้ำหนัก Overweight ลง |
| การลงทุนทางเลือก | | | | | | |
| ทองคำ | | ● | | | | <ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำมี Upside จำกัดที่ราว 2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จาก Real yield ที่ปรับเพิ่มขึ้น และนโยบายการเงินที่อาจกลับมาผ่อนคลายช้ากว่าที่คาด - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ทำให้อุปสงค์เพื่อการลงทุนลดลง - เราประเมินกรอบราคาต่ำสุดจากต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs + avd. spreads) ที่ \$1,650 /oz และน่าจะเคลื่อนไหวอยู่ที่ระดับ 1,800-2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในปีนี้ - คงคำแนะนำ Neutral |
| น้ำมัน | | ● | | | | <ul style="list-style-type: none"> - ประเมินราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี - จากระดับความร่วมมือที่ค่อนข้างสูง (High compliance rate) ของกลุ่มประเทศ OPEC และแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ในปีนี้ที่ส่งสัญญาณชะลอตัว - คงคำแนะนำ Neutral |
| US REITs | | | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - Valuation จากการประเมินโดย P/FFO ลดลงมาอยู่ที่ระดับ 14 เท่า ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2010 - มี Upside ในระยะกลาง-ยาว จาก QT taper ที่น่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี และการปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย - 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) - คงคำแนะนำ Overweight |

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

Past Performance

| ASEAN | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
|----------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Thailand SET | 1,374 | -0.5% | -0.9% | -1.7% | -2.5% | -8.9% | -3.0% | -13.7% |
| Philippines PCOMP | 6,853 | -1.2% | -0.0% | -0.9% | 5.4% | 11.0% | 6.2% | 3.8% |
| Indonesia JCI | 7,339 | 0.2% | 0.5% | 0.6% | 1.4% | 4.9% | 0.9% | 8.5% |
| Singapore STI | 3,202 | -0.1% | 0.9% | 0.5% | 2.0% | -0.4% | -1.2% | -0.3% |
| Malaysia KLCI | 1,537 | 0.1% | -1.1% | -0.8% | 5.7% | 6.5% | 5.7% | 9.8% |
| Asia | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| HK HSI | 16,453 | -2.2% | -1.7% | -1.6% | 0.7% | -7.2% | -3.5% | -17.4% |
| China H HSCEI | 5,745 | -2.5% | -1.8% | -0.3% | 4.7% | -6.3% | -0.4% | -15.5% |
| MSCI China | 55 | -2.0% | -2.0% | -0.7% | 2.3% | -6.4% | -2.4% | -17.7% |
| China CSI300 | 3,526 | -1.0% | -2.2% | 1.0% | 5.3% | -5.1% | 2.8% | -12.4% |
| Taiwan TWSE | 20,192 | 0.1% | 1.6% | 6.9% | 14.7% | 22.7% | 12.6% | 26.9% |
| Korea KOSPI | 2,738 | -0.2% | 1.9% | 2.6% | 5.3% | 9.7% | 3.1% | 13.4% |
| MSCI Korea | 872 | -0.2% | 3.5% | 4.9% | 7.8% | 13.3% | 4.9% | 18.3% |
| India SENSEX | 72,832 | 0.3% | 0.3% | -0.4% | 2.4% | 10.3% | 0.8% | 26.6% |
| MSCI India | 2,603 | 0.4% | 0.7% | -1.1% | 6.6% | 16.8% | 4.7% | 38.3% |
| Developed Market | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| Australia AS 200 | 7,812 | -0.1% | 1.8% | 2.2% | 4.1% | 10.4% | 2.9% | 12.3% |
| Japan TOPIX | 2,778 | 0.6% | 4.0% | 4.4% | 18.8% | 16.4% | 17.4% | 42.1% |
| Japan Nikkei 225 | 40,414 | 0.2% | 4.4% | 3.4% | 21.5% | 23.7% | 20.8% | 47.6% |
| Europe STOXX600 | 510 | -0.0% | 1.0% | 2.5% | 6.7% | 13.1% | 6.4% | 15.8% |
| Euro STOXX50 | 5,031 | -0.4% | 0.9% | 3.3% | 11.3% | 20.7% | 11.3% | 21.8% |
| US Dow Jones | 39,476 | -0.8% | 2.0% | 0.9% | 5.6% | 16.1% | 4.7% | 22.5% |
| US S&P500 | 5,234 | -0.1% | 2.3% | 2.9% | 10.1% | 20.7% | 9.7% | 31.8% |
| MSCI US REITs | 1,206 | -1.4% | -0.1% | -0.6% | -3.1% | 8.9% | -3.5% | 9.4% |
| J-REITs | 1,818 | 0.9% | 5.4% | 6.9% | 2.8% | -2.2% | 0.6% | 3.2% |
| Europe | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| UK FTSE 100 | 7,931 | 0.6% | 2.6% | 2.9% | 3.0% | 4.0% | 2.6% | 7.1% |
| Germany DAX | 18,206 | 0.1% | 1.5% | 4.5% | 9.0% | 18.2% | 8.7% | 21.7% |
| France CAC 40 | 8,152 | -0.3% | -0.2% | 2.3% | 7.7% | 14.4% | 8.1% | 16.2% |
| Switzerland SMI | 11,652 | -0.4% | -0.2% | 1.4% | 4.5% | 5.8% | 4.6% | 9.6% |
| Portugal PSI 20 | 6,228 | 0.8% | 1.6% | -0.2% | -3.0% | 1.8% | -2.6% | 8.6% |
| Spain IBEX 35 | 10,943 | 0.7% | 3.3% | 8.0% | 8.2% | 16.6% | 8.3% | 24.5% |
| Italy FTSE MIB | 34,344 | 0.0% | 1.2% | 5.0% | 13.1% | 21.0% | 13.2% | 32.6% |
| Latin America | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| Brazil BOVESPA | 127,027 | -0.9% | 0.2% | -1.8% | -4.3% | 9.6% | -5.3% | 28.5% |
| Chile IPSA | 6,516 | 0.5% | 0.8% | 5.3% | 5.9% | 12.6% | 5.1% | 24.1% |
| Mexico MEXBO | 56,611 | -0.1% | 1.0% | -0.1% | -1.2% | 10.2% | -1.4% | 7.3% |
| Regional | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| MSCI Asia Pac ex Japan | 535 | -1.0% | -0.0% | 1.2% | 4.3% | 8.4% | 1.1% | 4.0% |
| MSCI Latin America | 2,510 | -0.7% | 0.1% | -1.0% | -4.8% | 8.8% | -5.7% | 20.9% |
| MSCI All Country World | 781 | -0.3% | 1.3% | 2.6% | 8.3% | 17.9% | 7.5% | 25.0% |
| Commodities | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| WTI Spot | 80.95 | -0.5% | -2.1% | 5.8% | 10.0% | -9.7% | 13.0% | 16.9% |
| Brent Spot | 85.73 | -0.4% | -1.3% | 5.0% | 8.4% | -8.1% | 11.3% | 14.3% |
| Brent-WTI Spread (USD/bbl) | 4.78 | 0.09 | 0.61 | -0.35 | -0.73 | 1.17 | -0.61 | -0.95 |
| Gold Spot | 2166.33 | -0.7% | 0.3% | 6.8% | 5.5% | 13.0% | 5.0% | 10.8% |
| Gold ETF Holdings (tonnes) | 2561.10 | 0.0% | 0.6% | -0.4% | -3.7% | -7.3% | -3.8% | -11.4% |
| Bloomberg Agri Subindex | 59.57 | -0.8% | 0.6% | 3.5% | -5.0% | -8.4% | -4.6% | -9.6% |
| Thai Bond index | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| ThaiBMA Govt Bond index | 321.46 | -0.0% | -0.0% | 0.4% | 2.5% | 5.7% | 2.3% | 1.5% |
| ThaiBMA Govt Bond (1-3Y) | 218.26 | -0.0% | -0.0% | 0.1% | 0.9% | 1.9% | 0.9% | 1.5% |
| ThaiBMA Govt Bond (3-7Y) | 313.31 | -0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.5% | 3.7% | 1.4% | 1.1% |
| ThaiBMA Govt Bond (7-10Y) | 418.59 | -0.0% | -0.1% | 0.2% | 2.2% | 6.5% | 2.1% | 0.9% |
| ThaiBMA Govt Bond (<10Y) | 266.57 | -0.0% | -0.0% | 0.1% | 1.4% | 3.6% | 1.3% | 1.2% |
| Thai Bond Yields (bps) | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| 1Y | 2.24 | 0 | 0 | 0 | -13 | -20 | -13 | 52 |
| 2Y | 2.16 | 1 | 1 | 0 | -19 | -40 | -19 | 44 |
| 5Y | 2.27 | 2 | 2 | 2 | -20 | -56 | -19 | 36 |
| 10Y | 2.56 | 1 | 2 | -1 | -18 | -69 | -14 | 24 |
| Spread 10Y-2Y | 40 | 0 | 0 | -1 | 1 | -29 | 5 | -19 |
| Foreign Bond Yields (bps) | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| US 10Y | 4.21 | -7 | -11 | -4 | 31 | -32 | 33 | 83 |
| Japan 10Y | 0.74 | 0 | -3 | 2 | 11 | -0 | 12 | 42 |
| UK 10Y | 3.93 | -7 | -17 | -18 | 42 | -32 | 39 | 48 |
| German 10Y | 2.32 | -8 | -12 | -12 | 34 | -42 | 30 | -0 |
| Spain 10Y | 3.16 | -5 | -8 | -19 | 26 | -66 | 17 | -21 |
| Italy 10Y | 3.64 | -3 | -6 | -27 | 8 | -95 | -6 | -53 |
| Others | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| VIX index | 13.06 | 0.1 | -1.3 | -0.7 | 0.0 | -3.8 | 0.6 | -8.7 |
| Dollar index | 104.35 | 0.4% | 0.7% | 0.4% | 2.6% | -1.6% | 3.0% | 1.2% |
| USD/THB | 36.42 | 0.3% | 1.2% | 1.3% | 5.2% | 0.7% | 6.3% | 5.8% |
| EUR/USD | 1.08 | -0.5% | -0.5% | -0.2% | -1.7% | 2.2% | -2.0% | 0.3% |
| GBP/USD | 1.26 | -0.4% | -1.0% | -0.6% | -0.7% | 3.2% | -1.0% | 2.6% |
| USD/JPY | 151.36 | -0.2% | 1.5% | 0.4% | 6.3% | 1.7% | 7.3% | 15.0% |
| USD/CNY | 7.21 | 0.4% | 0.1% | 0.2% | 1.0% | -1.4% | 1.5% | 4.8% |
| USD/CNH | 7.25 | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 1.4% | -0.9% | 1.7% | 5.4% |

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

As of

3/25/2024

ตลาดหุ้น



เรามองว่าถึงแม้ตลาดหุ้นจะปรับตัวขึ้นทำ New high ต่อเนื่อง แต่การปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นในระยะต่อไปจะยากลำบากขึ้น จาก Valuation ที่อยู่ในระดับสูง ไม่สอดคล้องกับระดับ Real yield โดยตลาดที่ปรับตัวขึ้นมา มีการตอบรับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในทางกลับกัน Fed อาจมีท่าทีที่ Hawkish ขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา นอกจากนี้ผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นสูงในช่วงที่ผ่านมา ก็น่าจะส่งผ่านไปให้สถานะทางการเงินของบริษัทเริ่มอ่อนแอลงชัดเจนในเดือน เม.ย. เป็นต้นไป ทำให้เรามองตลาดหุ้นอาจมีการปรับฐานลงในช่วง 1-2 เดือนนี้ ซึ่งหากค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ลดลงเข้าใกล้ระดับ 18 เท่าที่เราประเมินดัชนีอาจปรับฐานลงราว 10-15% ลงสู่ระดับประมาณ 4,400-4,600 จุด

ตลาดหุ้นจะเป็นอย่างไรหลังทำ New high ต่อเนื่อง

ตลาดหุ้นในหลายประเทศปรับขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางความหวังจากนโยบายการเงินที่จะเริ่มผ่อนคลายลงในปีนี้ แต่ตลาดหุ้นจะสามารถปรับตัวขึ้นต่อในระยะข้างหน้าได้หรือไม่ อาจต้องอาศัยปัจจัยกระตุ้นเพิ่มเติม

จากการศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้น (S&P500) ย้อนกลับไปตั้งแต่วัฏจักรเศรษฐกิจในรอบก่อน หรือตั้งแต่ปี 2010 พบว่าตลาดหุ้นมักจะมีกรอบราคาทางจิตวิทยาอยู่ที่ระดับสูงสุดก่อนหน้า โดยจะเคลื่อนไหวทรงตัวในกรอบ ต่ำกว่าจุดสูงสุดประมาณ 10-20% ก่อนที่จะมีปัจจัยกระตุ้นทางการเงินหรือการคลังเข้ามา และทำให้ตลาดหุ้นปรับขึ้นทะลุกรอบบนได้

ยกตัวอย่างเช่น มาตรการกระตุ้นทางการเงินในปี 2012 จากการทำ QE3 ของ Fed และ OMT ของ ECB ซึ่งนาย Mario Draghi ประธาน ECB ในสมัยนั้น ยืนยัน (“Whatever it takes”) ที่จะแก้ปัญหาวิกฤตหนี้ในยุโรป และในปี 2019 ซึ่ง Fed กลับ

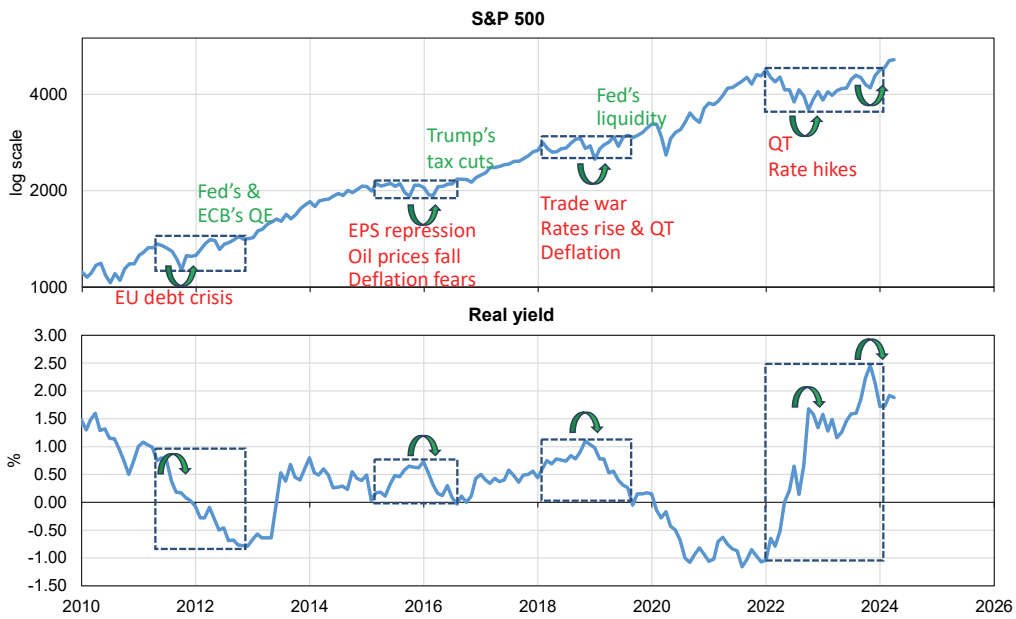
มาอัดฉีดสภาพคล่อง พร้อมกับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หรือมาตรการลดภาษีนิติบุคคลและบุคคลธรรมดาในช่วงปลายปี 2016 ของประธานาธิบดี Donald Trump

เรามองว่าตลาดหุ้นในปัจจุบันยังขาดปัจจัยกระตุ้นเพิ่มเติมด้านการเงินมีการ Price-in ประเด็นลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในทางกลับกัน Fed อาจมีท่าทีที่ Hawkish ขึ้น ส่วนด้านการคลังยังไม่เห็นมาตรการที่โดดเด่นเป็นที่สนใจในตลาดการลงทุน

นอกจากนี้ ช่วงที่ตลาดหุ้นทะลุกรอบบนในรอบก่อนๆ ตลาดหุ้นมักจะได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ที่ลดลงแตะระดับ 0% หรือติดลบ และทำให้ตลาดหุ้นปรับขึ้นไปสร้างฐานใหม่ที่สูงกว่ากรอบเดิมประมาณ 20-30%

แต่ปัจจุบัน Real yield กลับอยู่ในระดับสูงถึง 2% สูงสุดตั้งแต่ปี 2009 ในขณะที่ตลาดหุ้นปรับขึ้นมาแล้วถึง +10% จากจุดสูงสุดก่อนหน้าในต้นปี 2022 Real yield ที่ยังอยู่ในระดับสูงจึงน่าจะเป็นอุปสรรคต่อการปรับขึ้นของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 1: ตลาดหุ้นมักจะทำ New high ได้ต่อเนื่อง เมื่อมีปัจจัยกระตุ้นทางการเงินหรือการคลัง และ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ที่ระดับต่ำ



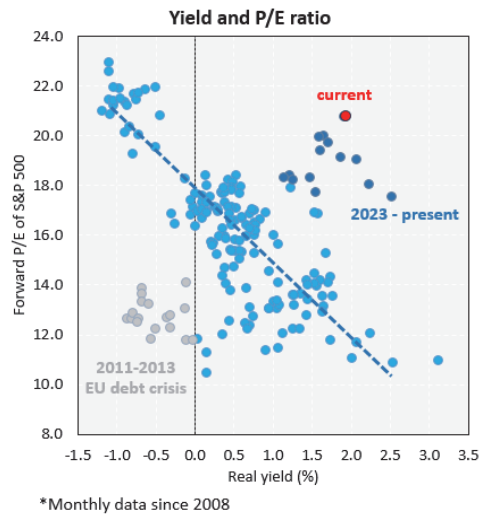
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: ค่า Forward P/E ในปัจจุบัน อยู่ในระดับสูงมาก เมื่อเทียบกับ Real yield ที่ยังเป็นบวกในระดับสูง

Forward P/E of S&P500 has risen to 21x, the highest since 2021, despite higher yields



Forward P/E is high compared to past relationships



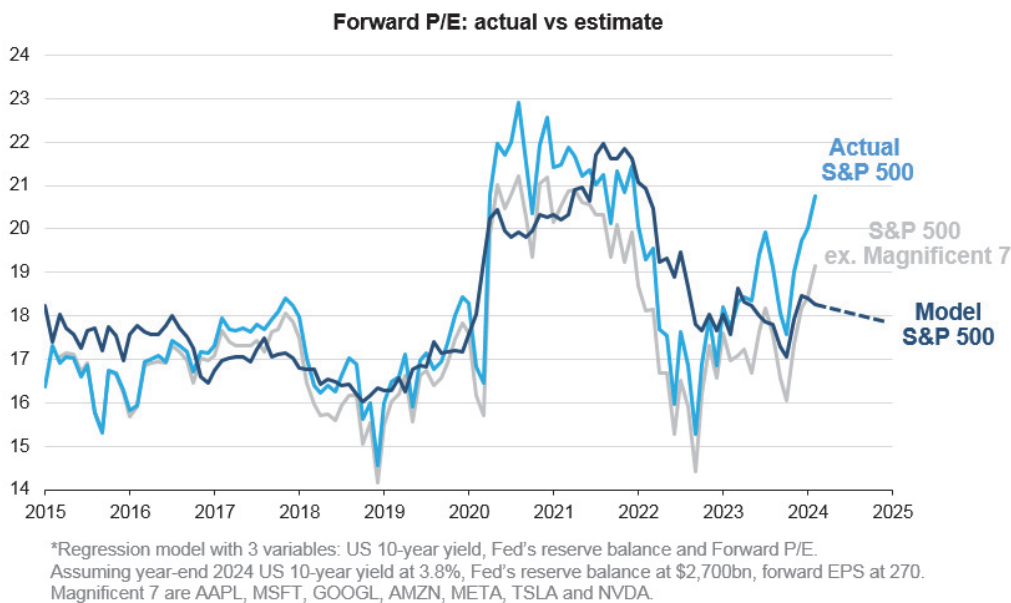
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินค่า Forward P/E ของ S&P500 ที่เหมาะสม โดยใช้ Regression Model ซึ่งประกอบด้วย 3 ตัวแปร ได้แก่ ระดับ Bond yield อายุ 10 ปี, ระดับเงินคงคลัง (Reserve balance) ของ Fed และคาดการณ์กำไรบริษัทจดทะเบียน (Forward EPS) อยู่ที่ราว 18 เท่า ซึ่งต่ำกว่าของ S&P500 ในปัจจุบันที่ 21 เท่า แต่ค่อนข้างใกล้เคียงกับค่า Forward P/E ที่ไม่รวมหุ้นกลุ่ม Magnificent 7 ที่ 19 เท่า ซึ่งว่าการปรับตัวขึ้นของ

ตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมา มาจากการเพิ่มขึ้นของหุ้นไม่กี่ตัว ทำให้ตลาดหุ้นค่อนข้างเปราะบางต่อปัจจัยที่จะกระทบในระยะข้างหน้า และมีความเสี่ยงมากขึ้นที่จะปรับฐานลงในช่วง 1-2 เดือนนี้

ปัจจุบัน ค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 อยู่ที่ระดับ 21 เท่า แพงกว่าระดับ 18 เท่าที่เราประเมินอยู่ราว 10-15% ทำให้การปรับฐานในรอบนี้ ตลาดหุ้นอาจปรับฐานลงได้ในเปอร์เซ็นต์ตั้งกล่าวสู่ระดับประมาณ 4,400-4,600 จุด

แผนภาพที่ 3: ค่า Forward P/E ของ S&P500 ที่เราประเมินควรอยู่ที่ราว 18 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับค่า Forward P/E ที่ไม่รวมหุ้นกลุ่ม Magnificent 7 แต่ต่ำกว่าของ S&P500 ในปัจจุบันที่ 21 เท่า



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

อัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา จะเริ่มส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจ

ถึงแม้ Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยมาตั้งแต่เดือน มี.ค. 2022 นับเป็นเวลา 2 ปีเต็มแล้ว แต่ภาคธุรกิจกลับได้รับผลกระทบที่ค่อนข้างจำกัด เนื่องจากผู้ประกอบการส่วนใหญ่มีการระดมทุน ออกขายหุ้นกู้ล่วงหน้าไปตั้งแต่ก่อนที่ Fed จะเริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ย เพื่อรักษาระดับต้นทุนกู้ยืมที่ต่ำไว้

อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่เดือน เม.ย. นี้เป็นต้นไป ภาคธุรกิจมีกำหนดต้องกลับมาออกหุ้นกู้ในปริมาณมากอีกครั้ง โดยบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มความเสี่ยงสูง (High-yield corporate) จะครบกำหนดไถ่ถอนหุ้นกู้ในไตรมาส 2/2025 เป็นต้นไป ซึ่งโดยปกติบริษัทจะระดมทุนล่วงหน้าก่อนครบกำหนด 12 เดือน หมายความว่าบริษัทจะทยอยออกหุ้นกู้ใหม่ (Refinance) ตั้งแต่เดือน เม.ย. นี้เป็นต้น

