

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

เราคาดว่า Bond yield อาจปรับขึ้น
เข้าใกล้ 4.5% ในระยะสั้น ตามแนวโน้ม
เงินเฟ้อที่ฟื้นตัว

ในขณะที่ คาดการณ์กำไรอาจไม่ได้ถูกปรับ
ขึ้นตามแนวโน้มเศรษฐกิจ ตลาดหุ้นอาจ
ปรับขึ้นได้จำกัดในระยะข้างหน้า

แนะนำให้ใช้โอกาสในช่วงที่ Bond yield
ปรับเพิ่มขึ้น เพิ่มน้ำหนักการลงทุนใน
สินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากขาลงของ
ดอกเบี้ย ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล และ
กองทุนอสังหาฯ สหรัฐฯ (US REIT)

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	16
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	20
• GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	28
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	29
• เศรษฐกิจยุโรป	33
• เศรษฐกิจจีน	36
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	40
• เศรษฐกิจไทย	44

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำซึ่งข้อมูล 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

ตลาดสินทรัพย์เสี่ยงปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหุ้นหลายประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ โดยเฉพาะในตลาดประเทศพัฒนาแล้ว (Developed markets) ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น นโยบายการเงินที่จะเริ่มผ่อนคลายลงในปีนี้ และแรงหนุนจากการประกาศงบการเงินในไตรมาส 4/2023 ของบริษัทจดทะเบียน

อย่างไรก็ดี เรามองว่าสินทรัพย์เสี่ยงอาจปรับตัวขึ้นได้จำกัดในระยะข้างหน้า จากนโยบายการเงินที่อาจไม่ได้ผ่อนคลายลงเร็วตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้ และการออกพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้ Bond yield ปรับเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

โดยตัวเลขเศรษฐกิจออกมาแข็งแกร่งกว่าคาด ประกอบกับปัจจัยกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ทั้งจากฝั่งอุปสงค์ ซึ่งสะท้อนในอัตราเงินเฟ้อภาคบริการที่ไม่นับรวมค่าเช่า (CPI Services less Rent of Shelter) และจากฝั่งอุปทาน ซึ่งสะท้อนในอัตราเงินเฟ้อในราคาสินค้า (Goods Inflation) ทำให้เงินเฟ้ออาจไม่ลดลงเข้าสู่เป้าหมายของ Fed ที่ 2% อย่างราบรื่น Fed อาจปรับคาดการณ์เศรษฐกิจขึ้น รวมถึงอาจส่งสัญญาณชะลอการลดดอกเบี้ยออกไปในการประชุมเดือน มี.ค.นี้

นอกจากนี้ Fed อาจยังไม่เริ่มชะลอการลดขนาดงบดุล หรือที่เรียกว่า QT taper ในช่วงไตรมาส 2 ตามที่ตลาดคาด จากสภาพคล่องในภาคธนาคารที่ยังอยู่ในระดับสูง ซึ่งสะท้อนให้เห็นในมูลค่าเงินสำรอง (Reserve) กับปริมาณการทำธุรกรรม Reverse Repo (RRP) ซึ่งยังอยู่ในระดับสูงถึง 16% ของ GDP ใกล้เคียงกับระดับสูงสุดของมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE) ครั้งก่อนในช่วงปี 2014 ที่ 17% นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะสั้นระหว่างธนาคาร (SOFR) ยังอยู่ในกรอบด้านต่ำของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ราว 5.3% สะท้อนสภาพคล่องที่ยังมีอย่างล้นเหลือ และยังไม่กดดันให้ Fed ต้องรีบชะลอการลดขนาดงบดุลเร็วๆ นี้

นอกจากนี้ กระทรวงการคลังสหรัฐฯ เตรียมออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุยาวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสนี้ โดยก่อนหน้านี้ ในช่วงปี 2023 อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับขึ้นแตะระดับ 5% สูงสุดในรอบเกือบ 20 ปี ทำให้กระทรวงการคลังสหรัฐฯ หลีกเลี่ยงการออกพันธบัตรอายุยาว (Notes/Bonds) และออกพันธบัตรระยะสั้น (Bills) อายุไม่เกิน 1 ปี แทน อย่างไรก็ตาม แนวโน้มดอกเบี้ยที่จะเริ่มลดลง ตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งจะเกิดขึ้นในปีนี้ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซึ่งลดระดับลงมา ส่งผลให้รัฐบาลกลับมาออกพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น เพื่อลดสัดส่วนพันธบัตรระยะสั้นจากปัจจุบันที่ 21.5% ลงเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ 15-20% ของรัฐบาล

ดังนั้น เรามองว่า Bond yield อายุ 10 ปี อาจปรับเพิ่มขึ้นเข้าใกล้ระดับ 4.5% ในระยะสั้น ก่อนจะปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ไปสู่ระดับ 3.8% ณ สิ้นปี โดยเรานำมาใช้โอกาสที่ Bond yield ปรับขึ้น เพิ่มน้ำหนักสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากขาลงของดอกเบี้ย ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล และกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (US REIT) สำหรับทองคำแนะนำให้ลดน้ำหนักลง เนื่องจาก 1) ระดับ Valuation ในปัจจุบันที่สูงเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง 2) QT taper ที่ไม่ได้เป็นบวกต่อราคาทองคำมากนัก และอาจเกิดขึ้นช้ากว่าที่ตลาดคาด และ 3) Bond yield ที่อาจเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรามองว่า Bond yield อาจปรับขึ้นเข้าใกล้ 4.5% ในระยะสั้น ตามแนวโน้มเงินเฟ้อที่ฟื้นตัว
- ในขณะที่ คาดการณ์กำไรอาจไม่ได้ถูกปรับขึ้นตามแนวโน้มเศรษฐกิจ ตลาดหุ้นอาจปรับขึ้นได้จำกัดในระยะข้างหน้า
- แนะนำให้ใช้โอกาสในช่วงที่ Bond yield ปรับเพิ่มขึ้น เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากขาลงของดอกเบี้ย ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล และกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (US REIT)

