

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายเกินไป และ
แนวโน้มดอกเบี้ยที่อาจลดลงเร็วเกินไป
ทำให้ Fed น่าจะส่งสัญญาณในทิศทางที่
เข้มงวด (Hawkish) ขึ้น

Bond yield อายุ 10 ปี อาจปรับขึ้นสู่
ระดับ 4-4.2% ในระยะสั้น แนะนำให้ขาย
ทำกำไรบางส่วน ยังมอง Bond yield
สิ้นปี 2024 ที่ 3.8-3.9%

Valuation ของตลาดหุ้นอาจถูก
กดดันจาก Bond yield ที่จะปรับขึ้น
แนะนำ ทயอชสะสม พันธบัตรรัฐบาล
กองทุนอสังหาฯ และหุ้นกู้ที่มีเครดิต
เรตดีในกลุ่มนำลงทุน

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	15
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	19
• GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	26
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	27
• เศรษฐกิจยุโรป	31
• เศรษฐกิจจีน	34
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	39
• เศรษฐกิจไทย	44

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

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.tiscoverwealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

เรามองว่า Fed จะส่งสัญญาณในทิศทางที่เข้มงวด (Hawkish) ขึ้น จากความพยายามที่จะชดเชยการขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าระดับเหมาะสม โดยลดดอกเบี้ยช้าลง และลดความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้น หลังภาวะการเงิน (Financial conditions) ผ่อนคลายมากที่สุดตั้งแต่ก่อนที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022

จากการประเมินอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสม โดยใช้สมการ Taylor rule จาก 2 เป้าหมายในการดำเนินนโยบายของ Fed ได้แก่ เสถียรภาพของราคาสินค้า (Price stability) และการจ้างงานที่เต็มศักยภาพ (Maximum employment) พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมควรในปี 2024 อยู่ที่ระดับ 3.8% ต่ำกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณ แต่เมื่อคำนวณอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในปัจจุบัน พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายควรอยู่ที่ระดับ 5.85% สูงกว่าปัจจุบันราว 30-60bps ชี้ว่าที่ผ่านมา Fed อาจปรับขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าที่ควรเป็น

การตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าประเมินภาวะเศรษฐกิจ แต่ปรับลดดอกเบี้ยช้ากว่าประเมิน สะท้อนแนวทางการดำเนินนโยบายของ Fed ซึ่งอาจพยายามชดเชยความเข้มงวดช่วงขาขึ้นของดอกเบี้ยนโยบาย ด้วยช้าลง โดยการปรับลดดอกเบี้ยช้ากว่าที่ควรเป็น และชี้ว่า Fed อาจเริ่มต้นลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปี 2024 เป็นต้นไป

การส่งสัญญาณในทิศทางเข้มงวดขึ้น จะส่งผลให้คาดการณ์ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น Bond yield อายุ 10 ปี อาจปรับขึ้นสู่ระดับ ระดับ 4-4.2% ในระยะสั้น ลึกลงปี 2024 เรายังมอง Bond yield ที่ระดับ 3.8-3.9%

เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ Bond yield เพิ่มขึ้นรอบนี้ ทอยสะสมสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากขาลงของดอกเบี้ย ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล กองทุนอสังหาฯ และหุ้นกู้ที่มีเครดิตเรตติ้งในกลุ่มน่าลงทุน (Investment Grade)



GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายเกินไป และคาดการณ์แนวโน้ม ดอกเบี้ยที่จะลดลงเร็วเกินไป ทำให้ Fed น่าจะส่งสัญญาณ ในทิศทางที่เข้มงวด (Hawkish) ขึ้น
- Bond yield อายุ 10 ปี อาจปรับขึ้นสู่ระดับ 4-4.2% ในระยะสั้น แนะนำให้ขายทำกำไรบางส่วน เรายังมอง Bond yield ลีนปี 2024 ที่ 3.8-3.9%
- Valuation ของตลาดหุ้นอาจถูกกดดันจาก Bond yield ที่จะปรับขึ้น แนะนำให้ใช้โอกาสนี้ ทอยยสะสมสินทรัพย์ ที่ได้ประโยชน์จากขาลงของดอกเบี้ย ได้แก่ พันธบัตร รัฐบาล กองทุนอสังหาฯ และหุ้นกู้ที่มีเครดิตเรตตั้งใน กลุ่มนำลงทุน (Investment Grade)



Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้			●	●	<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดประเมิน Fed ปรับลดดอกเบี้ยเร็วเกินไป - Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี อาจปรับขึ้นมาที่ระดับ 4-4.2% ในระยะสั้น - เปรียบเทียบ Bond yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ณสิ้นปี 2024 ที่ระดับ 3.8-3.9% ในกรณี Soft landing - ให้น้ำหนัก Overweight
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●			<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเริ่มอ่อนแอลงชัดเจนขึ้น โดยเฉพาะในตลาดแรงงาน - Fed อาจตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2024 - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกลดลงเพิ่มเติม จากปัจจุบันที่ถูกลดลงแล้ว โดดเด่นกว่าแนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักร - ให้น้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●			<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจส่งสัญญาณอ่อนแอลง จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่แผ่วลง - เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ระดับ 2.5% ตลอดทั้งปี 2024 จากการส่งสัญญาณถึงระดับอัตราดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) ในการประชุมเดือน ก.ย. และอัตราเงินเฟ้อที่อาจจะยังอยู่ภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของกนง. ในปี 2024 - การใช้จ่ายภาครัฐจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจมากขึ้นหลังร่างงบประมาณฯ ได้รับการอนุมัติให้มีผลบังคับใช้ (คาดว่าในเดือน พ.ค.) - ให้น้ำหนัก Neutral
ตลาดหุ้นจีน		●	●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น ในภาคการผลิต และการบริโภค - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก ทว่าการส่งสัญญาณถึงความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจ ผ่านการปรับเป้าหมายการคาดการณ์การคลังขึ้นเป็น 3.8% จากปกติที่จะไม่เกิน 3% ของ GDP ยกเว้นช่วงวิกฤติ - แต่ Sentiment การลงทุนยังไม่ฟื้น มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ข้อพิพาทในคาบสมุทร และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ - ให้น้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			●		<ul style="list-style-type: none"> - ภาคบริการซึ่งเป็นปัจจัยหนุนในช่วงที่ผ่านมา เริ่มชะลอตัวลง ในขณะที่ภาคการผลิตและภาคส่งออกยังคงอ่อนแอตามอุปสงค์โลก - แรงกดดันเงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากค่าจ้างที่ถูกปรับขึ้นอย่างมีนัยยะ - BoJ อาจตัดสินใจเพิ่มความเข้มงวดของนโยบายการเงิน หลังการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปี (Shunto Wage Negotiation) ในช่วงเดือน มี.ค. 2024 - ให้น้ำหนัก Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป		●			<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะภาคบริการ เพิ่มความเสี่ยงที่จะเกิด Recession - ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ลงในปี 2024F โดยเราคาดว่าปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่น้อยกว่า 100bps - ให้น้ำหนัก Neutral
หุ้นรายอุตสาหกรรม					
หุ้นกลุ่ม Tech			●		<ul style="list-style-type: none"> - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้อาจสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก - ให้น้ำหนัก Overweight
หุ้นกลุ่ม Healthcare				●	<ul style="list-style-type: none"> - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ ทำให้อาจสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession - ปรับขึ้นช้ากว่าตลาดรวม (Laggard) ตั้งแต่ปี 2023 - ให้น้ำหนัก Overweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ			●		<ul style="list-style-type: none"> - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และให้ผลตอบแทนสูงในภาวะ Recession - มีปัจจัยบวกจากสงครามอิสราเอล-ฮามาส ในระยะสั้น แต่ค่อนข้างจำกัดเพราะยังถูกกดดันจากมาตรการ QT - เปรียบเทียบกรอบราคาต่ำสุดจากต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs + avd. spreads) ที่ \$1,650/oz - ให้น้ำหนัก Overweight
น้ำมัน		●			<ul style="list-style-type: none"> - มีฐานราคาในระดับ \$70-80 /bbl จากการเติมน้ำมันเข้าคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (SPR) ของสหรัฐฯ - ปัจจัยบวกจากกระแสความขัดแย้งระหว่างประเทศที่ปะทุขึ้นเป็นระยะ - ถูกกดดันฝั่งอุปสงค์ จากความเสี่ยง Recession ตามแนวโน้มชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก - ให้น้ำหนักเป็น Neutral
REITs		●			<ul style="list-style-type: none"> - มีความเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น และการลดการเข้าซื้อ MBS ผ่านมาตรการ QT ของ Fed - Valuation จากการประเมิน Dividend yield gap และ P/FFO ยังอยู่ในระดับที่แพง - ได้ประโยชน์จากแนวโน้มขาของดอกเบี้ย - ให้น้ำหนัก Neutral

● Previous Recommendation ● Underweight : ให้น้ำหนักการลงทุน ● Neutral : ให้น้ำหนักการลงทุน ● Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,400	0.1%	3.1%	-1.4%	-7.2%	-8.9%	-16.1%	-12.7%
Philippines PCOMP	6,521	0.7%	4.2%	5.5%	7.9%	1.1%	-0.7%	1.0%
Indonesia JCI	7,205	1.0%	1.8%	3.0%	2.8%	8.2%	5.2%	6.4%
Singapore STI	3,112	0.1%	0.2%	0.0%	-4.0%	-3.4%	-4.3%	-4.4%
Malaysia KLCI	1,467	0.0%	1.3%	0.7%	1.0%	5.6%	-1.9%	-0.0%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	16,586	-0.7%	2.2%	-6.7%	-7.3%	-15.4%	-16.2%	-13.1%
China H HSCEI	5,606	-0.7%	1.0%	-8.1%	-9.3%	-15.8%	-16.4%	-13.4%
MSCI China	55	-0.3%	0.8%	-6.1%	-6.5%	-12.8%	-14.8%	-11.9%
China CSI300	3,298	0.1%	-2.1%	-7.8%	-11.0%	-16.0%	-14.8%	-13.9%
Taiwan TWSE	17,635	-0.4%	1.0%	2.5%	6.7%	2.6%	24.7%	24.5%
Korea KOSPI	2,614	0.1%	4.1%	4.9%	2.1%	0.4%	16.9%	12.0%
MSCI Korea	798	0.3%	2.5%	3.1%	1.2%	-1.0%	19.0%	13.6%
India SENSEX	71,486	0.2%	2.7%	8.9%	7.0%	12.9%	17.5%	15.9%
MSCI India	2,457	0.1%	2.4%	9.1%	9.2%	16.1%	18.8%	16.6%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,538	0.8%	3.9%	6.8%	5.2%	2.4%	7.1%	7.3%
Japan TOPIX	2,349	0.7%	-0.2%	-1.0%	-2.4%	2.9%	24.2%	23.3%
Japan Nikkei 225	33,676	1.4%	2.3%	0.9%	2.0%	0.9%	29.1%	26.8%
Europe STOXX600	477	0.4%	1.0%	4.6%	3.6%	3.9%	12.3%	12.5%
Euro STOXX50	4,535	0.3%	0.1%	4.4%	6.1%	4.4%	19.6%	19.3%
US Dow Jones	37,558	0.7%	2.7%	6.8%	9.1%	10.3%	13.3%	14.3%
US S&P500	4,768	0.6%	2.7%	4.9%	8.3%	8.7%	24.2%	24.8%
MSCI US REITs	1,248	0.7%	5.6%	11.3%	8.1%	6.7%	8.9%	9.5%
J-REITs	1,798	-0.3%	-0.7%	-2.1%	-4.2%	-3.3%	-5.1%	-2.2%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,638	0.3%	1.2%	1.9%	-1.2%	0.9%	2.5%	3.6%
Germany DAX	16,744	0.6%	-0.1%	5.3%	6.1%	3.9%	20.3%	20.6%
France CAC 40	7,575	0.1%	0.6%	4.5%	3.3%	3.8%	17.0%	17.4%
Switzerland SMI	11,146	-0.1%	-0.4%	3.8%	-0.1%	-0.6%	3.9%	4.6%
Portugal PSI 20	6,365	-0.3%	-1.4%	0.6%	2.9%	5.4%	11.2%	10.9%
Spain IBEX 35	10,107	0.5%	0.1%	2.7%	4.8%	7.1%	22.8%	23.5%
Italy FTSE MIB	30,364	0.4%	0.2%	2.8%	3.9%	10.1%	28.1%	28.0%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	131,851	0.6%	4.3%	4.7%	11.1%	10.2%	20.2%	23.4%
Chile IPSA	6,060	0.1%	2.5%	3.7%	2.2%	4.8%	15.2%	14.6%
Mexico MEXBO	57,694	-0.1%	6.0%	9.5%	9.9%	6.1%	19.0%	15.1%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	514	0.1%	2.8%	1.8%	2.7%	-2.7%	1.7%	2.6%
MSCI Latin America	2,636	1.8%	7.3%	6.0%	9.2%	6.1%	23.9%	23.7%
MSCI All Country World	722	0.6%	1.8%	4.6%	6.9%	6.3%	19.2%	19.7%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	74.17	1.3%	6.8%	-4.4%	-17.8%	5.2%	-7.6%	-2.5%
Brent Spot	79.37	1.6%	6.9%	-3.6%	-15.1%	4.6%	-7.6%	-0.8%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.20	0.30	0.41	0.48	1.95	-0.20	-0.45	1.30
Gold Spot	2041.40	0.3%	3.0%	3.4%	4.9%	5.4%	11.9%	12.3%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2661.20	-0.3%	0.0%	-1.2%	-3.7%	-8.7%	-8.7%	-8.6%
Bloomberg Agri Subindex	63.99	0.4%	0.8%	-2.9%	-3.4%	-10.1%	-7.0%	-5.0%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	312.02	0.0%	0.5%	1.7%	2.4%	-0.1%	2.6%	2.9%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	216.19	0.0%	0.1%	0.4%	1.0%	0.8%	0.7%	0.9%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	308.44	-0.0%	0.2%	0.9%	2.0%	0.7%	0.3%	0.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	407.73	0.1%	0.5%	1.6%	3.7%	-0.3%	1.1%	0.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	262.53	0.0%	0.2%	0.9%	2.0%	0.5%	0.7%	0.7%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.36	0	-1	-3	-3	32	99	95
2Y	2.36	0	-4	-14	-19	22	72	72
5Y	2.48	0	-4	-15	-30	15	52	52
10Y	2.82	0	-3	-20	-32	20	17	21
Spread 10Y-2Y	46	0	1	-6	-13	-3	-55	-51
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.90	-0	-12	-52	-51	18	2	22
Japan 10Y	0.56	-5	-14	-19	-17	16	13	15
UK 10Y	3.57	-4	-26	-55	-64	-77	-10	-3
German 10Y	1.99	-6	-19	-63	-72	-42	-59	-32
Spain 10Y	2.93	-10	-24	-67	-82	-41	-73	-47
Italy 10Y	3.61	-13	-32	-74	-84	-42	-111	-87
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	12.53	-0.0	0.5	-0.9	-2.6	-1.4	-9.1	-9.0
Dollar index	102.23	-0.4%	-0.6%	-1.2%	-2.9%	-0.3%	-1.3%	-1.7%
USD/THB	34.91	-0.4%	-2.4%	-0.9%	-2.7%	0.2%	0.9%	0.7%
EUR/USD	1.10	0.4%	1.7%	0.2%	2.1%	0.4%	2.4%	3.3%
GBP/USD	1.27	0.7%	1.2%	1.3%	1.9%	-0.8%	4.8%	4.2%
USD/JPY	143.59	0.6%	-1.1%	-3.2%	-2.7%	1.6%	9.5%	9.5%
USD/CNY	7.14	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-2.1%	-0.6%	3.4%	2.5%
USD/CNH	7.14	-0.2%	-0.7%	-0.4%	-2.1%	-0.6%	3.1%	2.5%

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

As of 12/20/2023

ตลาดหุ้น

เราคาดว่า Fed จะส่งสัญญาณในทิศทางที่เข้มงวด (Hawkish) ขึ้น จากความพยายามที่จะชดเชยการขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าระดับเหมาะสม โดยลดดอกเบี้ยช้าลง และเพื่อลดความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเพิ่มขึ้น หลังภาวะการเงิน (Financial conditions) ผ่อนคลายมากที่สุดตั้งแต่ก่อนที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 ซึ่งจะส่งผลให้ Bond yield ปรับขึ้นในระยะสั้น กดดัน Valuation ของตลาดหุ้น



Fed จะชดเชยการขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าระดับเหมาะสม โดยลดดอกเบี้ยช้าลง

Fed ส่งสัญญาณจบรอบการขึ้นดอกเบี้ยอย่างชัดเจนในการประชุมเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา และจะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงในปี 2024 สู่ระดับ 4.6% จากปัจจุบันที่ 5.4% เท่ากับว่า Fed ส่งสัญญาณว่าจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง -75 bps ในปี 2024 ในขณะที่ตลาดคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงถึง -150 bps มากกว่า Fed เท่าตัว นำไปสู่คำถามว่า Fed ลดดอกเบี้ยน้อยเกินไปหรือไม่

นักเศรษฐศาสตร์ ชื่อ John Taylor คิดค้นสมการ Taylor rule ในปี 1993 เพื่อประเมินระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสม โดยใช้ 2 เป้าหมายในการดำเนินนโยบายของ Fed ได้แก่ เสถียรภาพของราคาสินค้า (Price stability) และการจ้างงานที่เต็มศักยภาพ (Maximum employment)

เมื่อแทนค่าอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) 2.4% และอัตราว่างงาน (Unemployment rate) 4.1% ตามที่ Fed คาดการณ์ ณ ปลายปี 2024 ในสมการดังกล่าว พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมควรอยู่ที่ระดับ 3.8% ต่ำกว่า 4.6% ที่ Fed ส่งสัญญาณแต่ใกล้เคียงกับ 3.9% ที่ตลาดคาด

อย่างไรก็ดี เมื่อคำนวณอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในปัจจุบัน ซึ่งอัตราเงินเฟ้อ และอัตราว่างงานอยู่ที่ 3.5% และ 3.7% ตามลำดับ พบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายควรอยู่ที่ระดับ

5.85% สูงกว่าปัจจุบันราว 30-60bps ซึ่งว่าที่ผ่านมา Fed อาจปรับขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าที่ควรเป็น

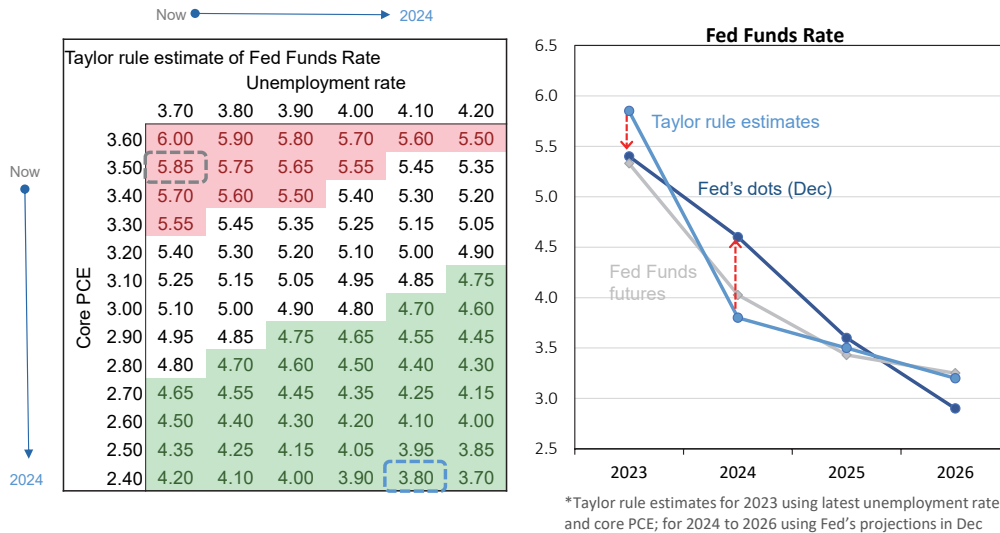
การตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าประเมินภาวะเศรษฐกิจ แต่ปรับลดดอกเบี้ยช้ากว่าประเมิน สะท้อนแนวทางการดำเนินนโยบายของ Fed ซึ่งอาจพยายามชดเชยความเข้มงวดช่วงขาขึ้นของดอกเบี้ยนโยบาย ด้วยขาลง โดยการปรับลดดอกเบี้ยช้ากว่าที่ควรเป็น

แนวทางดังกล่าว สะท้อนทิศทางดอกเบี้ยนโยบายที่อาจทรงตัวสูงเป็นเวลานานกว่าที่ตลาดคาด ซึ่งสอดคล้องกับการการตัดสินใจปรับดอกเบี้ยใน 4 รอบล่าสุดตั้งแต่ปี 1994 เป็นต้นมา โดย Fed ปรับดอกเบี้ยขึ้นสูงกว่า Neutral rate หรืออัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาวเพียง 0-1 pp น้อยกว่า 2-4 pp ในการปรับขึ้นดอกเบี้ย 4 รอบก่อนหน้านี้ ในระหว่างปี 1981-1993 แต่ Fed ชดเชยโดยปรับลดดอกเบี้ยช้าลง โดยหลังจากที่ Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย Fed จะคงดอกเบี้ยที่ระดับสูงเฉลี่ยนานถึง 9 เดือนก่อนที่จะตัดสินใจลดดอกเบี้ย ในขณะที่การปรับขึ้นดอกเบี้ย 4 รอบก่อนหน้านี้ Fed ใช้เวลาเฉลี่ยเพียง 2 เดือน

ปัจจุบัน Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้ายในเดือน ก.ค. 2023 ซึ่งเมื่อบวกกับระยะเวลาก่อนที่ Fed จะลดดอกเบี้ยในอดีต 9 เดือน จะได้เดือนที่ Fed อาจเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยลงเป็นเดือน เม.ย.-พ.ค. หรือในช่วงกลางปี 2024 เป็นต้นไป

แผนภาพที่ 1: Fed ชดเชยการขึ้นดอกเบี้ยน้อยกว่าระดับเหมาะสม โดยลดดอกเบี้ยช้าลง

Taylor rule: $R = R^* + [\text{core PCE}] + 0.5[\text{Inflation gap}] + 1*[\text{UE gap}]$