ไป แต่หุ้นกู้ระลอกนี้ จะมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นเป็นอย่างมาก ตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

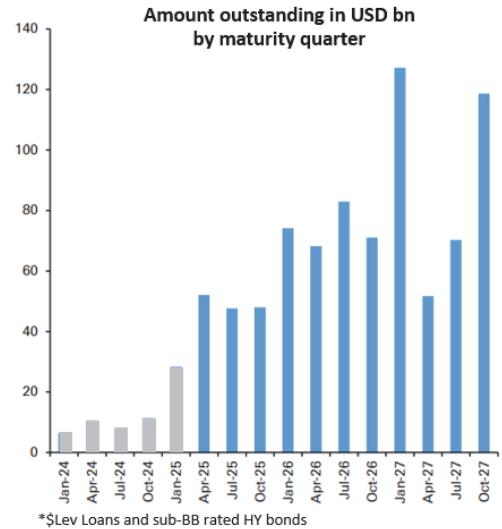
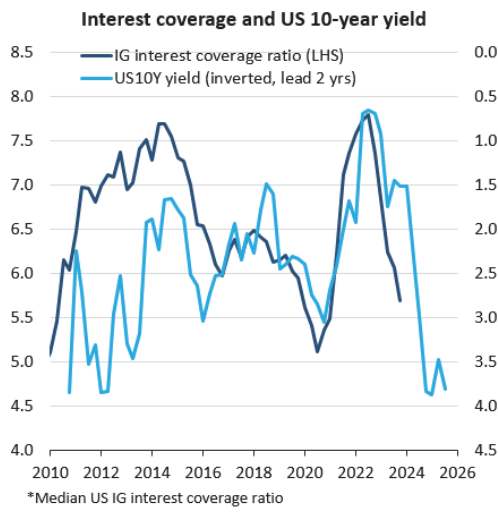
ภาระดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของบริษัท สะท้อนให้เห็นในการลดลงของอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest coverage ratio) ซึ่งคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยดอกเบี้ยจ่าย หรือก็คือบริษัทมีกำไรเพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยได้กี่เท่า ยิ่ง Interest coverage ratio ต่ำ ยิ่งสะท้อนสถานะการเงินที่อ่อนแอ

สถานะทางการเงินที่มีแนวโน้มอ่อนแอลง อาจกดดันส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (Corporate bond spread) กลับมาเพิ่มขึ้น ส่งผลกระทบต่อ Sentiment ในการลงทุน

แผนภาพที่ 4: อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น อาจทำให้สถานะทางการเงินของบริษัทอ่อนแอลง โดยเฉพาะตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป ซึ่งจะมีปริมาณหนี้ที่ต้อง Refinance เพิ่มขึ้น

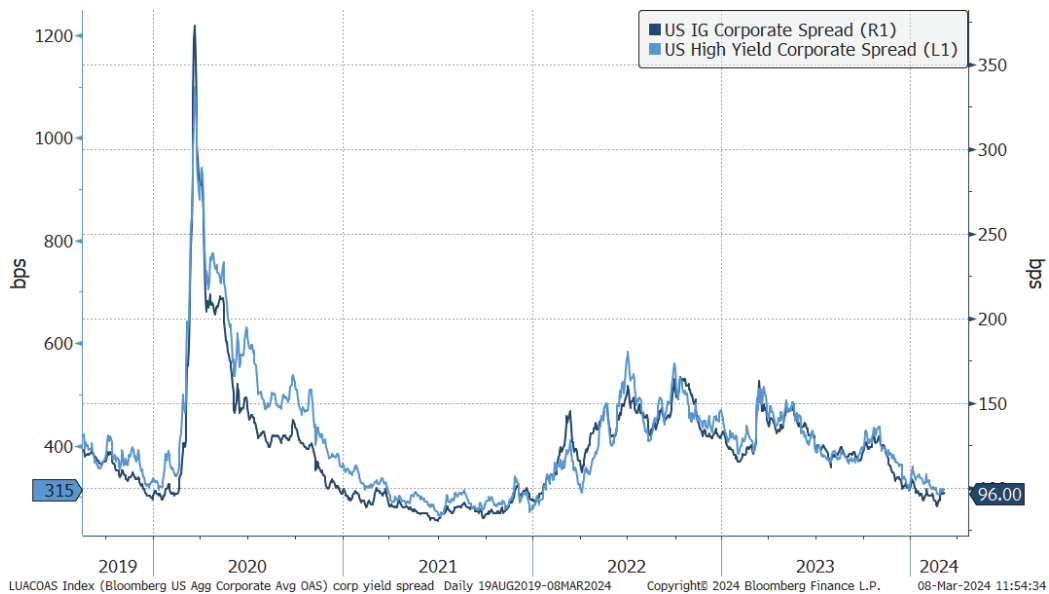
Interest coverage ratio is poised to fall further due to higher refinancing rates

\$HY maturity walls are elevated; issuers need to refinance at least 12 months before maturity dates



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

แผนภาพที่ 5: ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล (Corporate bond spread) ยังอยู่ในระดับต่ำมาก



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

ตลาดมีการตอบรับที่ไม่สอดคล้องกับตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งขึ้น

ตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งดีกว่าคาด สะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น ส่งผลให้ Bond yield ระยะยาว ปรับสูงขึ้น ตามแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า ดังจะเห็นได้จากดัชนี Citi Economic Surprise ที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็นบวก สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของ Bond yield อายุ 10 ปี

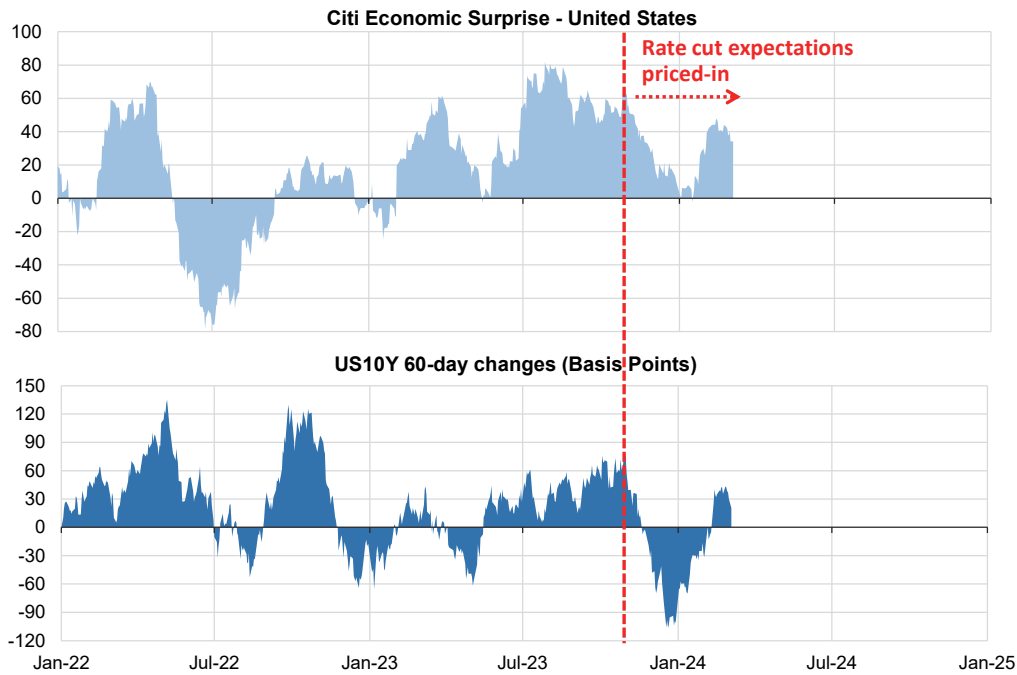
ดัชนี Citi Economic Surprise เป็นดัชนีซึ่งคำนวณส่วนต่างระหว่างตัวเลขเศรษฐกิจที่รายงานจริง กับคาดการณ์ของตลาด เมื่อดัชนีเป็นบวก จะสะท้อนตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาสูงกว่าคาด ในทางกลับกัน ดัชนีที่เป็นลบ จะสะท้อนตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาต่ำกว่าคาด

นับตั้งแต่ปลายปีก่อน ตัวเลขเศรษฐกิจก็ออกมาสูงกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง สะท้อนในดัชนี Citi Economic Surprise ที่เป็น

บวกมาโดยตลอด แต่ Bond yield กลับปรับลดลงแรงถึง -90 bps ถึง -100 bps จากจุดสูงสุดในเดือน ต.ค. นับเป็นการปรับลดลงที่เร็วมาก ใกล้เคียงกับช่วงเริ่มต้นของการระบาด COVID-19 ในเดือน มี.ค. 2020 สะท้อนว่าตลาดมีการตอบรับที่ไม่สอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจ ซึ่งเรามองว่าสาเหตุอาจมาจากความคาดหวังต่อการปรับลดดอกเบี้ย ทำให้ตลาดให้น้ำหนักต่อขาลงของ Bond yield มากขึ้น

อย่างไรก็ดี ตลาดปัจจุบันมีการประเมินแนวโน้มดอกเบี้ยที่ใกล้เคียงกับของ Fed แล้ว สะท้อนว่าตลาดมีการตอบรับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ในทางกลับกัน Fed อาจมีท่าทีที่ Hawkish ขึ้น มีการปรับขึ้นคาดการณ์เศรษฐกิจ และเงินเฟ้อในการประชุม Fed เดือน มี.ค. นี้ ทำให้ตลาดอาจเริ่มกลับมาให้มีการตอบรับที่สอดคล้องตามตัวเลขเศรษฐกิจมากขึ้น Bond yield มีแนวโน้มที่จะปรับขึ้น หรือค้างอยู่ในระดับสูง

แผนภาพที่ 6: ดัชนี Citi Economic Surprise ยังอยู่ในเกณฑ์บวกต่อเนื่องตั้งแต่ปีก่อน แต่ Bond yield กลับปรับลดลงแรงถึง -90 bps ถึง -100 bps จากจุดสูงสุดในเดือน ต.ค. นับเป็นการปรับลดลงที่เร็วมาก



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

แผนภาพที่ 7: Bond yield ปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับแนวโน้มที่เราประเมิน ซึ่งสอดคล้องกับการปรับลดดอกเบี้ย 2-3 ครั้งในปี

US 10-year bond yield paths for different Fed rate cut scenarios in 2024



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

ตลาดตราสารหนี้

เรามองผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) เคลื่อนไหวในกรอบ 4.2-4.5% ในไตรมาส 2/2024 จากแนวโน้มปัจจัยเชิงโครงสร้างของเงินเฟ้อที่มีความกดดัน ทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่เหมาะสมของ Fed (Fed's Longer-term Dot Plot) เริ่มถูกปรับสูงขึ้นครั้งแรกในรอบหลายปี จำกัดความเสี่ยงด้านต่ำของ Bond yield ระยะยาว ประกอบกับความต้องการกู้ยืมผ่านพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯ ที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป (Net coupon issuance) ในไตรมาสที่ 2/2024 จะเพิ่มขึ้นราว 40% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า เป็นปัจจัยสร้างแรงกดดันเชิงบวก เราจึงมอง Bond yield ที่ 4.2% หรือสูงกว่าเป็นระดับที่เหมาะสมแก่การทยอยเข้าลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว

Fed คงมุมมองแนวโน้มดอกเบี้ยระยะสั้นตามที่ตลาดคาด แต่เริ่มปรับคาดการณ์ดอกเบี้ยระยะยาวขึ้นเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2019

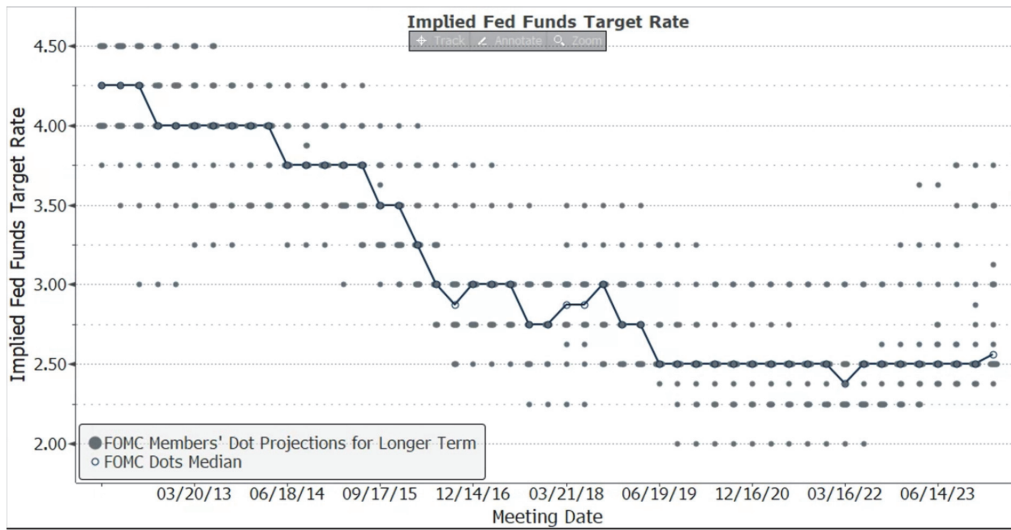
เศรษฐกิจโดยรวมยังคงขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ล่าสุด ในการประชุมรอบ มี.ค. ที่ผ่านมา คณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ (Fed) ทำการปรับคาดการณ์แนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2024F ขึ้นเป็น 2.1% (vs. 1.4% การคาดการณ์ครั้งก่อน) และมีมติคงดอกเบี้ยตามที่ตลาดคาด อย่างไรก็ตาม นาย Powell ประธาน Fed ได้เน้นย้ำว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะสามารถเกิดขึ้นได้ในปีนี้

โดยคาดการณ์ดอกเบี้ยที่เหมาะสม (Dot Plot) ณ สิ้นปี 2024 ของกรรมการส่วนมากยังคงมุมมองดอกเบี้ยนโยบายในปี 2024F ไว้ตามเดิม (3 cuts) แต่มีการปรับ Dot Plot ขึ้นในปี 2025-2026 (จากที่คาดว่าจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้ 4 ครั้งเหลือเพียง 3 ครั้ง) ซึ่งเรามองเป็นเพียงการปรับให้สอดคล้องกับภาพของอัตราเงินเฟ้อที่ยังค่อนข้างดื้อ (Stubborn) และลดลงสู่เป้าหมาย 2% ได้ยาก

เรามองว่าผลการประชุมมีความ Dovish กว่าที่ตลาดคาดจากการเน้นย้ำถึงโอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ยภายในปีนี้ ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น 1-3 ปี ลดลงราว -5 ถึง -10 bps หลังการประชุม อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมในระยะยาว (Longer-term Dot Plot) ถูกปรับสูงขึ้นเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2019 จาก 2.50% เป็น 2.56% สะท้อนภาพการเปลี่ยนแปลงระดับโครงสร้างของเงินเฟ้อ (Structural changes) เช่น ปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์ และโครงสร้างประชากร ทำให้ผลตอบแทนของพันธบัตรอายุ 30 ปีเพิ่มสูงขึ้น สวนทางกับแนวโน้มดอกเบี้ยระยะสั้น

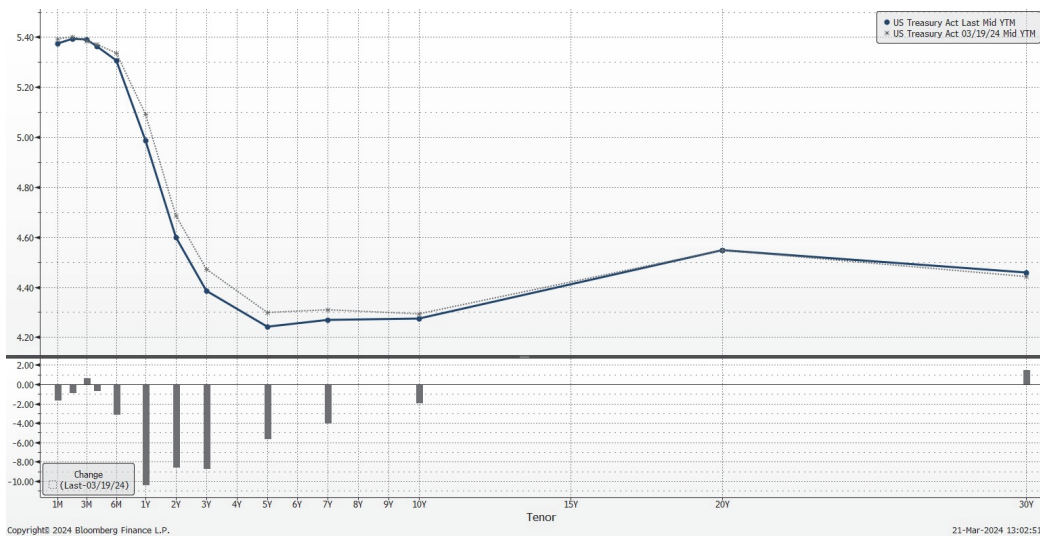
เรามองว่า Dot plot ของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอาจถูกทยอยปรับขึ้นอีกในอนาคต โดยอาจมีการเริ่มพูดถึงปัจจัยนี้เพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะเมื่อเข้าใกล้การประชุมนโยบายเศรษฐกิจประจำปีระหว่างธนาคารกลางหลักทั่วโลกที่เมือง Jackson Hole ในช่วงเดือน ส.ค. (Jackson Hole Economic Symposium) ทำให้ความเสี่ยงด้านต่ำของ Bond yield ระยะยาวค่อนข้างจำกัด

แผนภาพที่ 8: อัตราดอกเบี้ยระยะยาวที่เหมาะสมของ Fed (Fed's Longer-term Dot Plot) ถูกปรับสูงขึ้นกว่า 2.50% ครั้งแรกตั้งแต่ปี 2019



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

แผนภาพที่ 9: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น 1-3 ปี ลดลงราว -5 ถึง -10 bps หลังการประชุม แต่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรอายุ 30 ปีเพิ่มสูงขึ้น



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

อุปทานของพันธบัตรอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป จะเพิ่มสูงขึ้น 40% QoQ ในไตรมาส 2/2024 QoQ

กระทรวงการคลังสหรัฐฯ จะออกจำหน่ายพันธบัตรที่มีอายุมากกว่า 1 ปี ขึ้นไปมากขึ้นในไตรมาส 2/2024 โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2, 3 และ 5 ปี เป็นการกลับมาทยอยยืดอายุของพันธบัตร (Duration management) ให้สอดคล้องกับค่าเฉลี่ยในอดีต โดยวางแผนจะออกจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป (Net coupon issuance) ในไตรมาสที่ 2/2024 เป็นจำนวน 447,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่าไตรมาส 1/2024 ที่ 318,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ราว 40%

ขณะที่อุปทานของพันธบัตรอายุต่ำกว่า 1 ปี (T-Bills) จะเริ่มกลับมาเป็นการไถ่ถอนสุทธิ (Net redemption) 245,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากที่เป็นการออกจำหน่ายสุทธิ (Net issuance) 442,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในไตรมาสที่ผ่านมา ทำให้การดึงสภาพคล่องออกจากตลาด Reverse Repurchase (RRP) ลดน้อยลง เป็นผลลบต่อสภาพคล่องโดยรวมของตลาด อุปทานของพันธบัตรระยะยาวที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ฝั่งอุปสงค์หลักจะมาจากกลุ่มผู้ซื้อที่มีความอ่อนไหวต่อราคา (Price sensitive buyers) อย่างภาคครัวเรือน ทำให้เรามองแนวโน้ม Bond yield ของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีเคลื่อนไหวในกรอบ 4.2-4.5% ในไตรมาส 2/2024

แผนภาพที่ 10: รัฐบาลสหรัฐฯ เตรียมออกจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป (Net coupon issuance) ในไตรมาสที่ 2/2024 จำนวน 447,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่าไตรมาส 1/2024 ที่ 318,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ราว 40%

Sources of Privately-Held Financing in FY24 Q2

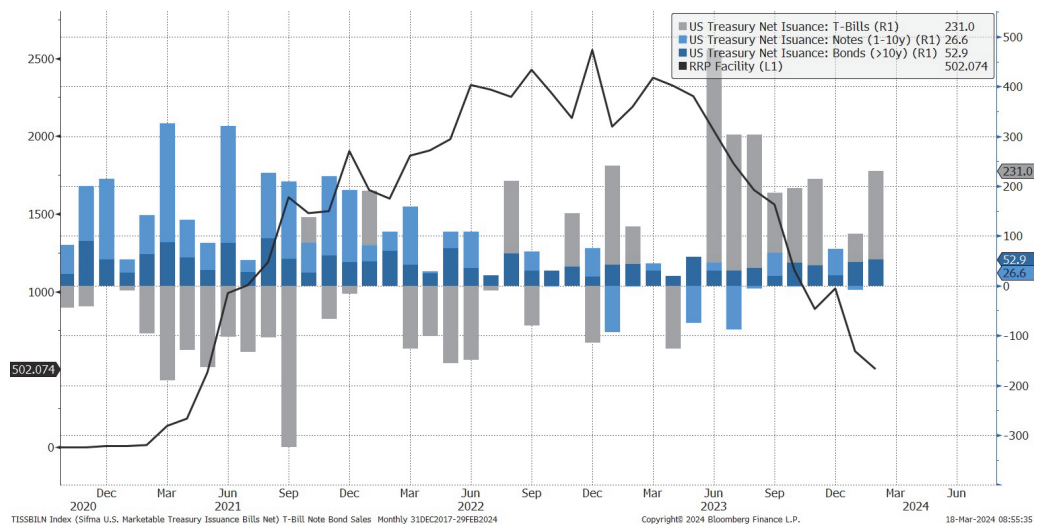
| January - March 2024 | |
|---|-----|
| Assuming Constant Coupon Issuance Sizes* | |
| Treasury Announced Net Marketable Borrowing** | 760 |
| Net Coupon Issuance | 318 |
| Implied Change in Bills | 442 |

Sources of Privately-Held Financing in FY24 Q3

| April - June 2024 | |
|---|-------|
| Assuming Constant Coupon Issuance Sizes* | |
| Treasury Announced Net Marketable Borrowing** | 202 |
| Net Coupon Issuance | 447 |
| Implied Change in Bills | (245) |

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

แผนภาพที่ 11: จำนวนเงินในตลาด RRP (เส้นสีดำ) ซึ่งสะท้อนถึงสภาพคล่องส่วนเกินที่อาจถูกดึงเข้าสู่ระบบได้เพิ่มเติม ลดลงเหลือประมาณ 500,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากจุดสูงสุดที่ประมาณ 2,500,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราคาดว่าราคาทองคำที่ปรับขึ้นมาอาศัยการเข้าซื้อจากจีนเป็นหลัก ในขณะที่ประเทศอื่นยังคงขายทองคำอย่างต่อเนื่อง ทำให้ ณ ระดับราคาปัจจุบันค่อนข้างเปราะบาง และไม่สอดคล้องกับอุปสงค์-อุปทานในตลาดทองคำ เรายังคงมองราคาทองคำที่ระดับราว 2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงต้นปีนี้ ด้านราคาน้ำมันดิบ เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะสั้น ขณะที่ความเสี่ยงด้านสูงเพิ่มมากขึ้นในช่วงกลางปี จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียที่น่าจะทยอยลดลงเพิ่มเติมอีก -0.1 ถึง -0.2 ล้านดอลลาร์ต่อวัน และน่าจะลดลงต่ำสุดในเดือน มิ.ย.