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้			●		<ul style="list-style-type: none"> - แรงหนี้ Bond yield ในระยะสั้น จากการส่งสัญญาณชะลอการลดดอกเบี้ย, Bond supply ที่เพิ่มขึ้น และ QT taper ที่อาจเกิดขึ้นช้ากว่าคาด - Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี อาจปรับขึ้นมาเข้าใกล้ 4.5% ในระยะสั้น - เราประเมิน Bond yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ณ สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 3.8% ในกรณี Soft landing - คงน้ำหนัก Overweight
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●			<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด โดยเฉพาะในตลาดแรงงาน - Fed อาจตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2024 - Valuation อยู่ในระดับที่แพง - คาดการณ์กำไรอาจถูกลดลงเพิ่มเติม จากปัจจุบันที่ถูกลมองว่าจะโตสูง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●			<ul style="list-style-type: none"> - โมเมนตัมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยแผ่วลงจากเดิม ถึงแม้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะตามเป้าในปี 2023 แต่ค่าใช้จ่ายโดยเฉลี่ยต่อหัวต่ำกว่าที่คาดไว้มาก - การใช้จ่ายภาครัฐอาจเริ่มเบิกจ่ายได้ในช่วงเดือน พ.ค. แต่ยังไม่มีความชัดเจนของโครงการลงทุนต่างๆ - กนง. มีแนวโน้มสูงที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายราว 0.5% ในช่วงครึ่งหลังของปี (ครึ่งละ 0.25% ราว 2 ครั้ง) - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน		●			<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น ในภาคการผลิต และการบริโภค - Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกมาก ทาง การส่งสัญญาณถึงความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจ - แต่สัญญาณ Sentiment ยังไม่ยั่งยืน มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์ข้อพิพาทในคาบสมุทร และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		●	●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเข้าสู่ Technical recession และยังมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเนื่อง - คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง เมื่อเทียบกับกำไรเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนในปี 2024 - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป		●			<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว โดยเฉพาะภาคบริการ มีความเสี่ยง Technical Recession หลัง GDP หดตัวในไตรมาส 4 - ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ - ECB อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ลงในปี 2024F โดยเราคาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่น้อยกว่า 100bps - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นรายอุตสาหกรรม					
หุ้นกลุ่ม Tech			●		<ul style="list-style-type: none"> - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง - Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก - คงคำแนะนำ Overweight
หุ้นกลุ่ม Healthcare				●	<ul style="list-style-type: none"> - มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession - จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession - ปรับขึ้นช้ากว่าตลาดรวม (Laggard) ตั้งแต่ปี 2023 - คงคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ		●	●		<ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำมี Upside จำกัดที่ราว 2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จาก Real yield ที่ปรับเพิ่มขึ้น และนโยบายการเงินที่อาจกลับมาผ่อนคลายช้ากว่าที่คาด - เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ทำให้อุปสงค์เพื่อการลงทุนลดลง - เราประเมินกรอบราคาต่ำสุดจากต้นทุนธุรกิจเหมืองทองคำ (All-in-sustaining costs + avd. spreads) ที่ \$1,650 /oz และน่าจะเคลื่อนไหวอยู่ที่ระดับ 1,800-2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในปีนี้ - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
น้ำมัน		●			<ul style="list-style-type: none"> - ประเมินราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี - จากระดับความร่วมมือที่ค่อนข้างสูง (High compliance rate) ของกลุ่มประเทศ OPEC และแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ในปีนี้ที่ส่งสัญญาณชะลอตัว - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
US REITs		●	●		<ul style="list-style-type: none"> - Valuation จากการประเมินโดย P/FFO ลดลงมาอยู่ที่ระดับ 14 เท่า ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2010 - มี Upside ในระยะกลาง-ยาว จาก QT taper ที่น่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี และการปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย - ตลาดเช่าบ้านแข็งแกร่งมาก จากปริมาณบ้านที่ขาดแคลน ในขณะที่นโยบายการเงินตึงตัว Price-to-rent ratio เพิ่มขึ้นสูง - ความเสี่ยงจาก Office REIT มีจำกัด ตามสัดส่วนที่คิดเป็นเพียง 6% ของมูลค่า REIT ที่ซื้อขายได้ (MSCI US REIT และ FTSE EPRA Nareit US) - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,400	0.9%	0.9%	2.2%	-1.0%	-9.4%	-1.1%	-15.7%
Philippines PCOMP	6,903	0.6%	0.3%	4.9%	10.4%	11.1%	7.0%	3.0%
Indonesia JCI	7,347	-0.0%	0.6%	1.4%	6.4%	6.2%	1.0%	7.9%
Singapore STI	3,219	-0.8%	1.3%	2.2%	3.3%	1.9%	-0.7%	-2.5%
Malaysia KLCI	1,545	-0.2%	1.1%	3.6%	6.1%	6.5%	6.2%	5.5%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	16,651	1.6%	4.4%	11.3%	-6.1%	-6.4%	-2.3%	-18.5%
China H HSCEI	5,725	2.2%	5.8%	14.5%	-5.8%	-6.1%	-0.8%	-16.2%
MSCI China	54	1.7%	3.3%	10.2%	-7.2%	-7.8%	-3.3%	-19.6%
China CSI300	3,486	1.3%	4.2%	8.3%	-1.7%	-7.3%	1.6%	-15.1%
Taiwan TWSE	18,853	-0.4%	1.1%	5.8%	8.9%	14.7%	5.1%	22.3%
Korea KOSPI	2,664	-0.2%	1.9%	8.1%	6.1%	5.9%	0.3%	10.2%
MSCI Korea	826	-0.3%	1.3%	7.4%	6.1%	6.4%	-0.6%	12.2%
India SENSEX	72,304	-0.6%	0.4%	1.2%	9.5%	10.9%	0.1%	21.0%
MSCI India	2,600	-0.7%	0.5%	3.3%	14.8%	19.0%	4.5%	34.0%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,611	-0.7%	0.1%	1.8%	7.6%	6.9%	0.3%	4.1%
Japan TOPIX	2,661	-0.2%	2.7%	4.5%	11.9%	17.4%	12.4%	34.7%
Japan Nikkei 225	39,099	-0.3%	2.5%	7.0%	16.9%	22.7%	16.8%	44.3%
Europe STOXX600	491	-0.2%	1.2%	3.8%	7.4%	8.7%	2.5%	6.2%
Euro STOXX50	4,775	0.3%	1.4%	6.6%	9.7%	12.1%	5.6%	12.5%
US Dow Jones	38,612	0.1%	0.9%	1.6%	9.5%	12.6%	2.4%	16.8%
US S&P500	4,982	0.1%	0.6%	2.7%	9.3%	13.5%	4.4%	24.8%
MSCI US REITs	1,215	0.8%	2.8%	-0.8%	8.4%	6.4%	-2.7%	-0.1%
J-REITs	1,701	0.2%	-1.5%	-7.8%	-7.4%	-8.5%	-5.9%	-7.2%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,663	-0.7%	1.2%	2.3%	2.6%	5.4%	-0.9%	-3.4%
Germany DAX	17,118	0.3%	1.0%	2.6%	7.3%	9.0%	2.2%	11.2%
France CAC 40	7,812	0.2%	1.8%	5.4%	7.6%	7.9%	3.6%	7.0%
Switzerland SMI	11,429	-0.2%	1.9%	1.4%	5.5%	5.1%	2.6%	1.1%
Portugal PSI 20	6,250	0.4%	2.5%	-1.3%	-0.5%	3.9%	-2.3%	5.4%
Spain IBEX 35	10,107	0.7%	1.9%	1.4%	2.2%	8.5%	0.1%	10.2%
Italy FTSE MIB	32,018	1.0%	2.2%	6.1%	9.8%	13.7%	5.5%	18.1%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	130,032	0.1%	2.4%	2.7%	3.2%	11.9%	-3.1%	21.4%
Chile IPSA	6,251	-1.5%	2.8%	5.6%	7.8%	1.5%	0.9%	18.9%
Mexico MEXBO	57,021	-0.4%	-0.4%	4.2%	8.3%	7.3%	-0.6%	7.2%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	523	0.1%	1.2%	5.6%	3.6%	5.5%	-1.0%	0.3%
MSCI Latin America	2,577	-0.1%	2.1%	3.9%	4.7%	8.8%	-3.2%	15.7%
MSCI All Country World	748	-0.0%	-0.4%	2.9%	8.4%	11.7%	2.9%	18.0%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	78.18	-0.3%	2.0%	4.0%	1.4%	-2.7%	9.1%	5.7%
Brent Spot	83.28	0.8%	0.5%	4.0%	1.6%	-0.9%	8.1%	3.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.10	0.96	-1.12	0.23	0.24	1.42	-0.29	-1.55
Gold Spot	2030.35	-0.2%	1.3%	0.4%	1.9%	7.0%	-1.6%	10.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2580.54	-0.1%	-0.3%	-1.8%	-4.3%	-7.9%	-3.1%	-10.4%
Bloomberg Agri Subindex	58.86	-0.8%	-1.2%	-3.9%	-10.4%	-10.2%	-5.8%	-16.3%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	320.27	0.2%	0.3%	1.7%	4.3%	2.7%	1.9%	3.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	217.98	0.0%	0.1%	0.6%	1.2%	1.5%	0.8%	1.8%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	312.90	0.1%	0.1%	1.0%	2.2%	2.4%	1.3%	2.4%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	418.09	0.3%	0.4%	1.9%	4.2%	3.4%	2.0%	3.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	266.21	0.1%	0.2%	1.0%	2.2%	2.3%	1.2%	2.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.24	-1	-2	-12	-14	5	-13	51
2Y	2.15	-1	-2	-19	-31	-13	-19	27
5Y	2.25	-3	-4	-20	-37	-24	-21	9
10Y	2.54	-2	-3	-23	-45	-20	-15	-2
Spread 10Y-2Y	39	-1	-1	-4	-14	-8	4	-29
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.31	4	8	20	-10	-2	43	39
Japan 10Y	0.72	-1	-1	6	-0	5	11	22
UK 10Y	4.10	6	6	17	-0	-63	57	49
German 10Y	2.45	8	11	11	-12	-25	43	-8
Spain 10Y	3.37	9	10	12	-19	-38	38	-15
Italy 10Y	3.95	9	10	7	-37	-45	25	-52
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	15.34	-0.1	-0.5	2.2	2.5	-1.6	2.9	-7.0
Dollar index	103.82	-0.1%	-0.9%	0.5%	-0.1%	0.2%	2.5%	-0.7%
USD/THB	35.82	-0.2%	-0.8%	0.6%	1.6%	2.3%	4.6%	3.6%
EUR/USD	1.08	-0.0%	0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	-1.8%	2.0%
GBP/USD	1.27	-0.2%	0.5%	-0.5%	1.4%	-0.6%	-0.6%	4.8%
USD/JPY	150.19	0.3%	0.1%	1.5%	0.4%	3.0%	6.5%	11.5%
USD/CNY	7.19	-0.0%	-0.1%	-0.0%	0.3%	-1.4%	1.3%	4.3%
USD/CNH	7.20	-0.0%	-0.3%	0.1%	0.4%	-1.5%	1.0%	4.3%

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

As of 2/22/2024

ตลาดหุ้น

เรามองว่าตลาดมีความคาดหวังต่อการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินมากเกินไป Bond yield อาจปรับขึ้นในระยะสั้นในขณะที่แรงหนุนจากการประกาศงบการเงินในไตรมาส 4/2023 จะหมดลง ทำให้ตลาดหุ้นอาจปรับขึ้นได้จำกัดในระยะข้างหน้า

ตลาดหุ้นปรับขึ้นทำ New high หลังตัวเลขเศรษฐกิจออกมาแข็งแกร่งกว่าคาด

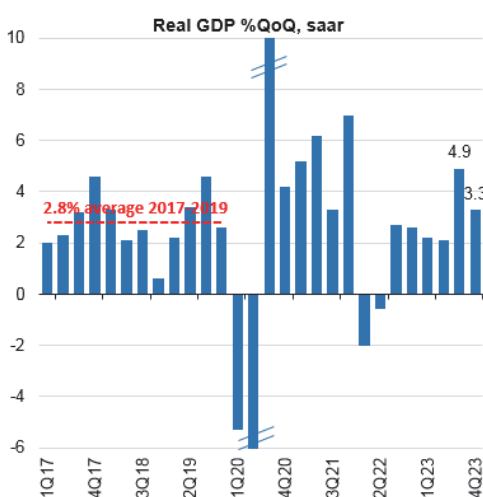
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P 500) ปรับตัวขึ้นทำ New high สู่วระดับ 5,000 จุด ในช่วงต้นเดือน ก.พ. ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่ดีกว่าคาด หนุน Sentiment การลงทุน

อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดหุ้นอาจปรับตัวขึ้นอย่างจำกัดในระยะข้างหน้า เนื่องจาก ถึงแม้เศรษฐกิจจะออกมาแข็งแกร่งขึ้น แต่คาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียนอาจไม่ได้ถูกปรับขึ้นตาม

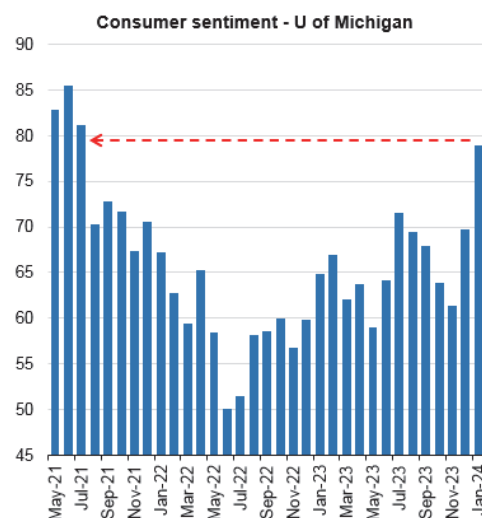
เพราะตลาดมีการประเมินการเติบโตของกำไรสูงกว่าการเติบโตของเศรษฐกิจอยู่แล้ว (รายละเอียดใน TIPS ฉบับเดือน ธ.ค.) นอกจากนี้ Bond yield มีแนวโน้มที่จะปรับสูงขึ้น และกดดันตลาดหุ้นเพิ่มเติม จาก 1) ท่าทีของ Fed ซึ่งอาจเข้มงวดขึ้น โดยอาจมีการปรับคาดการณ์เศรษฐกิจขึ้น และส่งสัญญาณชะลอการปรับลดดอกเบี้ย 2) การออกพันธบัตรรัฐบาลที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงอายุยาวตั้งแต่ไตรมาสนี้ และ 3) การชะลอการลดขนาดงบดุล (QT taper) ที่อาจเกิดขึ้นช้ากว่าที่ตลาดคาดในไตรมาส 2

แผนภาพที่ 1: ตัวเลขเศรษฐกิจยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง

US economy grew at 3.3% in the final quarter, in-line with 3% pre-pandemic growth and well ahead of expectations



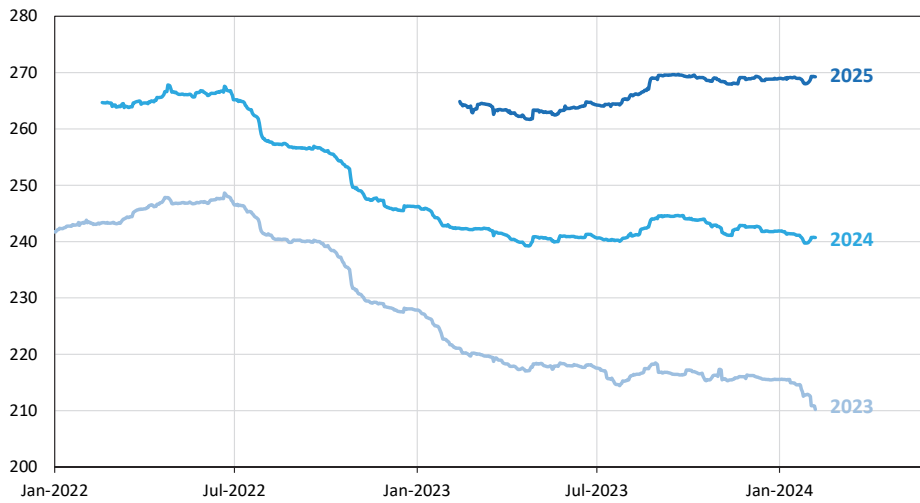
Consumer sentiment for Jan rose to the highest level since July 2021