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

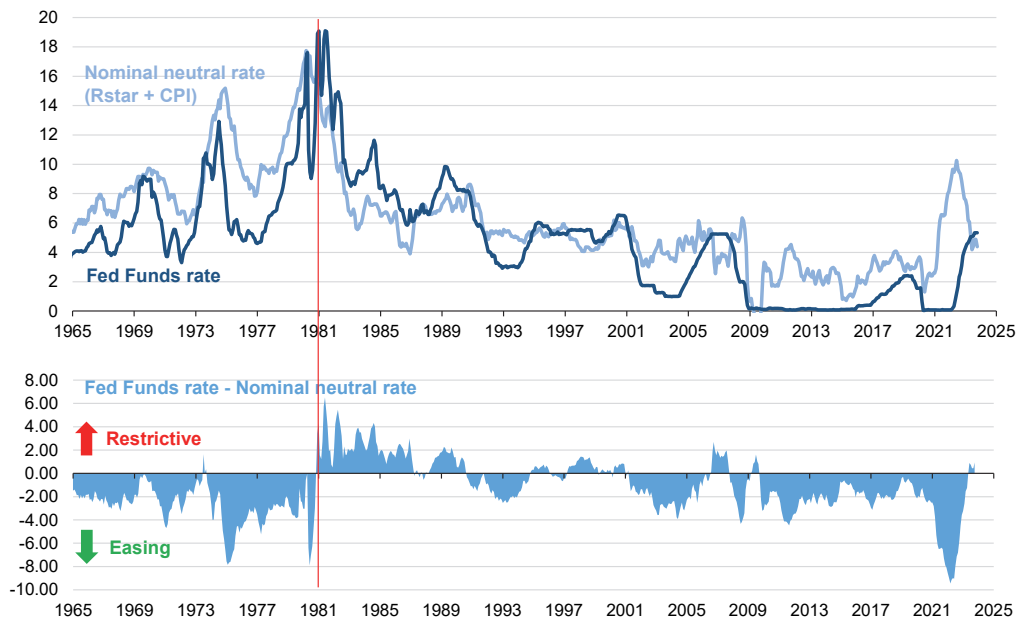
แผนภาพที่ 2: อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันยังไม่สูงมากเมื่อเทียบกับอัตราเงินเฟ้อและ Neutral rate ของรอบก่อนๆ

Hiking Cycle			First Cut					
Start	End	Months	First cut date	Last hike to first cut (months)	Effective Fed Funds Rate	CPI at first cut	Real EFFR (EFFR-CPI)	EFFR-Neutral rate
Apr-55	Aug-57	29	Nov-57	3	3.3	3.3	0.0	n.a.
Sep-58	Sep-59	12	Jun-60	9	3.3	1.7	1.6	n.a.
Jul-63	Apr-69	70	Jul-69	3	8.6	5.6	3.0	-0.6
Mar-72	May-74	26	Jul-74	2	12.9	11.5	1.4	-1.5
Dec-76	Mar-80	40	Apr-80	1	17.6	14.7	2.9	0.0
Aug-80	Dec-80	4	Jan-81	1	19.1	11.8	7.3	4.3
May-83	Aug-84	16	Oct-84	1	10.0	4.3	5.7	2.7
Dec-86	Sep-87	9	Oct-87	2	7.3	4.5	2.8	0.0
Mar-88	Feb-89	11	Jun-89	3	9.5	5.2	4.3	1.8
Feb-94	Feb-95	12	Jul-95	5	5.9	2.8	3.1	0.5
Jun-99	May-00	11	Jan-01	8	6.0	3.7	2.3	0.1
Jun-04	Jun-06	24	Sep-07	15	4.9	2.8	2.1	1.1
Dec-15	Dec-18	37	Jul-19	7	2.4	1.8	0.6	-0.6
All periods		23		5	8.5	5.7	2.9	0.7
Pre-1981		35		4	9.1	7.4	1.8	-0.7
Post-1981		15		5	8.1	4.6	3.5	1.2
Mar-22	Jul-23	17	Current	4	5.3	3.2	2.1	0.9

*Neutral rate calculated by adding New York Fed estimates of natural rate of interest (R-star) to CPI inflation

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

แผนภาพที่ 3: Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงกว่า Neutral rate เพียง 1 pp สะท้อนนโยบายการเงินที่อยู่ในภาวะตึงตัว แต่ไม่มาก



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

อัตราเงินเฟ้อที่สูงเป็นอุปสรรคไม่ให้ Fed ผ่อนคลายนโยบายการเงิน

จากการศึกษาเปรียบเทียบตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงที่ Fed เริ่มลดดอกเบี้ยในอดีตย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1957 พบว่าในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อสูง (เกินกว่า 5%) Fed มักปล่อยให้เศรษฐกิจชะลอลงมากจึงจะตัดสินใจลดดอกเบี้ย ซึ่งแตกต่างกับในช่วงเงินเฟ้อต่ำซึ่ง Fed อาจพิจารณาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้ในทันทีที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอลง

โดยในภาวะเงินเฟ้อสูง Fed จะตัดสินใจลดดอกเบี้ยก็ต่อเมื่อเศรษฐกิจชะลอลงแรง เช่น ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาค

การผลิต (ISM Manufacturing PMI) ลดลงแรง 5 จุด ในช่วง 3 เดือนก่อนที่ Fed จะปรับลดดอกเบี้ย มากกว่าช่วงภาวะเงินเฟ้อต่ำ ซึ่ง Fed จะตัดสินใจลดดอกเบี้ยเมื่อดัชนีลดลงเพียง 3 จุด ส่วนอัตราว่างงาน (Unemployment rate) อาจต้องเพิ่มขึ้นสูงถึงแต่ละระดับ 6%

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในรอบนี้ เกิดขึ้นท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูง 9% มากสุดในรอบกว่า 40 ปี Fed น่าจะหลีกเลี่ยงการปรับลดดอกเบี้ยเร็วเกินไป ตัวเลขเศรษฐกิจอาจต้องอ่อนแอลงอย่างชัดเจน ก่อนที่ Fed จะเริ่มต้นลดดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 4: ในภาวะเงินเฟ้อสูง Fed มักจะปล่อยให้เศรษฐกิจแยลงลึกและยาวนานกว่าปกติ ก่อนจะปรับลดดอกเบี้ย

Economic indicators and financial conditions during Fed's first cuts

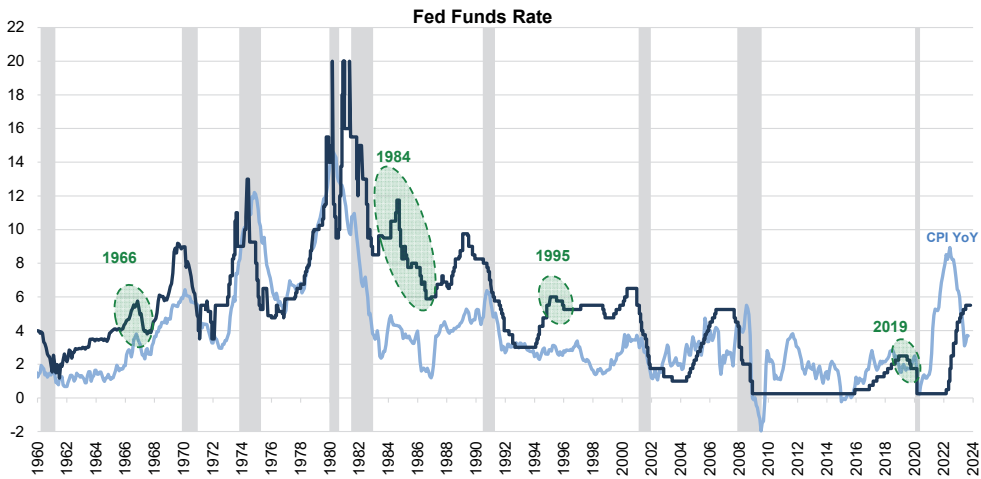
First cut	CPI yoy		ISM Manufacturing		Unemployment rate		Chicago Fed Financial Conditions	
	Index	Δ3m (pp)	Index	Δ3m	Index	Δ3m (pp)	Index	Δ3m
Nov-57	3.3	-0.4	40.4	-4.9	5.1	1.0	n.a.	n.a.
Jun-60	1.7	0.0	44.4	-3.4	5.4	0.0	n.a.	n.a.
Jul-69	5.4	-0.1	53.1	-2.1	3.5	0.1	n.a.	n.a.
Jul-74	11.5	1.4	54.8	-5.1	5.5	0.4	5.0	3.3
Apr-80	14.7	0.8	37.4	-8.8	6.9	0.6	3.9	2.1
Jan-81	11.8	-1.0	49.2	-6.3	7.5	0.0	2.7	0.7
Oct-84	4.3	0.1	50.8	-5.3	7.4	-0.1	0.1	-0.9
Oct-87	4.5	0.6	60.7	3.2	6.0	-0.1	1.1	1.1
Jun-89	5.2	0.2	47.3	-4.2	5.3	0.3	0.3	-0.5
Jul-95	2.8	-0.3	50.7	-0.8	5.7	-0.1	-0.7	0.0
Jan-01	3.7	0.3	42.3	-6.4	4.2	0.3	-0.2	-0.1
Sep-07	2.8	0.1	53.8	-0.2	4.7	0.1	0.2	0.7
Jul-19	1.8	-0.2	51.0	-2.6	3.7	0.1	-0.6	0.0
All periods	5.7	0.1	48.9	-3.6	5.5	0.2	1.2	0.7
Low inflation	3.1	0.0	49.3	-2.6	5.3	0.1	0.0	0.1
High inflation	9.7	0.3	48.4	-5.3	5.7	0.3	3.0	1.4
Current	3.2	0.0	46.7	-0.9	3.9	0.4	-0.5	-0.1

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); high inflation defined by CPI > 5%YoY during hiking cycles

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

แผนภาพที่ 5: Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่ช้ากว่าการลดลงของเงินเฟ้อ เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังคงติดลบ และรักษาสถานะตั้งตัวของนโยบายการเงิน

In a soft-landing scenario, the Fed cuts but maintains a positive real rate; in a hard-landing scenario, it cuts more aggressively



*shaded areas are recession periods as defined by NBER; 1966, 1984, 1995 and 2019 are soft-landing cycles

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

ภาวะการเงิน (Financial Conditions) ผ่อนคลายมากที่สุด ตั้งแต่ Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย

ดัชนีภาวะการเงิน (Financial conditions index) เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่ปลายเดือน ก.พ. 2022 หรือก่อนที่ Fed จะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สะท้อนภาวะการเงินที่ผ่อนคลายเป็นอย่างมาก ซึ่งสวนทางกับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันที่ถูกปรับขึ้นมาสูงสุดในรอบกว่า 20 ปี และมาตรการลดขนาดงบดุล (QT) ซึ่งถูกลดในอัตราที่เร็วกว่ารอบก่อนๆ

ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง มาจากคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยที่จะปรับลดลงอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน และพันธบัตรลดลง ส่วนต่างดอกเบี้ยต่างๆ แคบลง เช่น Credit spread ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยส่วนเพิ่มตามความเสี่ยงในตลาดหุ้นกู้ ในขณะที่ตลาดหุ้นปรับเพิ่มขึ้นทำ New High

ในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา เวลาที่ภาวะการเงินผ่อนคลายมากเกินไป Fed มักจะส่งสัญญาณในทิศทางเข้มงวดขึ้น เพื่อให้ภาวะการเงินตึงตัวขึ้น และลดความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้น ยกตัวอย่างเช่น

1. ช่วงปลายเดือน ก.พ. 2022 ซึ่งเกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครน ในช่วงเวลาเดียวกับที่ Fed กำลังจะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ตลาดเริ่มกังวลถึงผลกระทบต่อภาคเติบโตของเศรษฐกิจมากกว่าเงินเฟ้อ ทำให้ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพียง +25bps น้อยกว่า +50bps ที่ตลาดคาด แต่ท้ายสุดแล้วสงครามไม่ได้ลุกลามไปยังประเทศอื่น แต่กลับกันการพุ่งขึ้นของสินค้าโภคภัณฑ์ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น Fed แสดงความกังวลต่อผลกระทบเงินเฟ้อมากขึ้น และปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้นในครั้งต่อมา
2. ช่วงเดือน พ.ค. 2022 ตลาดเริ่มกังวลถึงความเสี่ยงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจมากขึ้น จากผลกระทบของนโยบาย Zero-COVID ซึ่งจีนยังไม่มีทีท่าจะเปิดประเทศอย่างต่อเนื่อง

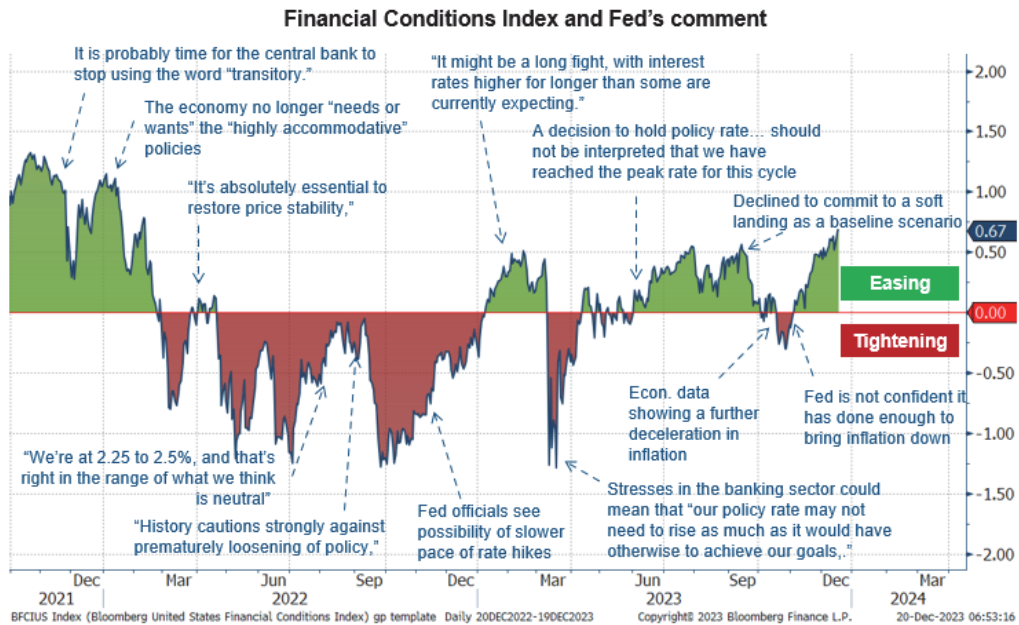
เนื่อง และสงครามรัสเซีย-ยูเครน ในขณะที่ Fed เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่งผลให้ตลาดเริ่มมองว่า Fed จะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยภายในสิ้นปีนั้น แต่อัตราเงินเฟ้อเดือน พ.ค. ซึ่งรายงานในช่วงต้นเดือน มิ.ย. ก็ออกมาสูงกว่าคาด กดดันให้ Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย +75bps เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ทศวรรษ 1990

3. ช่วงเดือน ก.ค. 2022 ตลาดเกิดความกังวลต่อประเด็นเศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) หลังราคาน้ำมันพลิกกลับมาเป็นขาลงอย่างเห็นได้ชัด เป็นปัจจัยจุดการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ นำไปสู่การเก็งกำไรประเด็นการพลิกกลับของนโยบาย (Dovish pivot) แต่นาย Powell ประธาน Fed ก็ได้ส่งสัญญาณในทิศทางเข้มงวดขึ้นในการประชุม Jackson Hole และปรับคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยขึ้นในเวลาต่อมา
4. ช่วงเดือน มี.ค. 2023 เกิดความวุ่นวายในภาคธนาคาร หลังธนาคาร SVB ล้ม นำไปสู่ความคาดหวังว่าธนาคารกลางในหลายประเทศหลักจะยุติการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่ Fed ยังปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกในการประชุมเดือน มี.ค. ตามที่ส่งสัญญาณ และปรับขึ้นต่อเนื่องอีก รวม 0.75% ในช่วงที่เหลือของปี 2023

ภาวะการเงินเริ่มผ่อนคลายลงในปัจจุบัน เกิดขึ้นท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจทยอยออกมาอ่อนแอต่อเนื่อง ตัวเลขการจ้างงานและอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งเป็น 2 เป้าหมายของ Fed ลดลงต่ำกว่าคาด ตลาดคาดหวังว่า Fed จะเริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ยในเดือน มี.ค.

อย่างไรก็ดี เรามองว่าคาดการณ์ดอกเบี้ยลดลงเร็วเกินไป ไม่สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจ และเงินเฟ้อสูงที่เกิดขึ้น ในขณะที่ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง เป็นความเสี่ยงที่จะทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ทำให้เรามองว่า Fed น่าจะ ส่งสัญญาณในทิศทางเข้มงวดขึ้น

แผนภาพที่ 6: ภาวะการเงิน (Financial Conditions) ผ่อนคลายมากที่สุดตั้งแต่ Fed ขึ้นดอกเบี้ย



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

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นต่ำมาก

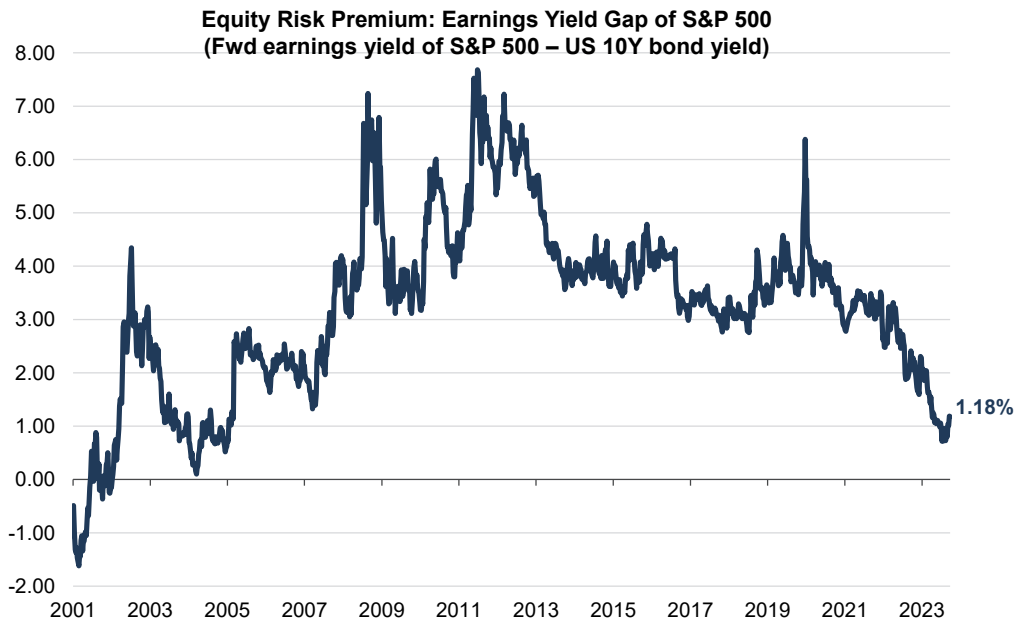
อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) ในตลาดหุ้น ซึ่งคำนวณโดยใช้สัดส่วนกำไรต่อหุ้น (Earnings yield) หรือส่วนกลับของค่า P/E ลบกับ Bond yield ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 1.2% สะท้อนความคาดหวังผลตอบแทนหรือความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นที่ต่ำมาก เมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล

จากการศึกษาข้อมูล Risk premium และผลตอบแทนรายเดือนในตลาดหุ้นตั้งแต่ปี 1998 หรือ 25 ปีที่ผ่านมา พบว่า Risk premium มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า กล่าวคือตลาดหุ้นมักจะให้ผลตอบแทน

จริงที่ต่ำกว่าคาดการณ์ผลตอบแทนส่วนเพิ่ม และตลาดหุ้นจะให้ผลตอบแทนติดลบเมื่อลงทุนที่ Risk premium ต่ำกว่า 0.3% สำหรับระยะเวลาการลงทุน 5 ปี โดยหากลงทุนที่ Risk premium 1.2% ในปัจจุบัน จะได้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีเพียง 2% ตลอดระยะเวลาการลงทุน 5 ปี หรือราว 3.4% ต่อปีสำหรับระยะเวลาลงทุน 10 ปี

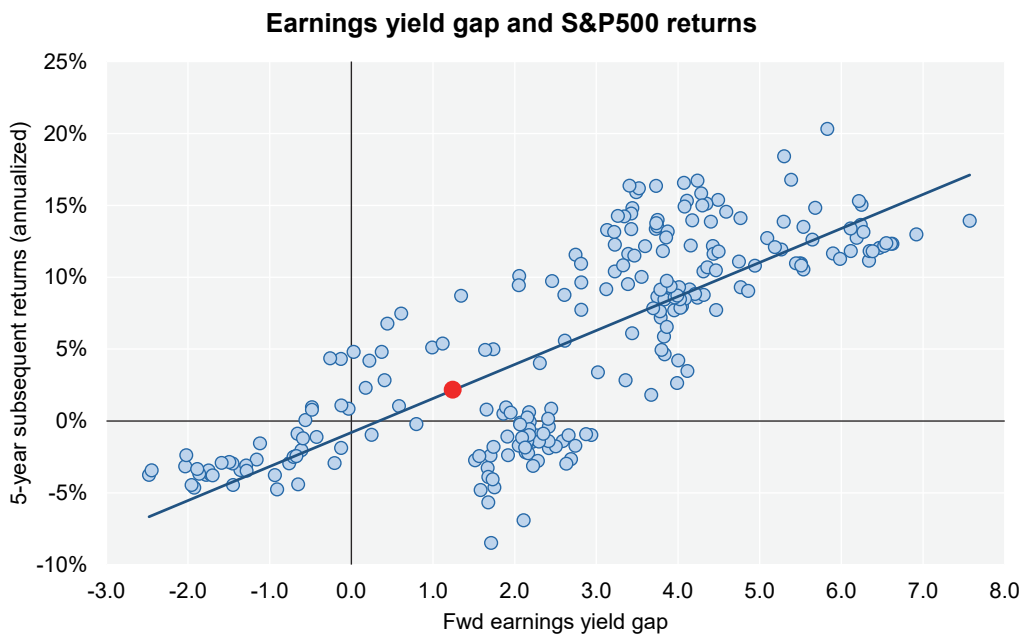
ในขณะที่ ผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5 ปี และ 10 ปี ปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 4% สูงกว่าผลตอบแทนจากสถิติย้อนหลังในตลาดหุ้น ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้นยังไม่คุ้มค่าที่จะลงทุนในเวลานี้