ทองคำ

อุปสงค์จากจีน เป็นปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนราคาทองคำ

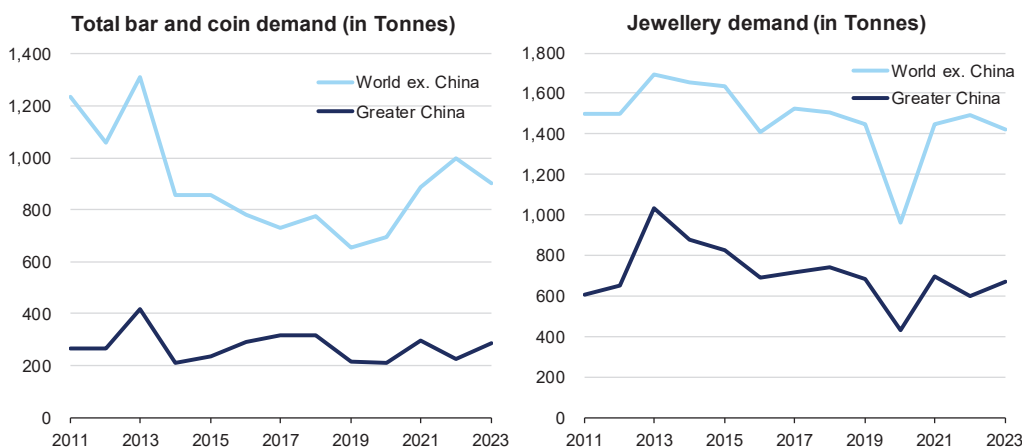
ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา จีนเผชิญกับเหตุการณ์ที่เป็นจุดเปลี่ยนสำคัญในการจัดสรรเงิน ทั้งภาคประชาชน และทางการ โดยในภาคประชาชน ราคามันที่หดตัวลงตลอดระยะเวลาเกือบ 2 ปีที่ผ่านมา ทำให้ความมั่งคั่งของประชาชนลดลงเป็นอย่างมาก เนื่องจากประชาชนจีนนิยมถือครองอสังหาริมทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ คิดเป็นสัดส่วนถึง 66% ของทรัพย์สินทั้งหมด มากกว่าประเทศอื่นๆ เช่น อังกฤษ (51%), ญี่ปุ่น (36%), ไต้หวัน (30%) และสหรัฐฯ (24%) เมื่อราคามันลดลงประชาชนจึงหันไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นที่ไม่ได้พึ่งพิงปัจจัยในประเทศเป็นหลัก เช่น ทองคำ มากขึ้น

นอกจากนี้ ทางการจีนเห็นตัวอย่างซึ่งเป็นภัยต่อความมั่นคงของประเทศ โดยหลังจากที่รัสเซียบุกโจมตียูเครน นานาประเทศประณามการกระทำดังกล่าว และตอบโต้ด้วยมาตรการ

คว่ำบาตรที่ส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจที่สำคัญ เช่น การส่งออก-นำเข้าสินค้าจากรัสเซีย ตัดธนาคารรัสเซียออกจากเครือข่าย SWIFT ซึ่งเป็นตัวกลางในการรับส่งข้อมูลการโอนเงินระหว่างประเทศ และที่สำคัญ คือ การระงับเงินสำรอง (Reserve) ซึ่งอยู่ในรูปเงินฝากหรือพันธบัตรในสกุลเงินประเทศอื่น ซึ่งมีมูลค่าถึง 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนเกือบครึ่งหนึ่งของมูลค่าเงินสำรองของรัสเซียทั้งหมด (6.1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) เหตุการณ์ดังกล่าวน่าจะเป็นจุดเปลี่ยนทำให้จีนตัดสินใจเข้าซื้อทองคำมากขึ้น และเริ่มต้นเข้าซื้อทองคำเข้าคลังสำรองแทนสินทรัพย์ในรูปสกุลอื่นในเดือน พ.ย. 2022 หรือหลังรัสเซียบุกยูเครน 8 เดือน

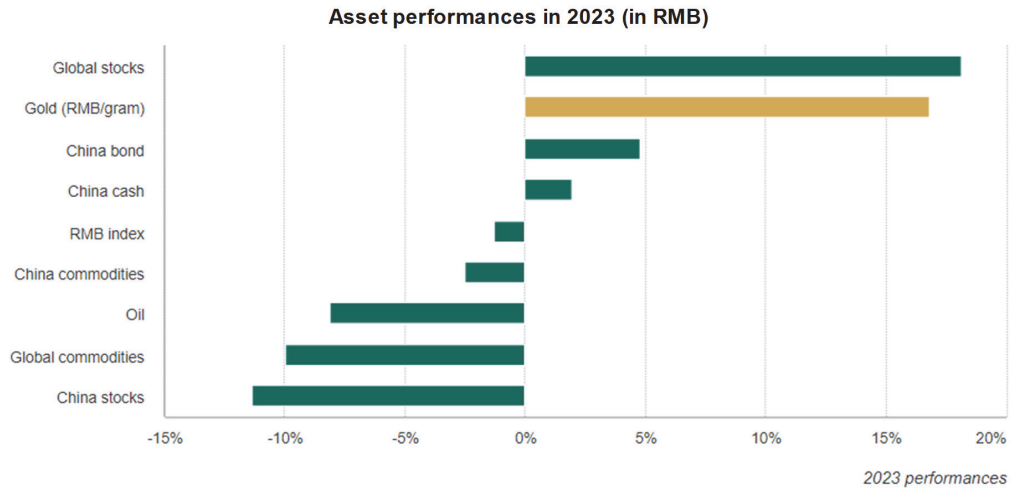
ราคามันที่ลดลง และการระงับเงินสำรองในสกุลเงินอื่นๆ ทำให้ทั้งภาคประชาชน และทางการจีน เข้าซื้อทองคำมากขึ้น และเป็นปัจจัยผลักดันราคาทองคำให้ปรับขึ้นตลอดช่วง 1 ปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 12: ความต้องการในการซื้อทองคำในจีนเพิ่มขึ้นในปี 2023



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

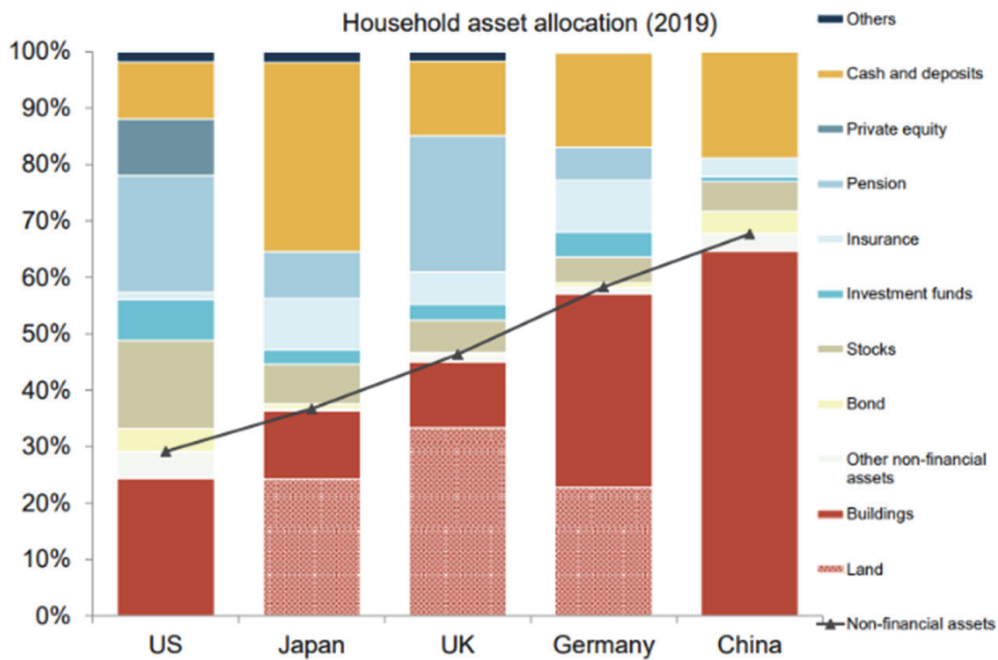
แผนภาพที่ 13: ราคาทองคำในรูปสกุลเงินหยวนให้ผลตอบแทนสูงถึง 17% ในปี 2023 มากกว่าสินทรัพย์อื่นๆ



ที่มา: World Gold Council

*As of 31 December 2023. Based on MSCI World Index, Au9999, ChinaBond Composite Index, CSI Money Market Fund Index, CFETS RMB Index, Wind China Commodity Index, WTI Active, Bloomberg Global Commodity Index and CSI 300 Index. All calculations in RMB.

แผนภาพที่ 14: ประชาชนจีนนิยมถือครองอสังหาริมทรัพย์เป็นส่วนใหญ่ คิดเป็นสัดส่วนถึง 66% ของทรัพย์สินทั้งหมดมากกว่าประเทศอื่นๆ



Note: Data for China are based on our estimates. Data for other countries are from the flow of funds table of the household sector.

ที่มา: CICC Research

ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นทำ New high สวนทางกับความ ต้องการทองคำในตลาด

ถึงแม้อุปสงค์ทองคำจากจีนจะเพิ่มขึ้น แต่ก็ถูกชดเชยจากการลดลงอุปสงค์ของประเทศอื่นๆ โดยสภาพทองคำโลก (World Gold Council) เปิดเผยข้อมูลอุปสงค์และอุปทานโลกของทองคำในปี 2023 ระบุอุปสงค์โลกปรับลดลง -5% อยู่ที่ระดับ 4,448 ตัน

ในขณะที่อุปทานโลกเพิ่มขึ้น +3% เป็น 4,899 ตัน สะท้อนภาวะตลาดทองคำที่มีอุปทานส่วนเกิน (Excess surplus) เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ราคาทองคำในปี 2023 กลับเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดที่ระดับ 2,080 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งว่าราคาทองคำที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่ได้ถูกรองรับโดยปัจจัยพื้นฐานของตลาด ทำให้ ณ ระดับราคาปัจจุบันอ่อนไหวต่อปัจจัยที่อาจเข้ามากระทบ

แผนภาพที่ 15: อุปสงค์ทองคำในปี 2023 ลดลง -5% อยู่ที่ระดับ 4,448 ตัน



ที่มา: World Gold Council

แผนภาพที่ 16: อุปทานทองคำเพิ่มขึ้น +3% เป็น 4,899 ตัน

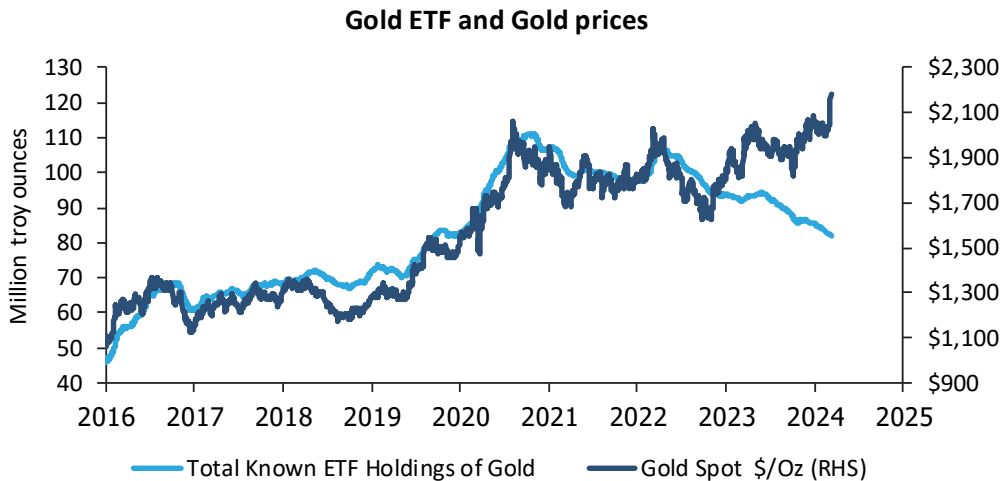


ที่มา: World Gold Council

นอกจากนี้ ข้อมูลการถือครองทองคำของกองทุน ETF ใน สัปดาห์ล่าสุดที่ราคาทองคำปรับขึ้นแตะระดับ New high ที่ 2,180 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ยังคงเห็นนักลงทุนลดการถือครองทองคำอย่างต่อเนื่อง ซึ่งกองทุน ETF มักจะเป็นนักลงทุนทางฝั่ง

อเมริกา และยุโรป สะท้อนว่าราคาทองคำที่ปรับขึ้นมาอาศัยการเข้าซื้อของจีนเป็นหลัก ในขณะที่ประเทศอื่นๆขายทองคำอย่างต่อเนื่อง ซึ่งหากจีนหยุดซื้อเมื่อไหร่ก็อาจทำให้ราคาทองคำมีการปรับฐานที่รุนแรงได้

แผนภาพที่ 17: การถือครองทองคำของกองทุน ETF ยังคงลดลงต่อเนื่อง แม้ราคาทองคำจะปรับขึ้นทำ New high



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

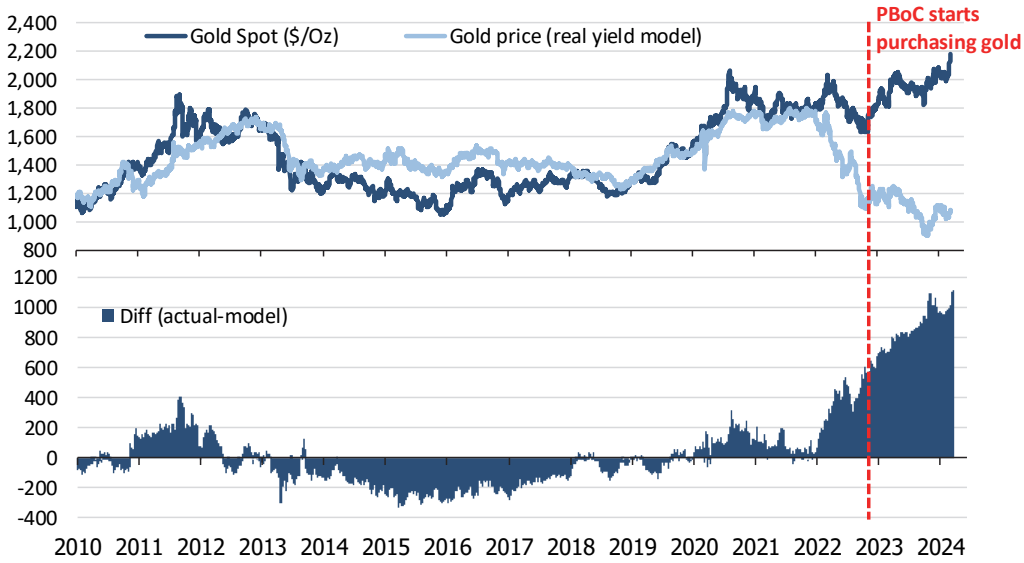
อุปสงค์จากจีนทำให้ราคาทองคำสูงกว่าระดับราคาเหมาะสม 300-400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ได้รับผลตอบแทนระหว่างการถือครอง ต่างจากสินทรัพย์อื่นๆ เช่น หุ้นที่มีปันผล และพันธบัตรที่มีดอกเบี้ยจ่าย ความน่าสนใจในการถือครองทองคำจึงขึ้นอยู่กับคาดการณ์ผลตอบแทนในสินทรัพย์อื่น ดังจะเห็นได้จากการเคลื่อนไหวของราคาทองคำ ซึ่งมักจะสวนทางกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในตลาด (Real yield) หรือ Bond yield ลบกับคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต

เราใช้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ดังกล่าว ในการประเมินราคาทองคำที่เหมาะสม พบว่าราคาทองคำในปัจจุบันควรอยู่ที่ระดับ 1,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ โดยราคาทองคำมักจะมีส่วนเพิ่ม (Premium) จากแบบจำลองราว 400-600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในภาวะ Recession หรือมีความไม่แน่นอนทางการเมืองระหว่างประเทศ (Geopolitical risks)

แต่ตั้งแต่ที่ทางการจีนเริ่มเข้าซื้อทองคำเข้าคลังสำรอง (Reserve) ในเดือน พ.ย. 2022 ราคาทองคำก็มีส่วนเพิ่ม (Premium) ที่ราว 900-1,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ สะท้อนว่าการเข้าซื้อของทางการจีนทำให้ราคาทองคำแพงขึ้นจากราคาเหมาะสมราว 300-400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ 🔄

แผนภาพที่ 18: อุปสงค์จากจีนทำให้ราคาทองคำสูงกว่าระดับราคาเหมาะสม \$300-400/oz



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

น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในระยะสั้น ขณะที่ความเสี่ยงด้านสูงเพิ่มมากขึ้นในช่วงกลางปี จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียที่น่าจะทยอยลดลงเพิ่มเติมอีก -0.1 ถึง -0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน และน่าจะลดลงต่ำสุดในเดือน มิ.ย. ด้านอุปสงค์ต้องจับตาเหตุการณ์วิกฤตน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน (Jet fuel) ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญของการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกในไตรมาส 2/2024 จากการฟื้นตัวของสายการบินระหว่างประเทศจากประเทศจีน

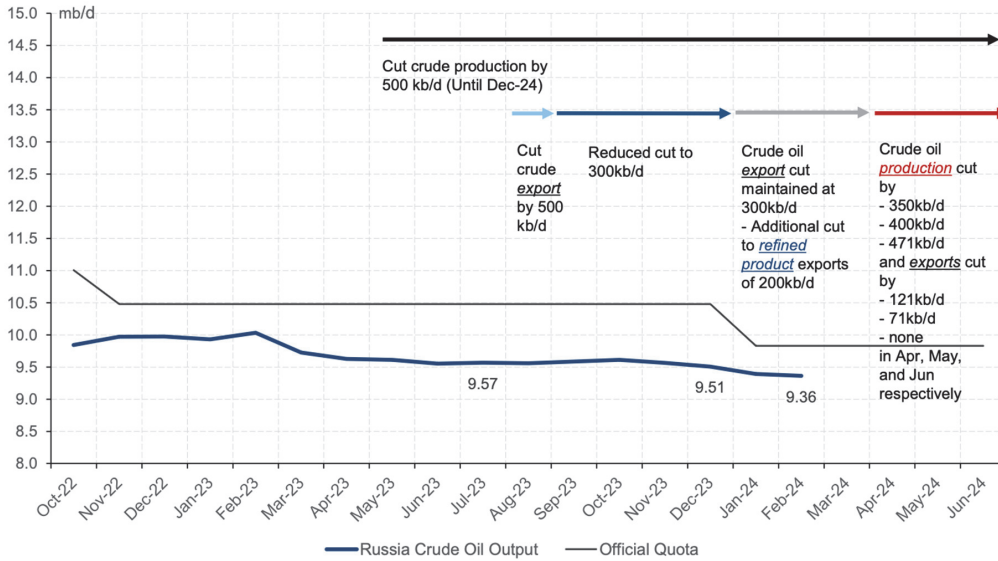
การผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียน่าจะลดลงเพิ่มเติมอีกประมาณ -0.1 ถึง -0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

ในต้นเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา ทาง OPEC ได้ประกาศขยายระยะเวลาของมาตรการลดการผลิตออกไปจนถึงไตรมาส 2/2024 ตามที่เราคาด พร้อมทั้งรัสเซียที่ประกาศว่าจะปรับลดการผลิตมากถึง -0.47 ล้านบาร์เรลในช่วงเวลาเดียวกัน สร้าง Sentiment บวกต่อตลาดน้ำมันเป็นวงกว้าง

อย่างไรก็ดี หากย้อนดูนโยบายช่วยพยุงราคาน้ำมันของประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา จะพบว่าทางรัสเซียได้ประกาศใช้มาตรการควบคุมการส่งออกน้ำมันดิบมาตั้งแต่ครั้งหลังของปี 2023 แล้ว และในไตรมาสที่ 1/2024 ประเทศไทยอยู่ภายใต้มาตรการลดการส่งออกน้ำมันดิบ (Crude oil) -0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน และน้ำมันสำเร็จรูป (Refined products) อีก -0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน แต่หากดูที่ระดับการผลิต จะพบว่ารัสเซียผลิตน้ำมันดิบในเดือน ก.พ. 2024 น้อยกว่าก่อนที่จะประกาศควบคุมการส่งออกราว -0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

เราจึงมองว่าการเปลี่ยนมาตรการจากการ “ลดการส่งออก” มาเป็น “ลดการผลิต” ของรัสเซียในไตรมาส 2/2024 นี้ จะทำให้การผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียทยอยลดลงเพิ่มเติมอีกประมาณ -0.1 ถึง -0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน และน่าจะลดลงต่ำสุดในเดือน มิ.ย. ด้วยปริมาณที่ไม่มากและระยะเวลาที่ไม่ยาวนานนัก ทำให้เรามองการปรับนโยบายของรัสเซียแม้จะเป็นความเสี่ยงด้านสูงต่อราคา (Upside risk) แต่ยังไม่เพียงพอที่จะส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบอย่างมีนัยยะ

แผนภาพที่ 19: การผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียจะลดลงเพิ่มเติมอีกประมาณ -0.1 ถึง -0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

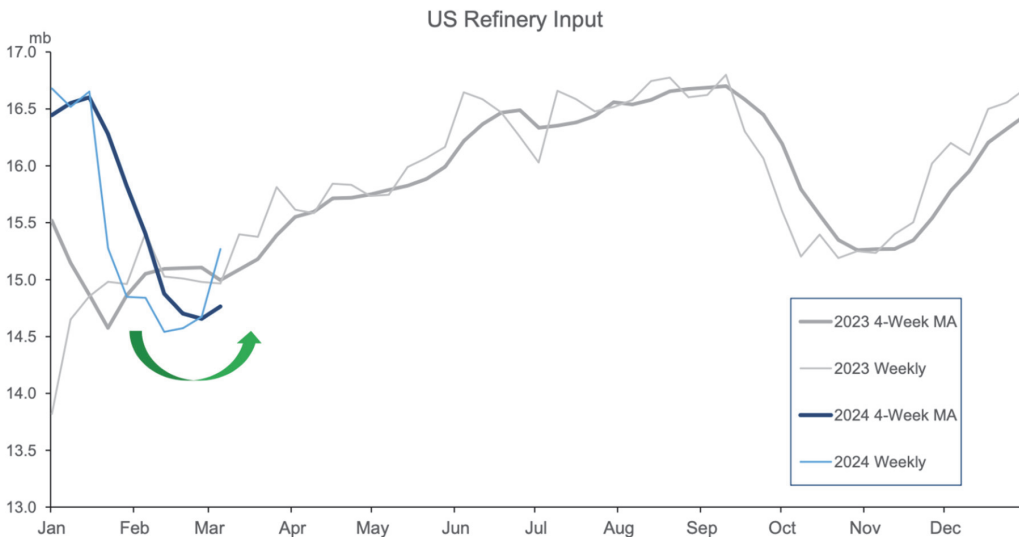


ที่มา: Rystad Energy, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สำหรับในระยะข้างหน้า คาดว่าตลาดจะกลับมาให้ความสนใจกับข้อมูลที่รวดเร็วที่สุดอย่างระดับคลังน้ำมันดิบ ที่จะบ่งชี้ถึงสถานะตลาดน้ำมันในไตรมาส 2/2024 เราจึงยังคงคาดการณ์ราคา