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

แผนภาพที่ 2: ...แต่คาดการณ์กำไรถูกปรับลดลง

Earnings revisions of S&P 500



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

Fed อาจส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยช้าลง

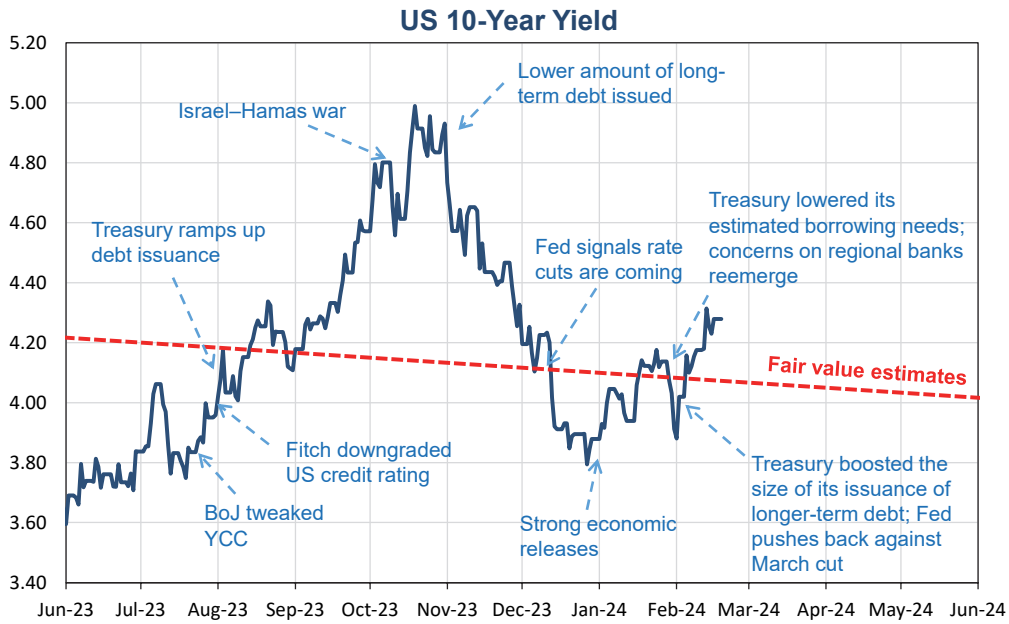
ตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังคงแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในตลาดแรงงาน ซึ่งตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) เพิ่มขึ้นจากราว 2 แสน เป็นมากกว่า 3 แสนรายต่อเดือน เป็นแรงผลักดันให้ค่าจ้าง ซึ่งเป็นต้นทุนหลักในภาคบริการเร่งตัวขึ้น อัตราเงินเฟ้อภาคบริการที่ไม่นับรวมค่าเช่า (CPI Services less Rent of Shelter) ซึ่ง Fed ให้ความสำคัญว่าเป็นดัชนีที่สะท้อนวัฏจักรเศรษฐกิจจริง เร่งตัวขึ้น สะท้อนแรงผลักดันเงินเฟ้อที่ยังสูงอยู่

นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อในราคาสินค้า (Goods inflation) ก็มีปัจจัยหนุนเพิ่มขึ้น จากการโจมตีเรือขนส่งสินค้าในทะเลแดง บริษัทขนส่งทางเรือ และบริษัทน้ำมันบางเจ้า เริ่มระงับการขนส่งสินค้าผ่านช่องแคบในทะเลแดง อันเป็นหนึ่งในเส้นทางการค้าทาง

ทะเลที่สำคัญที่สุดของโลก และเดินทางอ้อมทวีปแอฟริกาแทน ส่งผลให้ระยะเวลาขนส่งนานขึ้นประมาณ 10-15 วัน ค่าระวางเรือ (Freight cost) เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะเส้นทางจากเอเชียไปยุโรป การเพิ่มขึ้นของต้นทุนขนส่ง ทำให้บางบริษัทอาจขึ้นราคาสินค้า ส่งผลกระทบต่อผู้บริโภค ซึ่งถึงแม้ผลกระทบจากสถานการณ์นี้ อาจไม่ได้ร้ายแรงเท่ากับช่วง COVID-19 แต่ก็มีความเสี่ยงต่ออัตราเงินเฟ้อ ซึ่งอาจไม่ได้ลดลงเข้าสู่เป้าหมายของ Fed ได้อย่างราบรื่น

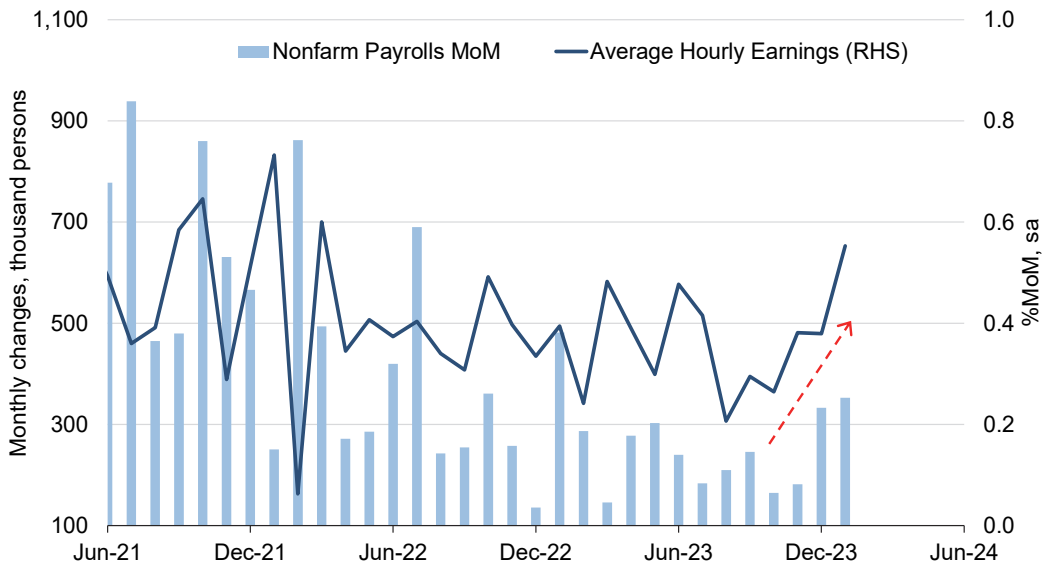
ปัจจุบันถึงแม้ตลาดจะมีการปรับคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยขึ้น โดยมองว่า Fed จะลดดอกเบี้ยในปี 4 ครั้ง ใกล้เคียงกับ 3 ครั้งที่ Fed ส่งสัญญาณใน Dot plots แล้ว แต่ด้วยเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งขึ้น ทำให้มีความเป็นไปได้ที่ Fed จะส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยช้าลงในการประชุมครั้งถัดไป

แผนภาพที่ 3: Bond yield ปรับขึ้นมาสูงกว่ากรอบ 4-4.2% ในระยะสั้น



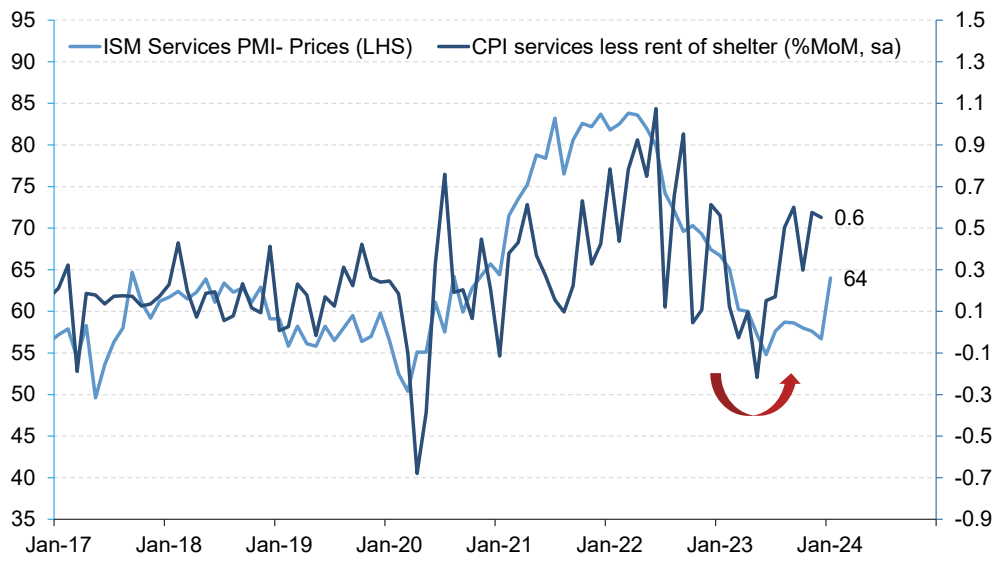
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 4: การจ้างงานที่เร่งตัวขึ้น ผลักดันให้ค่าจ้าง ซึ่งเป็นต้นทุนหลักในภาคบริการเร่งตัวขึ้น



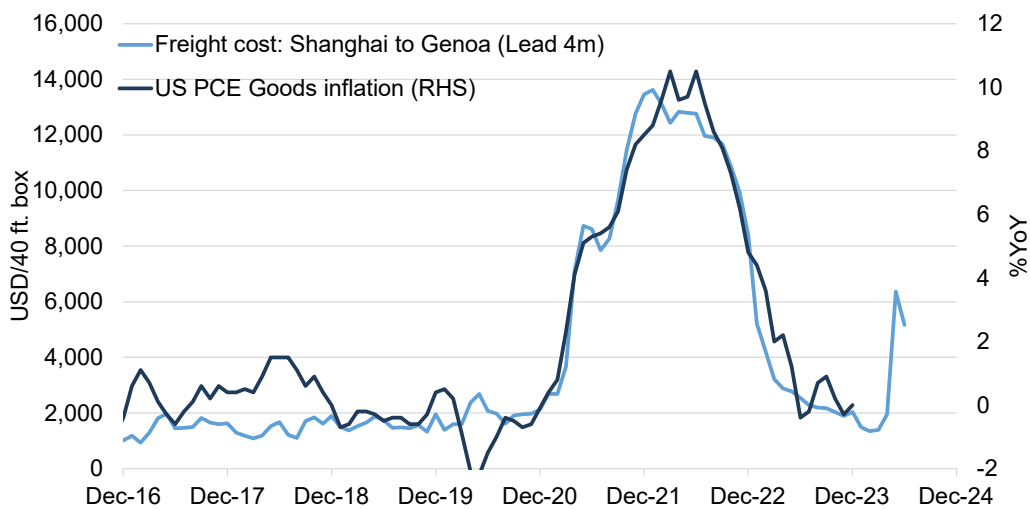
ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: อัตราเงินเฟ้อภาคบริการที่ไม่นับรวมค่าเช่า (CPI Services less Rent of Shelter) ซึ่ง Fed ให้ความสำคัญว่าเป็นดัชนีที่สะท้อนวัฏจักรเศรษฐกิจจริง แรงตัวขึ้น