แผนภาพที่ 7: อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) ในตลาดหุ้น ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 1.2% สะท้อนความคาดหวังผลตอบแทนหรือความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นที่ต่ำมาก เมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล



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

แผนภาพที่ 8: ตลาดหุ้นมักจะให้ผลตอบแทนจริงที่ต่ำ ตามคาดการณ์ผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่ลดลง



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

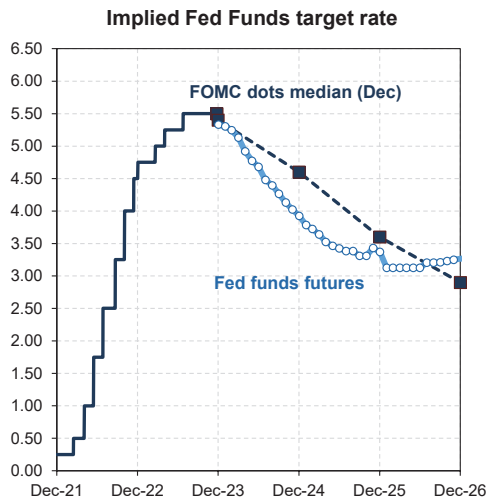
แนะนำให้ทยอยสะสมสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากขาลงของ ดอกเบี้ย

การส่งสัญญาณในทิศทางเข้มงวดขึ้น จะส่งผลให้คาดการณ์ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น Bond yield อายุ 10 ปี อาจปรับขึ้นสู่ระดับ ระดับ 4-4.2% ในระยะสั้น สิ้นปี 2024 เรายังมอง Bond yield ที่ระดับ 3.8-3.9%

เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ Bond yield เพิ่มขึ้นรอบนี้ ทยอยสะสมสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากขาลงของดอกเบี้ย ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล กองทุนอสังหาฯ และหุ้นกู้ที่มีเครดิตเรตติ้งในกลุ่มน่าลงทุน (Investment Grade)

แผนภาพที่ 9: Bond yield อายุ 10 ปี อาจปรับขึ้นสู่ระดับ ระดับ 4-4.2% ในระยะสั้น สิ้นปี 2024 เรายังมอง Bond yield ที่ระดับ 3.8-3.9%

Market expects Fed to begin cutting rates in Mar-2024, faster than Fed's dots

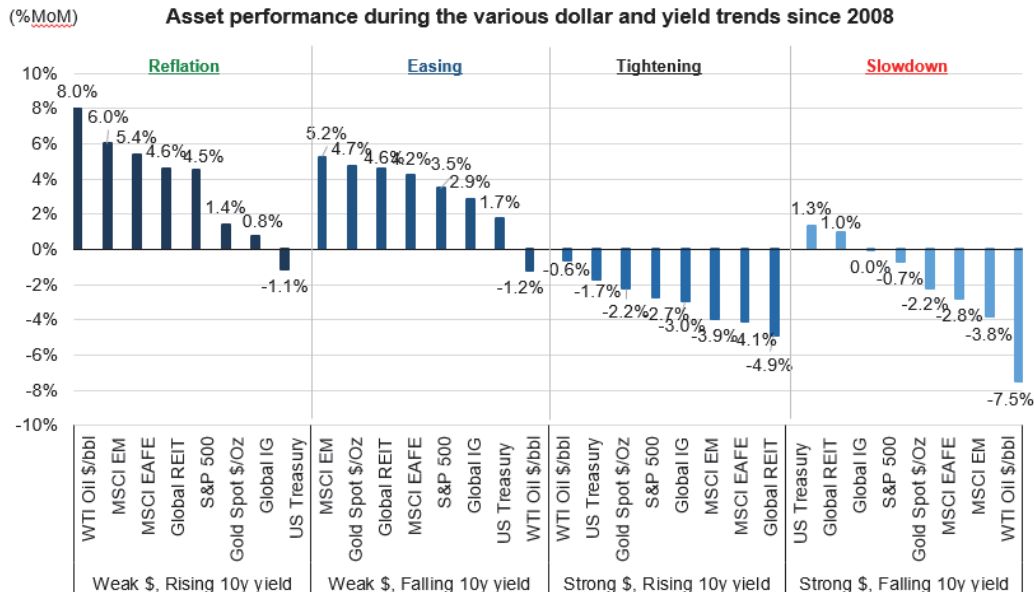


10-year yield to trend down toward 3.9% by YE2024



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

แผนภาพที่ 10: พันธบัตรรัฐบาล กองทุนอสังหาฯ และหุ้นกู้ที่มีเครดิตเรตติ้งในกลุ่มน่าลงทุน (Investment Grade) มักจะให้ผลตอบแทนมากกว่าสินทรัพย์อื่นในภาวะ Slowdown



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); US Treasury and global IG are total returns

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ปรับตัวลงอย่างรวดเร็วจากทิศทาง การเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของ Fed หรือ “Fed Pivot” อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดที่คาดหวังว่า Fed จะลดดอกเบี้ยมากถึง 5-6 ครั้ง (-125 ถึง -150 bps) ในปี 2024 เป็นมุมมองที่ Dovish มากเกินไป จึงเริ่มเห็นความจำเป็นที่กรรมการ Fed ต้องกลับมาส่งสัญญาณเข้มงวดเพื่อควบคุมความคาดหวังของตลาดให้ไม่เป็นบวกมากเกินไปจนก่อให้เกิด Wealth effect และเพิ่มความเสี่ยงด้านสูงต่อเงินเฟ้อในอนาคต เราจึงมอง Bond yield มีโอกาสปรับตัวสูงขึ้นสู่ระดับ 4.0-4.2% ซึ่งจะเป็นจุดที่น่าสนใจเข้าลงทุน

การลดลงของ Bond yield เป็นเหตุให้สถานะการเงินในสหรัฐฯ อ่อนตัวลงเร็วเกินไป ทำให้ Fed น่าจะต้องกลับมาส่งสัญญาณเข้มงวดต่อเนื่องในระยะข้างหน้า

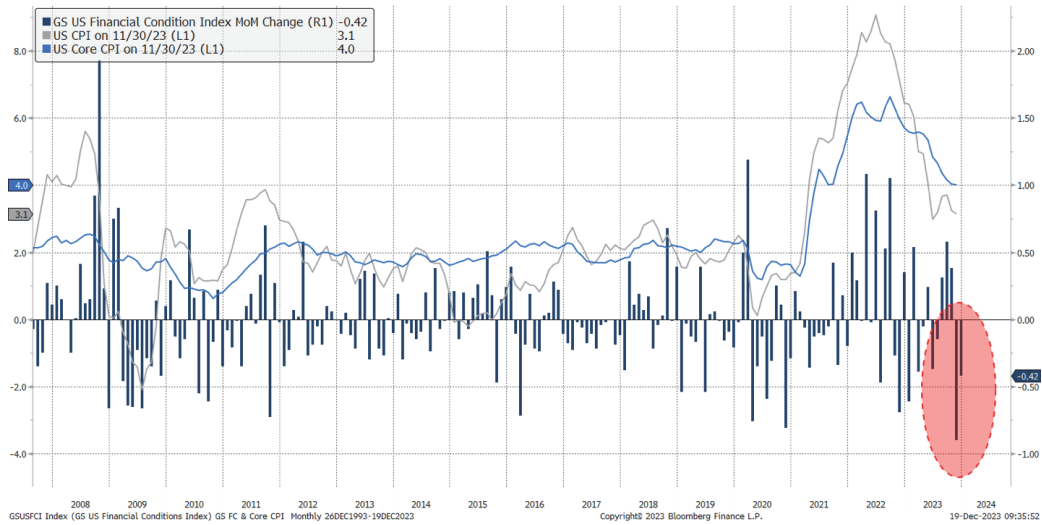
นับตั้งแต่การประกาศแผนการกู้ยืมของรัฐบาลสหรัฐฯ รายไตรมาส (Quarterly Refunding Program: QRA) ได้ผ่านพ้นไปในวันที่ 1 พ.ย. 2023 Bond yield ก็ได้เปลี่ยนทิศทางเป็นขาลงอย่างรวดเร็ว โดยได้รับอานิสงส์จากการผ่อนคลายความกังวลต่อแนวโน้มปริมาณอุปทานของพันธบัตรระยะยาว หลังแถลงการณ์ของกระทรวงการคลังระบุว่ารัฐบาลสหรัฐฯ อาจไม่มีความจำเป็นต้องเพิ่มปริมาณการกู้ยืมขึ้นอีกหลังไตรมาส 2/2024 ทำให้ Sentiment ของตลาดพันธบัตรปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก

นอกจากนี้ ผลการประชุมของ Fed ในวันที่ 12-13 ธ.ค. 2023 ที่ผ่านมา ยังมีทิศทาง Dovish กว่าที่ตลาดคาด โดย Dot Plot จากการประชุมครั้งสุดท้ายของปี 2023 ระบุว่า Fed

ประเมินว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงราว 3 ครั้ง (-75 bps) ในปี 2024 และอีก 4 ครั้ง (-100 bps) ในปี 2025 จากคาดการณ์แนวโน้มเงินเฟ้อที่จะชะลอตัวต่อเนื่อง ผลจากตลาดแรงงานที่โน้มกลับสู่สมดุล จะช่วยให้อัตราค่าจ้างแรงงานชะลอตัวลง ซึ่งจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อในหมวดบริการทยอยปรับลดลงในระยะต่อไป

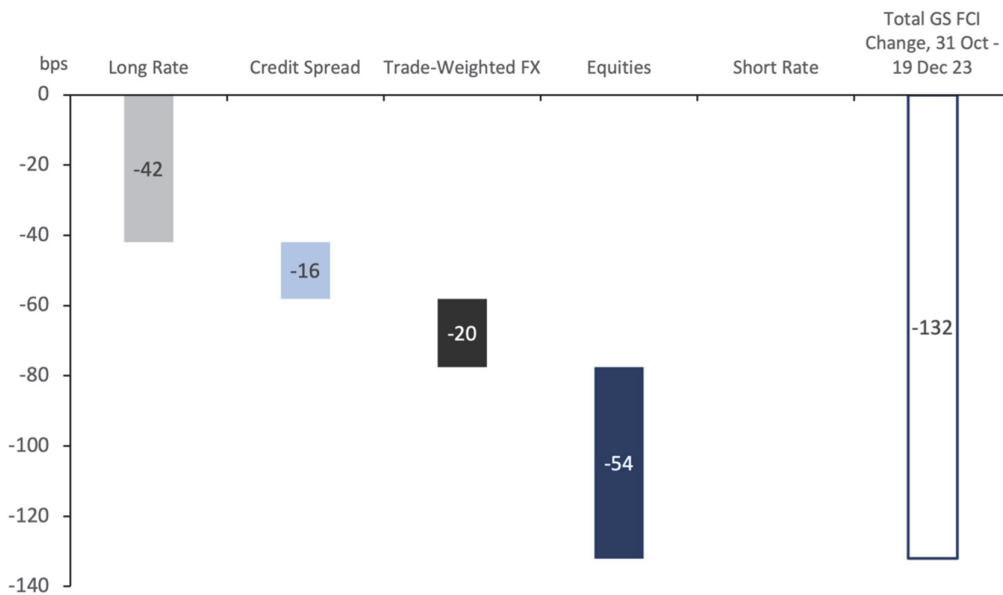
อย่างไรก็ดี Sentiment ของตลาดที่อยู่ในแนวโน้มฟื้นตัวก่อนจะถูกกระตุ้นด้วยสัญญาณ Dovish ของ Fed ทำให้ Bond yield ลดลงจากจุดสูงสุดที่ 5% ในเดือน ต.ค. มาอยู่ต่ำกว่า 4% ในเดือน ธ.ค. ได้ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนตัวลง และตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง จนดัชนีหุ้น Dow Jones ทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ ล้วนเป็นปัจจัยที่ทำให้สถานะการเงินของสหรัฐฯ (Financial Conditions Index: FCI) อ่อนตัวลงรวดเร็วมากที่สุดเป็นประวัติการณ์เช่นเดียวกัน

แผนภาพที่ 11: ดัชนีสภาวะการเงินของสหรัฐฯ โดย Goldman Sachs อ่อนตัวลงอย่างรวดเร็ว (แท้จริง) ตั้งแต่เดือน พ.ย. ที่ผ่านมามา ท่ามกลางเงินเฟ้อทั่วไป (เส้นสีเทา) และเงินเฟ้อพื้นฐาน (เส้นสีฟ้า) ที่แม้จะลดลงแต่ยังอยู่สูงกว่าระดับเป้าหมาย 2% ของ Fed อยู่ค่อนข้างมาก...



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

แผนภาพที่ 12: ...ซึ่งการอ่อนตัวโดยรวมกว่า -130 bps ของดัชนี นับตั้งแต่เดือน พ.ย. จนปัจจุบัน (19 ธ.ค.) หลักๆ แล้วเป็นผลจากตลาดหุ้นที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก (แท้จริง) และผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ลดลง (แท้จริง)



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

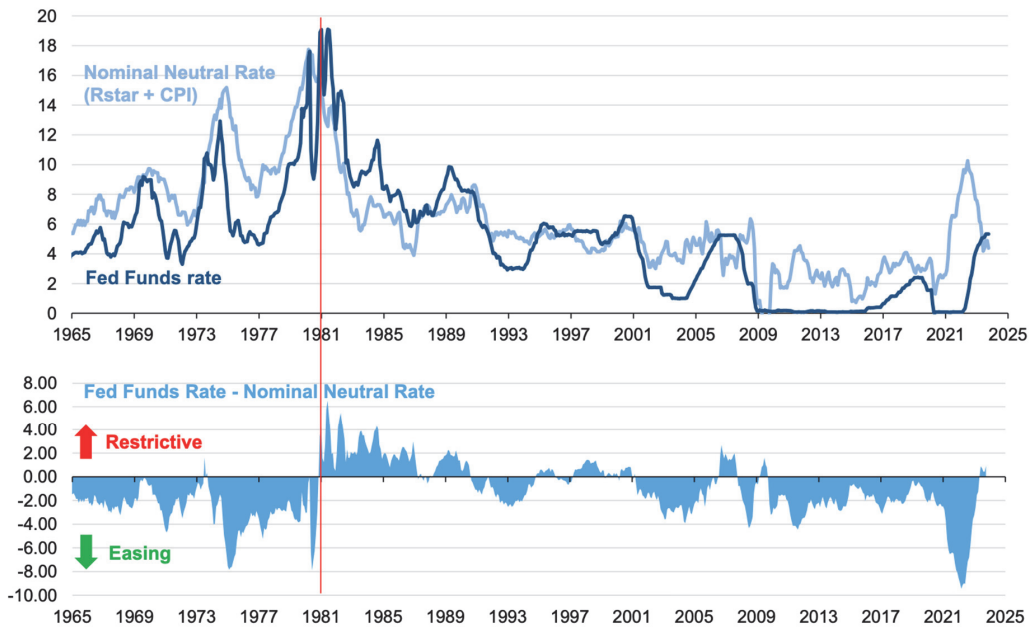
ราคาสินทรัพย์ที่ปรับตัวสูงขึ้น มักทำให้นักลงทุนรู้สึกว่าตนมีความมั่งคั่งมากขึ้น นำไปสู่ความมั่นใจในการใช้จ่ายใช้สอย หรือที่เรียกว่า “Wealth effect” ซึ่งเป็นสิ่งที่ Fed กังวล เพราะจะเป็นปัจจัยเพิ่มความเสถียรด้านสูงให้กับเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า และทำให้การนำเงินเฟ้อกลับสู่ระดับเป้าหมายที่ 2% ยากลำบากมากขึ้น

Fed ที่รับรู้ว่าการตลาดมีความสำคัญจากการประชุมครั้งล่าสุดไปในทิศทาง Dovish อย่างมาก จึงเริ่มกลับมาคุมโทนเข้มงวด อาทิ นาย John Williams ประธาน Fed สาขา New York ที่ได้ให้สัมภาษณ์ว่าในสถานการณ์ปัจจุบันยังเร็วเกินไปที่จะเริ่มพูดคุยเรื่องการลดอัตราดอกเบี้ย หรือแม้แต่ นาย Austan Goolsbee

ประธาน Fed สาขา Chicago ที่จัดว่าเป็นคนที่มีความ Dovish มากที่สุดในกรรมการชุดปัจจุบัน ยังกล่าวว่าตลาดกำลังหลงระเริงมากเกินไป

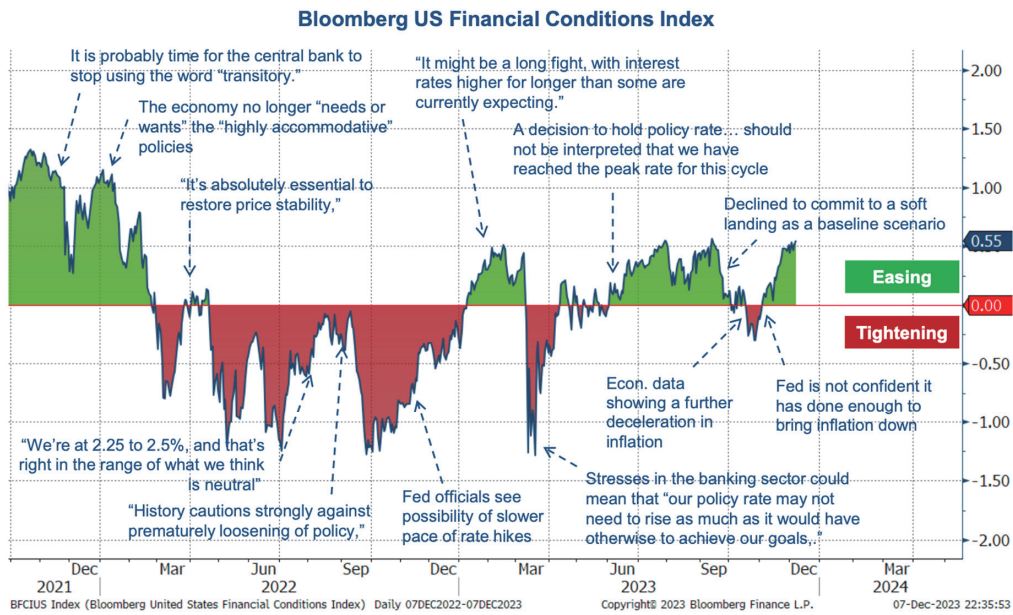
เรามองว่าตลาดที่กำลังคาดหวังกับการลดดอกเบี้ยถึง 5-6 ครั้ง (-125 ถึง -150 bps) ในปี 2024 นั้นเป็นมุมมองที่เป็นบวกมากเกินไป ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจที่แม้จะอ่อนตัวลงแต่ยังไม่เข้าใกล้ภาวะ Recession ประกอบกับสัญญาณจากกรรมการ Fed ที่น่าจะกลับมาเข้มงวดมากขึ้น น่าจะทำให้ Bond yield ปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 4.0-4.2% ซึ่งจะมีความน่าสนใจในการลงทุนมากขึ้น 🌀

แผนภาพที่ 13: อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันมีความตึงตัวไม่มากนักเมื่อเทียบกับวัฏจักรขาขึ้นดอกเบี้ย (Tightening cycle) ครั้งก่อนๆ



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

แผนภาพที่ 14: Fed มักจะออกมาส่งสัญญาณเชิงบวกเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดภาวะการเงินอ่อนตัวมากเกินไปจนสร้างความเสี่ยงด้านสูงให้กับเงินเฟ้อ



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองราคาทองคำที่ระดับ 1,800-2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2024 จากระดับราคาทองคำที่สูงเมื่อเทียบกับ Real yield และการคงมาตรการ QT ของ Fed ซึ่งจะจำกัดการเพิ่มขึ้นของราคาทองคำ แม้เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) จะทยอยฟื้นตัวเข้าใกล้ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลภายในต้นปี 2024 จากอุปทานที่จะลดลงจากกลุ่มประเทศ OPEC แนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว และการส่งมอบน้ำมันดิบเข้าสู่คลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (SPR) ของสหรัฐฯ ตั้งแต่เดือน ม.ค. 2024

ราคาทองคำ

ราคาทองคำอาจปรับขึ้นได้จำกัด แม้เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession

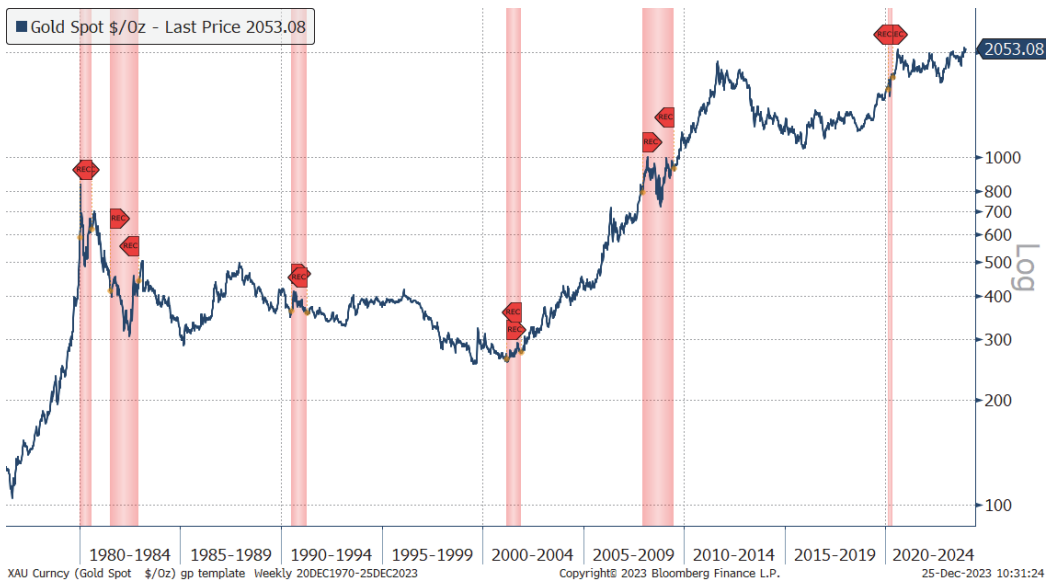
ราคาทองคำในเดือนที่ผ่านมาปรับขึ้นยืนระดับ 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงบวกกับฐานที่สูงอยู่ก่อนแล้ว จากสงครามอิสราเอล-ฮามาสในเดือนก่อนหน้า