น้ำมันดิบ WTI ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า ขณะที่ต้องสังเกตแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของระดับคลังสำรองน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ในระยะถัดจากนี้

แผนภาพที่ 20: ฤดูซ่อมบำรุงโรงกลั่นในสหรัฐฯ เริ่มสิ้นสุดลง น่าจะทำให้ระดับคลังสำรองน้ำมันดิบเริ่มกลับมาลดลงตามรูปแบบฤดูกาล (Seasonal pattern)



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

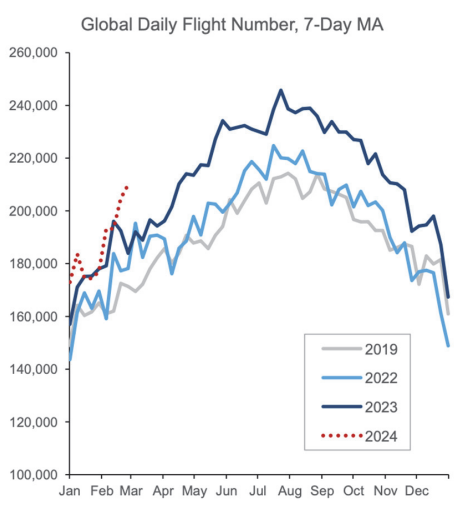
อุปสงค์ Jet fuel จากเที่ยวบินระหว่างประเทศจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกในไตรมาส 2/2024

ความนิยมของการเดินทางด้วยอากาศยานอยู่ในแนวโน้มกลับมาฟื้นตัวต่อเนื่องในช่วงประมาณ 2 ปีที่ผ่านมา โดยหากดูที่จำนวนเที่ยวบินทั่วโลกที่ประมาณ 210,000 เที่ยวบินต่อวันในปัจจุบัน จะนับเป็นระดับสูงที่สุดเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันในปีก่อนๆ สะท้อนระดับของกิจกรรมการเดินทางโดยอากาศยานที่อยู่สูงกว่าช่วงก่อนการระบาดของโควิด-19 แล้ว

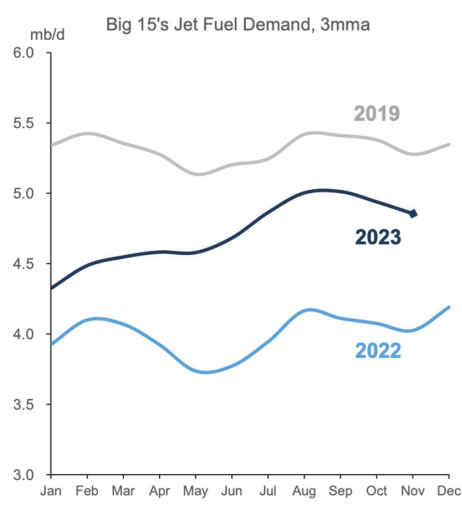
อย่างไรก็ดี อุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับเครื่องบิน (Jet fuel) ในปัจจุบัน สะท้อนจากประเทศผู้บริโภคหลัก 15 ประเทศ ยังอยู่ต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด-19 ซึ่งเรามองว่าสาเหตุสำคัญมาจากอัตราการฟื้นตัว (Recovery rate) ของจำนวนผู้โดยสารเที่ยวบินระหว่างประเทศของจีน ที่ฟื้นฟื้นตัวมาสู่ระดับ 72% ในเดือน ม.ค. 2024 เมื่อเทียบกับปี 2019 เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อุปสงค์น้ำมัน Jet fuel ยังอยู่ต่ำกว่าช่วงก่อนโควิด-19 เนื่องจากเที่ยวบินระหว่างประเทศมีระยะทางที่ไกลและใช้น้ำมันมากกว่าเที่ยวบินภายในประเทศ

แผนภาพที่ 21: จำนวนเที่ยวบินต่อวันรอบโลกเติบโตทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง (ภาพซ้าย) ขณะที่อุปสงค์น้ำมัน Jet fuel ยังอยู่ต่ำกว่าปี 2019 (ภาพขวา)

No. of flights in 2023 far surpassed that of 2019, growth momentum is sustained

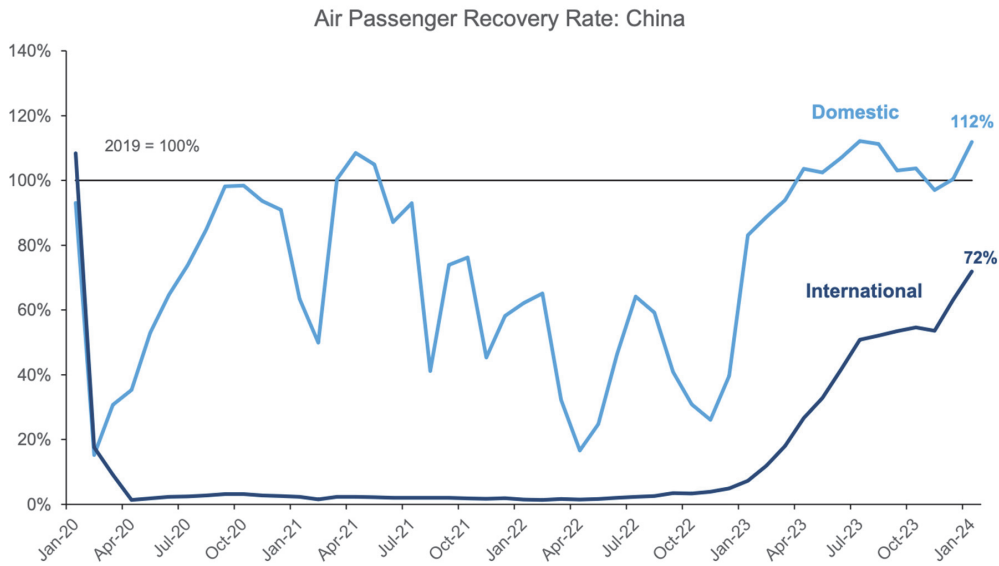


Jet fuel consumption in major consumer countries is still below 2019



Note: Big 15 refers to 15 countries that consumed more than 100,000 b/d of jet fuel in 2019, including United States, Canada, United Kingdom, Germany, France, Spain, Italy, Turkey, Saudi Arabia, Australia, China, Japan, South Korea, Thailand, and India. The 15 countries' aggregate roughly accounts for 2/3 of global jet fuel demand
 ที่มา: Bloomberg, JODI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 22: ประชากรจีนเดินทางผ่านสายการบินภายในประเทศมากกว่าก่อน Covid-19 แล้ว (เส้นสีฟ้า) ขณะที่สายการบินระหว่างประเทศยังอยู่ที่ระดับ 70% เมื่อเทียบกับปี 2019 (เส้นสีน้ำเงิน)

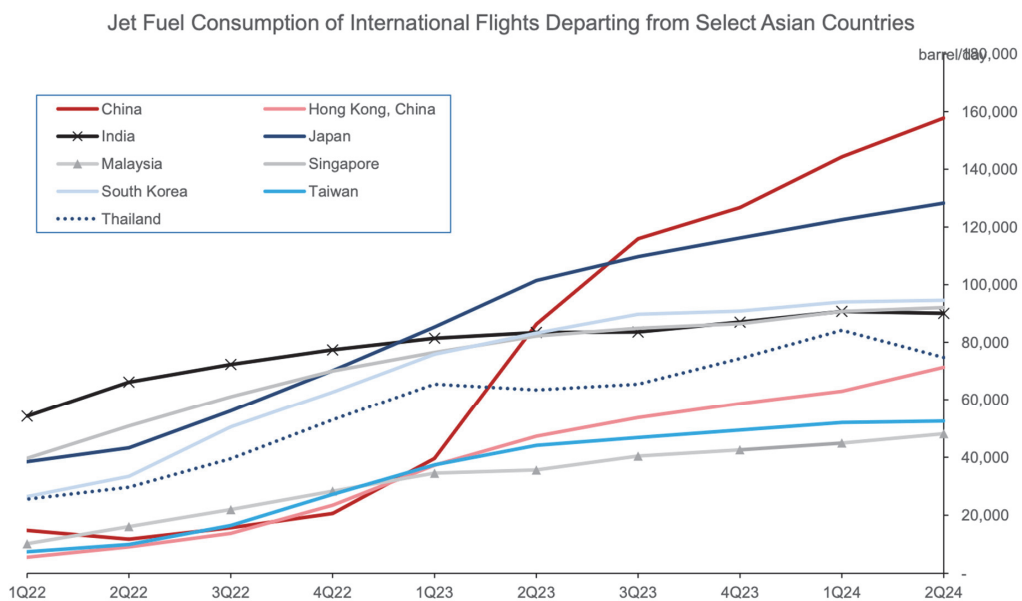


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี ข้อมูลเที่ยวบินล่วงหน้า (Scheduled flights) ชี้ว่าอุปสงค์ Jet fuel ในเอเชียจะเติบโตต่อเนื่องในไตรมาสที่ 1 และ 2/2024 โดยข้อมูลเที่ยวบินล่วงหน้าชี้ว่าอุปสงค์ Jet fuel จากเที่ยวบินระหว่างประเทศในไตรมาสที่ 2/2024 จะเติบโตราว 0.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY โดยมีที่มาจากเอเชียกว่า 0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

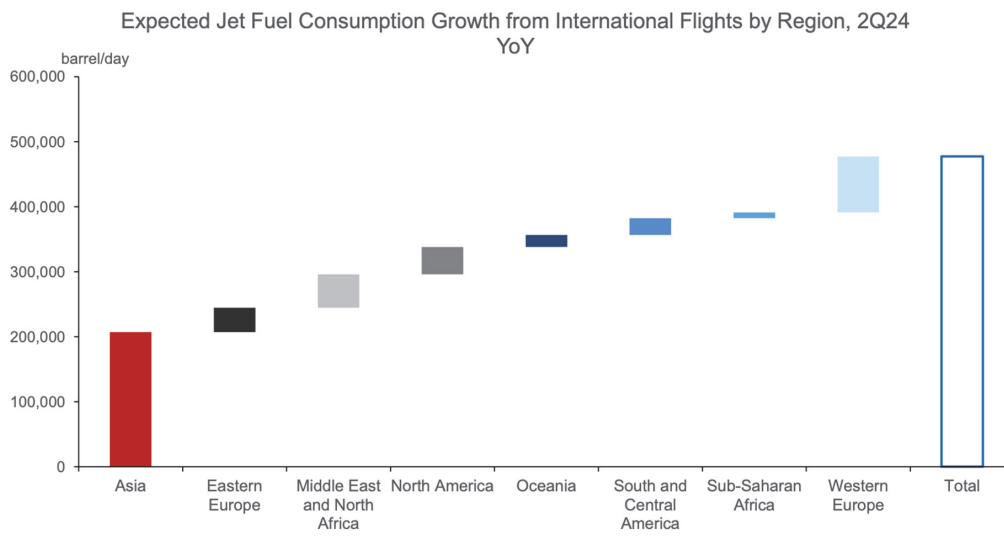
จากแรงผลักดันของอุปสงค์ Jet fuel ประกอบกับการตัดสินใจของ OPEC ที่ขยายระยะเวลาลดการผลิตออกไปจนถึงไตรมาส 2/2024 ตามที่เราคาด ทำให้เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ WTI ทรงตัวที่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลใน 1-2 เดือนข้างหน้า

แผนภาพที่ 23: ข้อมูลเที่ยวบินล่วงหน้า (Scheduled flights) ชี้ว่าอุปสงค์ Jet fuel ในเอเชียจะเติบโตต่อเนื่องในไตรมาสที่ 1 และ 2/2024 โดยหลักมีที่มาจากประเทศจีน (เส้นสีแดง) และญี่ปุ่น (เส้นสีน้ำเงิน)



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

แผนภาพที่ 24: อุปสงค์ Jet fuel จากเที่ยวบินระหว่างประเทศในไตรมาสที่ 2/2024 คาดเติบโตราว 0.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน YoY โดยมีที่มาจากเอเชียกว่า 0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน (แท่งสีแดง)



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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- การประกาศตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ช่วงที่ผ่านมา เศรษฐกิจโดยรวมยังคงขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ล่าสุด ในการประชุมรอบ มี.ค. ที่ผ่านมา คณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ (Fed) ทำการปรับคาดการณ์แนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2024F ขึ้นเป็น 2.1% (vs. 1.4% การคาดการณ์ครั้งก่อน) ขณะเดียวกัน สัญญาณของการกลับมาเร่งตัวของอัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องหลัง CPI ที่ประกาศออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดเป็นเดือนที่สองในเดือน ก.พ. เป็นเหตุให้ Fed ทำการปรับคาดการณ์เงินเฟ้อปี 2024F ขึ้นเป็น 2.6% (vs. 2.4% การคาดการณ์ครั้งก่อน) อย่างไรก็ตาม การอ่อนตัวของตลาดแรงงาน โดยเฉพาะการจ้างงานเริ่มมีสัญญาณของการชะลอตัว อัตราว่างงานเริ่มเพิ่มขึ้น การขยายตัวของอัตราค่าจ้างชะลอลง ในขณะที่อุปสงค์ต่อแรงงานยังสูงอยู่ ทำให้เราประเมินภาพตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังเป็นการปรับทิศเข้าสู่สมดุลมากขึ้น ดังนั้น ความกังวลต่อสภาวะ wage-price spiral ลดลงไปมาก และมองโอกาสสูงขึ้นว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะสามารถ soft-landing ได้ สำหรับมุมมองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ เรายังคงมุมมองการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ราว 75 bps ในปี 2024F โดยการปรับลดครั้งแรกอาจเกิดขึ้นในช่วง มิ.ย. - ก.ค. แต่ยังคงมีความเสี่ยงที่อาจถูกเลื่อนออกไปไกลขึ้น จากสัญญาณของอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มปรับลดลงช้าและเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่ง
- เศรษฐกิจในภาพรวมฟื้นตัวขึ้น แต่ยังคงเปราะบาง สอดคล้องกับการปรับคาดการณ์เศรษฐกิจของ ECB ที่มองแนวโน้มเศรษฐกิจปีนี้แย่ลง โดย ECB ปรับคาดการณ์ GDP ในปี 2024F ลงมาที่ 0.6% (จาก 0.8%) และปรับอัตราเงินเฟ้อลง โดยเฉพาะในปี 2024 โดยคาดว่าจะอยู่ในระดับ 2.3% (จากเดิม 2.7%) จากราคาพลังงานที่ลดลงเป็นหลัก ซึ่ง คุณ Christine Lagarde ประธาน ECB ได้ระบุว่าอาจมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย. เนื่องจากเชื่อว่าข้อมูลจะทำให้มีความมั่นใจมากขึ้นในเดือน มิ.ย. (“We will know a little more in April, but we will know a lot more in June”) ขณะเดียวกัน ECB อาจต้องการดูข้อมูลตัวเลขค่าจ้างเพิ่มเติม เพื่อให้มั่นใจมากยิ่งขึ้นในการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งเราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่เดือน มิ.ย. โดยมองการปรับลดทั้งปี 2024F อยู่ที่ราว 75 -100 bps (ปรับลดประมาณ 3-4 ครั้ง) เนื่องจากสภาวะการเงินมีความตึงตัวสูง ครวัเรียนเริ่มเข้าถึงลินเชื่อล้ามากขึ้น และแนวโน้มลินเชื่อค่างทยอยปรับลดลง อย่างไรก็ตาม ECB อาจรักษาระดับความตึงตัวของสภาวะการเงินที่ลดลงจากการลดดอกเบี้ย ผ่านการลดขนาดของมาตรการ QE (QE Taper) ในช่วงไตรมาสที่ 3-4 ปี 2024F และจะหันมาเดินหน้าลดงบดุล (QT) ตั้งแต่ปี 2025F
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นหลุดจากภาวะ Technical Recession โดย GDP ไตรมาสที่ 4/2023 อย่างเป็นทางการ พลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว 0.4% QoQ, saar (vs. -0.4% ตัวเลขเบื้องต้น) และเร่งตัวขึ้นจาก -3.2% ไตรมาสก่อน ส่วนหนึ่งจากแรงหนุนของการลงทุนอื่นที่มีใช้ที่อยู่อาศัยที่เร่งตัวขึ้นมาก ขณะที่ยอดส่งออกสุทธิเป็นอีกหนึ่งแรงส่งให้กับเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 4 ด้านนโยบายการเงิน ในการประชุม ณ วันที่ 18-19 มี.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติให้ยุติการดำเนินนโยบายดอกเบี้ยติดลบ (Negative Interest Rate Policy: NIRP) และยกเลิกการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield Curve Control: YCC) และหยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน ETFs กับ J-REITs
- เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงต้นปีปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดประเมินในบางภาคส่วน อาทิ ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร อย่างไรก็ตาม การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงหดตัวในระดับสูง สะท้อนภาพของภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแออย่างต่อเนื่อง ด้านการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress) รัฐบาลจีนกำหนดเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024 ที่ “ราว 5%” ซึ่งเป็นเป้าหมายเดียวกับปี 2023 โดยเป้าหมายดังกล่าวสูงกว่าคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024F ที่ IMF และตลาดประเมินที่ระดับ 4.6%

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

การประกาศตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ช่วงที่ผ่านมา เศรษฐกิจโดยรวมยังคงขยายตัวสูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ล่าสุด ในการประชุมรอบ มี.ค. ที่ผ่านมา คณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ (Fed) ทำการปรับคาดการณ์แนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2024F ขึ้นเป็น 2.1% (vs. 1.4% การคาดการณ์ครั้งก่อน) ขณะเดียวกัน สัญญาณของการกลับมาเร่งตัวขึ้นของอัตราเงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องหลัง CPI ที่ประกาศออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดเป็นเดือนที่สองในเดือน ก.พ. เป็นเหตุให้ Fed ทำการปรับคาดการณ์เงินเฟ้อปี 2024F ขึ้นเป็น 2.6% (vs. 2.4% การคาดการณ์ครั้งก่อน) อย่างไรก็ตาม การอ่อนตัวของตลาดแรงงาน โดยเฉพาะการจ้างงานเริ่มมีสัญญาณของการชะลอตัว อัตราว่างงานเริ่มเพิ่มขึ้น การขยายตัวของอัตราค่าจ้างชะลอลง ในขณะที่อุปสงค์ต่อแรงงานยังสูงอยู่ ทำให้เราประเมินภาพตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังเป็นการปรับทิศเข้าสู่สมดุลมากขึ้น ดังนั้น ความกังวลต่อสภาวะ wage-price spiral ลดลงไปมาก และมองโอกาสสูงขึ้นว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะสามารถ soft-landing ได้ สำหรับมุมมองต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ เรายังคงมุมมองการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ราว 75 bps ในปี 2024F โดยการปรับลดครั้งแรกอาจเกิดขึ้นในช่วง มิ.ย. - ก.ค. แต่ยังคงมีความเสี่ยงที่อาจถูกเลื่อนออกไปไกลขึ้น จากสัญญาณของอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มปรับลดลงช้าและเศรษฐกิจที่ยังแข็งแรงแรง

ในการประชุมรอบ มี.ค. Fed มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ไว้ที่ 5.25-5.50% ตามเดิม พร้อมระบุว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยน่าจะเกิดขึ้นได้ในปีนี้ (“the first reduction would likely be “at some point this year.”)

ในการประชุมรอบ มี.ค. Fed มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ไว้ที่ 5.25-5.50% ตามเดิม พร้อมระบุว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยน่าจะเกิดขึ้นได้ในปีนี้ (“the first reduction would likely be “at some point this year.”) Fed เน้นย้ำนักลงทุนในทิศทางเดียวกันกับที่ได้กล่าวสุนทรพจน์ต่อสภาคองเกรส ในช่วงสัปดาห์ก่อน อีกทั้งยังระบุว่า ข้อมูลเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ไม่ได้เปลี่ยนแปลงสมการทางความคิดของ Fed แต่อย่างใด โดยข้อมูลเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นนั้นเป็นไปในทิศทางเดียวกับที่คนส่วนใหญ่ได้คาดการณ์เอาไว้แล้ว ซึ่งตลาดยังเชื่อว่า Fed จะมีความมั่นใจขึ้นเพียงพอที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ในปีนี้ (“It is still likely in most people’s view that we will achieve that confidence and there will be rate cuts.”)