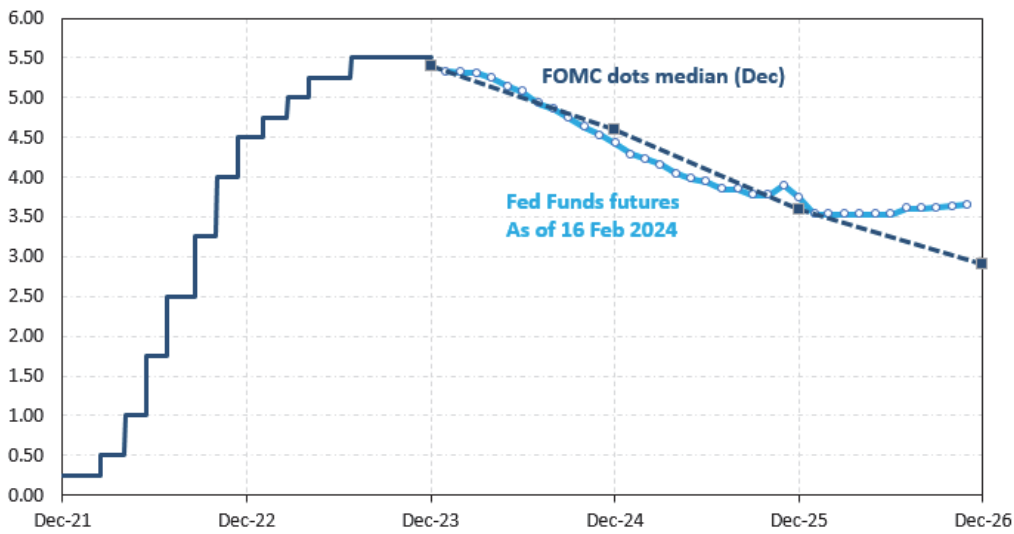
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 6: การโจมตีเรือขนส่งสินค้าในทะเลแดง เป็นปัจจัยหนุนอัตราเงินเฟ้อในราคาสินค้า (Goods inflation)



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

แผนภาพที่ 7: ตลาดปรับคาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยขึ้น มองว่า Fed จะลดดอกเบี้ยในปี 4 ครั้ง ใกล้เคียงกับ 3 ครั้งที่ Fed ส่งสัญญาณใน Dot plots



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

รัฐบาลเตรียมออกประมูลพันธบัตรระยะยาวเพิ่มมากขึ้น

ย้อนกลับไปช่วงปี 2023 อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับขึ้นแต่ละระดับ 5% สูงสุดในรอบเกือบ 20 ปี สะท้อนภาวะดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น ทำให้กระทรวงการคลังสหรัฐฯ หลีกเลี่ยงการออกพันธบัตรอายุยาว (Notes/Bonds) ซึ่งเปรียบเสมือนการทำสัญญากู้เงิน ณ อัตราดอกเบี้ยที่สูงเป็นเวลาหลายปี และออกพันธบัตรระยะสั้น (Bills) อายุไม่เกิน 1 ปีแทน

ขณะเดียวกัน การออกพันธบัตรระยะสั้นเพิ่มขึ้นก็สอดคล้องกับภาวะตลาดในเวลานั้น ซึ่งมีความต้องการพันธบัตรระยะสั้นเป็นจำนวนมาก ตามแนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายที่ปรับขึ้น ทำให้การออกพันธบัตรระยะสั้นเพิ่มขึ้นส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยในตลาด

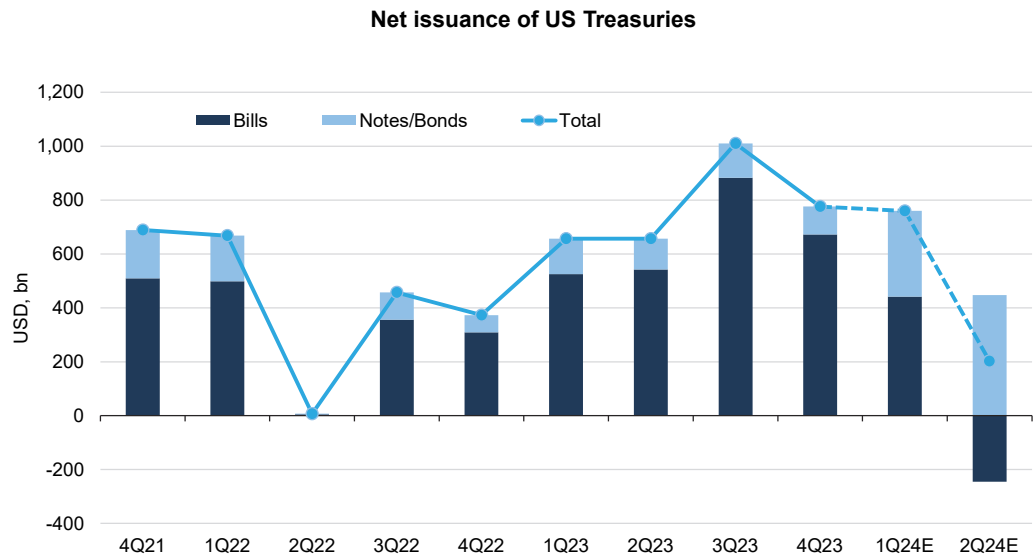
อย่างไรก็ดี แนวโน้มดอกเบี้ยที่จะเริ่มลดลง ตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายซึ่งจะเกิดขึ้นในปีนี้ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดซึ่งลดระดับลงมา ส่งผลให้รัฐบาลกลับมาออกพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น โดยจากแผนการออกประมูลพันธบัตรรัฐบาลรายไตรมาส (Treasury Quarterly Refunding: QRA) ระบุ

รัฐบาลจะออกพันธบัตรระยะกลาง-ยาว (อายุมากกว่า 2 ปี) เป็นส่วนใหญ่ โดยคาดว่าจะออกสุทธิในไตรมาสนี้ (ม.ค.-มี.ค.) มูลค่าสูงถึง 318 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และจะออกเพิ่มขึ้นเป็น 447 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งสุทธิแล้วจะไม่มีมีการออกพันธบัตรระยะสั้นเพิ่มเติมในไตรมาส 2

นอกจากนี้ การออกพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น จะทำให้สัดส่วนพันธบัตรระยะสั้นลดลงจากปัจจุบันที่ 21.5% ของมูลค่าตลาดพันธบัตรรัฐบาล เข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ 15-20% ของรัฐบาลด้วย ซึ่งที่กรอบดังกล่าว รัฐบาลประเมินว่าเป็นระดับที่เหมาะสมช่วยให้รัฐบาลมีความยืดหยุ่นในการกลับมาออกพันธบัตรระยะสั้นเมื่อมีเหตุจำเป็นในระยะข้างหน้า คล้ายกับช่วงที่มีการระบาดของ COVID-19 ซึ่งรัฐบาลสามารถออกขายพันธบัตรระยะสั้น ระดมทุนเพื่อใช้จ่ายในมาตรการบรรเทาผลกระทบได้อย่างรวดเร็ว

เรามองว่าอุปทานของพันธบัตรระยะยาวที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ Bond yield เพิ่มขึ้นในระยะสั้น ก่อนที่จะเริ่มปรับลดลงอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี ตามแนวโน้มการลดดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งจะทำให้อุปสงค์ของพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้นมารองรับอุปทาน

แผนภาพที่ 8: รัฐบาลเตรียมออกพันธบัตรระยะกลาง-ยาว (อายุมากกว่า 2 ปี) เพิ่มขึ้นตั้งแต่ไตรมาสนี้



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

แผนภาพที่ 9: กระทรวงการคลังเตรียมออกพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น เพื่อลดสัดส่วนพันธบัตรระยะสั้นในตลาดลงสู่กรอบเป้าหมายของรัฐบาลที่ 15-20%

As bond yields surged to 5%, the US Treasury issued more bills and fewer bonds. But now that demand for short-term bills has faded following the adjusted rate cut outlook and bond yields have fallen back to 4%, the Treasury will increase bond issuance.



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

QT taper อาจเกิดขึ้นช้ากว่าที่ตลาดคาด

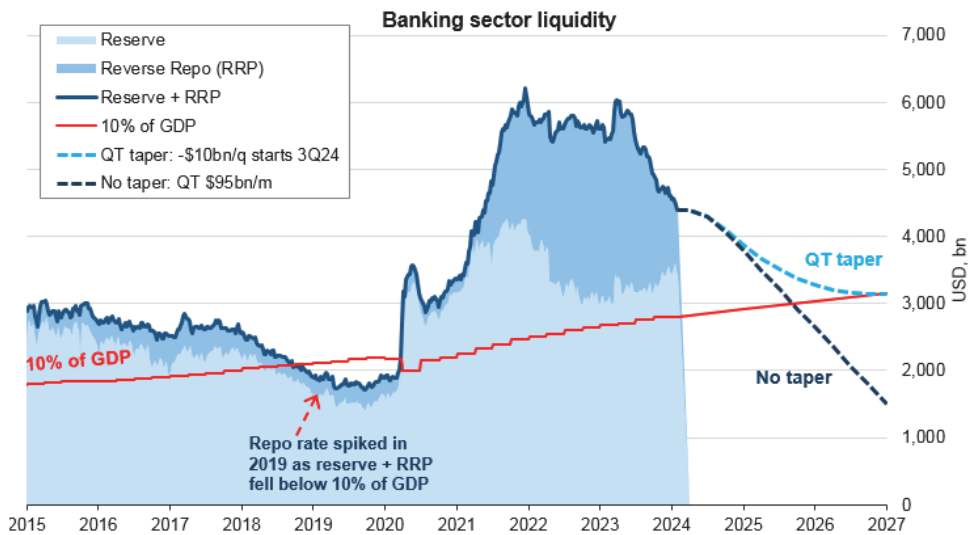
Fed มีการใช้มาตรการลดขนาดงบดุล (Quantitative Tightening: QT) มาตั้งแต่เดือน พ.ค. 2022 ซึ่งเป็นมาตรการถอนสภาพคล่อง โดยปล่อยให้สินทรัพย์ ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้ที่มีที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกันจำนอง (MBS) หมดยุลงที่มูลค่าสูงสุดเดือนละ 95 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่งผลให้งบดุล (Total assets) ของ Fed ลดลงเป็นอย่างมาก จาก 8.96 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลงสู่ระดับ 7.63 ล้านล้านดอลลาร์ คิดเป็นการลดลงถึง 1.3 ล้านล้านดอลลาร์ ภายในระยะเวลาไม่ถึง 2 ปี ตลาดส่วนใหญ่คาดว่า Fed จะเริ่มชะลอการลดขนาดงบดุล หรือที่เรียกว่า QT taper ในช่วงไตรมาส 2 นี้