การปรับตัวขึ้นของราคาทองคำ สะท้อนมุมมองภาวะ Recession ซึ่งมีสัญญาณความเสี่ยงชัดเจน เป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำในระยะกลางถึงยาว จากความเป็นไปได้ที่ Fed จะกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นแรง ยกตัวอย่างเช่น ภาวะ Recession ซึ่งเกิดขึ้นหลังการระบาดของ COVID ซึ่ง Fed ลดดอกเบี้ยลงอย่างรวดเร็ว และอัดฉีดสภาพคล่องในปริมาณไม่จำกัด ทำให้ราคาทองปรับเพิ่มขึ้นถึง +40% และวิกฤติ Subprime ในปี 2008 ซึ่งทำให้ Fed ริเริ่มมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (Quantitative Easing: QE) ส่งผลให้ราคาทองคำปรับขึ้นกว่า 150% หลังเกิด Recession

อย่างไรก็ดี การเคลื่อนไหวของทองคำในช่วงก่อนมาตรการ QE ในปี 2008 ค่อนข้างจำกัด เห็นได้จากการเคลื่อนไหวของราคาทองคำใน Recession ปี 1990 ซึ่งราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นเพียง 15% เป็นระยะเวลานั้นๆ ก่อนที่จะปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และ Recession ในปี 1981 ซึ่งราคาทองคำปรับขึ้นเพียง 10% ก่อนจะกลับมามีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง

Recession ในรอบนี้ มีความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูงกว่าเป้าหมาย ทำให้ Fed อาจหลีกเลี่ยงที่จะลดความเข้มงวดทางการเงินในหลายเครื่องมือพร้อมกัน เช่น Fed อาจยังคงใช้มาตรการลดขนาดงบดุล (Quantitative Tightening: QT) ในขณะที่เริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อลดความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้น แนวโน้มนโยบายการเงินที่จะผ่อนคลายได้อย่างจำกัด ราคาทองคำอาจปรับขึ้นได้จำกัด แม้เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession เรายังคงมองกรอบราคาทองคำที่ระดับ 1,800-2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2024

แผนภาพที่ 15: ราคาทองคำปรับขึ้นได้จำกัด และปรับขึ้นเพียงระยะสั้น ในช่วง Recession ก่อนเริ่มมาตรการ QE ในปี 2008



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

น้ำมัน

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) จะทยอยฟื้นตัวเข้าใกล้ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลภายในต้นปี 2024 จากอุปทานที่จะลดลงจากกลุ่มประเทศ OPEC และแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวหลังราคาน้ำมันดิบปรับลดลงมาอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ ขณะที่กำหนดการส่งมอบน้ำมันดิบเข้าสู่คลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) ของสหรัฐฯ ตั้งแต่เดือน ม.ค. 2024 จะช่วยสร้างอุปสงค์เพิ่มเติม ปัจจัยพื้นฐานดังกล่าวจะช่วยให้ Sentiment ของตลาดที่น่าจะผันจุดต่ำสุดไปแล้วทยอยฟื้นตัวดีขึ้น

อุปทานน้ำมันคาดว่าจะลดลงในต้นปี 2024 จากทั้งฝั่ง OPEC และสหรัฐฯ

การประชุมของกลุ่ม OPEC และพันธมิตร หรือ OPEC+ (OPEC and Non-OPEC Ministerial Meeting: ONOMM) ครั้งที่ 36 ในวันที่ 30 พ.ย. ที่ผ่านมา มีมติจะลดการผลิตเพิ่มเติมโดยสมัครใจ (Voluntary cut) โดยจะมีผลในไตรมาส 1/2024 ก่อนจะทยอยกลับมาเพิ่มระดับการผลิตขึ้นอยู่กับสถานะตลาด

มาตรการปรับลดการผลิตในครั้งนี้เป็นการปรับลดเพิ่มเติมจากมาตรการปรับลดการผลิตโดยสมัครใจที่ประกาศในเดือน เม.ย. 2023 ซึ่งมีผลถึงสิ้นปี 2024 ทำให้ OPEC ในปัจจุบัน มีโควตาการผลิตอย่างเป็นทางการ, การปรับลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 1 (1st round of voluntary cut), และการปรับลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 2 (2nd round of voluntary cut) ที่ประเทศสมาชิกต้องปฏิบัติตาม โดยจากการคำนวณของเราแล้ว คาดว่าจะส่งผลให้การผลิตโดยรวมของกลุ่มประเทศ OPEC-10 ลดลงประมาณ -0.3 ถึง -0.5 ล้านบาร์เรล MoM ในเดือน ม.ค. 2024

แผนภาพที่ 16: เราคาดว่ากรการผลิตโดยรวมของกลุ่มประเทศ OPEC-10 จะลดลงประมาณ -0.3 ถึง -0.5 ล้านบาร์เรล MoM ในเดือน ม.ค. 2024

Units are in kb/d

	Current Official Quota (Till Dec 23)	Jan - Dec 24 Official Quota (Agreed in Jun 23)	Official Quota Change Between Dec 23 - Jan 24	1st Round of Voluntary Cut (May 23 - Dec 24) 71	2nd Round of Voluntary Cut (Jan - Mar 24)	Dec 23 Effective Quota 21	Jan 24 Effective Quota After 1 Voluntary Cut	Jan 24 Effective Quota After 2 Voluntary Cuts	Oct 23 Production	Possible Production Change Expected Between Dec 23 and Jan 24 31
Saudi Arabia	10,478	10,478	-	(1,500)	-	8,978	8,978	8,978	8,992	No significant change
Iraq	4,431	4,431	-	(211)	(223)	4,220	4,220	3,997	4,329	Cut up to 332
U.A.E.	3,019	3,219	200	(144)	(163)	2,875	3,075	2,912	2,940	From cut up to 28 to increase up to 135
Kuwait	2,676	2,676	-	(128)	(135)	2,548	2,548	2,413	2,553	Cut up to 140
Nigeria	1,742	1,380	(362)	-	-	1,742	1,380	1,380	1,416	Cut up to 36
Angola	1,455	1,280	(175)	-	-	1,455	1,280	1,280	1,172	Increase up to 108
Algeria	1,007	1,007	-	(48)	(51)	959	959	908	961	Cut up to 53
Congo	310	276	(34)	-	-	310	276	276	257	No significant change
Gabon	177	177	-	(8)	-	169	169	169	216	Cut up to 47
Equatorial Guinea	121	70	(51)	-	-	121	70	70	56	No significant change
Total	25,416	24,994	(422)	(2,039)	(572)	23,377	22,955	22,383	22,892	Cut up to ~500 kb/d

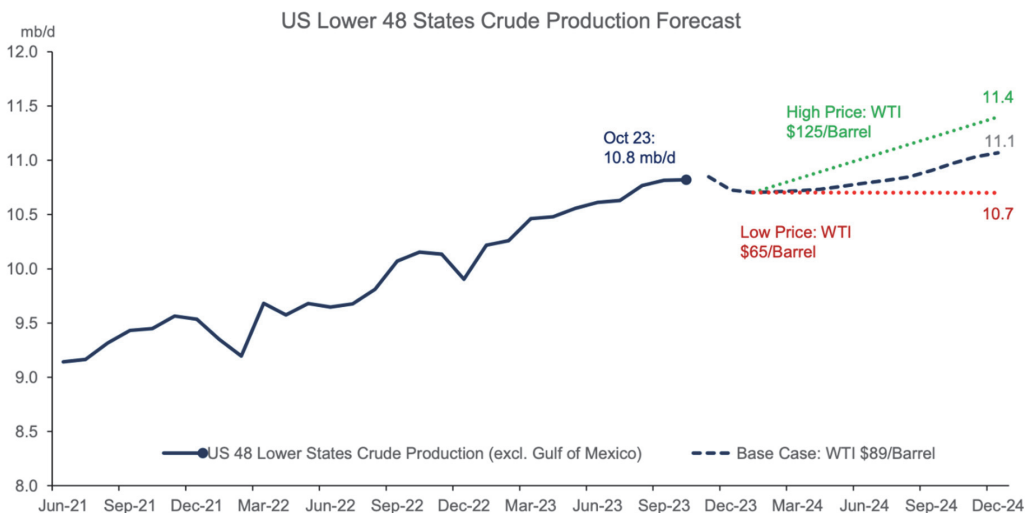
Country name in ■ Producing at or below Effective Quota
■ Producing above Effective Quota but lower than Official Quota
■ Producing above both Effective and Official Quota

Note: 1\The first round of Voluntary Cuts includes SA's 500 kb/d and later a unilateral 1 mb/d cut 2\Effective quota refers to official quota, less announced voluntary cuts 3\Calculated based on latest production data compared with Jan 2024's Effective Quota after 1st and 2nd Voluntary Cuts announced
 ที่มา: OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่แนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว ตามที่เราประเมินว่าราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ทรงตัวอยู่ต่ำกว่าประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเป็นเวลานาน จะสร้างแรงจูงใจเชิงลบต่อการวางแผนขุดเจาะน้ำมันดิบของผู้ผลิตพลังงาน โดยจากการวิเคราะห์ของหน่วยงานด้านข้อมูลพลังงาน

ของสหรัฐฯ (Energy Information Administration: EIA) คาดว่าการผลิตน้ำมันดิบจะลดลงราว -0.1 ถึง -0.2 ล้านบาร์เรลจากระดับปัจจุบัน ในช่วงไตรมาส 1/2024 สมดุลตลาดน้ำมันโลกในระยะข้างหน้าจึงมีแนวโน้มตึงตัวมากขึ้น

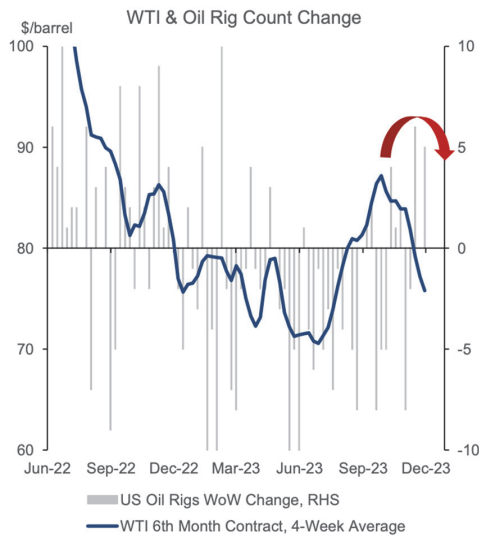
แผนภาพที่ 17: EIA คาดว่าราคาน้ำมันดิบที่ปรับลดลงอย่างรวดเร็วจะทำให้การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ชะลอตัวลงในไตรมาส 1/2024



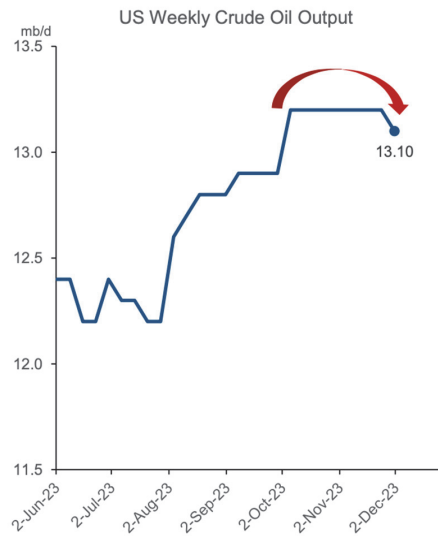
Note: Production in Alaska and Gulf of Mexico are excluded from the forecast due to projects in the areas having longer lead time and hence are less sensitive to price
 ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 18: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มปรับลดลงเมื่อราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่ต่ำกว่าระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล (ภาพซ้าย) ส่งผลให้ระดับการผลิตเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว (ภาพขวา)

Sustained sub-\$80/barrel WTI price is likely to be followed by a decline in rig count



US oil production stalled for ~2 months before starting to head downward



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

รัฐบาลสหรัฐฯ ส่งสัญญาณจะเดินหน้าซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าคลังสำรอง SPR ต่อเนื่อง

คลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (Strategic Petroleum Reserves: SPR) ที่ถูกระบายออกมาอย่างต่อเนื่องหลังวิกฤติ Covid-19 จนระดับน้ำมันคงคลังลดลงมาเหลือที่ราว 350 ล้านบาร์เรล หรือประมาณกึ่งหนึ่งของความจุทั้งหมด นับเป็นระดับต่ำสุดในรอบกว่า 40 ปี และเป็นระดับที่ทำให้รัฐบาลสหรัฐฯ หันกลับมาพูดถึงความต้องการที่จะซื้อน้ำมันดิบกลับเข้าเต็มมากขึ้น

เราเห็นความพยายามของภาครัฐที่ต้องการใช้ SPR เป็นเครื่องมือในการช่วยแทรกแซงราคาน้ำมันดิบไม่ให้ต่ำกว่าประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลต่อเนื่องเป็นเวลานาน เนื่องจากจะเป็นการส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการผลิตน้ำมันซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญต่อความมั่นคงของพลังงานของสหรัฐฯ โดยนาย David Turk รัฐมนตรีช่วยว่าการกระทรวงพลังงาน ระบุว่าภาครัฐมีแผนที่จะเดินหน้าเข้าซื้อน้ำมันดิบอย่างต่อเนื่อง เมื่อราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับเป้าหมาย (79 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อ

บาร์เรลหรือต่ำกว่า) และจะซื้ออย่างน้อยเดือนละ 3 ล้านบาร์เรล ขึ้นอยู่กับข้อจำกัดด้านความสามารถในการขนส่งและเติมน้ำมันกลับเข้าคลัง

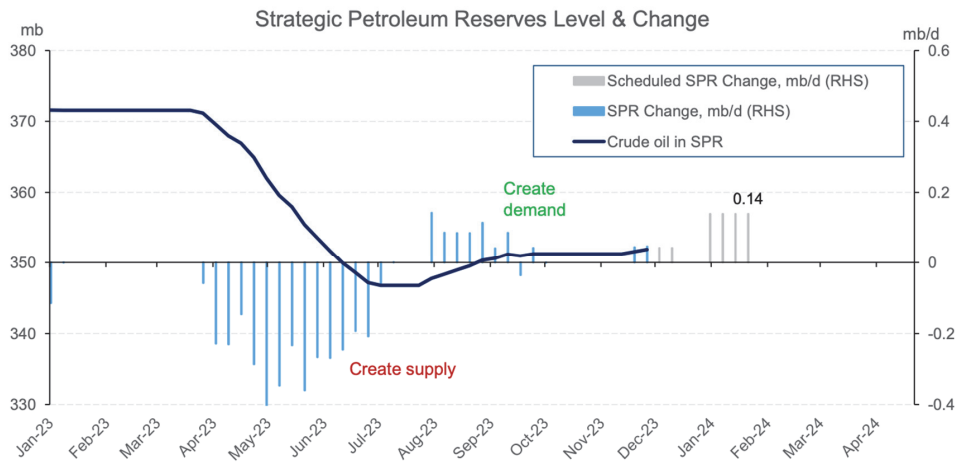
จากข้อมูลของกระทรวงพลังงาน ระบุถึงกำหนดการส่งมอบน้ำมันดิบกลับเข้าคลังสำรอง SPR จำนวน 4.2 ล้านบาร์เรลในเดือน ม.ค. 2024 ซึ่งจะคิดเป็นอุปสงค์ราว 0.14 ล้านบาร์เรลต่อวัน และทาง SPR ยังได้เปิดให้ทางเอกชนเข้ามาประมูลเพื่อขายน้ำมันดิบสำหรับการส่งมอบในเดือน ก.พ. และ มี.ค. เสร็จสิ้นไปแล้ว โดยหากการประมูลดังกล่าวประสบความสำเร็จ ก็จะมีการส่งมอบน้ำมันดิบอีกอย่างน้อยเดือนละ 3 ล้านบาร์เรล หรือคิดเป็นอุปสงค์ราว 0.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน

เมื่อนำปัจจัยด้านอุปทานที่มีแนวโน้มลดลงมารวมกับอุปสงค์ที่จะเพิ่มขึ้นจาก SPR ในเดือน ม.ค. 2024 นี้ เราคาดว่าสมดุลของตลาดน้ำมันโลกจะตึงตัวขึ้นราว 0.5-0.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบ WTI มีแนวโน้มทยอยปรับตัวขึ้นเข้าใกล้ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 19: รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องการเข้าซื้อน้ำมันดิบเพื่อกลับเข้าเดิมคลังสำรอง SPR อย่างน้อยเดือนละ 3 ล้านบาร์เรล จะช่วยเพิ่มอุปสงค์ราว 0.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน

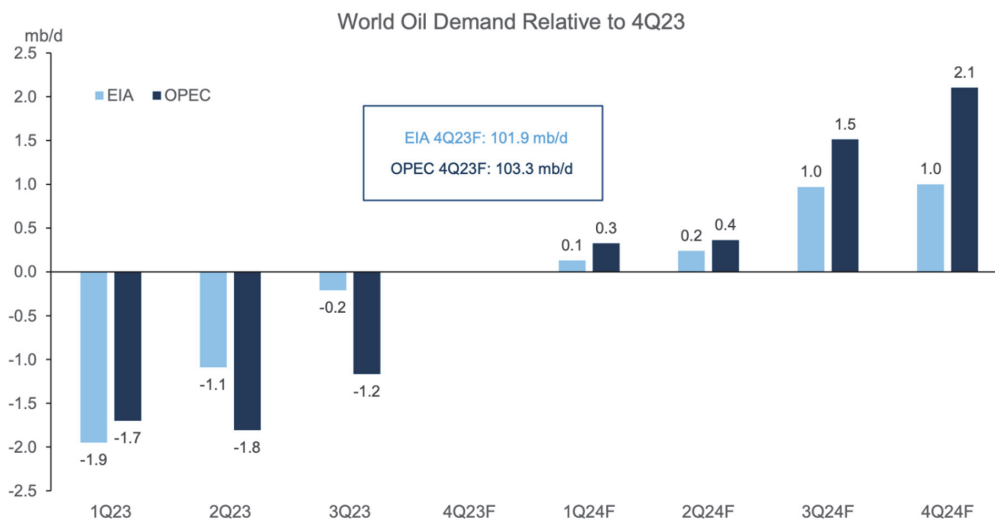
"We are refilling [SPR] as much as we can. We've been doing that for the last several months. And at this price level, we'll keep doing it. We will be doing *at least 3 million barrels*, and we *hope we can bring more capacity online* at these price levels to buy as much as we can to refill to make sure we've got that available when we need it in the future."