ขณะเดียวกัน Fed คงมุมมองดอกเบี้ยนโยบายในปี 2024F ไว้ตามเดิม (3 cuts) แต่มีการปรับ Dot Plot ขึ้นในปี 2025-2026 (จากที่คาดว่าจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้ 4 ครั้ง เหลือเพียง 3 ครั้ง) ซึ่งเรามองเป็นเพียงการปรับให้สอดคล้องกับภาพของอัตราเงินเฟ้อที่ยังค่อนข้างดื้อ (stubborn) และลดลงสู่เป้าหมาย 2% ได้ยาก

นอกจากนี้ ในประเด็นเกี่ยวกับการปรับลดงบดุล (QT) Fed ระบุว่ามีความเหมาะสมที่จะชะลอการปรับลดงบดุลเร็วๆ นี้ หลังจาก Fed จะได้มีการหารือถึงแนวทางในการประชุมสัปดาห์นี้ (Powell also said it would be appropriate to slow the pace of the Fed’s balance-sheet unwind “fairly soon,” after policymakers held a discussion on their asset portfolio this week. โดย Fed ยังระบุเพิ่มเติมอีกว่า การชะลอการปรับลดงบดุลของ Fed จะเป็นการกระทำเพื่อให้มั่นใจว่าการเปลี่ยนผ่านทิศทางของนโยบายการเงินจะเป็นไปอย่างราบรื่น และช่วยลดโอกาสเสี่ยงที่ตลาดเงินจะเผชิญกับสภาวะความตึงตัวได้ (“In particular, slowing the pace of runoff will help ensure a smooth transition, reducing the possibility of money markets experiencing stress.”) ส่วนคาดการณ์เศรษฐกิจ Fed มีการปรับเพิ่มคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2024 ขึ้นเป็น 2.1% (เดิม 1.4%) และปรับมุมมองอัตราเงินเฟ้อขึ้นเป็น 2.6% (เดิม 2.4%) ขณะที่ปรับลดคาดการณ์อัตราการว่างงานลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ระดับ 4.0% (เดิม 4.1%)

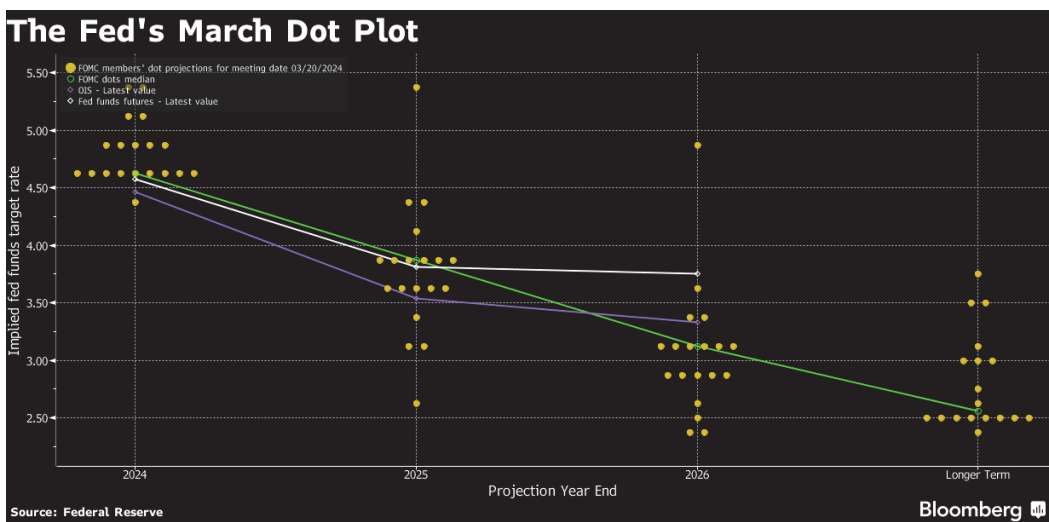
จากข้อมูลเศรษฐกิจที่ออกมาดีกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง และอัตราเงินเฟ้อเริ่มมีสัญญาณเร่งตัวกลับมา รวมถึงถ้อยแถลงและท่าทีที่เข้มงวด (Hawkish) จากเหล่ากรรมการ Fed สาขาต่างๆ ทำให้ตลาดมีการปรับคาดการณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ มาอย่างต่อเนื่อง จากที่เคยมองว่า Fed จะปรับลดอัตรา

ดอกเบี้ยนโยบายได้ราว 6-7 ครั้งในปีนี เหลือเพียงราว 3 ครั้ง เท่ากับที่ Fed ส่งสัญญาณ และยังมีนักลงทุนบางส่วนมีความกังวลว่าในปี 2024 นี้ Fed อาจไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเลยแม้แต่ครั้งเดียว หรือต้องกลับทิศทางขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกด้วย แต่ความกังวลดังกล่าวทยอยปรับลดลงหลังทราบผลการประชุม Fed ในรอบ มี.ค.

เรามองว่าผลการประชุมมีความ Dovish กว่าที่คาดไว้ โดยตลาดการเงินตอบรับในเชิงบวก เนื่องจาก J. Powell ยังคงเน้นย้ำว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะสามารถเกิดขึ้นได้ในปีนี้ แม้ว่ามีการปรับคาดการณ์เศรษฐกิจและเงินเฟ้อขึ้น และยังไม่ระบุช่วงเวลาแน่ชัดในการเริ่มต้นปรับลดอัตรา

ดอกเบี้ยนโยบาย โดย Fed ระบุว่าจจะรอให้พัฒนาการของข้อมูลเศรษฐกิจเป็นตัวบ่งชี้ช่วงเวลาที่เหมาะสม (ตลาดและเราให้น้ำหนักไปในเดือน มิ.ย. - ก.ค.) ขณะที่การปรับ Dot Plot ขึ้นในปี 2025-2026 (จากที่คาดว่าจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้ 4 ครั้ง เหลือเพียง 3 ครั้ง) นั้นเป็นไปตามทิศทางของข้อมูลเศรษฐกิจที่การลดลงของอัตราเงินเฟ้อนั้นอาจจะช้าและขรุขระ (Bumpy) ดังนั้นเราคงมุมมองว่า Fed มีแนวโน้มจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้ราว 3 ครั้งตามเดิม แต่ยังมีความเสี่ยงที่การปรับลดในครั้งแรกอาจถูกเลื่อนออกไปได้อีก (จากที่คาด มิ.ย. - ก.ค.) หากอัตราเงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง และเศรษฐกิจโดยภาพรวมยังแข็งแกร่งกว่าที่ Fed คาดการณ์ไว้

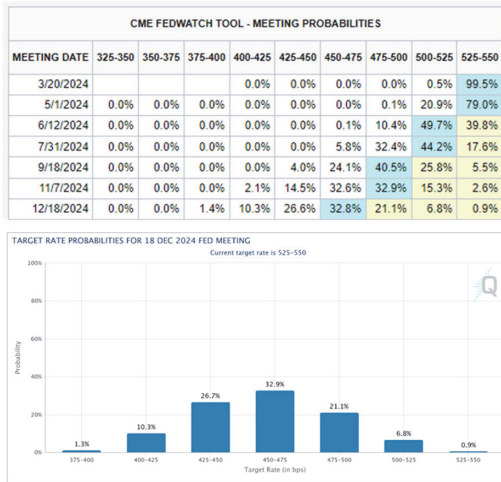
แผนภาพที่ 25: Dot Plot ล่าสุดจากการประชุมรอบ มี.ค. Fed ยังคงคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดได้ราว 75 bps



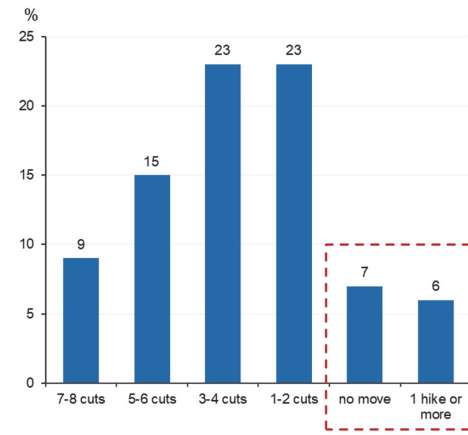
ที่มา: Federal Reserve, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: ก่อนหน้านี้ตลาดมีความกังวลว่า Fed อาจไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเลยในปีนี้ หรืออาจต้องกลับทิศและปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อ แต่ความกังวลดังกล่าวทยอยปรับลดลงหลังทราบผลการประชุม Fed ในรอบ มี.ค.

Fed Funds Rate - probabilities distribution



Implied probability of Fed policy path to December, based on SOFR options



**Note: CME Fedwatch Tool probability distribution as of 28 Feb 2024.
ที่มา: CME Fedwatch, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)**

การลดลงของเงินเฟ้อในหมวดสินค้า ยังมีแนวโน้มที่จะต่อเนื่องไปอีก 3-4 เดือนข้างหน้า

การลดลงของเงินเฟ้อในหมวดสินค้า ยังมีแนวโน้มที่จะต่อเนื่องไปอีก 3-4 เดือนข้างหน้า ตามดัชนีชี้วัดความตึงตัวของห่วงโซ่อุปทาน (Global supply chain pressure index) แต่มีความเสี่ยงที่จะกลับมาเร่งตัวสูงขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ขณะเดียวกันราคาค่าเช่าบ้านที่ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วตั้งแต่ต้นปี 2022 มีแนวโน้มจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อที่มาจากค่าเช่าบ้าน (CPI: Rent) มีแนวโน้มชะลอลงต่อเนื่องในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า แต่อาจทรงตัวที่ระดับ 4% จากฐานใหม่ของการปรับค่าเช่าที่ขยับขึ้นมาสะท้อนจาก US Zillow Rent Index

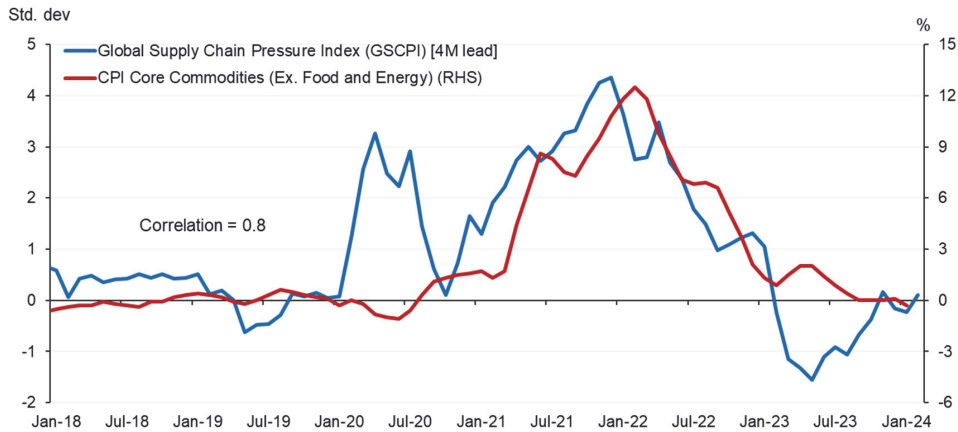
ทั้งนี้ แม้เงินเฟ้อในหมวดสินค้าและค่าเช่าบ้านจะมีแนวโน้มลดลงในระยะข้างหน้า แต่การเพิ่มขึ้นของราคาในหมวดบริการที่ไม่รวมค่าเช่า (Services ex. Rent of shelter) ซึ่งเร่งตัว

สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ไตรมาส 4Q23 อาจทำให้เส้นทางของการลดลงของอัตราเงินเฟ้อโดยรวมจาก 3% ลงมาที่ระดับ 2% ยังมีความท้าทายสูงและไม่ได้ราบรื่น (Bumpy road) ซึ่งเรามองว่าจะเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed ทั้งในแง่ของการล่าช้าในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรก รวมไปถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่อาจน้อยกว่าที่ส่งสัญญาณเอาไว้

ด้านตลาดแรงงานโดยภาพรวมแข็งแกร่ง และปรับเข้าสู่สมดุลมากขึ้น โดยการชะลอตัวของการจ้างงาน และอัตราค่าจ้างในขณะที่ความต้องการแรงงานยังสูง เป็นการสนับสนุนว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ กำลังเข้าสู่ Softlanding และมีความเสี่ยงต่ำลงที่อัตราเงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้นจากปัญหาค่าจ้างที่เร่งตัว (Wage-price Spiral) 🔄

แผนภาพที่ 27: อัตราเงินเฟ้อหมวดสินค้ายังมีแนวโน้มจะปรับลดลง ตามปัญหาในฝั่งอุปทานที่คลี่คลาย แต่มีโอกาสกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2024

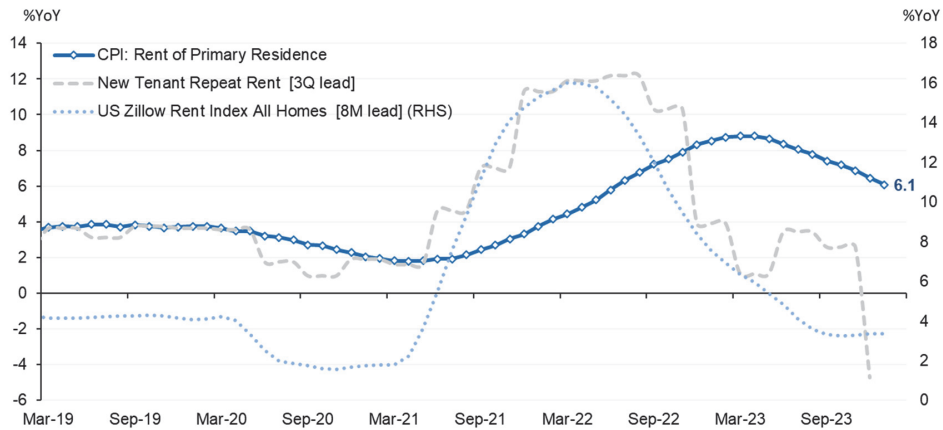
Global supply chain pressure index vs CPI: Core commodities



ที่มา: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: อัตราเงินเฟ้อในหมวดค่าเช่าบ้าน มีแนวโน้มชะลอลงต่อเนื่องในช่วง 2-3 ไตรมาสข้างหน้า ทำให้มีโอกาสที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะลดลงได้ตามเครื่องชี้ที่เกี่ยวกับราคาค่าเช่าบ้าน ซึ่งผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และปรับตัวลงเรื่อยมาตั้งแต่ปี 2022

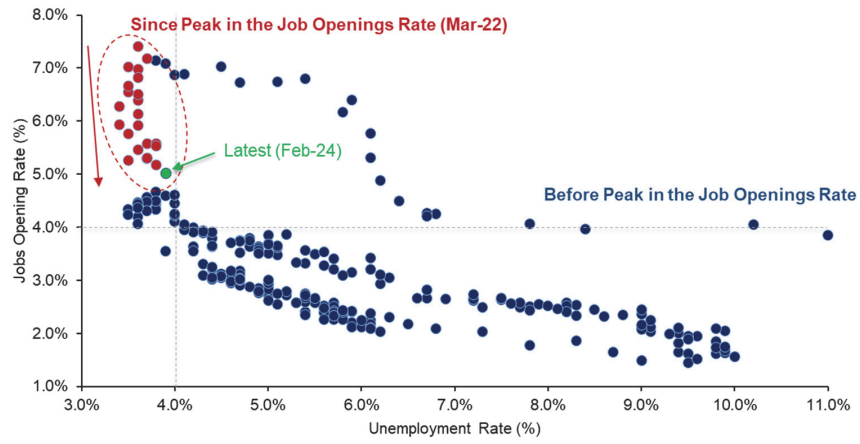
CPI: Rent of primary residence, New tenant repeat rent, US Zillow rent index (RHS)



ที่มา: Bureau of Labor Statistics, Cleveland Fed, FRED, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 29: ตลาดแรงงานสหรัฐฯ มีการจ้างงานที่ชะลอตัว อัตราว่างงานสูงขึ้น แต่อุปสงค์ต่อแรงงานยังสูง สะท้อนความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจและตลาดแรงงาน ทำให้กังวลกับภาวะ Wage-price spiral ปรับลดลง อีกทั้งยังทำให้เศรษฐกิจมีโอกาส Soft-landing หรือ No-landing สูงขึ้น

U.S. Beveridge curve – Job openings rate (%) vs Unemployment rate (%)



ที่มา: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจในภาพรวมฟื้นตัวขึ้น แต่ยังคงเปราะบาง สอดคล้องกับการปรับคาดการณ์เศรษฐกิจของ ECB ที่มองแนวโน้มเศรษฐกิจปีนี้ແ່ย่ล่ง โดย ECB ปรับคาดการณ์ GDP ในปี 2024F ลงมาที่ 0.6% (จาก 0.8%) และปรับอัตราเงินเฟ้อลงโดยเฉพาะในปี 2024 โดยคาดว่าจะอยู่ในระดับ 2.3% (จากเดิม 2.7%) จาราคาพลังงานที่ลดลงเป็นหลัก ซึ่ง คุณ Christine Lagarde ประธาน ECB ได้ระบุว่าอาจมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย. เนื่องจากเชื่อว่าข้อมูลจะทำให้มีความมั่นใจมากขึ้นในเดือน มิ.ย. (“We will know a little more in April, but we will know a lot more in June”) ขณะเดียวกัน ECB อาจต้องการดูข้อมูลตัวเลขค่าจ้างเพิ่มเติม เพื่อให้มั่นใจมากยิ่งขึ้นในการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งเราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่เดือน มิ.ย. โดยมองการปรับลดทั้งปี 2024F อยู่ที่ราว 75 -100 bps (ปรับลดประมาณ 3-4 ครั้ง) เนื่องจากสภาวะการเงินมีความตึงตัวสูง ครรือเรือเริ่มเข้าถึงสินเชื่อบ้างขึ้น และแนวโน้มสินเชื่อคงค้างทยอยปรับลดลง อย่างไรก็ตาม ECB อาจรักษาระดับความตึงตัวของสภาวะการเงินที่ลดลงจากการลดดอกเบี้ย ผ่านการลดขนาดของมาตรการ QE (QE Taper) ในช่วงไตรมาสที่ 3-4 ปี 2024F และจะหันมาเดินหน้าลดงบดุล (QT) ตั้งแต่ปี 2025F

เศรษฐกิจโดยรวมฟื้นตัว แต่ยังคงเปราะบาง การเข้าถึงสินเชื่อของภาคครัวเรือนทำได้ยากขึ้น ส่งผลให้สินเชื่อคงค้างในระบบเริ่มหดตัว อัตราเงินเฟ้อลดลงเร็วกว่าที่ประเมิน ทำให้ ECB มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายราวเดือน มิ.ย.

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจสะท้อนถึงการฟื้นตัวโดยดัชนี Composite PMI ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.3 จุด เป็น 49.2 จุด ด้านภาคบริการ (+1.8, 50.2 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้น พลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว หลังจากหดตัวมา 7 เดือนต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวลดลง (-0.1, 46.5 จุด) โดยดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 10 เดือน และ 11 เดือนตามลำดับ จึงมองภาพของการฟื้นตัวจะยังต่อเนื่องในระยะต่อไป อย่างไรก็ตาม การจ้างงานปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 ด้านราคาต้นทุนการผลิตและราคาผลผลิตปรับตัวลดลงต่อเนื่องเช่นเดียวกัน

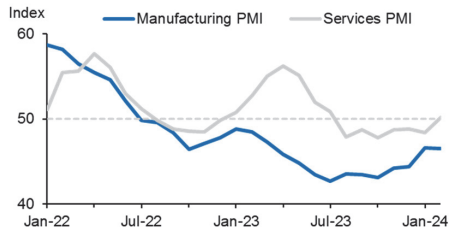
ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. เริงตัวขึ้นเป็น 0.1% MoM, SA จาก -0.6% เดือนก่อน แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดว่า 0.3% และหดตัว -1.0% YoY จาก -0.5% เดือนก่อน โดยยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 16 ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังไม่มีสัญญาณการฟื้นตัวที่ชัดเจน

ยอดการปล่อยสินเชื่อยังคงชะลอตัวอย่างต่อเนื่องในภาคธุรกิจ (Corporate) -0.5% YoY (vs. -0.1% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดการปล่อยสินเชื่อในภาคครัวเรือน พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว -0.1% YoY สะท้อนถึงแรงกดดันที่เกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินอย่างเข้มงวดของ ECB ในช่วงที่ผ่านมา

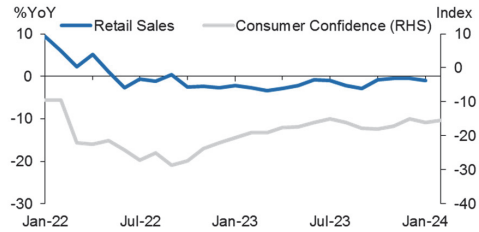
ด้านกิจกรรมระหว่างประเทศส่งสัญญาณการฟื้นตัว โดยยอดส่งออก (Exports) เดือน ธ.ค. หดตัวในอัตราที่ลดลง -0.8% YoY จาก -5.3% เดือนก่อน ด้านการนำเข้า (Imports) แม้หดตัวในระดับสูงที่ -14.4% จาก -17.0% เดือนก่อน แต่ปรับดีขึ้น

แผนภาพที่ 30: เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นโดยเฉพาะในภาคบริการ แต่ภาคการผลิตยังเปราะบาง ขณะที่ ยอดการปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือนพลิกหดตัว สะท้อนถึงแรงกดดันที่เกิดขึ้นจากนโยบายการเงินที่ตึงตัว

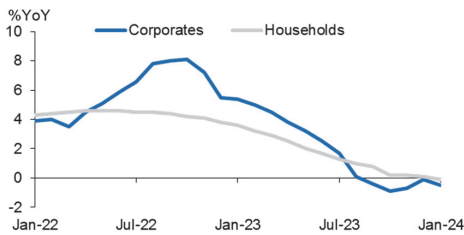
Manufacturing vs. Services PMI



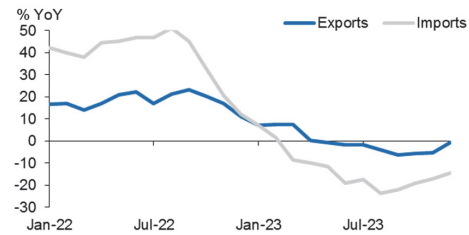
Consumption



Credit growth (adjusted for sales and securitization)



Trade



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

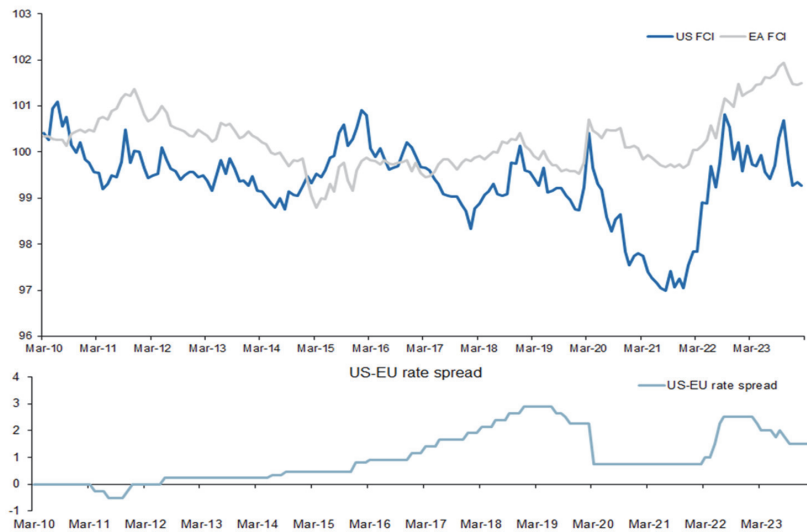
ECB อาจมีความจำเป็นที่จะต้องลดดอกเบี้ยก่อน Fed หลัง สภาวะการเงินในยูโรโซนมีความตึงตัวสูงกว่าสหรัฐฯ มาก

Financial Condition Index (FCI) หรือดัชนีภาวะการเงินโดยรวม โดยปกติจะมีระดับ Threshold ที่ 100 เป็นเส้นแบ่งระหว่างสภาวะการเงินที่ตึงตัว (tightening) และผ่อนคลาย (easing) ซึ่งระดับเกินกว่า 100 จะบ่งชี้สภาวะการเงินที่ตึงตัว Financial Condition Index สามารถบ่งชี้ถึงผลกระทบของตัวแปรทางการเงิน (financial variables) ต่างๆ ต่อทิศทางภาวะเศรษฐกิจ โดยสถานะที่เอื้อให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจขยายตัว ประชาชนสามารถบริโภคหรือลงทุนได้มากขึ้น สะท้อนถึงภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง (easing) ขณะเดียวกัน ภาวะที่ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอลง ประชาชนลงทุนได้ยากขึ้น หรือ

มีต้นทุนทางการเงินสูงขึ้นจะสะท้อนถึงภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้น (tightening) ซึ่งในยูโรโซนมีอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในระดับต่ำกว่า Fed แต่ความตึงตัวของสภาวะการเงินกลับสูงกว่าสะท้อนจาก FCI ที่อยู่ระดับ 101.49 ขณะที่ในสหรัฐฯ อยู่ที่ 99.28 ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากสภาพคล่องในสหรัฐฯ ที่สูงกว่าเพราะ Fed เดินหน้าทำ QE แบบไม่จำกัดจำนวน และรัฐบาลสหรัฐฯ ขาดดุลการคลังมหาศาลในช่วงที่มีการแพร่ระบาดของโควิด-19 ด้วยอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในยูโรโซนที่ต่ำกว่าสหรัฐฯ และปัญหาเงินเฟ้อที่คลี่คลายเร็วกว่าที่ ECB ประเมิน โดยเราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายก่อน และในอัตราที่มากกว่า Fed ในปี 2024F นี้

แผนภาพที่ 31: สภาพการเงินในยูโรโซนมีความตึงตัวสูงกว่าสหรัฐฯ โดยเปรียบเทียบ ทำให้มีความจำเป็นมากกว่าที่จะต้องลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

Goldman Sachs Financial Conditions Index



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

ECB ส่งสัญญาณอาจมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย.