อย่างไรก็ดี เรามองว่าสภาพคล่องในภาคธนาคาร ซึ่ง Fed ประเมินจากฝั่ง Liabilities โดยใช้มูลค่าเงินสำรอง (Reserve) บวกกับปริมาณการทำธุรกรรม Reverse Repo (RRP) ยังอยู่ในระดับสูงถึง 16% ของ GDP ใกล้เคียงกับระดับสูงสุดของมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE) ครั้งก่อนในช่วงปี 2014 ที่ 17% และสูงกว่าระดับ 10-11% ซึ่ง Fed ประเมินว่าเป็นระดับสภาพคล่องต่ำสุดที่ตลาดเงินต้องการ

หาก Fed ยังคงลดขนาดงบดุลที่ 95 พันล้านดอลลาร์ต่อเดือน สภาพคล่องจะลดลงสู่ระดับ 13% ในช่วงสิ้นปีนี้ และจะแตะระดับ 11% ของ GDP ในช่วงกลางปี 2025 หรือในอีก 1 ปีกว่า สะท้อนว่าสภาพคล่องในปัจจุบันยังมีมากพอ และยังไม่ได้กดดันให้ Fed จำเป็นต้องเริ่ม QT taper ในเร็ววัน

แผนภาพที่ 10: สภาพคล่องในภาคธนาคาร ยังอยู่ในระดับสูงถึง 16% ของ GDP ใกล้เคียงกับระดับสูงสุดของมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE) ครั้งก่อนในช่วงปี 2014 ที่ 17% และสูงกว่าระดับ 10-11% ที่ Fed ประเมิน

Assuming the Fed maintains QT at the current pace of \$95bn/m, liquidity will remain above the critical level (10-11% of GDP) until at least 3Q25



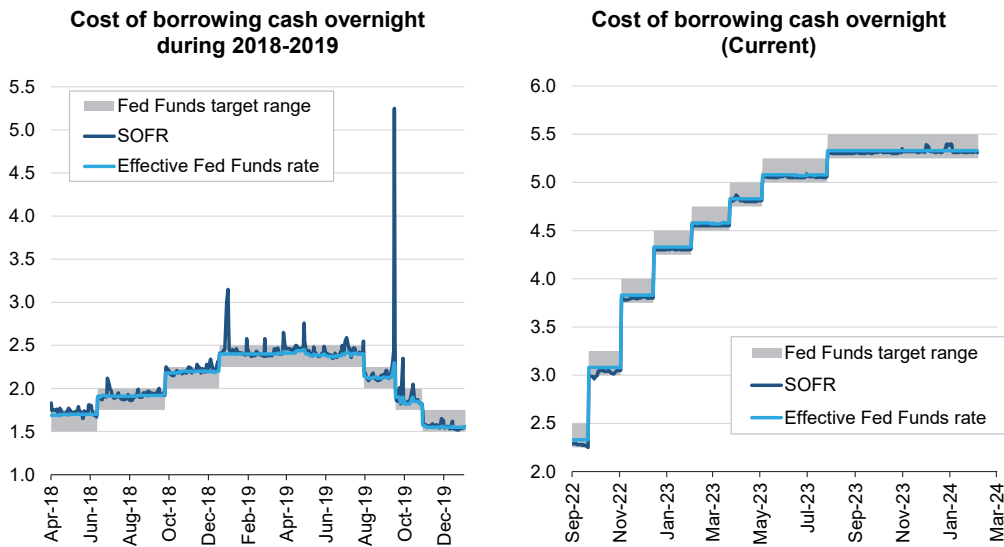
ที่มา: FRED, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะสั้นระหว่างธนาคารพาณิชย์ (Secured Overnight Financing Rate: SOFR) ยังไม่สะท้อนภาวะขาดแคลนสภาพคล่อง ต่างจากช่วงปี 2018-2019 ซึ่งอัตราดอกเบี้ย SOFR ปรับขึ้นสูงแตะระดับ 5% เกินกว่ากรอบอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds target range) ที่ 2.00-2.25%

จนเกิดเหตุการณ์ Repo spike และนำไปสู่การกลับมาอัดฉีดสภาพคล่องของ Fed ในช่วงปลายปี 2019

โดยปัจจุบัน อัตราดอกเบี้ย SOFR ยังอยู่ในกรอบอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 5.25-5.50% และโน้มเอียงไปทางกรอบด้านต่ำ สะท้อนสภาพคล่องที่ยังมีอย่างล้นเหลือ

แผนภาพที่ 11: อัตราดอกเบี้ย SOFR ยังอยู่ในกรอบอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 5.25-5.50% และโน้มเอียงไปทางกรอบต่ำ สะท้อนสภาพคล่องที่ยังมีอย่างล้นเหลือ



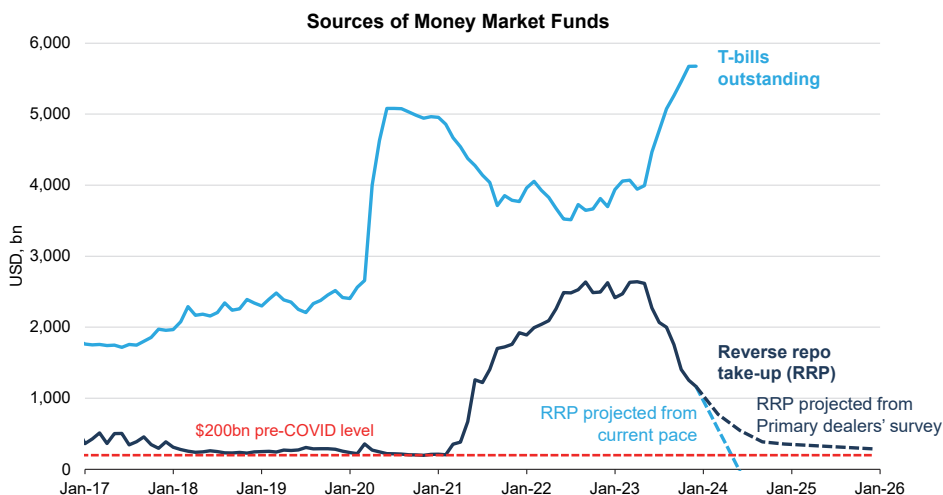
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ สาเหตุหลักที่สภาพคล่องในภาคธนาคารลดลงอย่างรวดเร็วในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา มาจากการลดลงของปริมาณการทำธุรกรรม Reverse Repo ซึ่งเป็นผลเกี่ยวเนื่องมาจากการออกพันธบัตรระยะสั้น (T-bills) เพิ่มขึ้น ทำให้กองทุนตลาดเงินระยะสั้น (Money Market Funds) สับเปลี่ยนจากเดิมที่พักเงินในธุรกรรม Reverse Repo เข้าพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ทำให้ปริมาณธุรกรรม Reverse Repo ลดลง

อย่างไรก็ดี แผนออกประมูลพันธบัตรของกระทรวงการคลัง ซึ่งระบุจะเริ่มลดการออกพันธบัตรระยะสั้น (T-bills) ในไตรมาสนี้ จะส่งผลให้ความต้องการธุรกรรม Reverse Repo เพิ่มขึ้น ปริมาณการทำธุรกรรม Reverse Repo น่าจะลดลงได้อย่างจำกัดต่อนี้ เป็นบวกต่อสภาพคล่องในภาคธนาคาร ซึ่งในช่วง 1-2 สัปดาห์ที่ผ่านมาเริ่มเห็นปริมาณการทำธุรกรรม Reverse Repo ทรงตัวที่ระดับ 9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ดังนั้น สภาพคล่องในภาคธนาคารอาจไม่ได้ลดลงเร็วต่อเนื่องในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 12: การออกพันธบัตรระยะสั้น (T-bills) ในปริมาณที่ลดลง จะส่งผลให้ความต้องการปริมาณการทำธุรกรรม Reverse Repo เพิ่มขึ้น เป็นผลบวกต่อสภาพคล่องในภาคธนาคาร

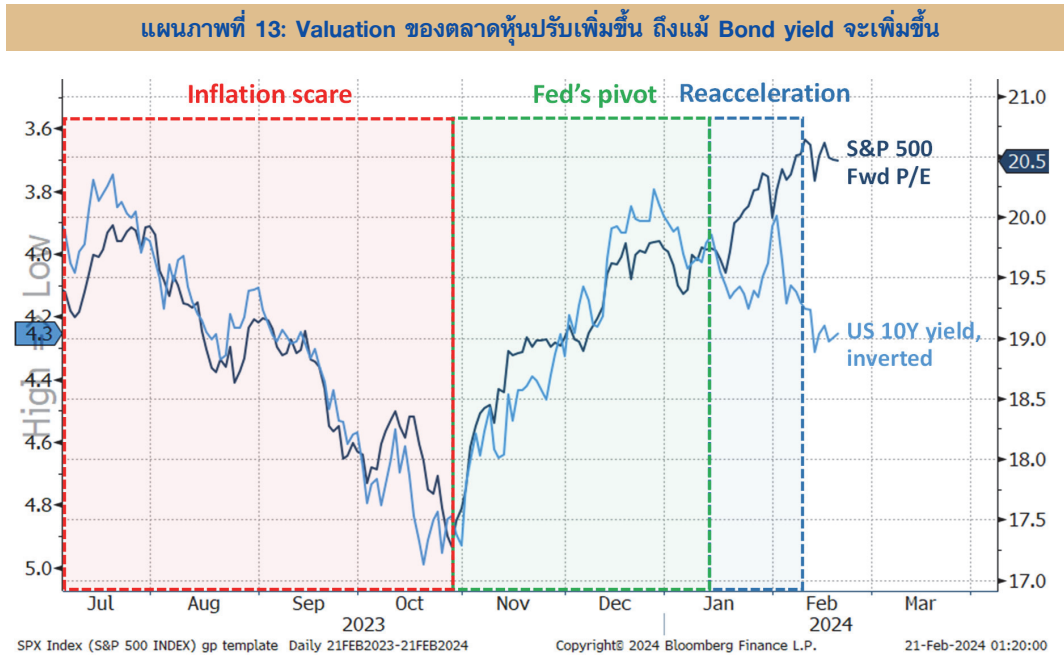
Fed's Logan has concerns over rapid draining of RRP and has suggested slowing QT when RRP balances reach a low level; but reducing short-dated bill auction sizes going forward could slow the RRP drain



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

โดยสรุป เรามองว่าตลาดหุ้นอาจปรับตัวขึ้นจำกัดในระยะข้างหน้า ตามแรงกดดันจาก Bond yield ที่มีแนวโน้มที่จะปรับสูงขึ้นในระยะสั้น ในขณะที่คาดการณ์เศรษฐกิจอาจไม่ได้ถูกปรับ

ขึ้นตามแนวโน้มเศรษฐกิจ ตลาดหุ้นอาจเริ่มกลับมามีแรงหนุนจากการเพิ่มขึ้นของ Bond yield ในช่วง 1-2 เดือนนี้