David M. Turk, Deputy Secretary, Department of Energy
Dec 4, 2023



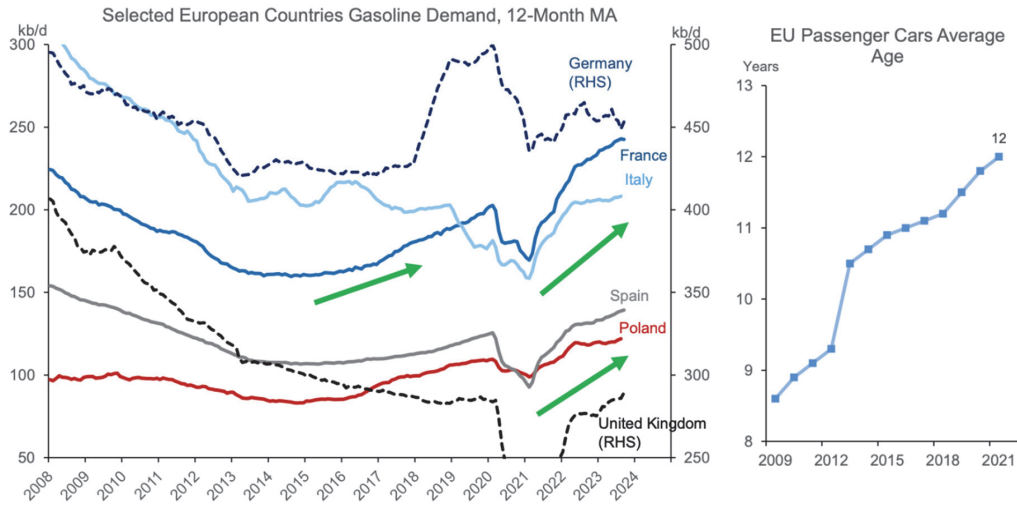
ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 20: อุปสงค์น้ำมันโลกคาดว่าจะเติบโตอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 1H24F ก่อนจะเพิ่มสูงขึ้นอีกครั้งหลังของปี



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

แผนภาพที่ 21: ความต้องการบริโภคน้ำมันเบนซินในหลายประเทศในยุโรปกลับมาอยู่ในแนวโน้มเติบโต (ภาพซ้าย) โดยถูกผลักดันจากอายุเฉลี่ยของรถยนต์ที่ยังมีการใช้งาน (ภาพขวา) ที่เพิ่มสูงขึ้น ประกอบกับรูปแบบการทำงานนอกออฟฟิศ (Remote working) ที่ทำให้รถยนต์ส่วนตัวถูกใช้ในชีวิตประจำวันมากขึ้น



ที่มา: JODI, ACEA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- คาดเศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัว 1.3% ในปี 2024F ชะลอลงจาก 2.4% ในปี 2023F โดยการบริโภคภาคเอกชนจะยังเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก และมองกรณีฐานยังเป็นภาพของการ Soft-landing เนื่องจากตลาดแรงงานที่ยังมีความแข็งแกร่งจะช่วยลดทอนผลกระทบเชิงลบจากการใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวได้ ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ มีแนวโน้มถูกปรับลดลงในปี 2024F ไม่น้อยกว่า 50bps หลังแรงกดดันด้านบวกต่ออัตราเงินเฟ้อลดลงไปมาก และเศรษฐกิจในภาพรวมชะลอตัวลงทำให้ความเสี่ยงต่อประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ไน้มเข้าสู่ด้านต่ำมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ตลาดยังคงให้น้ำหนักการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายราว 5 ครั้ง สะท้อนการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงต่อภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจในระดับที่สูง แต่เรามองว่า ณ ปัจจุบันตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมแม้จะอ่อนแอแต่ยังไม่สมเหตุสมผลที่จะคาดการณ์ว่าภาวะถดถอยจะเป็นกรณีฐาน ดังนั้น มองว่ามีความเสี่ยงที่ Fed จะรักษาท่าที่เข้มงวดในการดำเนินนโยบายการเงินต่อไปผ่านการปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่ช้ากว่าที่ตลาดคาดการณ์ (High for longer)
- คาดการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนชะลอตัวลงจาก 0.5% ในปี 2023 เป็น 0.2% ในปี 2024F และมีความเสี่ยงของการเกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจสูงขึ้น โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี 2024 หลังจากหลายประเทศในยูโรโซนได้เข้าสู่ภาวะถดถอยทางเทคนิคแล้ว (Technical Recession) สอดคล้องกับเครื่องชี้ทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่ปรับอ่อนแอลงต่อเนื่องและส่งผลถึงความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อปรับชะลอต่อเนื่อง ในขณะที่อัตราการว่างงานยังอยู่ในระดับต่ำส่งผลให้ค่าจ้างที่แท้จริงเริ่มปรับขึ้นมาเป็นบวก ซึ่งสะท้อนว่าโอกาสที่เศรษฐกิจจะหดตัวรุนแรงนั้นยังไม่สูงนัก ขณะเดียวกันเป็นการเปิดทางให้ ECB สามารถพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ลงได้ในปี 2024F โดยเราคาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่ต่ำกว่า 100bps ทั้งนี้ เพื่อจัดการกับคาดการณ์เงินเฟ้อ (Inflation Expectation) ที่ยังสูงกว่า 2% และความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะกลับมาพุ่งสูงขึ้นจากปัจจัยด้านอุปสงค์เนื่องด้วยสภาวะการเงินที่อาจผ่อนคลายมากขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะลดลง ขณะที่เรามองว่า ECB จะเริ่มทำ QT โดยการลดการถือครองสินทรัพย์จากโครงการ PEPP ออกมาเร็วกว่ากำหนดการเดิม
- เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นเดือน พ.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัวลง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) ที่พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2022 จากดัชนีภาคบริการและการผลิตที่ปรับตัวลดลง ทั้งนี้ เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปที่ระดับ 1.0% YoY ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะเติบโต 1.7% ในปี 2023F โดยองค์ประกอบที่คาดว่าจะหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024F มาจากอุปสงค์ภายในประเทศ เป็นหลัก ขณะที่หนึ่งในตัวชี้ที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นให้ความสำคัญ กล่าวคือ ตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) เดือน ต.ค. เติบโตขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 1.5% YoY แต่ยังคงขยายตัวต่ำกว่าระดับ 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Kuroda อดีตผู้ว่า BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถบรรลุเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน พ.ย. เติบโตขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้ประโยชน์จากผลของฐานที่ต่ำ อาทิ ยอดค้าปลีก เป็นต้น อย่างไรก็ตาม โมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนยังคงไม่แข็งแรง โดยเฉพาะการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องหลายเดือน ด้านกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงฉายภาพของความอ่อนแอและไม่แข็งแรง สะท้อนผ่านการจัดหาเงินทุนเพื่อนำไปพัฒนา รวมถึงยอดขายของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ โดยเฉพาะราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญที่หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ต้องจับตาการประชุมสำคัญที่คาดว่าจะจัดขึ้นในปี 2024 ซึ่งอาจทำให้เห็นความชัดเจนสำหรับนโยบายและมาตรการที่อาจจะออกมาเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า
- คาดว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2024F จะขยายตัวที่ 3.5% โดยองค์ประกอบหลักจะกลับมาช่วยกันประคับประคองขับเคลื่อนเศรษฐกิจอีกครั้ง ซึ่งรวมไปถึงการส่งออกสินค้าและการใช้จ่ายภาครัฐ ที่ในปี 2023 เป็นปัจจัยจุดต่อเศรษฐกิจ โดยการใช้จ่ายภาครัฐยังมีบทบาทได้ไม่เต็มที่นักในการช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของปี 2024F เนื่องจากร่างงบประมาณ FY2024 (ต.ค. 2023 - ก.ย. 2024) ยังไม่ได้รับการอนุมัติ แต่คาดว่าจะการเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นมากในอัตราเร่งหลังร่างงบประมาณ ได้รับการอนุมัติให้มีผลบังคับใช้ (คาดว่าในเดือน พ.ค.) ขณะที่โครงการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม โดยเฉพาะโครงการ Digital Wallet วงเงิน 5 แสนล้านบาท ยังคงมีความไม่แน่นอนสูงว่าจะสามารถดำเนินการได้ ซึ่งเรายังคงไม่ได้รวมไว้ในประมาณการกรณีฐาน และเรามองว่าโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจดังกล่าวอาจไม่ได้ส่งผลบวกมากนักต่อ GDP ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่าอยู่ที่ระดับ 2.5% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดแล้วภายใต้สถานการณ์ปัจจุบัน

เศรษฐกิจสหรัฐฯ



ภาคเศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัว 1.3% ในปี 2024F ะลดลงจาก 2.4% ในปี 2023F โดยการบริโภคภาคเอกชนจะยังเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก และมองกรณีฐานยังเป็นภาพของการ Soft-landing เนื่องจากตลาดแรงงานที่ยังมีความแข็งแกร่งจะช่วยลดทอนผลกระทบเชิงลบจากการใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวได้ ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ มีแนวโน้มถูกปรับลดลงในปี 2024F ไม่น้อยกว่า 50bps หลังแรงกดดันด้านบวกต่ออัตราเงินเฟ้อลดลงไปมาก และเศรษฐกิจในภาพรวมชะลอตัวลงทำให้ความเสี่ยงต่อประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ โน้มเข้าสู่ด้านต่ำมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ตลาดยังคงให้น้ำหนักการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายราว 5 ครั้ง สะท้อนการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงต่อภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจในระดับที่สูง แต่เรามองว่า ณ ปัจจุบันตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมแม้จะอ่อนแอลงแต่ยังไม่สมเหตุสมผลที่จะคาดการณ์ว่าภาวะถดถอยจะเป็นกรณีฐาน ดังนั้น มองว่ามีความเสี่ยงที่ Fed จะรักษาท่าทีเข้มงวดในการดำเนินนโยบายการเงินต่อไปผ่านการปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่ช้ากว่าที่ตลาดคาดการณ์ (High for longer)

เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ โดยรวมบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจที่จะชะลอลงในระยะข้างหน้า

เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ โดยรวมบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจที่จะชะลอลงในระยะข้างหน้า จากกิจกรรมในภาคการผลิตสะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Manufacturing PMI) ที่ยังคงอยู่ในโซนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ในเดือน พ.ย. ขณะที่กิจกรรมในภาคบริการ (Non-Manufacturing PMI) ชะลอตัวลงมากแม้จะขยายตัวได้เล็กน้อย แต่ยอดงานค้างคั่ง (Backlog of work) ลดลงในระดับที่รุนแรงกว่า บ่งชี้กิจกรรมที่จะชะลอตัวมากขึ้น ด้านสภาวะการเงินมีความตึงตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลจากการใช้

นโยบายการเงินที่เข้มงวดของธนาคารกลางสหรัฐฯ กดดันการค้าและการลงทุน โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ตลาดแรงงานที่แม้จะชะลอตัวบ้างแต่ยังแข็งแกร่งมาก ประกอบกับอัตราเงินเฟ้อที่ลดความร้อนแรงลงมากแล้ว มองว่าปัจจัยดังกล่าวจะช่วยลดทอนผลกระทบในเชิงลบที่เกิดจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อภาคเศรษฐกิจได้ นอกจากนี้ เรามองเศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะ Soft-landing เป็นกรณีฐาน แม้ว่าความเสี่ยงของการเกิดภาวะถดถอยจะเพิ่มขึ้นมาบ้างแต่โดยรวมเครื่องชี้ทางเศรษฐกิจยังบ่งบอกว่าอยู่ในระดับที่ไม่สูงนัก

แผนภาพที่ 22: เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ โดยรวมบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจที่จะชะลอลงในระยะข้างหน้า

Key economic indicators heat map ^{1\}

Indicators	2021	2022	2023																
			J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N						
Monetary	Net QE Purchases (MoM)																		
	Financial Condition (Index)																		
Yield	10-yr Govt Bond Yield (%)																		
	New Home Sales (%YoY)																		
Housing	Existing Home Sales (%YoY)																		
	Housing Starts (%YoY)																		
	Building Permits (%YoY)																		
	30-Yr Fixed Home Mortgage Rate (%)																		
	NAHB Sentiment (Index)																		
Consumption	US Personal Income (%YoY)																		
	US Personal Spending (%YoY)																		
	US Personal Spending: Goods (%YoY)																		
	US Personal Spending: Services (%YoY)																		
	Retail Sales (%YoY)																		
	Motor Vehicles Sales (%YoY)																		
	U. of Michigan Consumer Confidence (Index)																		
	Unemployment Rate (%_SA)																		
	Total Nonfarm Payrolls (%YoY)																		
	Saving Rate (%_SA)																		
Investment	ISM Manufacturing Employment (Index)																		
	ISM Non-manufacturing Employment (Index)																		
	Capital Goods New Orders Non-defense ex. Aircraft (%YoY)																		
Trade	ISM Manufacturing New Order (Index)																		
	Exports: Total (%YoY)																		
	Imports: Total (%YoY)																		
Production	ISM Manufacturing New Exports Orders (Index)																		
	ISM Manufacturing (Index)																		
	ISM Non-manufacturing (Index)																		
Inflation	Industrial Production (%YoY)																		
	Capacity Utilization (%)																		
	Core PCE (%YoY)																		
	Core CR (%YoY)																		
Inflation	Headline CR (%YoY)																		

Note: 1\ Higher numbers should be taken as positive (green) except for yield, 30-yr fixed home mortgage rate, unemployment rate and inflation indicators.

ที่มา: BEA.gov, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

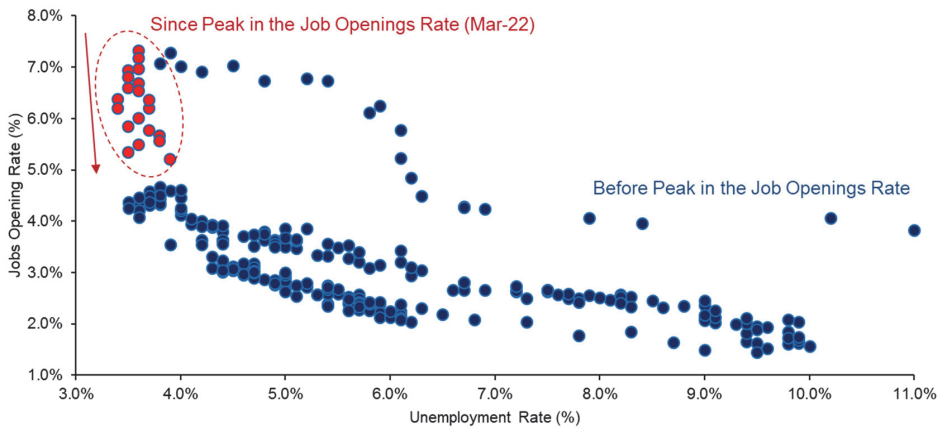
การชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจากการบริโภคภาคเอกชนที่เปราะบาง แต่ตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งจะช่วยลดทอนผลกระทบเชิงลบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวด

คาดว่า การชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2024F จะมาจากการบริโภคภาคเอกชนที่ชะลอตัวลง แม้ยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลัก แต่ด้วยสัญญาณของการอ่อนแรงในฝั่งกำลังซื้อของผู้บริโภคที่พุ่งสูงขึ้น สะท้อนจากการก่อหนี้และการดึงเงินออมออกมาใช้จ่ายอย่างต่อเนื่องเพื่อรักษาระดับของการบริโภค ท่ามกลางภาระดอกเบี้ยจ่ายและอัตราการผิנדัดชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

เนื่อง บ่งชี้ถึงความเปราะบางที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่ยังมีความแข็งแกร่ง สะท้อนจากการลดลงของอัตราส่วนงานว่าง (Job opening rate) ที่ไม่ได้กระตุ้นให้อัตราการว่างงานปรับสูงขึ้นแต่อย่างใด บ่งชี้ว่าการชะลอตัวของในส่วนของการทำงาน อาจเป็นเพียงการปรับสู่ภาวะสมดุลเท่านั้น (Normalization) อย่างไรก็ดี จัปตาการเพิ่มขึ้นของอัตราการว่างงานในระยะต่อไป โดยหาก Job opening rate ลดลงต่ำกว่าระดับ 3% (ปัจจุบัน 5%) มีแนวโน้มที่อัตราการว่างงานในสหรัฐฯ จะเร่งตัวขึ้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจและเพิ่มความเสี่ยงต่อภาวะถดถอยในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 23: การชะลอตัวของการทำงานในสหรัฐฯ ยังเป็นเพียงการปรับเข้าสู่จุดสมดุลเท่านั้น (Normalization)

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



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

อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับเข้าสู่เป้าหมาย 2% ของ Fed เร็วขึ้น จากค่าจ้างแรงงานที่ชะลอตัวลง และปัญหาในห่วงโซ่อุปทานที่คลี่คลายไปมากแล้ว

ด้านอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ คาดว่าแนวโน้มจะยังเป็นการปรับชะลอตัวต่อเนื่อง โดยผลจากตลาดแรงงานที่โน้มกลับสู่สมดุล จะช่วยให้อัตราค่าจ้างแรงงานชะลอตัวลง ซึ่งจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อในหมวดบริการทยอยปรับลดลงในระยะต่อไป ขณะเดียวกัน ปัญหาที่เกี่ยวกับห่วงโซ่อุปทานได้คลี่คลายลงไปมากแล้วเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อในหมวดสินค้าลดลงต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้น ด้วยแรงกดดันในด้านบวก

จากภาวะเงินเฟ้อที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง เป็นสาเหตุสำคัญที่ Fed เริ่มส่งสัญญาณออกมาในเชิงผ่อนคลายมากขึ้น ผ่านแถลงการณ์ที่ระบุว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ และอัตราเงินเฟ้อจะมีการชะลอตัวลง ขณะเดียวกัน Dot Plot จากการประชุมครั้งสุดท้ายของปี 2023 ระบุว่า Fed ประเมินว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในปี 2024 ราว 3 ครั้ง (-75 bps) และปรับลดอีก 4 ครั้งในปี 2025 (-100 bps) ขณะที่ยังคงมุมมองอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-term Neutral Rate) ไว้ที่ 2.5% ตามเดิม แม้มีคณะกรรมการ FOMC จำนวนมากขึ้นที่มองว่าระดับสมดุลของอัตราดอกเบี้ยในระยะยาวควรที่จะถูกปรับขึ้น

แผนภาพที่ 24: อัตราค่าจ้างที่จะชะลอตัวและปัญหาในภาคบริการที่คลี่คลายจะช่วยลดแรงกดดันด้านบวกต่ออัตราเงินเฟ้อ

Wage growth (% YoY) vs Fed's preferred level



Supplier delivery times vs Goods inflation



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

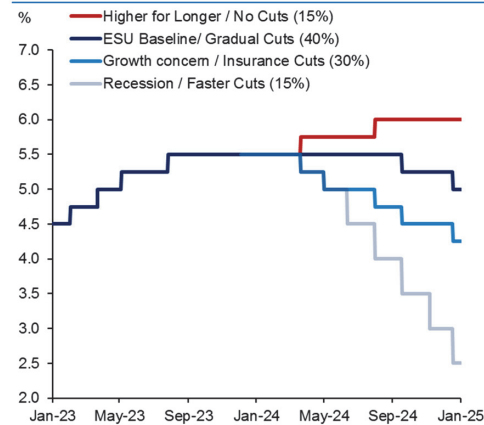
คาด Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ลงไม่น้อยกว่า 50 bps ในปี 2024 โดยความเสี่ยงต่อประมาณการโน้มสู่ด้านต่ำมากขึ้น

มองอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ มีแนวโน้มถูกปรับลดลงในปี 2024F ไม่น้อยกว่า 50bps หลังแรงกดดันด้านบวกต่ออัตราเงินเฟ้อลดลงไปมาก และเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีการชะลอตัวลงจากเดิม ทำให้ความเสี่ยงต่อประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายโน้มเข้าสู่ด้านต่ำมากขึ้น อย่างไรก็ตาม มาตรการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายราว 5 ครั้ง ซึ่งสะท้อนการคาดการณ์ว่า

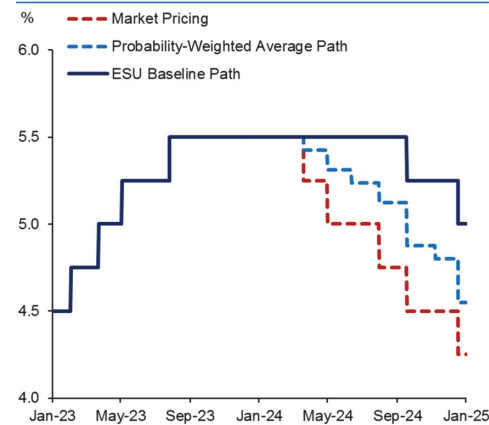
เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงถดถอยในระดับที่สูง แต่เรามองว่า ณ ปัจจุบันตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมแม้จะอ่อนแอลงแต่ยังไม่สมเหตุสมผลที่จะคาดภาวะถดถอยเป็นกรณีฐาน ดังนั้น มองว่ามีความเสี่ยงที่ Fed จะรักษาทำที่ที่เข้มงวดในการดำเนินนโยบายการเงินต่อไป โดยมองการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกจะช้า โดยน่าจะเกิดขึ้นในช่วง 3Q24F นอกจากนี้ รายชื่อคณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ ที่มีสิทธิ์ออกเสียงในปี 2024 จะมีทำที่เข้มงวดน้อยลงเมื่อเปรียบเทียบกับปี 2023

แผนภาพที่ 25: คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ในกรณีต่างๆ บ่งชี้ว่ามีความเสี่ยงด้านต่ำต่อประมาณการเพิ่มขึ้น Note: Market pricing derived from OIS spread and CME Fedwatch Tool as of 10 Dec.

Scenarios for fed funds rate (upper) forecasts



Fed funds rate (upper)



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

แผนภาพที่ 26: คณะกรรมการ Fed ที่มีสิทธิ์ออกเสียง จะมีความ Hawkish ลดลงในปี 2024 เทียบกับปี 2023

Name	Position	Hawk Scale	Voter?		
			2023	2024	2025
Most Dovish					
Goolsbee	Chicago		✓	✗	✓
Bostic	Atlanta		✗	✓	✗
Cook	Board		✓	✓	✓
Dubbert	Kansas City		✗	✗	✓
Harker	Philadelphia		✓	✗	✗
Collins	Boston		✗	✗	✓
Barr	Board		✓	✓	✓
O' Neil Paese	St. Louis		✗	✗	✓
Jefferson	Board		✓	✓	✓
Williams	New York		✓	✓	✓
Powell	Chairman		✓	✓	✓
Daly	Sab Francisco		✗	✓	✗
Barkin	Richmond		✗	✓	✗
Mester	Cleveland		✗	✓	✗
Logan	Dallas		✓	✗	✗
Waller	Board		✓	✓	✓
Bowman	Board		✓	✓	✓
Kashkari	Minneapolis		✓	✗	✗
Most Hawkish					
Total Hawk / Dove Scores of FOMC voting members			3.6	3	1.7

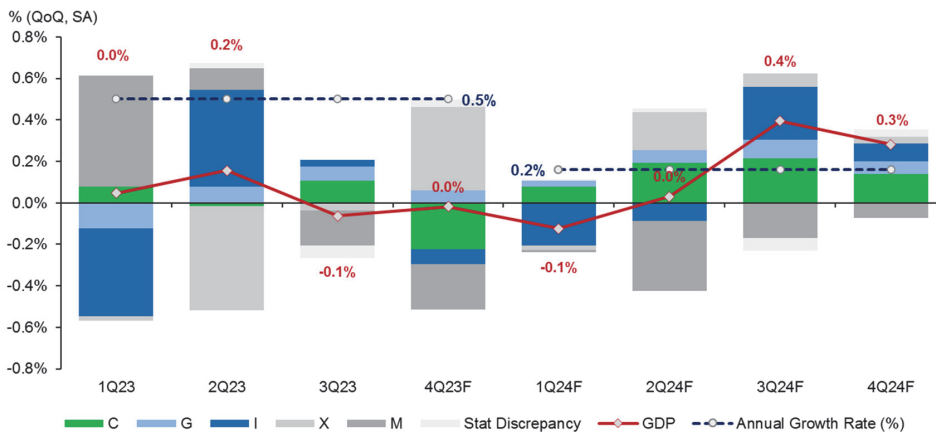
ที่มา: Federal Reserve, Intouch Capital Markets, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