การประชุมธนาคารกลางยุโรป (ECB) ในรอบวันที่ 7 มี.ค. ที่ผ่านมา มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามคาดการณ์ของตลาด โดยอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility rate อยู่ที่ระดับ 4.00%, Main Refinancing rate ที่ 4.50% และ Marginal Lending rate ที่ 4.75% โดยทาง ECB ได้มีการปรับประมาณการเศรษฐกิจของยูโรโซนลงดังนี้:

- **ด้านเงินเพื่อทั่วไป:** ปรับลดลงโดยเฉพาะในปี 2024 จากราคาพลังงานที่ลดลงเป็นหลักโดยคาดว่าจะอยู่ในระดับ 2.3% ในปี 2024F (vs. 2.7% ในคาดการณ์ครั้งก่อน), 2.0% ในปี 2025F (vs. 2.1% การคาดการณ์ครั้งก่อน), และ 1.9% ในปี 2026F (ไม่เปลี่ยนแปลงจากการคาดการณ์ครั้งก่อน)
- **ด้านเงินเพื่อพื้นฐาน:** มีการปรับการคาดการณ์ลดลงเช่นเดียวกัน โดยคาดว่าจะอยู่ในระดับ 2.6% ในปี 2024F (vs. 2.7% การคาดการณ์ครั้งก่อน), 2.1% ในปี 2025F (vs. 2.3% การคาดการณ์ครั้งก่อน) และ 2.0% ในปี 2026F (vs. 2.1% การคาดการณ์ครั้งก่อน)

ทั้งนี้ ECB คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวลงได้อย่างต่อเนื่อง จากผลของการดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่อง แม้ความเข้มงวดจะลดลงเร็วกว่าปี 2023, แรงกดดัน

ด้านราคาน่าจะลดลงต่อไปเนื่องจากการหยุดชะงักในการขนส่งใน Red Sea ที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเพิ่มขึ้นอย่างจำกัดเท่านั้น และราคาพลังงานที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม อดีทาง ECB มองแนวโน้มเศรษฐกิจปีนี้แยกลง โดยปรับคาดการณ์ GDP ลงมาที่ 0.6% ในปี 2024F (vs. 0.8% ในคาดการณ์ครั้งก่อน) ขณะที่คาดการณ์สำหรับปี 2025F ที่ 1.5% และปรับคาดการณ์สำหรับปี 2026F ขึ้นเล็กน้อย (1.6% vs. 1.5 ในคาดการณ์ครั้งก่อน)

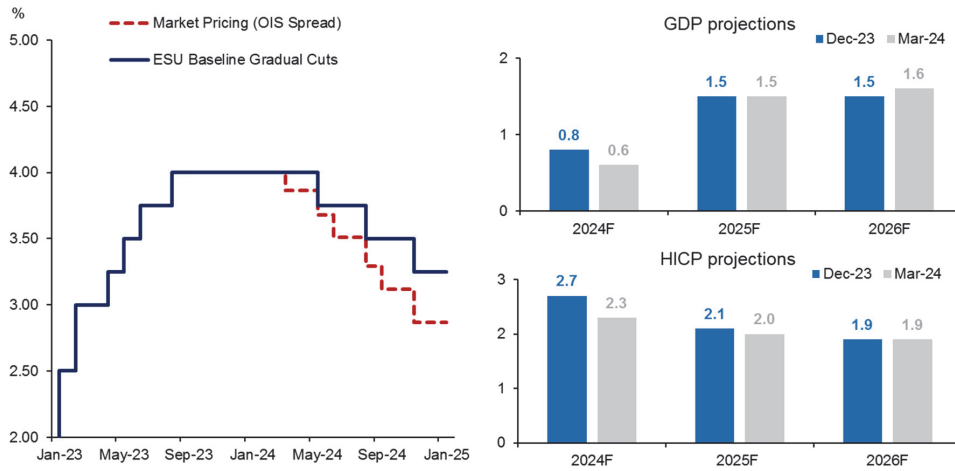
ด้านการทำ QE ทาง ECB ยังระบุเช่นเดิมว่ามีแผนที่จะเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านโครงการ PEPP ต่อไปจนจบครึ่งแรกของปี 2024 ก่อนที่จะเริ่มปรับลดขนาดของการเข้าซื้อลงเป็นเดือนละ 7.5 พันล้านยูโร และจะยุติการลงทุนทั้งหมดตั้งแต่สิ้นปี 2024 เป็นต้นไป (ไม่เปลี่ยนแปลงจากการประชุมครั้งก่อน) จากการปรับลดประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงในปีนี้อาจส่งผลให้ ECB มีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มากและเร็วกว่าธนาคารกลางอื่นๆ โดยคุณ Christine Lagarde ประธาน ECB ได้มีการกล่าวว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย. เนื่องจากเชื่อว่าข้อมูลจะทำให้มีความมั่นใจมากขึ้นในเดือน มิ.ย. (“We will know a little more in April, but we will know a lot more in June”) ขณะเดียวกัน ECB อาจต้องการดูข้อมูลตัวเลขค่าจ้างเพิ่มเติม เพื่อให้มั่นใจมากยิ่งขึ้นในการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ทั้งนี้เรคาดว่า ECB จะเริ่มส่ง

สัญญาณผ่อนคลายขึ้นในการประชุมครั้งถัดไป แม้แนวโน้มจะยังตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้ที่ระดับ 4.00% (Deposit Facility Rate) ต่อไปในเดือน เม.ย. แต่ด้วย ECB ปรับลดคาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อลง เราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่เดือน มิ.ย. โดยทั้งปี

2024F คาดว่าจะปรับลดราว 75 -100 bps (ปรับลดประมาณ 3-4 ครั้ง) อย่างไรก็ตาม เรามองว่า ECB จะรักษาระดับความตึงตัวของสภาวะการเงินที่ลดลงจากการลดดอกเบี้ย ด้วยการเริ่มลดขนาดของมาตรการ QE (QE Taper) ในช่วงไตรมาสที่ 3-4 ปี 2024F และอาจเปลี่ยนเป็น QT ตั้งแต่ปี 2025F

แผนภาพที่ 32: ECB มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่เดือน มิ.ย. โดยทั้งปี 2024F คาดว่าจะปรับลดราว 75 -100 bps (ปรับลดประมาณ 3-4 ครั้ง)

ECB deposit rate projections and official economic outlook from the ECB



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

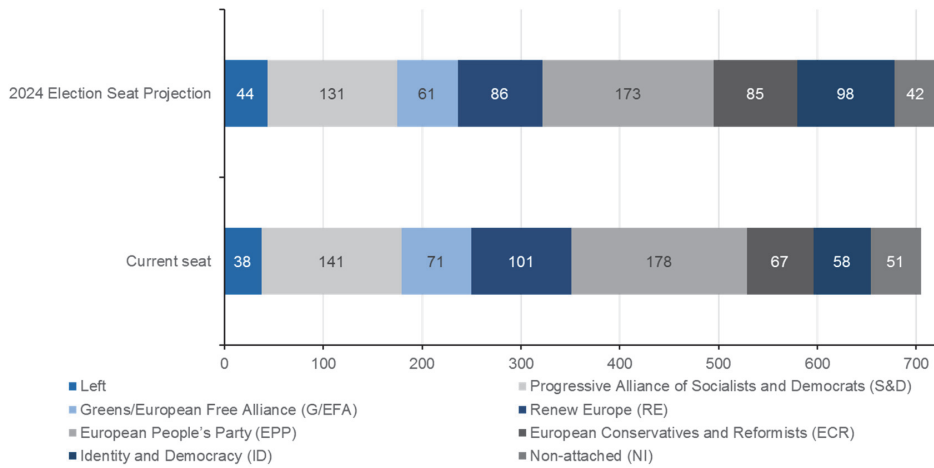
การเลือกตั้ง European Parliament อาจมีแนวโน้มไปทางอนุรักษ์นิยมมากขึ้น

การเลือกตั้ง European Parliament ที่จะเกิดขึ้นในช่วงวันที่ 6-9 มิ.ค. โดยจะมีการเลือกสมาชิกรัฐสภาจำนวน 720 คน จากประเทศสมาชิกทั้งหมด 27 ประเทศ ซึ่งสมาชิกรัฐสภาจะมีหน้าที่ในการร่างกฎหมายและกำหนดงบประมาณรายจ่ายที่เสนอโดยคณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission) เมื่อมองการคาดการณ์ที่นั่งในรัฐสภายุโรป พรรค European People's party หรือ EPP (กลุ่มพรรคการเมืองฝ่ายขวา-กลาง) และพรรค Progressive Alliance of Social and Democrats หรือ S&D (กลุ่มพรรคการเมืองฝ่ายซ้าย-กลาง) ยังคงเป็นพรรคที่มีที่นั่งใน

สภาเป็นอันดับที่ 1 และ 2 ตามลำดับ เช่นเดียวกับการเลือกตั้งครั้งก่อน อย่างไรก็ตาม จากการคาดการณ์ที่นั่งในสภาล่าสุด พบว่า พรรคฝ่ายขวาจัดอย่าง Identity and Democracy (ID) และพรรคฝ่ายขวา-กลาง European Conservative and Reformist (ECR) ได้มีที่นั่งในสภาที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะส่งผลต่อการร่างกฎหมายและการกำหนดงบประมาณรายจ่าย โดยจะโน้มไปทางฝั่งอนุรักษ์นิยมมากขึ้น ทั้งนี้นโยบายการจัดการผู้อพยพที่จะมีความเข้มงวดมากขึ้น การส่งงบประมาณสนับสนุนยูเครนที่อาจมีน้อยลงซึ่งอาจทำให้ความรุนแรงของสงคราม ยูเครน-รัสเซีย ลดลง และนโยบายเกี่ยวสิ่งแวดล้อมที่จะมีการส่งเสริมนโยบายที่จะออกมาใหม่หรือที่ดำเนินการอยู่ลดลง

แผนภาพที่ 33: คาดการณ์ที่นั่งในรัฐสภายุโรปที่จะมีกลุ่มพรรคการเมืองที่มีแนวคิดเชิงอนุรักษ์นิยมมากขึ้น

European Parliament Seat Projections: 2019 - 2024



Note: The United Kingdom was excluded from the projection after January 2020 due to Brexit. Latest update by Europe Elects: 29 February 2024
 ที่มา: europeelects.eu , TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: ผลต่อเศรษฐกิจและแนวโน้มนโยบายที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในกรณีต่างๆ ของการเลือกตั้งคณะกรรมการบริหารยุโรป

Parliament Election Scenario

| Coalition Scenario | Implications |
|---|---|
| A centrist grand coalition (EPP + S&D, usually also with RE) | Policy Continuity If a centrist grand coalition were to win in European elections, it could lead to a period of moderate governance, cooperation, and stability within the EU, while also addressing the pressing challenges facing the continent. |
| A centre + left coalition (S&D + RE+ G/EFA + the Left) | Progressive Policy Agenda A center-left coalition winning the European elections could lead to a governance approach focused on progressive policies, social justice, and environmental sustainability, while also navigating the complexities of coalition politics within the EU. |
| A centre + right coalition (EPP + RE + ECR, and sometimes ID) | Economic Focus The center-right coalition winning in European elections could lead to a governance approach focused on economic growth, market-oriented policies, security, and conservative social values, while also navigating the complexities of coalition politics within the EU. |

ที่มา: ecfr.eu, europeelects.eu , Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงต้นปีปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดประเมินในบางภาคส่วน อาทิ ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร อย่างไรก็ตาม การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงหดตัวในระดับสูง สะท้อนภาพของภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแออย่างต่อเนื่อง ด้านการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress) รัฐบาลจีนกำหนดเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024 ที่ “ราว 5%” ซึ่งเป็นเป้าหมายเดียวกับปี 2023 โดยเป้าหมายดังกล่าวสูงกว่าคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024F ที่ IMF และตลาดประเมินที่ระดับ 4.6%

ดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 51.4 จุด สูงสุดในรอบ 5 เดือน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 50.7 จุด จากดัชนีภาคบริการ (+0.9, 51.0 จุด) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 49.1 จุด แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 49.0 จุด ทั้งนี้ ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 51.4 จุด สูงสุดในรอบ 5 เดือน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 50.7 จุด จากดัชนีภาคบริการ (+0.9, 51.0 จุด) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ดัชนีภาคก่อสร้าง (-0.4, 53.5 จุด) ปรับตัวลดลง

ด้านอุปสงค์ภายในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค.-ก.พ. ขยายตัว 5.5% YoY ใกล้เคียงตลาดคาดที่ 5.6%

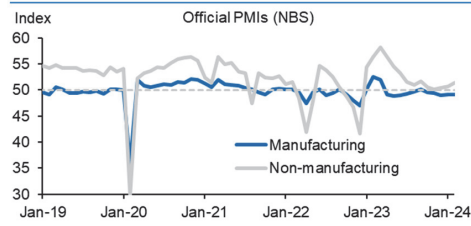
นำโดยหมวดร้านอาหาร (12.5% vs. 30.0% เดือน ธ.ค.) และเครื่องสำอาง (4.0% vs. 9.7% เดือน ธ.ค.) ชะลอตัวลง ขณะที่ ยอดขายรถยนต์ (8.7% vs. 4.0% เดือน ธ.ค.) เร่งตัวขึ้น

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค.-ก.พ. ขยายตัว 7.0% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 5.2% นำโดยผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (7.9% vs. 1.5% เดือน ธ.ค.) และการผลิตไฟฟ้า (8.3% vs. 8.0% เดือน ธ.ค.) เร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลผลิตวางจรรวม (16.5% vs. 34.0% เดือน ธ.ค.) และรถยนต์ (4.4% vs. 24.5% เดือน ธ.ค.) ชะลอตัวลง

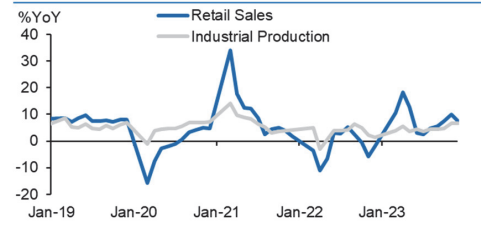
ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) เดือน ม.ค.-ก.พ. ขยายตัว 4.2% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.2% โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรหดตัวในอัตราที่ลดลง (-9.0% vs. -9.6% เดือน ธ.ค.) แต่ยังคงสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแกร่ง ด้านการลงทุนในภาคการผลิต (9.4% vs. 6.5% เดือน ธ.ค.) และโครงสร้างพื้นฐาน (6.3% vs. 5.9% เดือน ธ.ค.) เร่งตัวขึ้น

แผนภาพที่ 35: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงต้นปีปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดประเมินในบางภาคส่วน อาทิ ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร

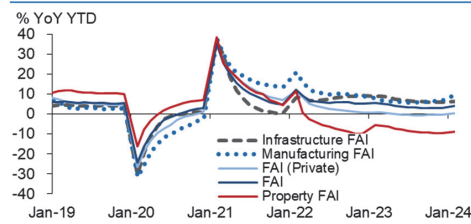
Manufacturing vs. non-manufacturing PMI



Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

การประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress: NPC) รัฐบาลได้กำหนดเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024 ที่ "ราว 5%" ซึ่งเป็นเป้าหมายเดียวกับปี 2023

ในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People's Congress: NPC) นาย Li Qiang ระบุว่ารัฐบาลได้กำหนดเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024 ที่ "ราว 5%" ซึ่งเป็นเป้าหมายเดียวกับปี 2023 โดยเป้าหมายดังกล่าวสูงกว่าคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024 ที่ IMF และตลาดประเมินที่ระดับ 4.6%

ด้านนโยบายการคลัง รัฐบาลตั้งเป้าขาดดุลการคลัง (Fiscal Deficit) ที่ระดับ 3.0% ของ GDP ลดลงจาก 3.8% ปีก่อน โดยในปีนี้ จีนวางแผนที่จะออกพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอีก 1 ล้านล้านหยวน (Ultra-long Central Government Special Bonds) และกำหนดโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น (Local Government Bonds) ไว้ที่ 3.9 ล้านล้านหยวน เพิ่มขึ้นจาก 3.8 ล้านล้านหยวนในปีก่อน

ด้านการดำเนินนโยบายการเงินจะยังคงเป็นไปอย่างรอบคอบ (Prudent) ส่วนเป้าหมายเงินเฟ้อถูกคงไว้เท่าเดิมที่ประมาณ 3.0% ขณะที่รัฐบาลตั้งเป้าหมายการเติบโตของยอดระดมทุนรวมสุทธิ (TSF) ต่อปริมาณเงินในระบบ M2 ให้สอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ

ด้านตลาดแรงงาน รัฐบาลตั้งเป้าการจ้างงานใหม่ในเขตเมือง (New Urban Job Creation) มากกว่า 12 ล้านตำแหน่ง ใกล้เคียงกับปีก่อนที่ประมาณ 12 ล้านตำแหน่ง และตั้งเป้าอัตราการว่างงาน (Surveyed Jobless Rate) ที่ประมาณ 5.5% เท่ากับปีก่อน

การตั้งเป้า GDP ปีนี้ที่ "ราว 5%" ค่อนข้างสอดคล้องกับที่ตลาดประเมินไว้ก่อนการประชุม แต่สูงกว่าคาดการณ์ของ IMF และ Bloomberg Consensus ที่ 4.6% อย่างมีนัยยะ สะท้อนความท้าทายในการบรรลุเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจในปีนี้ที่ค่อนข้างมาก โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับปี 2023 ที่ได้รับผลจากฐานที่ต่ำของปี 2022 จากภาพดังกล่าวทำให้เรามองว่าจีนมีแนวโน้มจะดำเนินนโยบายไปในลักษณะที่ผ่อนคลายเพื่อบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ อาทิ การลดดอกเบี้ย รวมถึงการดำเนินมาตรการต่างๆ เพื่อสนับสนุนการบริโภคภายในประเทศและการลงทุน

แผนภาพที่ 36: การตั้งเป้า GDP ปีนี้ที่ “ราว 5%” ค่อนข้างสอดคล้องกับที่ตลาดประเมินไว้ก่อนการประชุม แต่สูงกว่าคาดการณ์ของ IMF และ Bloomberg Consensus ที่ 4.6% อย่างมีนัยยะ สะท้อนความท้าทายในการบรรลุเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจในปีที่ยังคงมีอยู่

Main economic targets

| | 2020 Targets | 2021 Targets | 2022 Targets | 2023 Targets | 2024 Targets |
|---|-----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------------------|
| GDP (%YoY) | - | Above 6.0% | Around 5.5% | Around 5.0% | Around 5.0% |
| Surveyed unemployment rate | Around 6.0% | Around 5.5% | Below 5.5% | Around 5.5% | Around 5.5% |
| Job creation (persons) | 9 Million | More than 11 Million | More than 11 Million | Around 12 Million | More than 12 Million |
| Fiscal target | | | | | |
| Fiscal deficit (%GDP) | 3.6% “or above” | 3.2% | 2.8% | 3.8% | 3.0% |
| Local government bonds (RMB, trn) | 3.75 | 3.65 | 3.65 | 3.80 | 3.90 |
| Special central government bonds (RMB, trn) | 1 | - | - | - | 1 (~0.7% GDP) |
| Monetary policy | | | | | |
| Monetary policy stance | Prudent, flexible and appropriate | Prudent | Supportive | Prudent | Prudent |
| M2 and TSF | Significantly higher than 2019 | In line with GDP growth | In line with GDP growth | In line with GDP growth | In line with GDP growth & price level |
| CPI (%YoY) | Around 3.5% | Around 3% | Around 3% | Around 3% | Around 3% |

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

ราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ เดือน ม.ค. อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 22 ที่ระดับ -1.24% YoY และหดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้นจาก -0.89% ในเดือน ธ.ค.