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

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ปรับสูงขึ้นสู่ระดับ 4.2% ตามที่เราคาด จากความหวัง Fed Pivot ที่มากเกินไปในก่อนหน้านี้ (Overdone) ที่แพลง สะท้อนผ่านตลาด Fed Funds Futures ที่ปัจจุบันลดความคาดหว้ง Fed จะลดดอกเบี้ยลงมาเหลือเพียง 4 ครั้ง (-100 bps) ในปี 2024 จากเดิมที่เคยมองมากถึง 5-6 ครั้ง (-125 ถึง -150 bps) สำหรับในระยะข้างหน้า เรามองว่าภาพของเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะตลาดแรงงานที่ตึงตัว ประกอบกับอุปทานของพันธบัตรที่จะเพิ่มสูงขึ้นในไตรมาส 2/2024 จะสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Bond yield ในระยะสั้น ก่อนที่การเริ่มลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed จะเข้ามาเป็นปัจจัยหลักทำให้ Bond yield ทนอยปรับลดลงในครึ่งหลังของปี เราจึงมอง Bond yield ที่ประมาณ 4.2% หรือสูงกว่า เป็นระดับที่เหมาะสมแก่การทยอยเข้าลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว

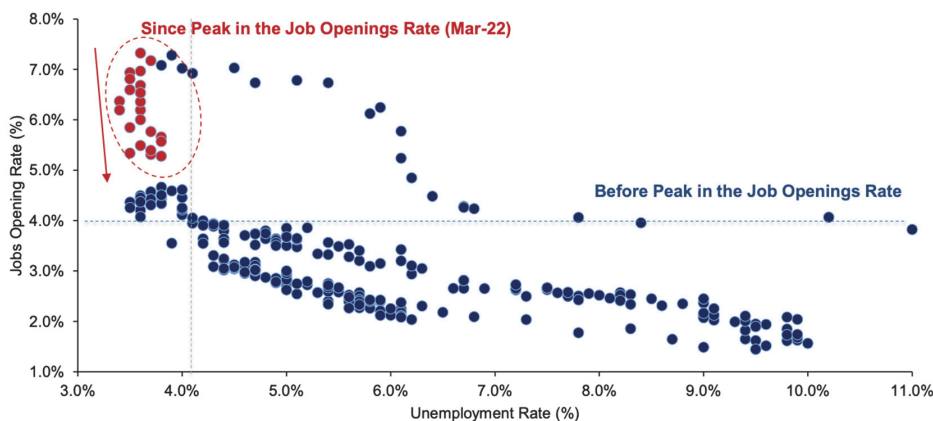
เศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่งของสหรัฐฯ โดยเฉพาะตลาดแรงงาน ที่ตึงตัวยังคงสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อแนวโน้มเงินเฟ้อ

เศรษฐกิจของสหรัฐฯ สะท้อนผ่านตัวเลข GDP ไตรมาส 4/2023 ยังคงเติบโตสูงต่อเนื่องกว่า 3.3% QoQ, SAAR แม้จะมีฐานที่สูงถึง 4.9% ในไตรมาสก่อนหน้า สะท้อนโมเมนตัมที่แม้จะอ่อนตัวลงบ้างแต่ยังแข็งแกร่งอย่างมาก ทั้งยังส่งผลต่อเนื่องมาถึงในปี 2024 สะท้อนผ่านดัชนีชี้นำ (Leading indicators) อย่างดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ที่ปรับดีขึ้นทั้งในฝั่งภาคการผลิตและภาคบริการ และดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ยังคงปรับสูงขึ้น

แนวโน้มของเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งแม้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นมาสุงที่สุดในรอบหลายทศวรรษที่ 5.25-5.50% ทำให้เงินเฟ้อยังมีความเสี่ยงด้านสูง และสะท้อนว่าการนำเงินเฟ้อกลับสู่ระดับเป้าหมายของ Fed อาจไม่ง่ายดายอย่างที่ตลาดเคยคาด โดยในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา ดัชนีเงินเฟ้อทั้งในส่วนของเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ก็สูงกว่าที่ตลาดคาดทั้งหมด ขณะที่ในระยะข้างหน้า ตลาดแรงงานที่ยังตึงตัว สะท้อนผ่านอัตราว่างงานที่ยังคงต่ำ และตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (Job openings) ที่ค่อนข้างสูง ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เงินเฟ้อในหมวดของภาคบริการยังมีความหนืดอยู่

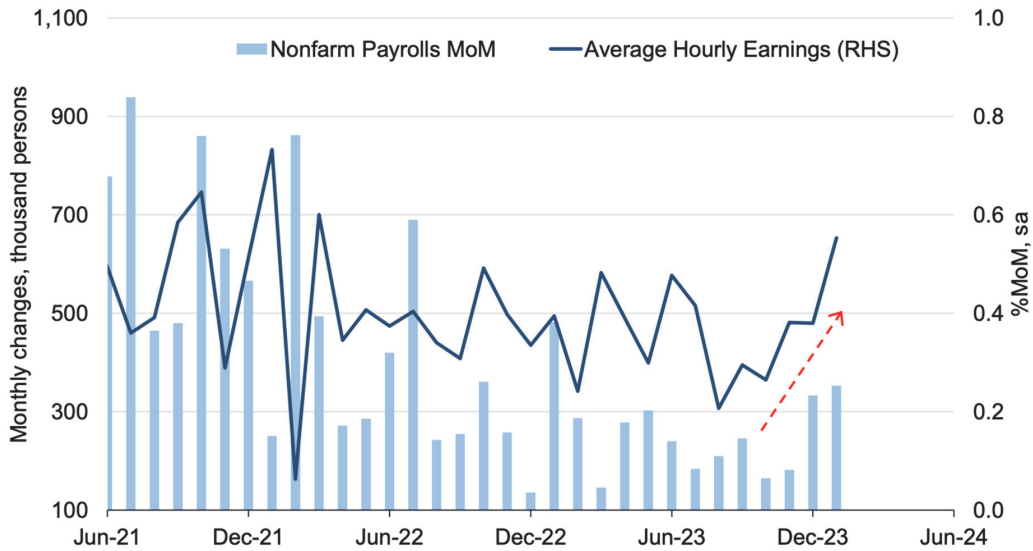
แผนภาพที่ 14: ตลาดแรงงานในสหรัฐฯ ยังคงตึงตัว สะท้อนผ่านอัตราว่างงานที่ยังคงต่ำ (แกนแนวนอน) และตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (แกนแนวตั้ง) ที่ค่อนข้างสูง...

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



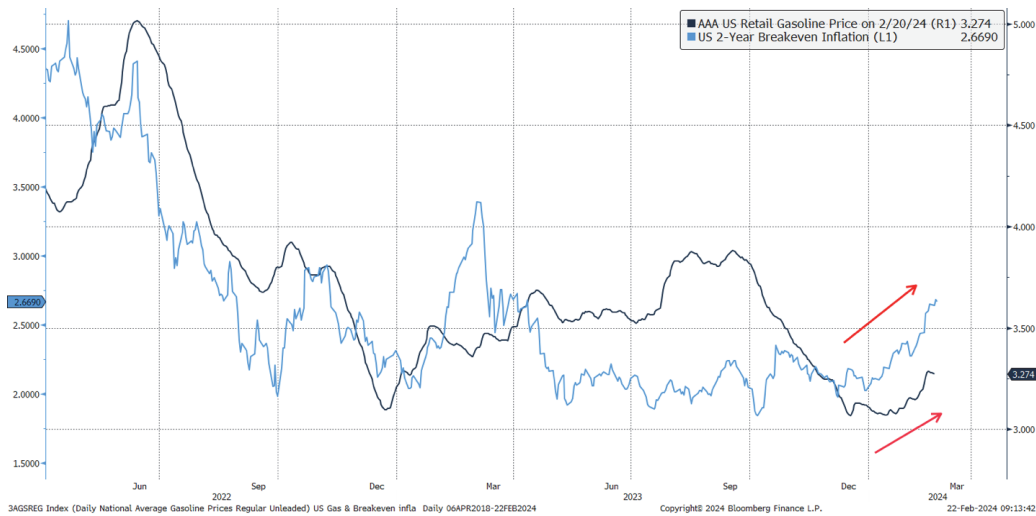
ที่มา: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 15: ...ทำให้แรงกดดันต่อการเติบโตของค่าจ้าง (เส้นสีน้ำเงิน) ยังคงอยู่ในระดับสูง



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

แผนภาพที่ 16: ราคาน้ำมันเบนซินหน้าปั๊ม (เส้นสีน้ำเงิน) ที่เริ่มกลับมาเพิ่มสูงขึ้น สร้างแรงกดดันเชิงจิตวิทยาต่อคาดการณ์เงินเฟ้อระยะสั้น (เส้นสีฟ้า)



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

อุปทานของพันธบัตรที่เพิ่มมากขึ้น ขณะที่สัดส่วนของอุปสงค์โดยหลักยังมีแนวโน้มมาจากภาคครัวเรือนซึ่งมีความอ่อนไหวต่อราคา (Price-sensitive) เป็นปัจจัยจำกัดความเสี่ยงด้านต่ำของ Bond yield

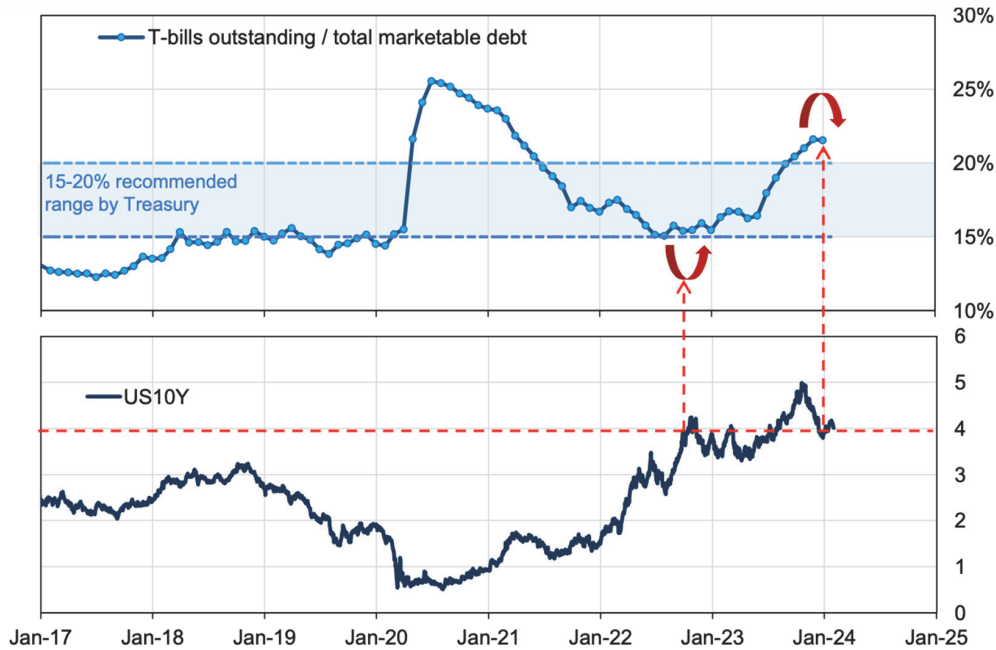
ในปี 2023 ที่ผ่านมา กระทรวงการคลังสหรัฐฯ ต้องการหลีกเลี่ยงการกู้ยืมเงินระยะยาวในช่วงที่ต้นทุนการเงินของรัฐบาล หรือ Bond yield อยู่ในระดับสูงกว่า 4.5-5.0% จึงเลือกกู้ยืมผ่านการ