คาดการณ์เติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนชะลอตัวลงจาก 0.5% ในปี 2023 เป็น 0.2% ในปี 2024F และมีความเสี่ยงของการเกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจสูงขึ้น โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี 2024 หลังจากที่หลายประเทศในยูโรโซนได้เข้าสู่ภาวะถดถอยทางเทคนิคแล้ว (Technical Recession) สอดคล้องกับเครื่องชี้ทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่ปรับอ่อนแอลงต่อเนื่องและส่งสัญญาณถึงความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อปรับชะลอตัวต่อเนื่อง ในขณะที่อัตราการว่างงานยังอยู่ในระดับต่ำส่งผลให้ค่าจ้างที่แท้จริงเริ่มปรับขึ้นมาเป็นบวก ซึ่งสะท้อนว่าโอกาสที่เศรษฐกิจจะหดตัวรุนแรงนั้นยังไม่สูงนัก ขณะเดียวกันเป็นการเปิดทางให้ ECB สามารถพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ลงได้ในปี 2024F โดยเรคาดว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่น้อยกว่า 100bps ทั้งนี้ เพื่อจัดการกับคาดการณ์เงินเฟ้อ (Inflation Expectation) ที่ยังสูงกว่า 2% และความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะกลับมาพุ่งสูงขึ้นจากปัจจัยด้านอุปสงค์เนื่องด้วยสภาวะการเงินที่อาจอ่อนคลายมากขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะลดลง ขณะที่เรามองว่า ECB จะเริ่มทำ QT โดยการลดการถือครองสินทรัพย์จากโครงการ PEPP ออกมาเร็วกว่ากำหนดการเดิม

แผนภาพที่ 27: เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัวต่ำลงในปี 2024F โดยในครึ่งแรกของปีมีความเสี่ยงที่จะหดตัวสูง

Eurozone GDP Growth and Contribution Breakdown (% QoQ, SA)



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

เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่ปรับเปลี่ยนแปลงต่อเนื่องและส่งสัญญาณถึงความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า

เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจของยูโรโซน โดยรวมบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงและมีความเสี่ยงของการเกิดภาวะถดถอยสูงขึ้น กิจกรรมในภาคการผลิตสะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Manufacturing PMI) ยังคงอยู่ในโซนหดตัวต่อเนื่องมาแล้วกว่า 17 เดือน แม้ดัชนีจะปรับดีขึ้นเป็น 44.2 ในเดือน พ.ย. 2023 ซึ่งสูงสุดในรอบ 6 เดือนก็ตาม ขณะเดียวกันกิจกรรมในภาคบริการ (Services PMI) ก็ซบเซาลงมากและอยู่ที่ระดับซึ่งบ่งชี้การหดตัว (ต่ำกว่าระดับ 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่สี่ นับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2023 ด้านสภาวะการเงินโดยรวมมีความตึงตัวเพิ่มขึ้นมาก

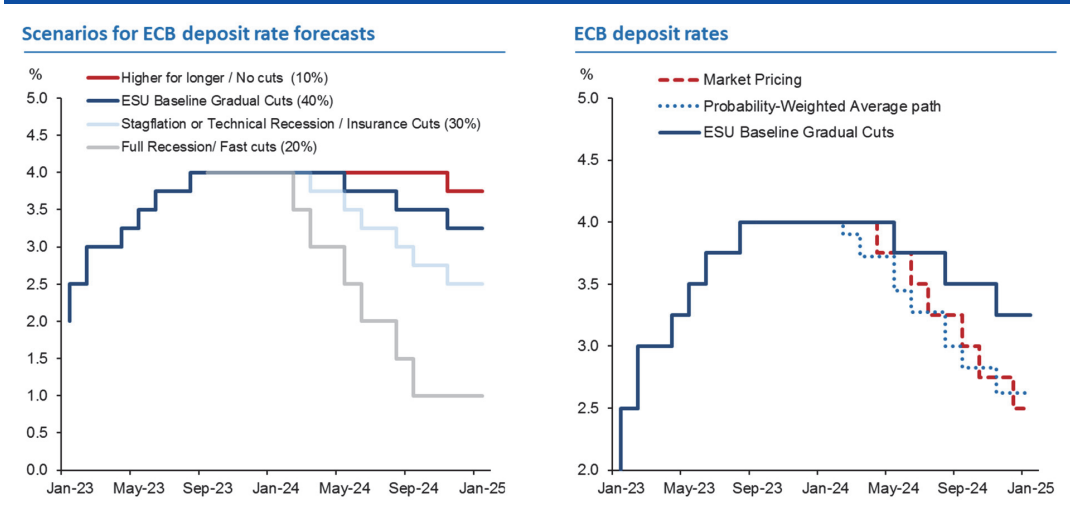
ส่งผลให้การเติบโตของสินเชื่อกดต่ำที่สุดในรอบเกือบ 7 ปีที่ 0.6% YoY ในเดือน ต.ค. และมีแนวโน้มที่จะพลิกหดตัวในระยะต่อไปสูง สะท้อนว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าจะเริ่มสะท้อนผลกระทบเชิงลบจากนโยบายการเงินที่ตึงตัวที่สุดในรอบหลายทศวรรษ อย่างไรก็ตาม ด้วยสภาวะตลาดแรงงานที่แม้จะชะลอลงบ้างแต่ยังแข็งแกร่ง ประกอบกับค่าจ้างแท้จริง (Real Wage) ที่เริ่มพลิกกลับมาเป็นบวกซึ่งจะช่วยลดทอนผลกระทบในเชิงลบจากปัจจัยที่กล่าวไปข้างต้นได้บ้าง โดยเรคาดในกรณีฐานว่าเศรษฐกิจยูโรโซนยังคงมีโอกาสจะ Soft-landing ได้ แต่มองว่าความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะถดถอยนั้นสูงขึ้นมาก

คาดว่า ECB จะคงทำที่เข้มงวด และตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้ในระดับสูงให้ยาวนานที่สุด

ในการประชุมนโยบายการเงินครั้งล่าสุด ECB ยังคงแสดงท่าทีที่เข้มงวดต่อเนื่อง ผิดไปจากคาดการณ์ของตลาดที่มองว่าการอ่อนตัวลงอย่างมากของเศรษฐกิจและการชะลอตัวของอัตราเงินเฟ้อจะส่งผลให้ ECB มีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายเป็นและปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้มากกว่าธนาคารกลางหลักอื่นๆ โดยเราประเมินว่า ECB ยังคงมีความหนักใจและไม่มั่นใจว่าจะจัดการกับอัตราเงินเฟ้อได้อย่างเด็ดขาด เนื่องจากคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะยาว (Inflation Expectation) ในยูโรโซนยังอยู่สูงกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% แม้ที่ผ่านมา ECB จะมีท่าทีเข้มงวดต่อการดำเนินนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่องก็ตาม

โดยเราคาดว่า ECB จะคงทำที่เข้มงวด และตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้ในระดับสูงให้ยาวนานที่สุด (อย่างน้อยตลอดครึ่งแรกของปี 2024F) แม้ว่าเศรษฐกิจโดยรวมจะมีความเสี่ยงของการถดถอยเพิ่มขึ้นมากและอัตราเงินเฟ้อจะชะลอลงก็ตาม ทั้งนี้ เราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่น้อยกว่า 100bps ในปี 2024F โดยมองความเสี่ยงต่อประมาณการณ์ไปทางด้านต่ำมากขึ้น อย่างไรก็ตาม คาดว่า ECB จะรักษาระดับความตึงตัวของสภาวะการเงินที่ลดลงจากการลดอัตราดอกเบี้ย ผ่านการใช้นโยบาย QT ที่มีแนวโน้มถูกปรับใช้เร็วขึ้นในปี 2024F

แผนภาพที่ 30: คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของยูโรโซนในกรณีต่างๆ ชี้ว่าความเสี่ยงโน้มเข้าสู่ด้านต่ำมากขึ้น



Note: Market pricing derived from OIS spread as of 10 Dec.
ที่มา: ECB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน พ.ย. เติบโตขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้ประโยชน์จากผลของฐานที่ต่ำ อาทิ ยอดค้าปลีก เป็นต้น อย่างไรก็ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนยังคงไม่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องหลายเดือน ด้านกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงฉายภาพของความอ่อนแอและไม่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านการจัดหาเงินทุนเพื่อนำไปพัฒนา รวมถึงยอดขายของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ โดยเฉพาะราคาบ้านใหม่ด้อยใน 70 เมืองสำคัญที่หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ต้องจับตาการประชุมสำคัญที่คาดว่าจะจัดขึ้นในปี 2024 ซึ่งอาจทำให้เห็นความชัดเจนสำหรับนโยบายและมาตรการที่อาจจะออกมาเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน พ.ย. เติบโตขึ้น โดยได้ประโยชน์จากผลของฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันของปีก่อน อาทิ ยอดค้าปลีก เป็นต้น อย่างไรก็ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนยังคงไม่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์

ด้านอุปสงค์ภายในประเทศเดือน พ.ย. ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เติบโตขึ้นเป็น 10.1% YoY จาก 7.6% เดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 12.5% นำโดย หมาจุกอาหาร (25.8% vs. 17.1% เดือนก่อน), อุปกรณ์สื่อสาร (16.8% vs. 14.6% เดือนก่อน) และรถยนต์ (14.7% vs. 11.4% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายในหมวดเครื่องสำอาง (-3.5% vs. 1.1% เดือนก่อน) พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เติบโตขึ้นเป็น 6.6% YoY จาก 4.6% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 5.7% นำโดยรถยนต์ (23.6% vs. 8.5% เดือนก่อน), โทรศัพท์ (21.6% vs. 2.6% เดือนก่อน), ถ่านหิน (4.6% vs. 3.8% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (4.2% vs. 3.0% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม แผงวงจรรวม (27.9% vs. 34.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนที่ 2.9% YoY, YTD สวนทางตลาดที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.0% โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงในบางภาคส่วน นำโดยการลงทุน

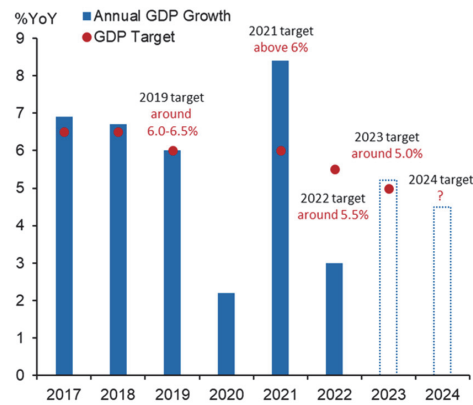
ในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-9.4% vs. -9.3% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (5.8% vs. 5.9% เดือนก่อน) ขยายตัวใกล้เคียงเดิม ด้านการลงทุนของภาคเอกชนไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อน และยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ที่ระดับ -0.5% ด้านการลงทุนของรัฐวิสาหกิจ (SOEs) (6.5% vs. 6.7% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ด้านเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน พ.ย. หดตัวในอัตราที่สูงที่สุดในรอบกว่า 3 ปี ที่ระดับ -0.5% YoY ต่ำกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ -0.2% โดยนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนที่ 0.6% ด้านดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) หดตัว -3.0% YoY จาก -2.6% เดือนก่อน ต่ำกว่าตลาดคาดที่ -2.8% โดยนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 14

ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน พ.ย. พลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัวที่ระดับ +0.5% YoY จาก -6.4% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.0% ขณะที่ยอดนำเข้า (Imports) พลิกกลับมาหดตัว -0.6% YoY จาก 3.0% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.9% ส่งผลให้ดุลการค้า เกินดุลเพิ่มขึ้นที่ 68.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. 56.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เดือนก่อน) ทั้งนี้ สำหรับ 11 เดือนแรกของปี 2023 มูลค่าการส่งออกสินค้าหดตัว -5.2% YoY, YTD ส่วนมูลค่าการนำเข้าสินค้าหดตัว -6.0% YoY, YTD

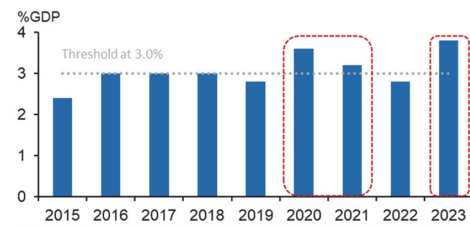
แผนภาพที่ 32: เรามองว่าทางการจีนจะตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจสำหรับปี 2024F ไม่เกินเป้าหมายปี 2023 ที่ “ราว 5%” โดยเรายังให้น้ำหนักในกรณีที่จีนจะยังคงมุ่งเน้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีคุณภาพ (Quality)

GDP growth & targets



The Politburo meeting highlight (8 Dec):
 “Proactive fiscal policies should be **appropriately strengthened** and improved quality and efficiency”
 “Prudent monetary policy to be **flexible, appropriate, precise and effective**”

General budget deficit



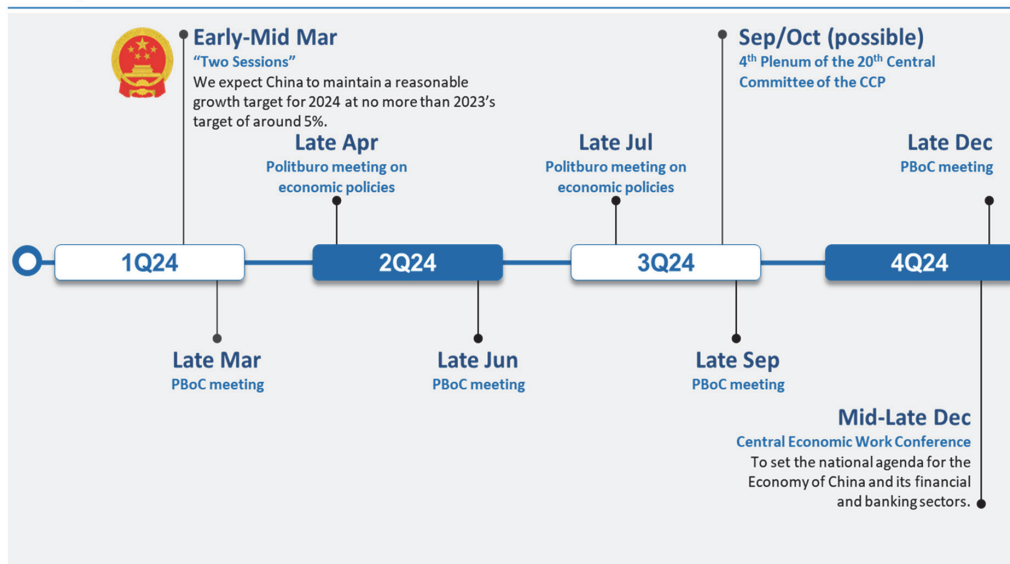
- In our view, the government is likely to set a growth target for 2024F of no more than this year’s target of “around 5%” aiming to uphold the quality-over-quantity growth approach as well as maintain financial stability.
- A number of market participants anticipate that China will set its GDP growth target in a similar range. For example, GS anticipates “around 5%” and DB anticipates “above 4.5%”. Furthermore, government advisers are likely to recommend a GDP growth target within the 4.5%-5.5% range, as reported by Reuters.

Note: 1\ Consensus as of 8 Dec.

ที่มา: Bloomberg, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Reuters, Xinhua, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

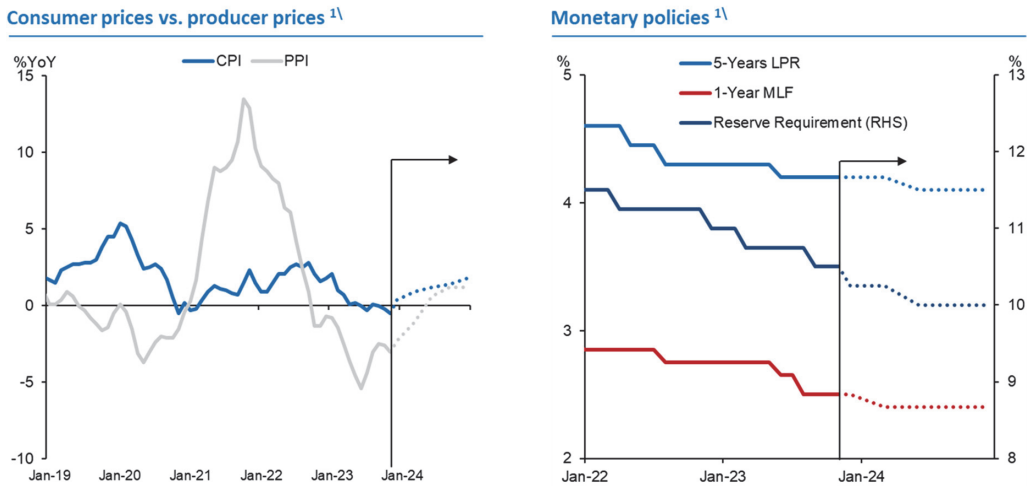
แผนภาพที่ 33: ต้องจับตาดูการประชุมสำคัญที่คาดว่าจะจัดขึ้นในปี 2024F ซึ่งอาจทำให้เห็นความชัดเจนสำหรับนโยบายและมาตรการที่อาจจะออกมาเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า

2024 Key events



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

แผนภาพที่ 34: ตลาดมองว่าทางการจีนจะดำเนินนโยบายการเงินไปในทิศทางที่ผ่อนคลายในปี 2024F



Note: 1\ Consensus as of 1 Dec
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 35: การประชุม CFWC ได้มีการระบถึง การสร้างความเหมาะสมในระบบโครงสร้างหนี้ของรัฐบาลกลางและรัฐบาลท้องถิ่น สอดคล้องกับมาตรการที่มีการประกาศออกมาในช่วงก่อน อาทิ การออกพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 1 ล้านล้านหยวน หรือ มาตรการโยกหนี้ (Debt Swap) เป็นต้น

Central Financial Work Conference (CFWC)

Key message	"Comprehensively strengthen financial supervision and effectively prevent and resolve financial risks."
Institution	"Emphasizing the need to adhere to the centralized and unified leadership of the Central Committee over financial work,..." "Improve institutional positioning, support large financial SOEs to become better and stronger, serve as the main force in serving the real economy and maintain financial stability, strictly enforce access standards and regulatory requirements for small and medium-sized financial institutions,..."
Monetary	"We will always maintain the stability of monetary policy, pay more attention to cross-cyclical and counter-cyclical adjustments, and enrich the monetary toolbox." "Maintain reasonable and sufficient liquidity, continue to reduce financing costs..."
FX	"Strengthen FX market management and maintain the basic stability of the RMB exchange rate at a reasonable and balanced level."
Risks	"Timely handle the risks of small and medium-sized financial institutions. Establish a long-term mechanism to prevent and resolve debt risks, ..., and optimize the debt structure of central and local governments." "Meet the reasonable financing needs of real estate enterprises of deferent ownerships equally, implement policies according to the city and make good use of the policy toolbox to better support rigidity and improvement Housing demand."

ที่มา: gov.cn, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

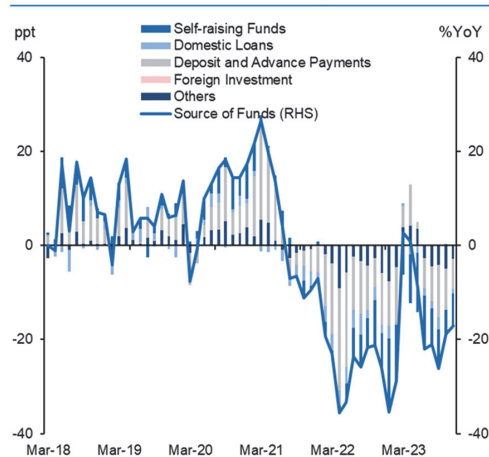
ราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ ในเดือน พ.ย. อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 20 ที่ระดับ -0.70% YoY หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้นจาก -0.58% ในเดือน ต.ค.

กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงฉายภาพของความอ่อนแอและไม่แข็งแรง สะท้อนผ่านการจัดหาเงินทุนเพื่อนำไปพัฒนา รวมถึงยอดขายของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ โดยเฉพาะราคาบ้านใหม่เฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ ในเดือน พ.ย. ที่อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 20 ที่ระดับ -0.70% YoY หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้นจาก -0.58% ในเดือน ต.ค. โดยมีทั้งหมด 20 เมืองจากทั้งหมด 70 เมืองที่ราคาบ้านใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (ลดลงจาก 23 เมือง ในเดือนก่อน) โดยหากพิจารณาเมืองเป็นรายกลุ่ม ราคาบ้านในกลุ่มเมืองหลัก (Tier 1) และกลุ่ม

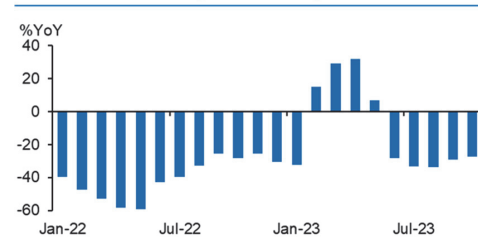
เมืองรองลำดับที่ 2 (Tier 2) ชะลอตัวลง ขณะที่ราคาในเมืองรองลำดับที่ 3 (Tier 3) หดตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งราคาบ้านใหม่ในกลุ่มเมืองหลักและกลุ่มเมืองรองลำดับที่ 2 ชะลอตัวลงเป็น (0.28% YoY vs. 0.43% เดือนก่อน) และ (0.09% vs. 0.19% เดือนก่อน) ตามลำดับ ขณะที่กลุ่มเมืองรองลำดับที่ 3 (-1.56% vs. -1.42% เดือนก่อน) หดตัวในอัตราที่เพิ่มขึ้น โดยสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์สะท้อนภาพของความอ่อนแอและไม่แข็งแรง ทำให้เรามองว่าทางการจีนอาจพิจารณาออกมาตรการเพื่อรักษาเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหากมีความจำเป็น อาทิ มาตรการช่วยเหลือผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในด้านการส่งมอบบ้าน (Ensure Housing Delivery) หรือมาตรการหนุนด้านอุปสงค์สำหรับผู้ซื้อบ้าน เป็นต้น

แผนภาพที่ 36: กิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังคงฉายภาพของความอ่อนแอและไม่แข็งแรง สะท้อนผ่านการจัดหาเงินทุนเพื่อนำไปพัฒนา รวมถึงยอดขายของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ

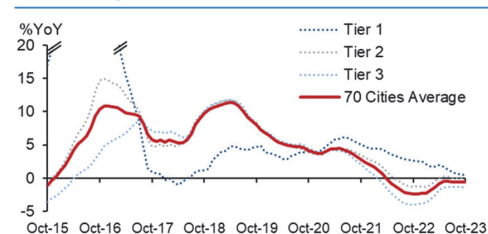
Real estate fund sources for development



Sales numbers for Top 100 developers



New home prices



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัวลง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) ที่พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2022 จากดัชนีภาคบริการและการผลิตที่ปรับตัวลดลง ทั้งนี้ เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปที่ระดับ 1.0% YoY ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะเติบโต 1.7% ในปี 2023F โดยองค์ประกอบที่คาดว่าจะหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024F มาจากอุปสงค์ภายในประเทศ เป็นหลัก ขณะที่หนึ่งในตัวเลขที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นให้ความสำคัญ กล่าวคือ ตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) เดือน ต.ค. เติบโตขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 1.5% YoY แต่ยังคงขยายตัวต่ำกว่าระดับ 3% ที่เป็นเป้าหมายของนาย Kuroda อดีตผู้ว่าฯ BoJ ที่เคยระบุไว้ว่าเป็นระดับที่ทำให้เงินเฟ้อจะสามารถบรรลุเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัวลง

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ย. ส่งสัญญาณชะลอตัวลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 49.6 จุด และพลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2022 ด้านภาคบริการปรับตัวลดลง (-0.8, 50.8 จุด) ทำระดับต่ำสุดในรอบ 12 เดือน โดยการจ้างงานปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2023 ขณะที่ราคาผลผลิตปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 10 เดือน ด้านภาคการผลิตปรับตัวลดลง (-0.4, 48.3 จุด) ต่ำสุดในรอบ 9 เดือน โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวลดลง ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2023

ด้านการจ้างงานอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ขณะที่ราคาผลผลิตปรับตัวลดลงต่ำสุดตั้งแต่เดือน ก.ค. 2021

ด้านอุปสงค์ภายในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. หดตัว -1.6% MoM, SA ต่ำกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 0.4% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น 4.2% YoY จาก 6.3% เดือนก่อน และต่ำกว่า

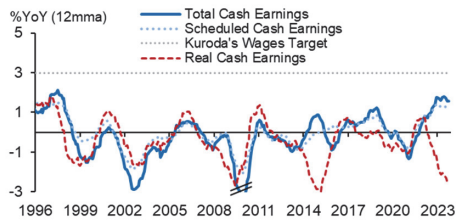
ตลาดคาดที่ 6.0% อย่างไรก็ตาม ยอดค้าปลีกยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 20

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 1.0% MoM, SA เติบโตขึ้นจาก 0.5% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.8% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาขยายตัวที่ 0.9% YoY จาก -4.4% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.4% สินค้าอุตสาหกรรมขยายตัว 10 จากทั้งหมด 15 กลุ่ม โดยขยายตัวมากสุดในหมวดอุปกรณ์และส่วนประกอบอิเล็กทรอนิกส์ (6.6% MoM, SA vs. -0.2% เดือนก่อน) และเครื่องจักรกลไฟฟ้า (3.0% vs. -2.8% เดือนก่อน)

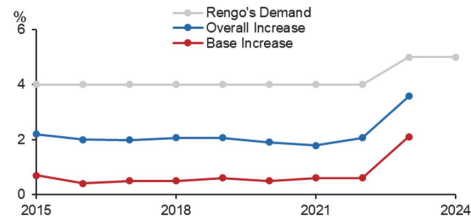
เงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ต.ค. เติบโตขึ้นเป็น 3.3% YoY จาก 3.0% เดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 3.4% และหากไม่นับรวมราคาอาหารสด หรือที่เรียกว่าเงินเฟ้อ Core CPI เติบโตขึ้นเล็กน้อยเป็น 2.9% YoY จาก 2.8% เดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.0% ขณะที่หากไม่นับรวมทั้งราคาอาหารสดและพลังงาน (Core-core CPI) ชะลอตัวลงเป็น 4.0% จาก 4.2% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 4.1%

แผนภาพที่ 38: กระทรวงแรงงานเผยตัวเลขค่าจ้างรายเดือน (Cash Earnings) ซึ่งรวมรายได้ทุกอย่าง ทั้งเงินเดือน ค่าล่วงเวลาและเงินจ่ายพิเศษ ขยายตัว 1.5% YoY ในเดือน ต.ค. เร่งตัวขึ้นจาก 0.6% ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 1.0%

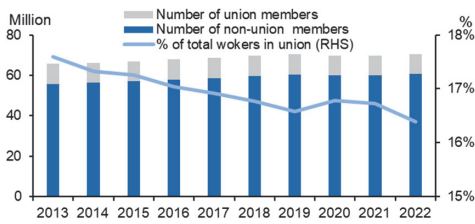
Cash earnings



Shunto past results



Number of workers in labor union



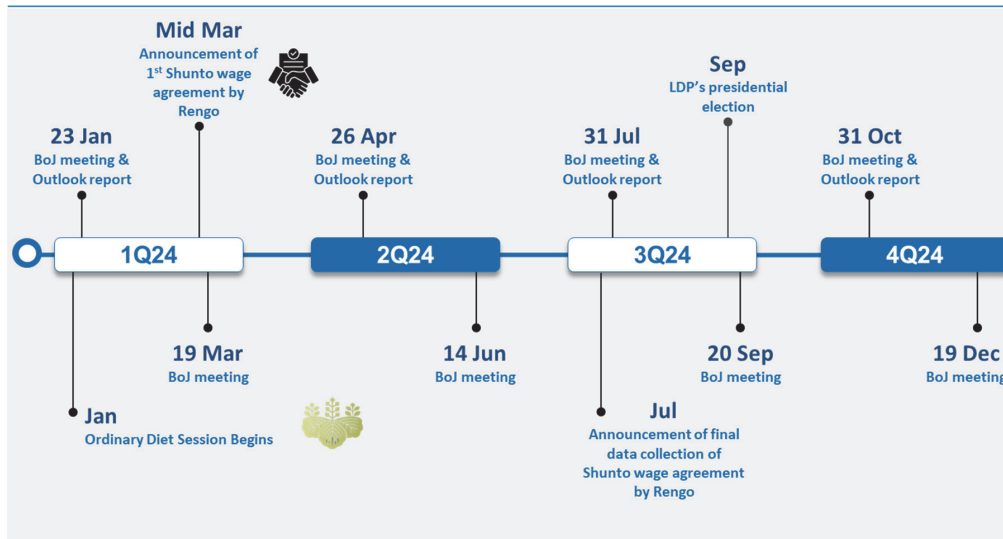
2024 Shunto wage negotiation timeline

Period	Details
1Q24	<ul style="list-style-type: none"> Leader of Keidanren (Japan business federation) will meet with the labor unions Begin to see news reports on replies by individual company management Announcement of wage agreement by large companies (Mar) RENGO : Announces 1st data collection for Shunto wage agreement (Mar)
Jul 2024	<ul style="list-style-type: none"> RENGO : Announces the final data collection for the 2024 Shunto wage agreement

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

แผนภาพที่ 39: ติดตามการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปีของสหภาพแรงงานที่จะเริ่มรายงานผลในช่วงเดือนมี.ค. 2024 จะเป็นหนึ่งในองค์ประกอบสำคัญต่อการดำเนินนโยบายการเงินสำหรับ BoJ

2024 Key events^{1\}

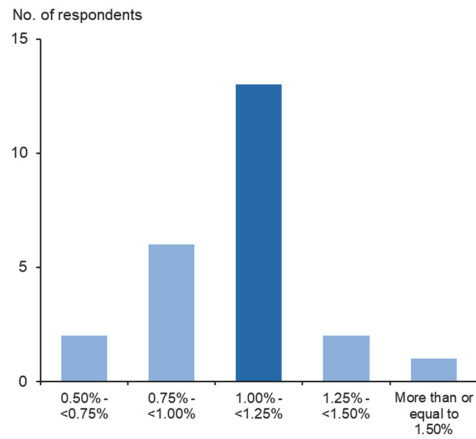


Note: 1\ Timeline of Shunto wage agreement are considered from 2023 timeline.

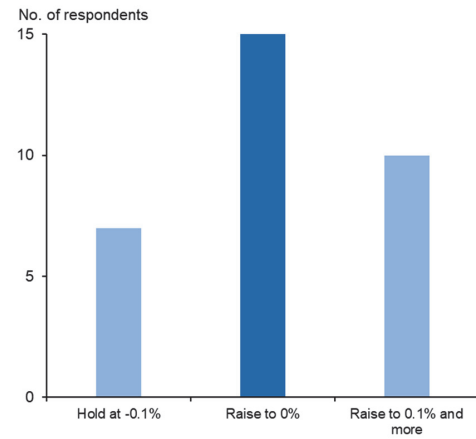
ที่มา: Bank of Japan, Rengo, CSIS, Flaticon, Kantei, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: ตลาดมองว่า BoJ จะลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินลงในปี 2024F

10-year JGB yield (year-end 2024) ^{1\}



Policy rate (year-end 2024) ^{1\}



Note: 1\ Consensus as of 1 Dec.

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

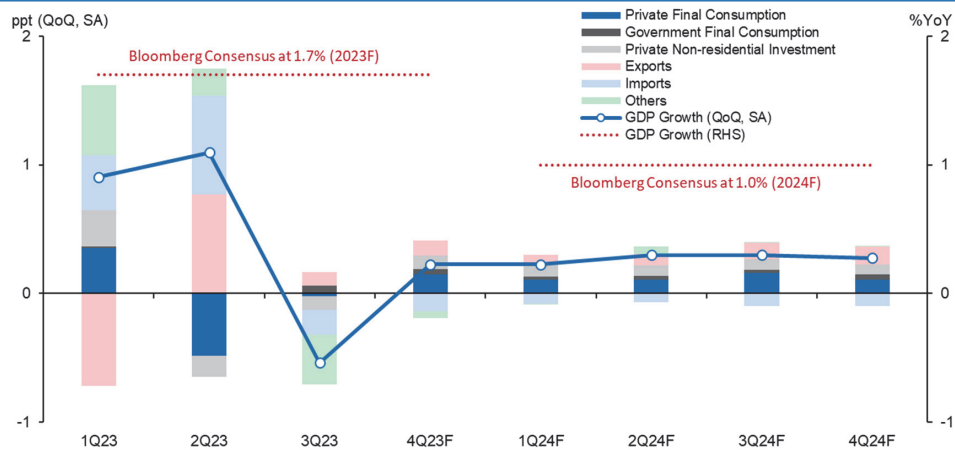
เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปที่ระดับ 1.0% YoY ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะเติบโต 1.7% ในปี 2023F

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปที่ระดับ 1.0% YoY ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะเติบโต 1.7% ในปี 2023F (อิงจาก Bloomberg Consensus) โดยองค์ประกอบที่คาดว่าจะหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2024F มาจากอุปสงค์ภายในประเทศเป็นหลัก อาทิ การบริโภคและการลงทุนของภาคเอกชน ด้านภาคการส่งออกคาดว่าจะฟื้นตัวได้ในปี 2024F แต่จะถูกชดเชยด้วยการนำเข้าที่ฟื้นตัว ส่งผลให้การส่งออกสุทธิจะหนุน GDP ได้เพียงส่วนหนึ่งเท่านั้น

ทั้งนี้ รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในวันที่ 2 พ.ย. ที่ผ่านมา โดยมีมูลค่ารวมของการใช้จ่ายราว 21.8 ล้านล้านเยน โดยสามารถแบ่งออกเป็น 5 ประเภทหลักดังต่อไปนี้ 1) มาตรการช่วยเหลือประชาชนจากค่าครองชีพที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น อาทิ การต่อระยะเวลาของมาตรการช่วยเหลือด้านราคาพลังงานและสาธารณูปโภคไปจนถึงสิ้นเดือน เม.ย. 2024 รวมถึงมาตรการลดภาษีและแจกเงินให้แก่ผู้มีรายได้น้อย 2) มาตรการสนับสนุนการปรับขึ้นของค่าจ้างให้ได้อย่างยั่งยืน รวมไปถึงการปรับขึ้นค่าจ้างในบริษัทขนาดกลาง-เล็ก 3) มาตรการส่งเสริมการลงทุนภายในประเทศ 4) มาตรการเพื่อจัดการกับปัญหาเชิงโครงสร้างที่เกี่ยวข้องกับจำนวนประชากรที่ลดลง และ 5) มาตรการด้านความปลอดภัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน โดยรัฐบาลญี่ปุ่นประเมินว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในครั้งนี้ จะสามารถหนุนเศรษฐกิจได้เฉลี่ยราว 1.2% ต่อปี ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

แผนภาพที่ 41: เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มจะขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปที่ระดับ 1.0% YoY ในปี 2024F จากที่คาดว่าจะเติบโต 1.7% ในปี 2023F

GDP: contribution to growth ^{1\ 2\}



Note: 1\ Consensus as of 1 Dec. 2\ The figure shows preliminary data.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในวันที่ 2 พ.ย. ที่ผ่านมา โดยมีมูลค่ารวมของการใช้จ่ายราว 21.8 ล้านล้านเยน

Economic package (Cabinet approved on 2 Nov)

Measures	Total Size (JPY, trn)	Fiscal Spending (JPY, trn)	Details
Measures against rising inflation	12.8	6.3	<ul style="list-style-type: none"> Cash payout for low-income households (70,000 Yen per household). Income tax refunds (40,000 Yen per taxpayer and dependents). Extension of energy subsidy measures until end-Apr 2024, followed by a reduction in the subsidy.
Supporting sustainable wage growth	9.1	3.0	<ul style="list-style-type: none"> To increase wages, including those of small and medium-sized companies. Measures to increase work hours for part-time employees. Support the growth of the regional economy.
Promoting domestic investment	7.5	4.7	<ul style="list-style-type: none"> Investment in domestic semiconductor. Enhancing the development of artificial intelligence capabilities. Green transformation.
Countering population decline, demographic issues	1.7	1.6	<ul style="list-style-type: none"> Measures for addressing an aging society and overcome population decline. Promote Social transformation. Measures to address labor shortages and increase foreign human resources.
Safety and security	6.3	6.1	<ul style="list-style-type: none"> Prevention and mitigation of natural disasters. Infrastructure reconstruction. Strengthen land resilience.

ที่มา: Cabinet Office, Goldman Sachs, Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

คาดว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2024F จะขยายตัวที่ 3.5% โดยองค์ประกอบหลักจะกลับมาช่วยกันประคับประคองขับเคลื่อนเศรษฐกิจอีกครั้ง ซึ่งรวมไปถึงการส่งออกสินค้าและการใช้จ่ายภาครัฐ ที่ในปี 2023 เป็นปัจจัยจุดต่อเศรษฐกิจ โดยการใช้จ่ายภาครัฐยังมีบทบาทได้ไม่เต็มที่นักในการช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของปี 2024F เนื่องจากร่างงบประมาณ FY2024 (ต.ค. 2023 - ก.ย. 2024) ยังไม่ได้รับการอนุมัติ แต่คาดว่าจะการเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นมากในอัตราเร่ง หลังร่างงบประมาณฯ ได้รับการอนุมัติให้มีผลบังคับใช้ (คาดว่าในเดือน พ.ค.) ขณะที่โครงการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม โดยเฉพาะโครงการ Digital Wallet วงเงิน 5 แสนล้านบาท ยังคงมีความไม่แน่นอนสูงว่า จะสามารถดำเนินการได้ ซึ่งเรายังคงไม่ได้รับไว้ในประมาณการกรณีฐาน และเรามองว่าโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจดังกล่าวอาจไม่ได้ส่งผลบวกมากนักต่อ GDP ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่าอยู่ที่ระดับ 2.5% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดแล้วภายใต้สถานการณ์ปัจจุบัน

การใช้จ่ายภาครัฐเดือน ต.ค. หดตัวสูงจากงบประมาณล่าช้า ขณะที่ฐานต่ำช่วยหนุนการส่งออกให้กลับมาขยายตัว

เครื่องชี้กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ต.ค. ยังฟื้นตัว ขณะที่งบประมาณภาครัฐล่าช้ากระทบการเบิกจ่ายงบลงทุน โดยมีรายละเอียดสำคัญ ดังนี้

- จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 2.2 ล้านคน (vs. 2.1 ล้านคน เดือนก่อน) หรือ +49.7% YoY โดยการปรับเพิ่มขึ้นเกิดจากนักท่องเที่ยวสัญชาติจีนและยุโรป (ไม่รวมรัสเซีย)
- การส่งออกสินค้า (f.o.b.) ขยายตัว 7.0% YoY (vs. +1.0% เดือนก่อน) ส่วนหนึ่งได้รับแรงหนุนจากฐานที่ต่ำ (-3.6% ในเดือน ต.ค. 2022) โดยเป็นการขยายตัวในเกือบทุกหมวดสินค้า โดยเฉพาะการขยายตัวในระดับสองหลักของสินค้าเกษตรและสินค้าที่เกี่ยวข้องกับปิโตรเลียม ทั้งนี้ หากไม่รวมทองคำ มูลค่าการส่งออกจะขยายตัว 5.7% ในส่วนของภาคการผลิตนั้น ดัชนี MPI ปรับตัวดีขึ้นสอดคล้องกับการส่งออก แต่ยังคงหดตัวอยู่ (-4.3% vs. -6.3% เดือนก่อน)
- การลงทุนภาคเอกชนหดตัวเล็กน้อย (-0.2% YoY vs. -4.5% เดือนก่อน) เนื่องจากยอดขายวัสดุก่อสร้าง

เครื่องจักรในประเทศ และรถยนต์จดทะเบียนใหม่เพื่อการลงทุนที่อ่อนแอ ขณะที่การนำเข้าสินค้าทุนที่แท้จริงปรับตัวขึ้น

- รายได้เกษตรกรทรงตัว +0.05% YoY จากราคาพืชผลทางการเกษตรที่แม้จะปรับสูงขึ้น (+1.0% YoY) แต่ถูกกดดันจากปริมาณผลผลิตที่ลดลง (-0.9% YoY) ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนในหมวดบริการปรับลดลงจากกิจกรรมในหมวดโรงแรมและร้านอาหารที่ชะลอตัว แต่การเพิ่มขึ้นในองค์ประกอบอื่น โดยเฉพาะ การบริโภคสินค้าคงทนและไม้คงทนช่วยทำให้การบริโภคภาคเอกชนโดยรวมยังคงขยายตัวได้ต่อเนื่อง (+7.3% YoY vs. +6.6% เดือนก่อน) อีกทั้งความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน เนื่องจากมาตรการอุดหนุนค่าครองชีพของภาครัฐและมาตรการกระตุ้นภาคการท่องเที่ยว
- การใช้จ่ายภาครัฐ (ไม่รวมเงินโอน) ขยายตัว 6.7% YoY ในส่วนรายจ่ายประจำ ขณะที่รายจ่ายลงทุนหดตัวสูงกว่า 50% เนื่องจากความล่าช้าของงบประมาณ

แผนภาพที่ 43: การใช้จ่ายภาครัฐเดือน ต.ค. หดตัวสูงจากงบประมาณล่าช้า ขณะที่ฐานต่ำช่วยหนุนการส่งออกให้กลับมาขยายตัว

Indicators		2021	2022	2023																			
				J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N									
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 (%)																						
	M.R.: 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)

คาดการณ์เศรษฐกิจไทยในปี 2024F ขยายตัว 3.5% YoY องค์ประกอบหลักจะกลับมาช่วยหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจ

คาดว่าเศรษฐกิจในปี 2024F จะขยายตัวที่ 3.5% โดยองค์ประกอบหลักจะกลับมาช่วยกันประคับประคองขับเคลื่อนเศรษฐกิจอีกครั้ง ซึ่งรวมไปถึงการส่งออกสินค้าและการใช้จ่ายภาครัฐ ที่ในปี 2023 เป็นปัจจัยจุดต่อเศรษฐกิจ โดยมีประเด็นสำคัญ ดังนี้

- การส่งออกสินค้านั้นคาดว่าจะเริ่มกลับมาขยายตัวเป็นบวกได้ตั้งแต่ไตรมาสสี่ของปี 2023F และจะกลับมาขยายตัวได้ในปี 2024F แต่คาดว่าจะยังเติบโตได้ในระดับต่ำ (คาดขยายตัว 5%) จากแนวโน้มเศรษฐกิจคู่ค้าที่น่าจะยังได้รับแรงกดดันจากภาวะอัตราดอกเบี้ยที่สูงที่กดดันกำลังซื้อ
- ขณะที่การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวแม้ว่าจะเป็นไปได้อย่างต่อเนื่อง แต่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์กราดยิงในห้างสรรพสินค้าที่น่าจะกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยว (โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวชาวจีน) อีกทั้งคาดว่าเม็ดเงินการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวอาจยังเป็นไปอย่างระมัดระวัง โดยเราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติราว 35 ล้านคน ยังต่ำกว่าระดับก่อนเกิดวิกฤตโควิด และเป็น การขยายตัวในอัตราชะลอลง แม้นับว่ายังเติบโตในระดับสูงจากช่วงเดียวกันปีก่อน (YoY)
- ทางด้านภัยแล้ง คาดว่าจะกระทบต่อรายได้เกษตรกร (คาดรายได้เกษตรกรหดตัว -4% YoY) เนื่องจากการปรับขึ้นของราคาสินค้าเกษตรอาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยความเสียหายของผลผลิตการเกษตร นอกจากนี้ ภาวะดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะกระทบ

- ต่อการคลังซื้อของครัวเรือนให้ชัดเจนมากขึ้น ทำให้ประเมินว่าการบริโภคภาคเอกชนจะขยายตัวในอัตราชะลอลง
- สำหรับการใช้จ่ายภาครัฐยังมีบทบาทได้ไม่เต็มที่นักในการช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของปี 2024F เนื่องจากร่างงบประมาณ FY2024 (ต.ค. 2023 - ก.ย. 2024) ยังไม่ได้รับการอนุมัติ แต่คาดว่าจะการเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นมากในอัตราเร่ง หลังร่างงบประมาณฯ ได้รับการอนุมัติให้มีผลบังคับใช้ (คาดว่าในเดือน พ.ค.) ดังเช่นเหตุการณ์ที่คล้ายคลึงกันในปีงบประมาณ FY2020 (ต.ค. 2019 - ก.ย. 2020) ขณะที่โครงการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม โดยเฉพาะโครงการ Digital Wallet วงเงิน 5 แสนล้านบาท ยังคงมีความไม่แน่นอนสูงว่าจะสามารถดำเนินการได้ ซึ่งเรายังคงไม่ได้รวมไว้ในประมาณการกรณีฐาน และเรามองว่าโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจดังกล่าวอาจไม่ได้ส่งผลบวกมากนักต่อ GDP (คาดผลบวกจากโครงการ Digital Wallet ราว 0.8% ของ GDP) และกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อเพียงเล็กน้อยเท่านั้น
- ด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 2.5% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดแล้วภายใต้สถานการณ์ปัจจุบัน เนื่องจาก กนง. น่าจะยังอยากรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้สูงกว่าเงินเฟ้อ (เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเฉลี่ยที่ 2.0% ในปี 2024F) อย่างไรก็ดี หากเงินเฟ้อชะลอตัวลงกว่าที่คาด (เนื่องจากแรงกดดันที่ลดลงจากฝั่งต้นทุน และ/หรือฝั่งอุปสงค์) เรามองว่าความเสี่ยงด้านต่ำของเงินเฟ้อดังกล่าวสามารถนำไปสู่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2024F ได้

- สำหรับค่าเงินบาท เราคาดเฉลี่ยอยู่ที่ 35 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการปรับตัวดีขึ้นของดุลบัญชีเดินสะพัด ตามการฟื้นตัวดีขึ้นของการส่งออกสินค้าและภาคการท่องเที่ยว อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าความไม่แน่นอนของดุลบัญชีทุนอาจทำให้ค่าเงินยังมีความผันผวนอยู่สูงมาก เนื่องด้วยปัจจัยทั้งนอกและในประเทศ อาทิ สถานการณ์ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ (เช่น สงครามอิสราเอล-ฮามาส) นโยบายระหว่างประเทศระหว่างสหรัฐฯ และจีน การลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินของญี่ปุ่น รวมถึงเสถียรภาพการคลังและการผลักดันนโยบายกระตุ้นเพิ่มเติมในประเทศ เป็นต้น

ทั้งนี้ เรามองว่าปัจจัยเสี่ยงด้านต่ำที่สำคัญต่อเศรษฐกิจ ได้แก่ ความอ่อนแอของเศรษฐกิจคู่ค้าหลักที่ต่ำกว่าคาด เช่น ภาวะเศรษฐกิจถดถอย, การกลับมาเร่งตัวของสินค้าโภคภัณฑ์ ทั้งจากปัญหาภัยแล้งและความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่กระทบต่อราคาพลังงาน ซึ่งจะทำให้เงินเพื่อกลับมาเร่งตัวขึ้น รวมถึงนโยบายการเงินที่จะต้องเข้มงวดมากขึ้น และความสามารถในการชำระหนี้ของครัวเรือน ภายใต้สถานการณ์หนี้ครัวเรือนที่สูงและดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ปัจจัยเสี่ยงด้านสูงที่สำคัญต่อเศรษฐกิจ ได้แก่ เศรษฐกิจโลกที่แข็งแกร่งกว่าที่คาด การเร่งอนุมัติร่างงบประมาณ FY2024 และการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐได้เร็วกว่าที่คาด รวมทั้งการผลักดันมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมได้สำเร็จ โดยเฉพาะโครงการ Digital Wallet

แผนภาพที่ 44: คาดเศรษฐกิจไทยในปี 2024F ขยายตัว 3.5% YoY...