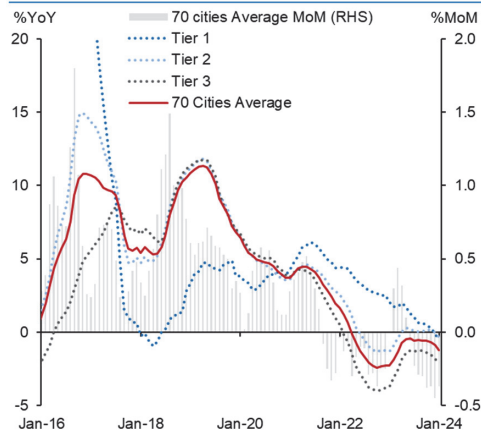
กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแกร่งต่อเนื่องตลอดทั้งปี 2023 แม้ภาคอสังหาริมทรัพย์จะได้รับแรงหนุนจากมาตรการต่างๆของภาครัฐ โดยพื้นที่ยอดก่อสร้างบ้านใหม่และพื้นที่ยอดขายบ้านใหม่ยังคงอ่อนแอเมื่อเทียบกับช่วงปีก่อนหน้า ทั้งนี้ เข้าสู่ปี 2024 กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงส่งสัญญาณที่ไม่แข็งแกร่งต่อเนื่องจากปีที่แล้ว โดยราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ เดือน ม.ค. อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 22 ที่ระดับ -1.24% YoY และหดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้นจาก -0.89% ในเดือน ธ.ค. โดยมีทั้งหมด 17 เมืองจากทั้งหมด 70 เมืองที่ราคาบ้านใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลงจาก 20 เมือง ในเดือนก่อน) โดยหากพิจารณาเมืองเป็นรายกลุ่ม ราคาบ้านในกลุ่มเมืองหลัก (Tier 1), กลุ่มเมืองรองลำดับที่ 2 (Tier 2) และราคาในเมืองรองลำดับที่ 3 (Tier 3) ล้วนอยู่ในเกณฑ์หดตัว ซึ่งราคาบ้านใหม่ในกลุ่มเมืองหลัก (-0.55% vs. -0.10% เดือนก่อน) และกลุ่มเมืองรองลำดับที่ 2 (-0.36% vs. -0.01% เดือนก่อน) และกลุ่มเมืองรองลำดับที่ 3 (-2.16% vs. -1.80% เดือนก่อน) หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงอ่อนแอ ประกอบกับราคาบ้านที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ในวันที่ 20 ก.พ. ทางธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์ให้แก่ลูกค้าชั้นดีระยะ 5 ปี (5-Year LPR) ซึ่งเป็นดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับดอกเบี้ยบ้าน (Mortgage Rate) ลง -25bps เป็น 3.95% มากกว่าที่ตลาดคาดว่าจะปรับลดลง -10bps โดยนับเป็นการปรับลดครั้งแรกตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2023 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการปรับลดดอกเบี้ยในครั้งนี้ น่าจะยังไม่เพียงพอที่ทำให้ภาคอสังหาริมทรัพย์กลับมาฟื้นตัวได้อย่างมีนัยยะสำคัญ

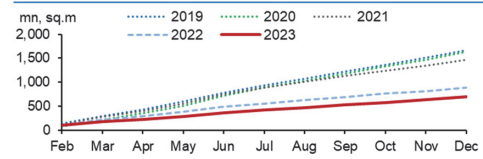
โดยหากพิจารณาถึงอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยสำหรับสินเชื่อที่อยู่อาศัยในจีน ซึ่งปรับตัวลดลงมาโดยตลอดนับตั้งแต่ปี 2022 แต่ไม่ส่งผลให้ยอดคงค้างของสินเชื่อบ้านปรับตัวขึ้นได้ ทำให้เรามองว่าการลดดอกเบี้ยสำหรับที่อยู่อาศัยในจีน อาจไม่ทำให้ภาคอสังหาริมทรัพย์ฟื้นตัวอย่างมีนัยยะสำคัญ หากไม่มีมาตรการที่ช่วยหนุนด้านความเชื่อมั่นของผู้ซื้อ และพยุงราคาบ้าน ทำให้เรามองว่าทางการเงินอาจพิจารณาออกมาตรการเพิ่มเติม หากมีความจำเป็น อาทิ มาตรการเสริมสภาพคล่องสำหรับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และมาตรการในการกระตุ้นอุปสงค์ เป็นต้น

แผนภาพที่ 37: ราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ เดือน ม.ค. อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 22 ที่ระดับ -1.24% YoY และหดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้นจาก -0.89% ในเดือน ธ.ค. โดยมีทั้งหมด 17 เมืองจากทั้งหมด 70 เมืองที่ราคาบ้านใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลงจาก 20 เมือง ในเดือนก่อน)

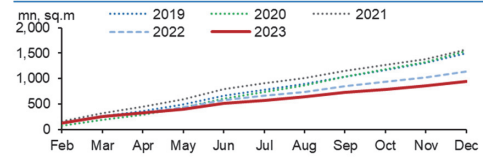
New home prices



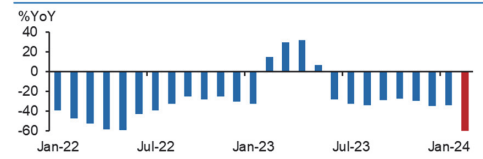
Floor space: newly started (YTD) ¹⁾



Floor space: sold (YTD) ¹⁾



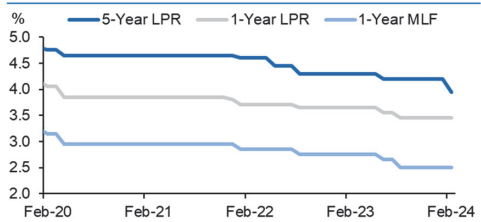
Sales of Top 100 developers



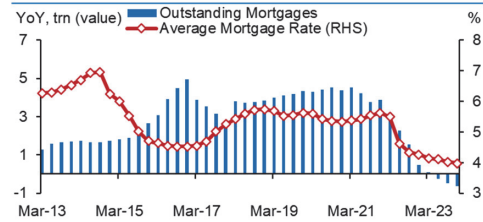
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 38: ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ธนาคารพาณิชย์ให้แก่ลูกค้าชั้นดีระยะ 5 ปี (5-Year LPR) ซึ่งเป็นดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับดอกเบี้ยบ้าน (Mortgage Rate) ลง -25bps เป็น 3.95% มากกว่าที่ตลาดคาดว่าจะปรับลดลง -10bps เป็น 4.10% นับเป็นการปรับลดครั้งแรกตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2023

Key rates



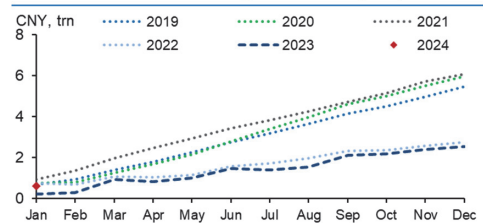
Change in outstanding mortgages



Real yield



Household: medium & long-term loans (YTD)



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



เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นหลุดจากภาวะ Technical Recession โดย GDP ไตรมาสที่ 4/2023 อย่างเป็นทางการ พลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว 0.4% QoQ, saar (vs. -0.4% ตัวเลขเบื้องต้น) และเร่งตัวขึ้นจาก -3.2% ไตรมาสก่อน ส่วนหนึ่งจากแรงหนุนของการลงทุนอื่นที่มีไปอยู่ที่อสังหาริมทรัพย์ที่เร่งตัวขึ้นมาก ขณะที่ยอดส่งออกสุทธิเป็นอีกหนึ่งแรงส่งให้กับเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 4 ด้านนโยบายการเงิน ในการประชุม ณ วันที่ 18-19 มี.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติให้ยุติการดำเนินนโยบายดอกเบี้ยติดลบ (Negative Interest Rate Policy: NIRP) และยกเลิกการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield Curve Control: YCC) และหยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน ETFs กับ J-REITs

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง โดยดัชนี Composite PMI เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 50.6 จุด ด้านภาคบริการ (-0.2, 52.9 จุด) ปรับตัวลดลงเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 18 ด้านภาคการผลิตปรับตัวลดลง (-0.8, 47.2 จุด) ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2020 ทั้งนี้ ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวลดลง ด้านการจ้างงานปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่ ม.ค. 2021 ด้านดัชนีราคาต้นทุนการผลิตปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 7 เดือน

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 0.2% MoM, SA จาก -1.5% เดือนก่อน โดยเมื่อเทียบกับช่วง

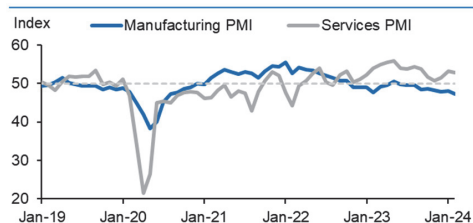
เดียวกันของปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 2.1% YoY ชะลอตัวลงจาก 2.3% เดือนก่อน แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 23

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค. หดตัว -6.7% MoM, SA จาก 1.2% เดือนก่อน โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัว -1.5% YoY (vs. -1.1% เดือนก่อน)

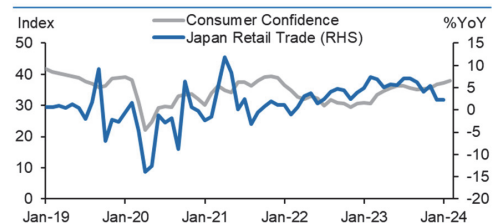
ยอดส่งออก (Exports) เดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 11.9% YoY จาก 9.7% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 9.5% ด้านการนำเข้า (Imports) ยังคงหดตัวในระดับสูงที่ระดับ -9.6% จาก -6.8% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -8.7% ขณะที่ดุลการค้า (Trade Balance) ขาดดุล 1,760 พันล้านเยน จากที่เกินดุลเล็กน้อยที่ระดับ 59 พันล้านเยน ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 39: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง

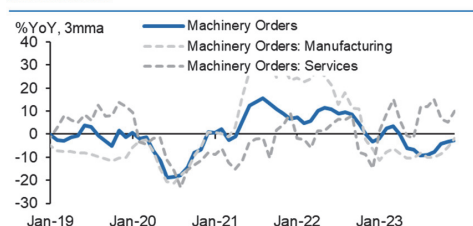
Manufacturing vs. Services PMI



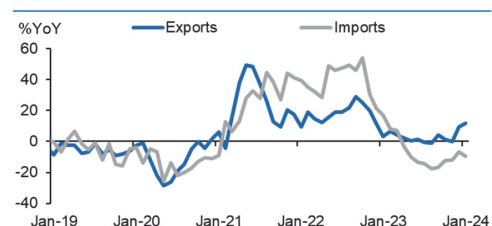
Retail sales



Investment



Trade



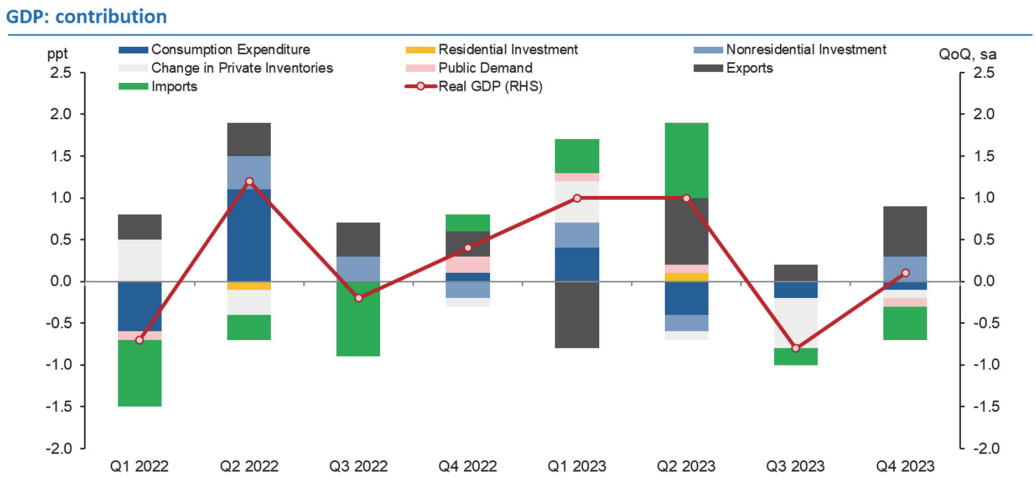
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

GDP ไตรมาสที่ 4/2023 อย่างเป็นทางการ พลิกกลับมาขยายตัว 0.4% QoQ, saar (vs. -0.4% ตัวเลขเบื้องต้น) ส่งผลให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นหลุดจากภาวะ Technical Recession

GDP ไตรมาสที่ 4/2023 อย่างเป็นทางการ พลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว 0.4% QoQ, saar (vs. -0.4% ตัวเลขเบื้องต้น) และเร่งตัวขึ้นจาก -3.2% ไตรมาสก่อน ส่งผลให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นหลุดจากภาวะ Technical Recession โดยหากเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน GDP ชะลอตัวลงเป็น 1.2% YoY จาก 1.6% ไตรมาสก่อน โดยทั้งปี 2023 เศรษฐกิจญี่ปุ่นขยายตัว 1.9% เร่งตัวขึ้นจาก 1.0% ในปี 2022

โดยการลงทุนของภาคเอกชนที่มีใช้ที่อยู่อาศัยเร่งตัวขึ้นมากเป็น 8.4% QoQ, saar (vs. -0.5% ไตรมาสก่อน) และหนุน GDP ได้ราว 0.3ppt ส่วนการบริโภคภาคเอกชน -1.0% (vs. -1.4% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนในที่อยู่อาศัย -3.9% (vs. -2.5% ไตรมาสก่อน) ยังคงไม่แข็งแกร่ง ด้านการใช้จ่ายภาครัฐยังคงไม่แข็งแกร่งและหดตัว -1.1% (vs. 0.1% ไตรมาสก่อน) จากการบริโภคของภาครัฐที่พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว -0.7% (vs. 1.1% ไตรมาสก่อน) รวมถึงการลงทุนของภาครัฐ -3.0% (vs. -4.0% ไตรมาสก่อน) ที่ยังไม่แข็งแกร่ง ด้านกิจกรรมภาคต่างประเทศ การส่งออกเร่งตัวขึ้นเป็น 10.7% QoQ, saar (vs. 3.8% ไตรมาสก่อน) และการนำเข้าเร่งตัวขึ้นเป็น 6.9% (vs. 4.0% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้ยอดส่งออกสุทธิ (Net Exports) เป็นปัจจัยหนุน GDP ราว 0.2ppt

แผนภาพที่ 40: GDP ไตรมาสที่ 4/2023 พลิกกลับมาขยายตัว ส่งผลให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นหลุดจากภาวะ Technical Recession



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

BoJ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในรอบ 17 ปี และยกเลิกการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (YCC)

ในการประชุม ณ วันที่ 18-19 มี.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้ยุติการดำเนินนโยบายดอกเบี้ยติดลบ (Negative Interest Rate Policy: NIRP) และยกเลิกการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield Curve Control: YCC) และหยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน ETFs กับ J-REITs โดยการประชุมมีมติสำคัญ ดังต่อไปนี้

1. มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (7 ต่อ 2) ในการสนับสนุนให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นอยู่ในกรอบประมาณ 0% ถึง 0.1% (“The Bank will encourage the uncollateralized overnight call rate to remain at around 0 to 0.1 percent.”)
2. มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมาก (8 ต่อ 1) ในการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลต่อไป โดยระบุจะเข้าซื้อในปริมาณใกล้เคียงเดิม

เคียงเดิม (“The Bank will continue its JGB purchases with broadly the same amount as before.”) ทั้งนี้ ในกรณีที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทาง BoJ สามารถเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลในอัตราที่เพิ่มขึ้นได้

3. มีมติเอกฉันท์ในการยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์บางประเภท อาทิ ETFs และ J-REITs นอกจากนี้ทาง BoJ จะลดวงเงินการเข้าซื้อตราสารหนี้เอกชนระยะสั้น (Commercial Papers) และตราสารหนี้เอกชนระยะยาว (Corporate Bonds) อย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยได้มีการระบุว่าจะยุติการเข้าซื้อในอีกประมาณหนึ่งปี

นอกจากนี้ ในแถลงการณ์ของ BoJ คณะกรรมการมองเห็นถึงการบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพด้านราคา 2% ได้อย่างยั่งยืนและมั่นคงแล้ว และได้ระบุเพิ่มเติมว่า การดำเนินนโยบายการเงินผ่านมาตรการ QQE ซึ่งประกอบด้วยควบคุมอัตรา

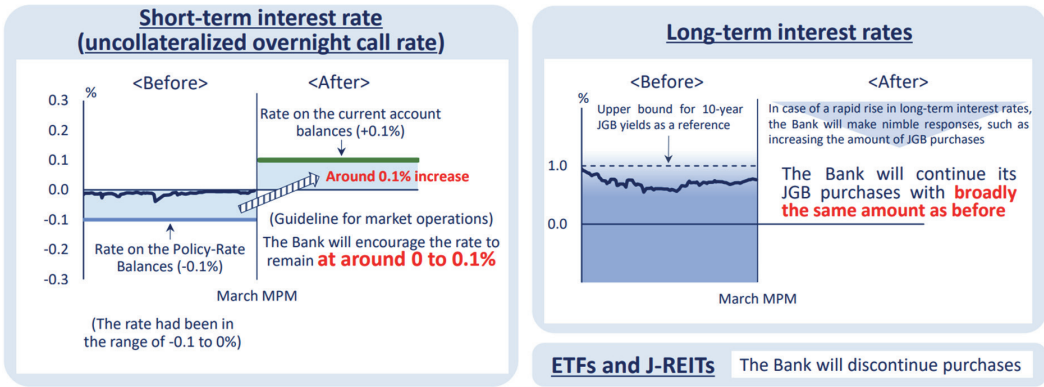
ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (YCC) และการดำเนินนโยบาย ดอกเบี้ยติดลบ (NIRP) ได้บรรลุจุดประสงค์แล้ว อย่างไรก็ตาม ด้วยมุมมองต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในปัจจุบัน ทาง BoJ มองว่าภาวะทางการเงินยังต้องถูกคงไว้ในระดับผ่อนคลายเป็นไป ก่อน (“The bank anticipates that accommodative financial conditions will be maintained for the time being”)

ภายหลังการประชุม นาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาระบุว่า ทางธนาคารกลางจะใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นเป็นเครื่องมือหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน และจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้สอดคล้องกับพัฒนาการของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ (“Our main policy target will be the short-term interest rate. We will change the short-term rate level in line with changes in economic and price developments.”) นอกจากนี้ นาย Ueda ระบุว่าโอกาสที่เงินเฟ้อจะบรรลุเป้าหมายของ BoJ อย่างมั่นคงได้ปรับเพิ่มขึ้น โดยหากโอกาสและแนวโน้ม

เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นต่อ จะนำไปสู่การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อย่างไรก็ตาม นาย Ueda ยังคงระบุดึงการรักษาสถานะทางการเงินให้ผ่อนคลายเป็นไป (Accommodative financial Conditions)

โดยสรุป BoJ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในรอบ 17 ปี และยกเลิกมาตรการ YCC แต่ยังคงรักษาระดับการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (QE) ในอัตราที่ใกล้เคียงเดิมราว 6 ล้านล้านเยนต่อเดือน (ประมาณ 40,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ทั้งนี้ เรามองว่าทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ ในปีนี้ ยังมีความเสี่ยงด้านสูง (Upside Risks) ที่ BoJ อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นต่อ อย่างไรก็ตาม BoJ อาจคงที่ที่ผ่อนคลายเป็นไปก่อนเพื่อรอดูพัฒนาการของเงินเฟ้อและค่าจ้างเป็นสำคัญก่อนที่จะตัดสินใจเพิ่มเติม มองไปในระยะข้างหน้า ควรจับตาดูการประชุมครั้งถัดไปของ BoJ (25-26 เม.ย.) ที่จะรวมประมาณการเงินเฟ้อและเศรษฐกิจของปีงบประมาณ FY2026F ซึ่งจะเป็นการส่งสัญญาณถึงทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต

แผนภาพที่ 41: ในการประชุม ณ วันที่ 18-19 มี.ค. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้ยุติการดำเนินนโยบายดอกเบี้ยติดลบ (Negative Interest Rate Policy: NIRP) และยกเลิกการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield Curve Control: YCC) และหยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่าน ETFs กับ J-REITs



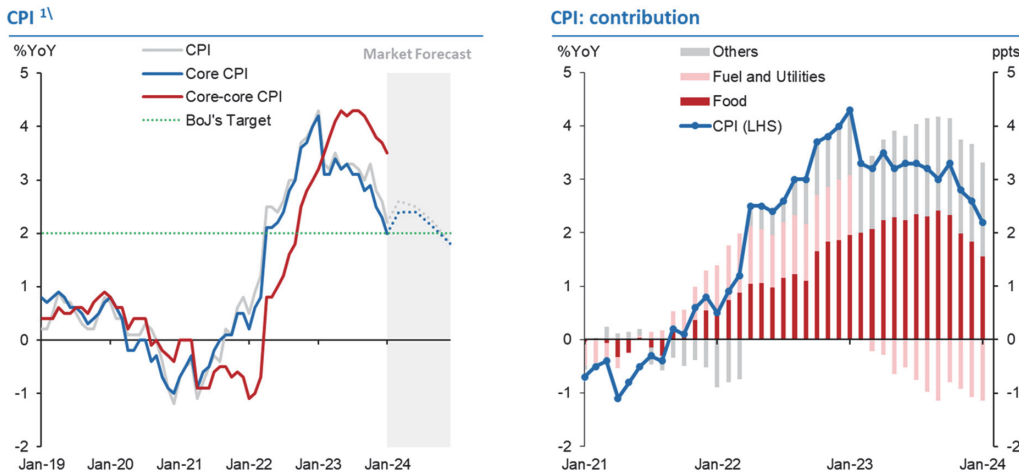
ที่มา: Bank of Japan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า ส่วนหนึ่งด้วยผลของฐานที่ต่ำจากมาตรการช่วยเหลือด้านราคาพลังงานของภาครัฐที่เริ่มเข้ามามีบทบาทในช่วงเดือน ก.พ. 2023

เงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ม.ค. ชะลอตัวลงเป็น 2.2% YoY จาก 2.6% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 1.9% โดยราคาในหมวดอาหาร (5.7% vs. 6.7% เดือนก่อน) และหมวดสินค้าการ (6.8% vs. 7.8% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ขณะที่ราคาพลังงานและไฟฟ้า (-13.9% vs. -13.2% เดือนก่อน) หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ราคาในหมวดการศึกษา (1.4% vs.

1.3% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้นเล็กน้อย ขณะที่หากไม่นับรวมราคาอาหารสด (Core CPI) ชะลอตัวลงเป็น 2.0% YoY จาก 2.3% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 1.9% ขณะที่หากไม่นับรวมทั้งราคาอาหารสดและพลังงาน (Core-Core CPI) ชะลอตัวลงเป็น 3.5% จาก 3.7% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.3% ทั้งนี้ เรามองว่าเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า ส่วนหนึ่งจากผลของฐานที่ต่ำจากมาตรการช่วยเหลือด้านราคาพลังงานของภาครัฐที่เริ่มเข้ามามีบทบาทในช่วงเดือน ก.พ. 2023

แผนภาพที่ 42: เงินเพื่อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ม.ค. ชะลอตัวลงเป็น 2.2% YoY จาก 2.6% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 1.9%



Note: 1\ Consensus as of 28 Feb.