จำหน่ายตราสารเงิน (T-Bills) ที่มีอายุสั้นกว่า 1 ปี ในสัดส่วนที่มากกว่าปกติแทน ซึ่งสอดคล้องกับสภาวะการเงินในขณะนั้น ที่สภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมากซึ่งเป็นผลจากมาตรการ Quantitative Easing ของ Fed ยังคงสะสมอยู่ในตลาด Reverse Repo (RRP) อย่างไรก็ดี การกระทำดังกล่าวทำให้ขนาดของตลาด RRP ลดลงอย่างรวดเร็วจากประมาณ 2.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มาอยู่ที่ 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน เนื่องจากกองทุน

ตราสารเงิน (Money Market Funds) ได้ขายสัญญา RRP เพื่อนำเงินไปซื้อ T-Bills ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า สภาพคล่องส่วนเกินในตลาด RRP ที่ใกล้หมดลงทำให้รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องเริ่มที่จะกลับมากู้ยืมเงินด้วยวิธีการปกติมากขึ้น สะท้อนผ่านรายละเอียดในแผนการกู้ยืมประจำไตรมาส 1/2024 (Quarterly Refunding

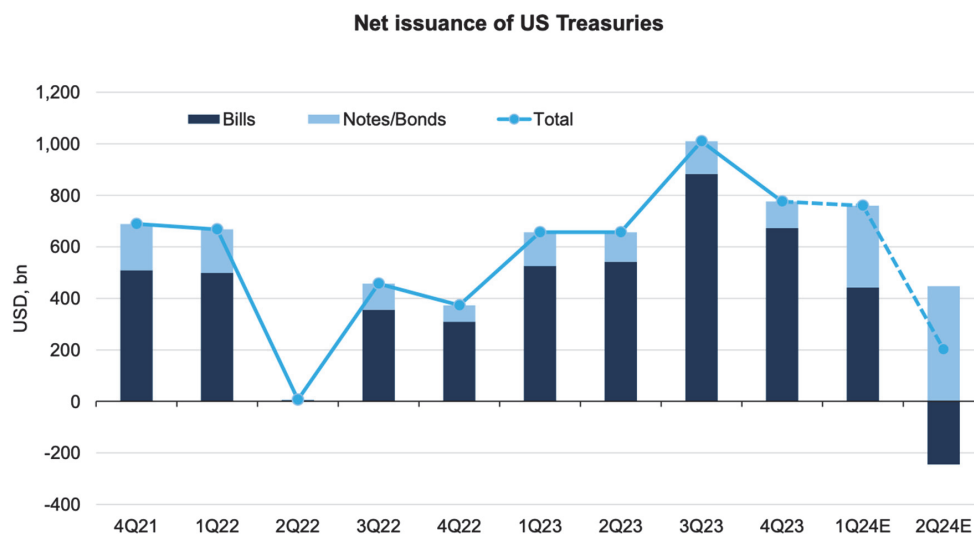
Announcement: QRA) ที่กระทรวงการคลังคาดว่าจะต้องออกจำหน่ายพันธบัตรระยะยาวมากขึ้นในไตรมาส 1 และ 2/2024 โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2, 3 และ 5 ปี เป็นการกลับมาทยอยยืดอายุของพันธบัตร (Duration management)

แผนภาพที่ 17: การสลับเปลี่ยนไปกู้เงินผ่านการจำหน่ายตราสารเงิน (T-Bills) ทำให้สัดส่วนของ T-Bills ในตลาดเมื่อเทียบกับจำนวนพันธบัตรทั้งหมดเพิ่มสูงขึ้นผิดปกติ



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

แผนภาพที่ 18: กระทรวงการคลังสหรัฐฯ จะเริ่มกลับมาออกจำหน่ายพันธบัตรระยะยาว (แห่งสีฟ้า) มากขึ้นในไตรมาส 1 และ 2/2024



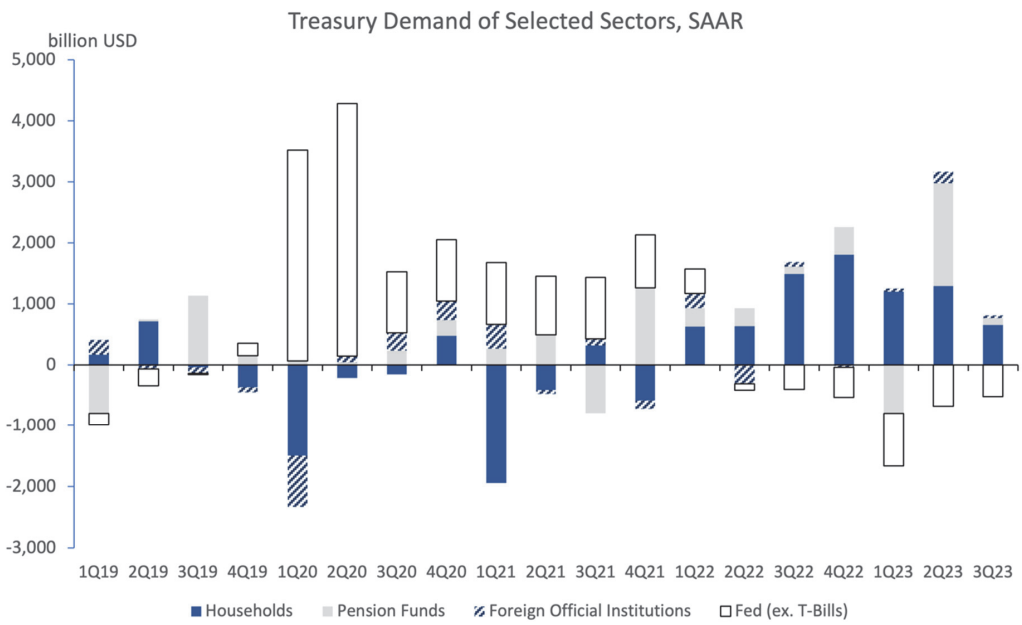
ที่มา: US Treasury, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่ฝั่งอุปสงค์ กลุ่มผู้ซื้อที่น่าจะมีบทบาทมากที่สุดในระยะข้างหน้าจะยังเป็นภาคครัวเรือนภายในประเทศสหรัฐฯ จากแนวโน้มการแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้นในสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างพันธบัตรรัฐบาล แทนการปล่อยเงินฝากไว้กับธนาคาร อย่างไรก็ตาม ภาคครัวเรือนจัดว่าเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีความอ่อนไหวต่อราคา (Price sensitive) สูงกว่ากลุ่มสถาบัน อาทิ กองทุนบำเหน็จบำนาญ หรือธนาคารกลางต่างประเทศ ที่มีความจำเป็นต้องลงทุนในพันธบัตรอย่างต่อเนื่อง หรือแม้แต่

ธนาคารกลางของสหรัฐฯ (Fed) เองที่ใช้การซื้อหรือขายพันธบัตรเป็นเครื่องมือนโยบายการเงิน จึงจัดเป็นนักลงทุนที่ไม่สนใจราคา (Price insensitive)

ความสัมพันธ์ระหว่างอุปทานของพันธบัตรที่เพิ่มมากขึ้น ขณะที่ฝั่งอุปสงค์หลักเป็นภาคครัวเรือนที่มีความจำเป็นในการลงทุนต่ำกว่ากลุ่มสถาบัน ทำให้เรามอง Bond yield ไม่น่าปรับตัวลงอย่างรวดเร็วในระยะสั้น และแนะนำให้ทยอยเข้าลงทุนในพันธบัตรระยะยาวที่ Bond yield ประมาณ 4.2% หรือสูงกว่า

แผนภาพที่ 19: แนวโน้มภาคครัวเรือน (แห่งสิ้นน้ำเงิน) จะยังคงเป็นอุปสงค์หลักของพันธบัตรรัฐบาล



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

แนะนำให้ลดน้ำหนักทองคำ จาก 1) ระดับ Valuation ในปัจจุบันที่สูงเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง 2) QT taper ที่ไม่ได้เป็นบวกต่อราคาทองคำมากนัก และอาจเกิดขึ้นช้ากว่าที่ตลาดคาด และ 3) Bond yield ที่อาจเพิ่มขึ้นในระยะสั้น สำหรับราคาน้ำมัน เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี จากระดับความร่วมมือที่ค่อนข้างสูง (High compliance rate) ของกลุ่มประเทศ OPEC ประกอบกับแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ในปีนี้ที่ส่งสัญญาณชะลอตัว

ทองคำ

ราคาทองคำถูกกดดันจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่เพิ่มขึ้น

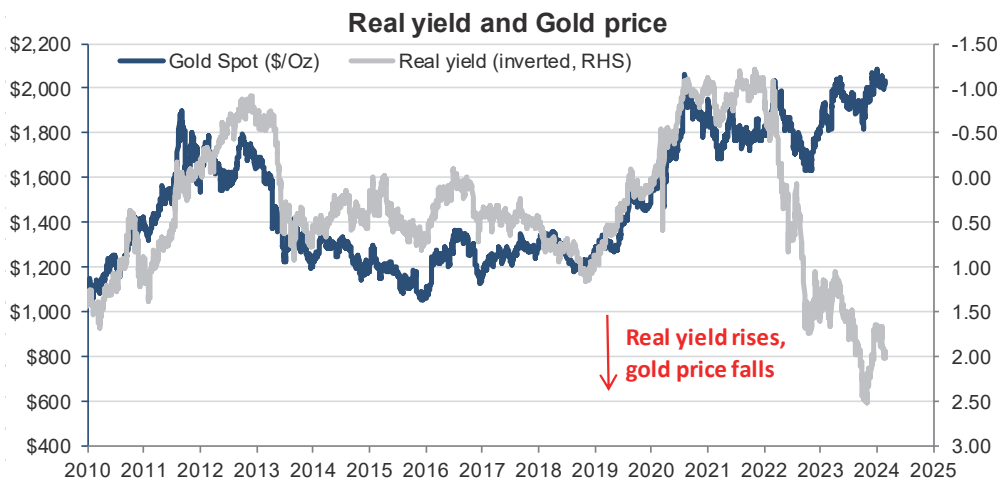
ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่กลับมาฟื้นตัวขึ้นในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนโอกาสที่เศรษฐกิจอาจหลีกเลี่ยงภาวะถดถอย (Recession) ได้สำเร็จ Fed ยังไม่จำเป็นต้องรีบกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงิน ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ปรับขึ้น

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง คือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดลบกับคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้น

หมายความว่าพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีความปลอดภัยสูง ให้ผลตอบแทนที่แท้จริงสูงขึ้น สินทรัพย์อื่นๆ เช่น หุ้น และทองคำ มีความน่าสนใจลงทุนน้อยลงเมื่อเปรียบเทียบกับพันธบัตร ดังนั้น เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงปรับเพิ่มขึ้น ราคาทองคำจึงปรับลดลงสวนทางกัน

ปัจจุบัน อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงปรับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 2% ใกล้เคียงระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2009 ในขณะที่ราคาทองคำอยู่ในระดับที่สูงถึง 2,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ สะท้อน Valuation ของทองคำที่แพงมาก