Key economic forecasts for Thailand by TISCO's ESU

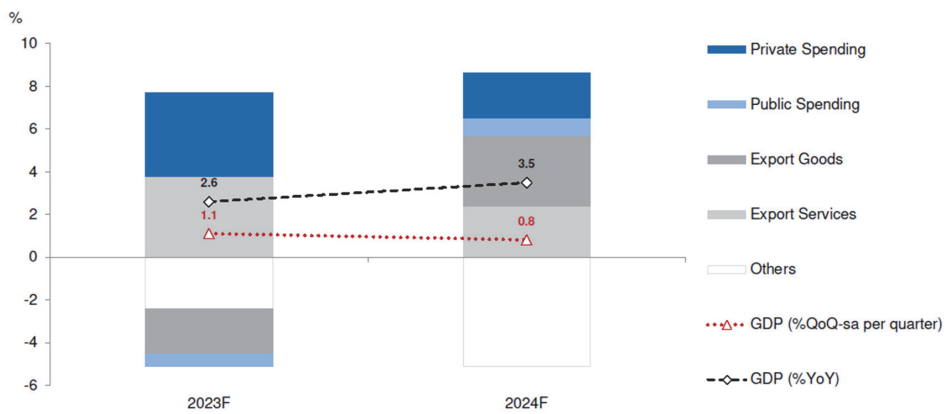
Key Economic Indicators		2021	2022	2023F ¹⁾	2024F
GDP	%	1.5	2.6	2.6	3.5
Private Consumption	%	0.6	6.3	6.3	2.7
Public Consumption	%	3.7	0.2	-3.9	3.2
Private Investment	%	3.0	5.1	2.0	3.0
Public Investment	%	3.4	-4.9	0.2	5.7
Exports (f.o.b.)	%	19.2	5.4	-3.5	5.0
Imports (f.o.b.)	%	27.7	14.0	-2.9	5.3
Foreign Tourist Arrivals	Million	0.4	11.2	28.0	35.0
Current Account Balance	US\$, bn	-11	-15	7.4	12.4
Headline Inflation	%	1.2	6.1	1.6	2.0
Dubai Oil Price (avg)	US\$/bbl	69	97	81	90
Policy rate (end)	%	0.50	1.25	2.50	2.50
USD/THB (avg)	Bt/US\$	32.0	35.1	34.7	35.0

Note: These GDP component revisions reflect the latest GDP releases.

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

แผนภาพที่ 45: ...องค์ประกอบหลักจะกลับมาช่วยหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจ

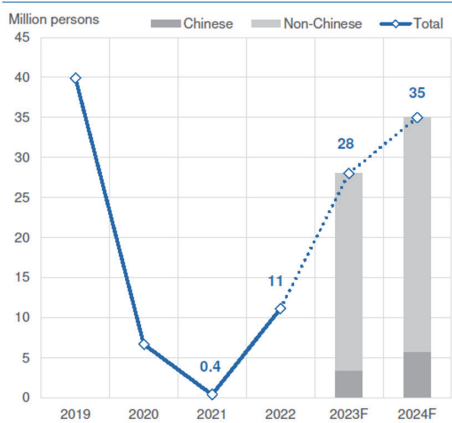
Contribution to GDP growth



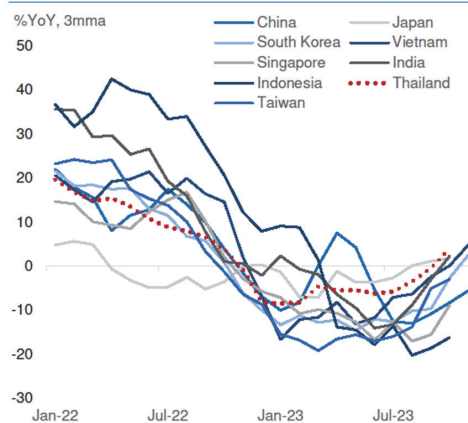
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 46: การส่งออกสินค้านั้นคาดว่าจะเริ่มกลับมาขยายตัวเป็นบวกได้ตั้งแต่ไตรมาสสี่ของปี 2023F และจะกลับมาขยายตัวได้ในปี 2024F ขณะที่การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวแม้ว่าจะเป็นไปอย่างต่อเนื่อง แต่จะเป็นการขยายตัวในอัตราชะลอลง แม่นับว่ายังเติบโตในระดับสูงจากช่วงเดียวกันปีก่อน (YoY)

Foreign tourist arrivals




Asian export performance



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

แผนภาพที่ 47: การใช้จ่ายภาครัฐยังมีบทบาทได้ไม่เต็มที่นักในการช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของปี 2024F เนื่องจากร่างงบประมาณ FY2024 (ต.ค. 2023 - ก.ย. 2024) ยังไม่ได้รับการอนุมัติ...

Timeline of FY2024 budget process (as of 21 Nov)

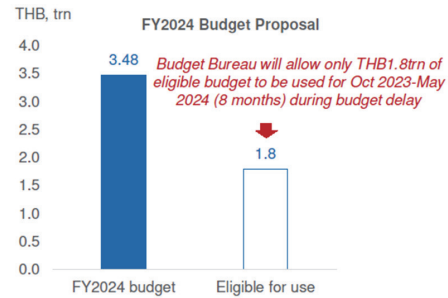
1 Oct	New fiscal year (FY2024 begins)
21 Nov	Cabinet approved the budget details (revised version)
3 - 4 Jan 2024	Lower House to consider the draft (1 st reading) ²
3 - 4 Apr 2024	Lower House to consider the draft (2 nd and 3 rd readings) ²
9 - 10 Apr 2024	Upper House to consider the budget draft
17 Apr 2024	Budget is expected to be proposed for royal endorsement
May 2024	Expected Disbursement 

Fiscal budget framework: FY2023-2024 (as of 21 Nov)

THB, trn	2023	2024		
		previous	latest	chg.
Budget	3.19	3.35	3.48	+0.13
Current	2.40	2.51	2.54	+0.03
Capital	0.69	0.69	0.72	+0.03
Other	0.09	0.15	0.24	+0.09
Revenue	2.49	2.76	2.79	+0.03
Deficit	0.70	0.59	0.69	+0.10

Budget Procedures Act, B.E. 2561 ¹⁾

Budget Procedures Act, B.E. 2561
(Article 2, Section 12)
"If there is late approval of the budget, the gov't is allowed to use an amount proportional to the previous fiscal year's budget"

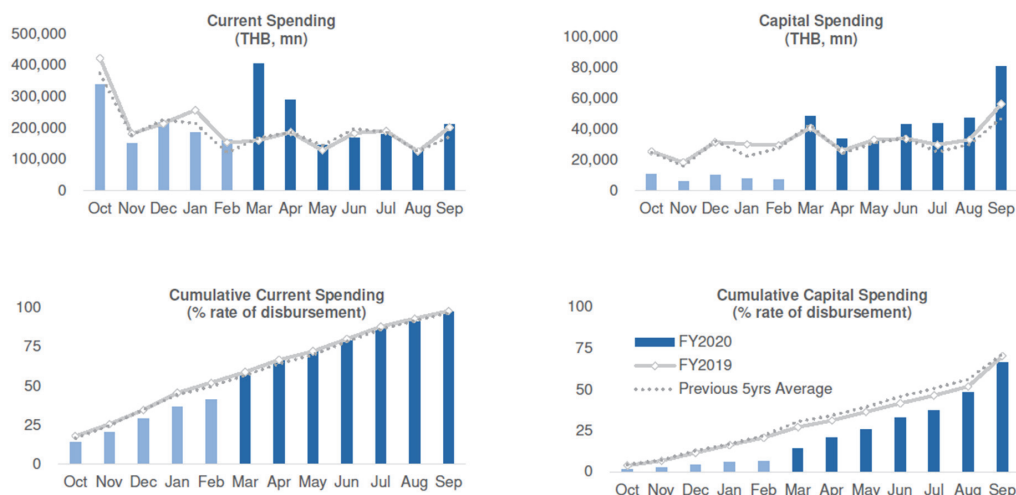


Note: 1) A limited amount of the previous fiscal year's budget can be used for current and already-obligated capital expenditures during the approval delay period. Changes to ceiling conditions depend on Budget Bureau Director's consideration and approval by the prime minister.

ที่มา: Press, Flaticon, Royal Thai Government, Budget Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 48: ... แต่คาดว่า การเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นมากในอัตราเร่ง หลังร่างงบประมาณฯ ได้รับการอนุมัติให้มีผลบังคับใช้ (คาดว่าในเดือน พ.ค.) ดังเช่นเหตุการณ์ที่คล้ายคลึงกันในปีงบประมาณ FY2020 (ต.ค. 2019 - ก.ย. 2020)

Budget disbursement: FY2020 vs. FY2019



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

จับตาความคืบหน้ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ โดยเฉพาะการผลักดันโครงการ Digital Wallet

สำหรับในส่วนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้น เรามีมุมมองที่สำคัญ ดังนี้

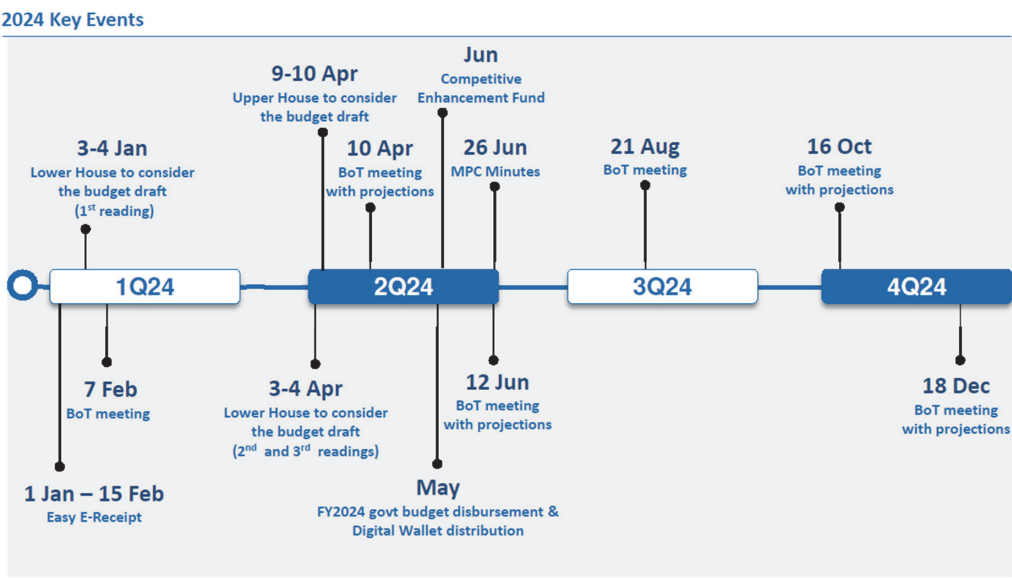
1) โครงการ Easy E-Receipt (ดำเนินการ 1 ม.ค. - 15 ก.พ. 2024) โครงการนี้จะให้ประชาชนสามารถนำค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าและบริการมาลดหย่อนภาษีได้ไม่เกินรายละ 50,000 บาท ซึ่งจะสามารถใช้จ่ายทั้งสินค้าและบริการที่กำหนดในร้านค้าที่อยู่ในระบบฐานภาษีเฉพาะที่ออกไปกับภาษีในรูปแบบ Electronics เท่านั้น

อย่างไรก็ดี เราคาดว่าโครงการนี้จะส่งผลบวกเพิ่มเติมต่อ GDP จำกัด (ราว 0.1-0.3% ของ GDP) เนื่องจาก 1) แรงจูงใจในการใช้สิทธิ์ขึ้นกับระดับอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา กล่าวคือ หากต้องเสียภาษีในอัตราสูง อาจมีแรงจูงใจในการใช้จ่ายมากกว่า โดยเปรียบเทียบ เนื่องจากจะประหยัดภาษีได้มากขึ้น ทำให้การใช้จ่ายอาจกระจุกเพียงกลุ่มคนส่วนน้อยที่เสียภาษีในอัตราสูง 2) การใช้จ่ายของคนบางกลุ่มอาจเป็นเพียงการปรับเปลี่ยนระยะเวลาการใช้จ่ายในการซื้อสินค้าและบริการให้มาตรงกับช่วงเวลาที่จะได้รับสิทธิ์ ซึ่งไม่ได้เป็นการใช้จ่ายเพิ่มเติม และ 3) ครั้วเรืออาจยังระมัดระวังในการใช้จ่าย เนื่องจากกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจและระดับหนี้ครั้วเรือ รวมทั้งภาระดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น ตามการปรับสูงขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งนี้ โครงการนี้เปิดเผยเป็นครั้งแรกเมื่อวันที่ 10 พ.ย. ภายใต้ชื่อโครงการเดิมคือ E-Refund

2) โครงการ Digital Wallet (ดำเนินการในช่วงเดือน พ.ค. 2024) โครงการนี้จะแจกเงินให้แก่ผู้ได้รับสิทธิ์จำนวน 50 ล้านคน (คนละ 10,000 บาท) โดยเรามองว่าผลบวกจากมาตรการดังกล่าวต่อ GDP อาจอยู่เพียงราว 0.8% ของ GDP ส่วนหนึ่งจากการที่คาดว่าครั้วเรือยังระมัดระวังการใช้จ่ายจากรายได้จากการทำงานและเงินออม อีกทั้ง ผลบวกต่อเศรษฐกิจในปี 2024 อาจต่ำกว่าที่ประเมินไว้ เนื่องจากยังมีความไม่ชัดเจนในเรื่องของระยะเวลาที่สามารถใช้สิทธิ์ตามวงเงินได้ เนื่องจากได้มีการระบุไว้ล่าสุด (10 พ.ย.) ว่า เงินจากโครงการ Digital Wallet นี้จะต้องใช้สิทธิ์ครั้งแรกในระยะเวลา 6 เดือนนับตั้งแต่เริ่มโครงการ ซึ่งยังไม่แน่ชัดว่าจะเป็นการบังคับครอบคลุมถึงเงินที่ได้รับสิทธิ์ทั้งจำนวน หรือเพียงบางส่วนเท่านั้น ซึ่งหากเป็นอย่างหลัง จะทำให้เม็ดเงินใช้จ่ายอาจถูกจัดสรรไปเกินกว่าปี 2024 ด้วย อย่างไรก็ตาม ยังต้องติดตามว่าโครงการดังกล่าวจะสามารถถูกผลักดันได้สำเร็จหรือไม่ในการผ่านร่าง พ.ร.บ.ฯ เงินกู้ 5 แสนล้านบาท เพราะอาจนำไปสู่ข้อเรียกร้องให้มีการพิจารณาจากศาลรัฐธรรมนูญ โดยเฉพาะในประเด็นความจำเป็นเร่งด่วน

3) โครงการเสริมสร้างขีดความสามารถ (ดำเนินการในช่วงเดือน มิ.ย. 2024) โครงการนี้ตั้งเป้าจะเพิ่มขีดความสามารถและส่งเสริมการลงทุนในเทคโนโลยีใหม่ๆ อาทิ เทคโนโลยียานยนต์สมัยใหม่ อุตสาหกรรมดิจิทัล เกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ และการพัฒนาบุคลากรทางการศึกษา อย่างไรก็ตาม ยังไม่ได้มีการเปิดเผยรายละเอียดที่ชัดเจนสำหรับโครงการนี้ ซึ่งตั้งเป้างบประมาณไว้ที่ 1 แสนล้านบาท




แผนภาพที่ 49: จับตาความคืบหน้ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ...



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

แผนภาพที่ 50: ...โดยเฉพาะการผลักดันโครงการ Digital Wallet ว่าจะสามารถถูกผลักดันให้สามารถผ่านร่าง พ.ร.บ.ฯ เงินกู้ 5 แสนล้านบาทได้หรือไม่ เพราะอาจนำไปสู่ข้อเรียกร้องให้มีการพิจารณาจากศาลรัฐธรรมนูญ โดยเฉพาะในประเด็นความจำเป็นเร่งด่วน

Fiscal stimulus announced – Digital Wallet, Competitive Enhancement Fund, Easy E-Receipt

Scheme	Budget	Our view
Easy E-Receipt (Jan 2024) 	n/a	<ul style="list-style-type: none"> Highly likely to be implemented. Incentive for spending depends on personal income tax bracket (higher tax rate, higher spending motivation). The estimated economic impact is likely to be muted (0.1-0.3% of GDP), like previous tax rebate schemes.
Digital Wallet (May 2024) 	500bn	<ul style="list-style-type: none"> Implementation is highly uncertain; the “urgency” may prove to be a hurdle for legal approval via the extra borrowing act. The expected impact is 0.8% of GDP as consumers are likely to be concerned on employment, income, and high interest burden. Thus, the demand-pull inflation is expected to muted (+0.2% vs. no Digital Wallet) Spending must start “within the first 6 months of implementation” – it’s unclear if this is for all money or just a part of it. For the latter, it means positive impact to GDP will be postponed beyond 2024 (i.e. less impact to 2024 GDP).
Competitive Enhancement Fund (Jun 2024) 	100bn	<ul style="list-style-type: none"> Highly likely to be implemented but lacks detail disclosure. We believe the scheme (budget ~0.6% of GDP) may involve employee training, tax incentives for imported high-tech capital goods and R&D, and professional work permits for targeted industries. If the source of funds is the ordinary budget and it proves to be a long-term project (enhancing competitiveness needs time), the impact on 2024 GDP is likely to be modest.

ที่มา: Press, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: โครงการ Easy E-Receipt มีความคล้ายคลึงกับมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายในอดีต เพียงแต่มีการเปลี่ยนชื่อโครงการและปรับเงื่อนไขในการใช้จ่ายบางส่วน...

Tax and non-tax rebate schemes

Scheme	Date	Duration (Days)	Amount (Baht/person)	Expected Spending ¹⁾	Estimated GDP Impact ¹⁾
Shop Chuay Chart (ช้อปชวยชาติ)	25 – 31 Dec 2015	7	15,000	THB22.5bn	0.1% - 0.2% of GDP
	14 – 31 Dec 2016	18	15,000	THB22.5bn	n/a
	11 Nov – 3 Dec 2017	23	15,000	n/a	n/a
	15 Dec 2018 – 16 Jan 2019	33	15,000	n/a	n/a
Shop Dee Mee Khuen (ช้อปดีมีคืน)	23 Oct – 31 Dec 2020	70	30,000	THB111bn	0.3% of GDP
	1 Jan – 15 Feb 2022	46	30,000	THB42bn	0.12% of GDP
	1 Jan – 15 Feb 2023	46	40,000	THB42bn	0.12% of GDP
Ying Chai Ying Dai (ชิงชิงได้)	1 July – 31 Dec 2021	184	60,000	THB240-300bn	n/a
Easy E-Receipt	1 Jan – 15 Feb 2024	46	50,000	?	?

Note: 1\ Public department/official estimate; compiled by ESU.

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

Our Team



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



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



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



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



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



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



ธนวัฒน์ ธนัทธีกร
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
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G : 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2 : 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5 : 02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3 : 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168		
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารภคินท์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	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			