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

สหภาพแรงงาน (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ประกาศผลเบื้องต้นสำหรับการเจรจาค่าจ้างประจำปี โดยผลการเจรจาปรับขึ้นเพิ่มขึ้นเฉลี่ยที่ระดับ 5.28% (vs. 3.80% ผลเบื้องต้นปี 2023)

ตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ซึ่งรวมรายได้ทุกอย่างทั้งเงินเดือน ค่าล่วงเวลาและเงินจ่ายพิเศษ เดือน ม.ค. ขยายตัว 2.0% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 0.8% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 1.2% ทั้งนี้ หากพิจารณาจากฐานการสำรวจเดิม (Same Sample Base) พบว่าไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนที่ระดับ 2.0%

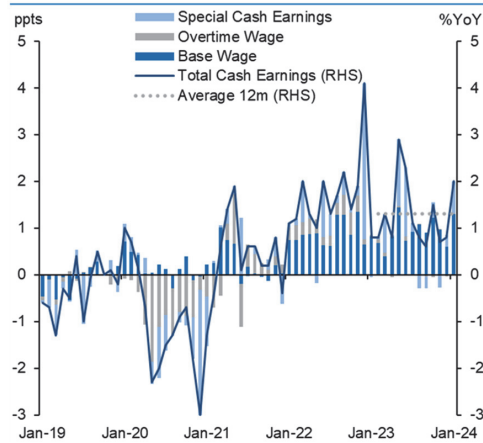
- การเร่งตัวของค่าจ้างรายเดือน นำโดย เงินจ่ายพิเศษ (16.2% YoY vs. 0.5% เดือนก่อน) และค่าล่วงเวลา (0.4% vs. -1.2% เดือนก่อน) ขณะที่เงินจ่ายปกติขยายตัวในอัตราเท่าเดิมที่ระดับ 1.4%
- โดยเมื่อแบ่งเป็นลักษณะการจ้างงาน พบว่า ตัวเลขค่าจ้างของพนักงานประจำ (2.3% YoY vs. 1.4% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ขณะที่ตัวเลขค่าจ้างสำหรับพนักงานพาร์ทไทม์ (2.2% vs. 2.4% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงเล็กน้อย

ด้านอัตราค่าจ้างที่แท้จริง (Real Cash Earnings) พบว่าหดตัวในอัตราที่ลดลงเป็น -0.6% YoY จาก -2.1% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ -1.5% แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 22

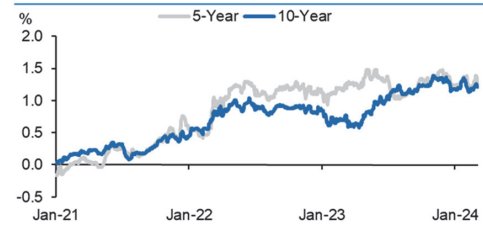
ทั้งนี้ หากพิจารณาปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อตัวเลขค่าจ้างพบว่า ผลการเจรจาซึ่งประกาศออกมาในวันที่ 15 มี.ค. ปรับตัวขึ้นได้ในระดับสูง ซึ่งจะเป็นหนึ่งในปัจจัยที่หนุนการเติบโตค่าจ้างได้ในปีนี้ โดยสหภาพแรงงาน (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ประกาศผลเบื้องต้นสำหรับการเจรจาประจำปี โดยผลการเจรจาปรับขึ้นเพิ่มขึ้นเฉลี่ยที่ระดับ 5.28% (vs. 3.80% ผลเบื้องต้นปี 2023) และสูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้มาก โดยสหภาพแรงงานส่งคำขอปรับขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยอยู่ที่ 5.85% (vs. 4.49% ปีก่อน) ขณะที่เป้าหมายของ RENGO ในปีนี้ อยู่ที่ “อย่างน้อย” 5% (vs. “ประมาณ” 5% ปีก่อน) อย่างไรก็ตาม ข้อมูลจะมีการเปิดเผยทั้งสิ้น 7 ครั้ง โดยผลสำรวจครั้งสุดท้าย (ครั้งที่ 7) คาดว่าจะรายงานในช่วงต้นเดือน ก.ค. ซึ่งส่วนใหญ่แล้วคำขอปรับขึ้นค่าจ้างโดยเฉลี่ยของสหภาพแรงงานและตัวเลขการปรับขึ้นค่าจ้างเบื้องต้นจะสูงกว่าตัวเลขที่จะรายงานครั้งสุดท้ายที่เป็นข้อสรุป

แผนภาพที่ 43: ตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) เดือน ม.ค. ขยายตัว 2.0% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 0.8% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 1.2%

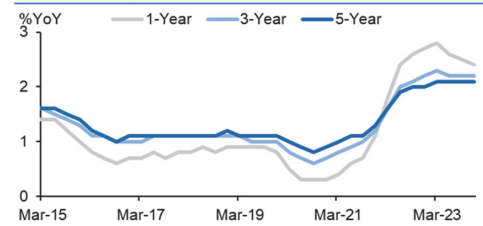
Wages: contribution



Breakeven inflation



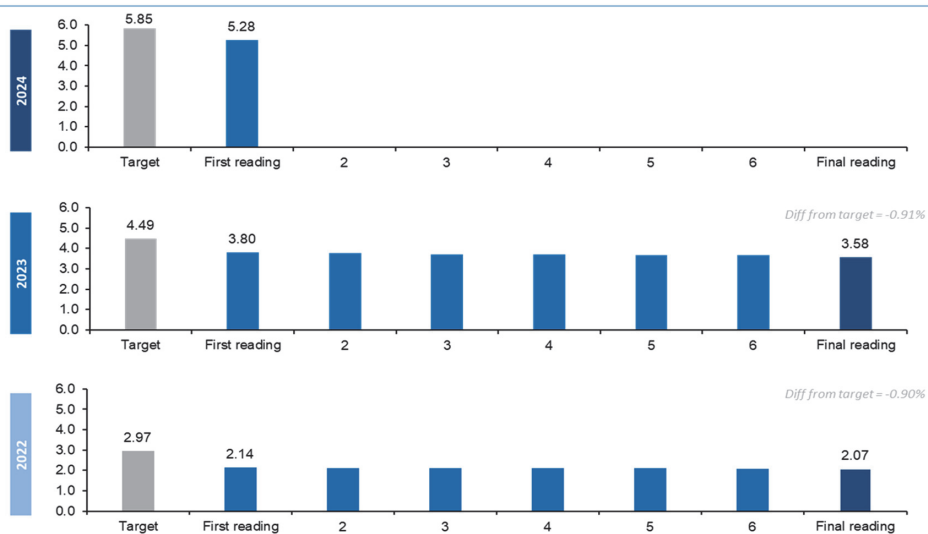
Tankan survey: CPI outlook by corporates



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

แผนภาพที่ 44: ผลการเจรจาค่าจ้างปรับตัวเพิ่มขึ้นเฉลี่ยที่ระดับ 5.28% (vs. 3.80% ผลเบื้องต้นปี 2023) และสูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้มาก โดยสหภาพแรงงานส่งคำขอปรับขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยอยู่ที่ 5.85% (vs. 4.49% ปีก่อน)

Shunto wage negotiation



ที่มา: JTUC-RENGO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

แม้เครื่องยนต์หลักทางเศรษฐกิจของไทยส่วนใหญ่จะกลับมาเป็นบวกได้ในปี 2024F แต่โมเมนตัมที่ชะลอลงในช่วงท้ายปี 2023 กังวลการส่งออกสินค้าที่ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด ราชธวัชจากนักท่องเที่ยวยุโรปที่พลาดเป้า งบประมาณภาครัฐที่ล่าช้า และปัญหาเชิงโครงสร้างที่ยังไม่ได้รับการแก้ไขอย่างตรงจุด เราคาดว่าปัจจัยเหล่านี้จะกดดันความสามารถในการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไป เราจึงปรับประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2024F ลงเป็น 3.0% จากเดิมที่มอง 3.5% ทั้งนี้ เรามองการขยายตัวของเศรษฐกิจในปี 2024F ดีขึ้นจากปี 2023 ที่ผ่านมา เนื่องจากภาคการท่องเที่ยวยังคงฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง และนักท่องเที่ยวมีแนวโน้มใช้จ่ายต่อหัวสูงขึ้นจากปีก่อน ประกอบกับการค้าระหว่างประเทศที่คาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวได้ในปี 2024F นี้หลังอุปสงค์โลกเริ่มฟื้นตัว ขณะเดียวกัน การเบิกจ่ายงบประมาณ FY24 คาดว่าจะทำได้ในช่วงปลายเดือน เม.ย. และมีโอกาสที่จะเห็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งหลังของปี เราจึงมองว่าปัจจัยข้างต้นจะเป็นแรงส่งที่สำคัญให้กับเศรษฐกิจไทยในปี 2024F นี้

เราคาด กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยราว 0.5% ในช่วงครึ่งหลังของปี (2 ครั้ง ครั้งละ 0.25%) หลังอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจต่ำลงจากเดิม และอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปีนี้อาจต่ำกว่าทรงตัวในระดับที่ต่ำลง (1.5% เทียบกับ 2.0% ในประมาณการครั้งก่อน)

แผนภาพที่ 45: เราปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยลงเป็น 3.0% ในปี 2024F และคาด กนง. มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งหลังของปีราว 0.5% จากแนวโน้มการกลับทิศของนโยบายการเงินทั่วโลก ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยที่ต่ำลง และอัตราเงินเฟ้อที่ทรงตัวในระดับต่ำกว่าที่เคยประเมินไว้

Forecast of economic indicators

| Indicators | Unit | 2023 | TISCO ESU | | | Bo T | | NESDC |
|-------------------------|-----------|------|-----------|-------|---------|-------|----------|---------|
| | | | 2023F | 2024F | Revised | 2024F | 2024F DW | |
| GDP | % | 1.9 | 2.6 | 3.5 | 3.0 | 3.2 | 3.8 | 2.2-3.2 |
| Private Consumption | % | 7.1 | 6.3 | 2.7 | 3.2 | 3.2 | 4.5 | 3.0 |
| Public Consumption | % | -4.6 | -3.9 | 3.2 | 1.5 | 1.1 | 1.1 | 1.5 |
| Private Investment | % | 3.2 | 2.0 | 3.0 | 3.9 | 3.6 | 3.9 | 3.5 |
| Public Investment | % | -4.6 | 0.2 | 5.7 | -2.3 | 2.7 | 2.7 | -1.8 |
| Exports (f.o.b) | % | -1.7 | -1.7 | 5.0 | 2.6 | 5.6 | 5.6 | 2.9 |
| Imports (f.o.b) | % | -3.1 | -3.1 | 5.3 | 7.6 | 4.9 | 5.2 | 4.4 |
| Tourist Arrivals | Million | 28.1 | 28.0 | 35.0 | 35.0 | 34.5 | 34.5 | 35.0 |
| Current Account Balance | US\$, Bn | 7.0 | 7.0 | 12.4 | 8.5 | 10.0 | 8.3 | 7.4 |
| Headline Inflation | % | 1.2 | 1.2 | 2.0 | 1.5 | 2.0 | 2.2 | 0.9-1.9 |
| Dubai Oil Price (AoP) | US\$/bbl. | 82.0 | 77.0 | 90.0 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | 80-90 |
| Policy Rate (EoP) | % | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.0 | -- | -- | -- |
| USD/THB (AoP) | Bt/US\$ | 34.8 | 34.8 | 35.0 | 35.0 | -- | -- | -- |

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

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ม. ค. ปรับดีขึ้น แต่การฟื้นตัวยังค่อนข้างช้า โดยการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวดีตามสัดส่วนนักท่องเที่ยวระยะยาวที่เพิ่มขึ้น ขณะที่การผลิตเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวตามภาคการส่งออกสินค้า แต่รายได้ภาคเกษตรที่หดตัวต่อเนื่องอาจกดดันการใช้จ่ายของคนไทยต่อไปอีกระยะหนึ่ง

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจในเดือน ม. ค. ปรับดีขึ้น แต่การฟื้นตัวยังค่อนข้างช้า โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 3.0 ล้านคนในเดือน ม.ค. (vs. 3.3 ล้านคน เดือนก่อน) ขยายตัว 41.5% YoY จากการเข้ามาของนักท่องเที่ยวจีนและเอเชีย (อินเดียและคาซัคสถาน) ที่ดีขึ้น โดยส่วนหนึ่งได้รับแรงหนุนจากมาตรการ VISA-Free ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวยุโรป ไม่รวมรัสเซียยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่งผลให้รายรับจากนักท่องเที่ยวปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก (+17.1% vs. 3.9% เดือนก่อน) ตามจำนวนนักท่องเที่ยว รวมถึงจำนวนวันพักเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นไปตามสัดส่วนของนักท่องเที่ยวระยะยาวที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับนักท่องเที่ยวระยะสั้น ขณะที่การบริโภคภาคเอกชน (PCI) ชะลอลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 1.5% YoY (vs. 3.1% เดือนก่อน) แม้ว่ากาใช้จ่ายจะเพิ่มขึ้นในเกือบทุกหมวด แต่เมื่อหักการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่างชาติออกไป การใช้จ่ายของคนไทยตรงตัวจากเดือนก่อนส่วนรายได้เกษตรหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ที่ระดับ -0.6% YoY ผลกระทบจากภัยแล้งทำให้ปริมาณผลผลิตลดลง (-4.4%) โดยเฉพาะปาล์มน้ำมันและอ้อย ทั้งนี้ แม้อาชีพสินค้าเกษตรจะปรับ

ตัวเพิ่มขึ้น (+4.0% YoY) แต่ยังไม่สามารถชดเชยผลกระทบในเชิงลบได้จึงมองการบริโภคในประเทศของคนไทยอาจชะลอตัวลงบ้าง แต่จะเร่งขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี

การใช้จ่ายภาครัฐ (ไม่รวมเงินโอน) หดตัวเล็กน้อย -0.9% YoY สำหรับรายจ่ายประจำ ขณะที่รายจ่ายเพื่อการลงทุนยังคงอ่อนแอและหดตัวสูง -47% YoY ผลจากงบประมาณฯ FY24 ที่ล่าช้าซึ่งยังคงกดดันเศรษฐกิจไทยอย่างต่อเนื่อง

ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (MPI) หดตัวในอัตราที่น้อยลงเมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า (-2.9% YoY vs. -4.7% เดือนก่อน) โดยการผลิตรถยนต์มีพัฒนาการที่ดีขึ้นจากการผลิตรถยนต์นั่งส่วนบุคคลเพื่อส่งมอบแก่คำสั่งซื้อในงาน Motor Expo ช่วงท้ายปีที่ผ่านมา ขณะเดียวกัน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) แม้ยังคงไม่แข็งแกร่ง แต่ปรับตัวดีขึ้นเป็น -0.2% YoY (vs. -1.9% เดือนก่อน) แรงหนุนจากการลงทุนในหมวดก่อสร้างที่เพิ่มขึ้น ขณะเดียวกัน การลงทุนด้านเครื่องจักรและอุปกรณ์เพิ่มขึ้นสอดคล้องกับการนำเข้าสินค้าทุนที่ฟื้นต่อเนื่อง (+7.7% vs. +2.0% เดือนก่อน) ทำให้สัญญาณของการฟื้นตัวในภาคการค้าระหว่างประเทศมีแนวโน้มสดใสมากขึ้นในระยะต่อไป ต่อเนื่องจากการส่งออกสินค้า (f.o.b.) ในเดือน ม.ค. ที่เร่งตัวขึ้นเป็น 7.2% YoY (vs. +3.0% เดือนก่อน) ขณะที่การนำเข้าสินค้าพลิกกลับมาขยายตัวที่ระดับ 1.5% (vs. -1.7% เดือนก่อน) ส่งผลให้ดุลการค้าขาดดุล 1.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 46 :เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวขึ้นในเดือน ม.ค. แต่ระดับของการฟื้นตัวยังค่อนข้างช้า โดยการเร่งขึ้นของรายจ่ายจากนักท่องเที่ยวต่างชาติช่วยหนุนการบริโภคภาคเอกชนให้ยังขยายตัวได้

Key economic indicators heat map ^{1\}

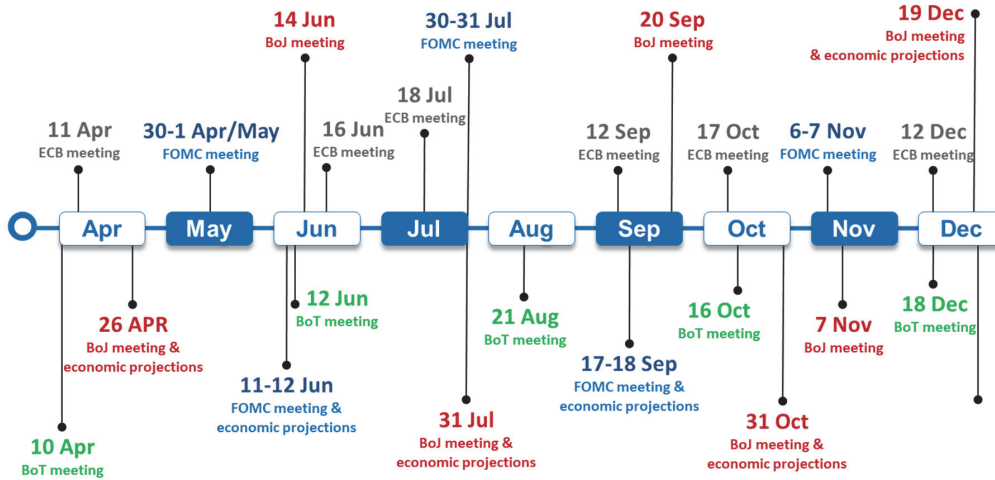
| Indicators | | 2022 | 2023 | 2024 | |
|--|---------------------------------------|------|------|------|---|
| | | | | J | F |
| Confidence | Consumer Confidence: Current (Index) | | | | |
| | Consumer Confidence: Outlook (Index) | | | | |
| | Business Confidence: Current (Index) | | | | |
| | Business 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)

แผนภาพที่ 47: เรามองว่าการประชุม กนง. ในรอบ เม.ย. ยังเร็วเกินไปที่ กนง. จะเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ย โดยให้น้ำหนักไปที่การประชุมในรอบ มิ.ย. หรือ ส.ค. มากกว่า

2024 central bank meetings



ที่มา: FED, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

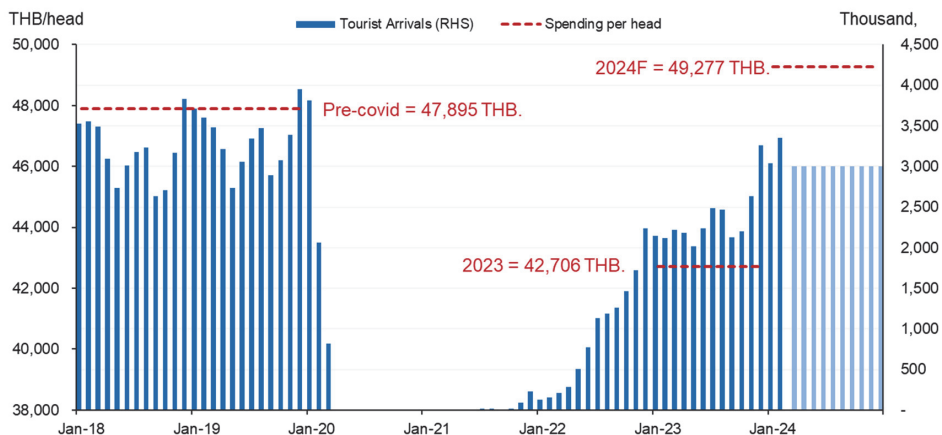
เรามองว่าที่ประชุม กนง. จะมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.5% ตามเดิมในการประชุมรอบ เม.ย. แต่มติอาจมีเสียงคัดค้านเพิ่มขึ้น

กระแสคาดการณ์ถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยในการประชุมรอบเดือน เม.ย. นี้จะปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่เรามองว่าท่าทีของผู้ว่าฯ ธปท. ยังย้ำชัดว่าปัญหาของประเทศไทยที่เศรษฐกิจโตต่ำในปี 2023 เกิดจากงบประมาณรายจ่ายฯ ที่ล่าช้า ปัญหาเชิงโครงสร้าง และการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ต่ำกว่าคาด ทำให้การปรับลดอัตรา

ดอกเบี้ยนโยบายอาจเป็นการแก้ไขปัญหาที่ไม่ตรงจุด โดยเรามองว่าที่ประชุม กนง. จะมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.5% ตามเดิมในการประชุมรอบ เม.ย. แต่อาจเป็นมติที่มีเสียงคัดค้านเพิ่มขึ้นเป็น 4:3 เสียงให้คงอัตราดอกเบี้ย (จากมติ 5:2 ในรอบก่อน) และคาด กนง. ปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทย รวมถึงอัตราเงินเฟ้อลง ซึ่งจะเป็นการส่งสัญญาณเพื่อปูทางไปสู่การทยอยผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้นในการประชุมครั้งถัดๆ ไป

แผนภาพที่ 48: เรายังคงมุมมองเศรษฐกิจไทยแบบ “ต้นร้าย” “ปลายดี” ซึ่งครั้งแรกของปีจะมีปัจจัยกดดันอยู่ ขณะที่ในช่วงครึ่งหลังของปีจะมีแรงส่งเพิ่มขึ้น ทั้งจากภาคการท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวต่อเนื่อง และลุ้นให้รายจ่ายต่อหัวของนักท่องเที่ยวทำสถิติสูงสุดใหม่ (New high) ในปีนี้ ซึ่งคาดว่าจะช่วยพยุงเศรษฐกิจและดึงกำลังซื้อในประเทศขึ้น ควบคู่ไปกับภาคการค้าระหว่างประเทศที่จะค่อยๆ กลับมาฟื้นตัว และงบประมาณรัฐฯ ที่คาดว่าจะเบิกจ่ายได้หลังเทศกาลสงกรานต์

International arrivals and average spending per head (actual and projected)



ที่มา: TAT, MOTs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในปี 2023 ที่ผ่านมามี ลัดส่วนนักท่องเที่ยวระยะสั้นเพิ่มขึ้นมาก ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวแม้จะเข้ามาตามเป้าที่ราว 28 ล้านคน แต่ค่าใช้จ่ายต่อหัวของนักท่องเที่ยวกลับต่ำกว่าที่ประเมิน

รายรับจากภาคการท่องเที่ยวถือเป็นแหล่งรายได้หลักที่สำคัญอย่างหนึ่งของเศรษฐกิจไทย โดยในปี 2023 ที่ผ่านมามี ลัดส่วนนักท่องเที่ยวระยะสั้นเพิ่มขึ้นมาก ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวแม้จะเข้ามาตามเป้าที่ราว 28 ล้านคน แต่ค่าใช้จ่ายต่อหัว

ของนักท่องเที่ยวกลับต่ำกว่าที่ประเมิน อย่างไรก็ตาม จากแนวโน้มนักท่องเที่ยวชาวจีน และยุโรปที่มักจะท่องเที่ยวเป็นระยะเวลาที่นาน และใช้จ่ายต่อหัวสูง (วันหยุดพักผ่อนเฉลี่ย และรายจ่ายสูงกว่านักท่องเที่ยวจากแถบอาเซียน) พื้นตัวดีต่อเนื่อง ทำให้เรามองว่ามี สัญญาณเชิงบวกกับภาคการท่องเที่ยวในปี 2024F นี้ และประเมินว่ารายจ่ายต่อหัวโดยเฉลี่ยของนักท่องเที่ยวต่างชาติมีโอกาสที่จะเพิ่มขึ้นทำสถิติสูงสุดใหม่ในปีนี้ 📈

Our Team



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



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



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



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



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



ธนวัฒน์ รัตนนิธิกร
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 | พารามานาด 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 | วรจักร : 02 621 0141 | เยาวราช : 02 623 2212 |
| | ราชวงศ์ : 02 622 8220 | ดิโอลด์สยาม ชั้น 1 : 02 623 9141 | |

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

| | | | |
|-------------------------------|---------------------------|---|------------------------|
| นครปฐม : 034 145 000 | ราชบุรี : 032 327 010 | 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 | | | |