แผนภาพที่ 20: อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ปรับขึ้น กดดันราคาทองคำ



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

QT taper ช่วยหนุนราคาทองคำเล็กน้อยราว 2-3%

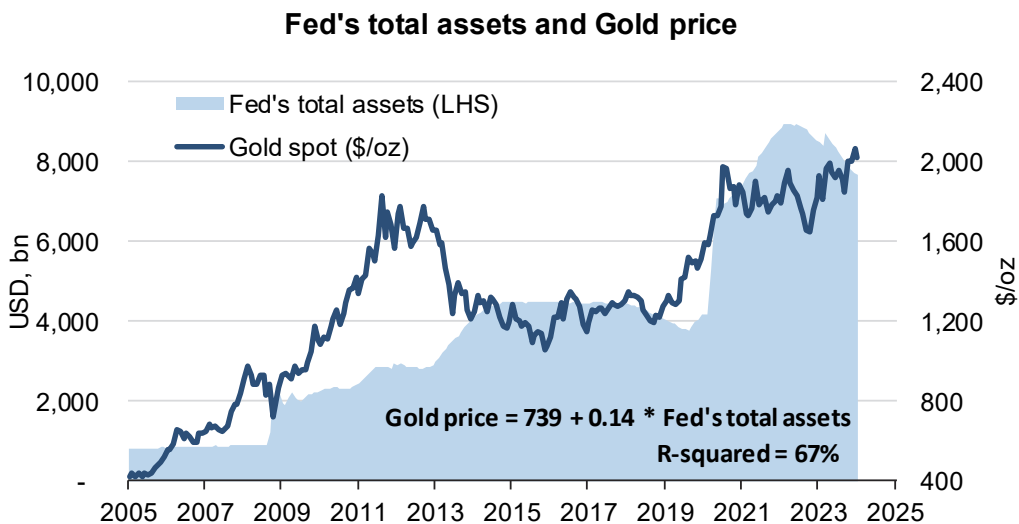
Fed มีการใช้มาตรการลดขนาดงบดุล (Quantitative Tightening: QT) ซึ่งเป็นหนึ่งในมาตรการถอนสภาพคล่อง ส่งผลต่อราคาทองคำอย่างต่อเนื่อง โดยจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาทองคำ และขนาดงบดุลของ Fed ย้อนหลังตั้งแต่ปี 2005 พบว่าการเปลี่ยนแปลงของขนาดงบดุลสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาทองคำ (Adjusted R-squared) ได้ถึง 67% โดยทุกๆการลดลงของงบดุล 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ราคาทองจะลดลง -14 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

ปัจจุบัน Fed ลดขนาดงบดุล (QT) ที่กรอบสูงสุดเดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ รวม 1.14 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เทียบเคียงเป็นการกดดันราคาทองคำ 160 ดอลลาร์สหรัฐฯ

แต่หาก Fed เริ่มชะลอการลดขนาดงบดุล หรือที่เรียกว่า QT taper ในช่วงไตรมาส 2 ตามที่ตลาดคาด โดยลดจากปัจจุบันที่เดือนละ 9.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลงเป็น 7 หมื่นล้านในไตรมาส 2 และ 4 หมื่นล้านในไตรมาส 4 รวม 8.25 แสนล้าน เทียบเคียงเป็นการกดดันราคาทองคำ 115 ดอลลาร์สหรัฐฯ ดังนั้น QT taper จะช่วยหนุนราคาทองคำราว 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็นราว 2-3% ของราคาปัจจุบัน

เราแนะนำให้ลดน้ำหนักทองคำลง เนื่องจาก 1) ระดับ Valuation ในปัจจุบันที่สูงเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง 2) QT taper ที่ไม่ได้เป็นบวกต่อราคาทองคำมากนัก และอาจเกิดขึ้นช้ากว่าที่ตลาดคาด และ 3) Bond yield ที่อาจเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

แผนภาพที่ 21: ทุกๆการลดลงของงบดุล 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ราคาทองจะลดลง -14 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์



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

น้ำมัน

เราคงมุมมองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี 2024 จากระดับความร่วมมือที่ค่อนข้างสูง (High compliance rate) ของกลุ่มประเทศ OPEC ประกอบกับแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ในปีนี้ที่ส่งสัญญาณชะลอตัวจากผลของราคาน้ำมันดิบที่ผันผวนและอยู่ในระดับต่ำเมื่อปลายปี 2023 สวนทางกับต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ฝั่งอุปสงค์ได้รับอานิสงส์จากเหตุความรุนแรงในพื้นที่ทะเลแดง (Red Sea) ที่ทำให้ความต้องการบริโภคน้ำมันเชื้อเพลิงของเรือขนส่งสินค้าเพิ่มขึ้นราว 0.1-0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน

อุปทานน้ำมันจากกลุ่ม OPEC ลดลงราว -0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน MoM ในเดือน ม.ค. 2024

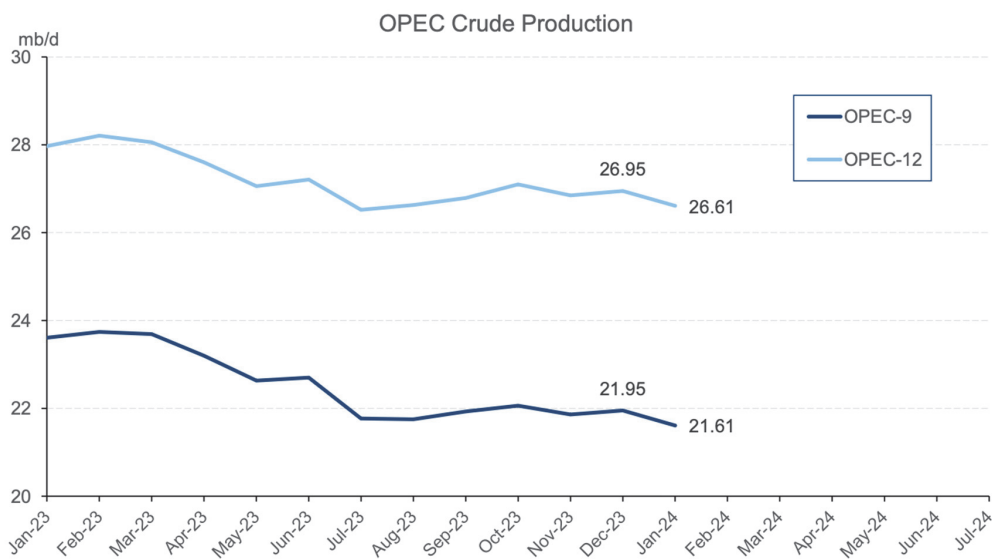
ใน TIPS ฉบับเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา เราได้คาดการณ์ว่าข้อตกลงของกลุ่ม OPEC ในการประชุมใหญ่ (36th OPEC and Non-OPEC Ministerial Meeting: ONOMM) เมื่อวันที่ 30 พ.ย.

2023 ในการลดการผลิตเพิ่มเติมโดยสมัครใจ (Voluntary cut) ในไตรมาส 1/2024 จะส่งผลให้การผลิตโดยรวมของกลุ่มประเทศ OPEC-10 (ปัจจุบันเป็น OPEC-9 หลังประเทศแองโกลาถอนตัวออกจากกลุ่ม) ลดลงประมาณ -0.3 ถึง -0.5 ล้านบาร์เรล MoM ในเดือน ม.ค. 2024

จากข้อมูลเดือน ม.ค. พบว่าการผลิตลดลงราว -0.3 ถึง -0.4 ล้านบาร์เรล ในกลุ่ม OPEC-12 และ -0.2 ถึง -0.3 ล้านบาร์เรล สำหรับกลุ่ม OPEC-9 (ไม่รวมอิหร่าน, เวเนซุเอลา และลิเบีย) ใกล้เคียงกับที่เราคาด สะท้อนถึงระดับความร่วมมือที่สูงระหว่างประเทศสมาชิก เป็นปัจจัยบวกต่อราคา

สำหรับในระยะข้างหน้า เราคาดว่ามีโอกาสที่ทาง OPEC จะขยายระยะเวลาของมาตรการลดการผลิตนี้ออกไปอีกไตรมาส เพื่อช่วยพยุงราคาน้ำมันดิบให้อยู่เหนือประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในครึ่งแรกของปีนี้ ก่อนจะทยอยกลับมาเพิ่มระดับการผลิตขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 3/2024 จากแนวโน้มอุปสงค์ที่มักจะเพิ่มสูงขึ้นในช่วงท้ายปีจากปัจจัยตามฤดูกาล

แผนภาพที่ 22: ระดับการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่มประเทศ OPEC ลดลงประมาณ -0.3 ล้านบาร์เรล MoM ในเดือน ม.ค. 2024 ที่ผ่านมา ใกล้เคียงกับที่เราคาด



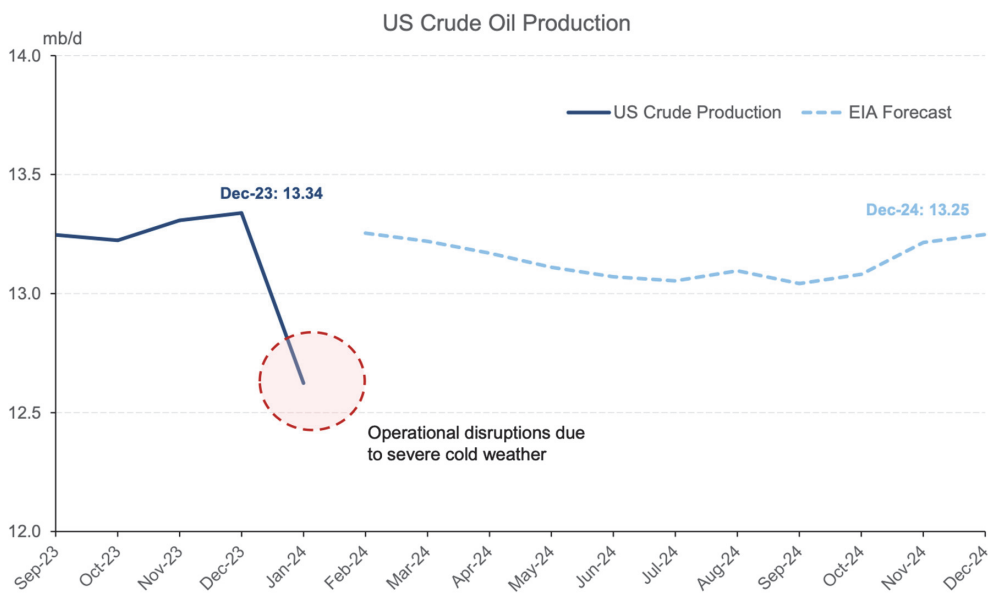
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

EIA มองแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะไม่เติบโตในปี

หน่วยงานด้านข้อมูลพลังงานของสหรัฐฯ (Energy Information Administration: EIA) คาดการณ์ระดับการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะทรงตัวที่ระดับ 13.0-13.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2024F ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าการผลิตเมื่อเดือน ธ.ค. 2023 ที่ 13.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน สอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่า การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะไม่สามารถเติบโตได้อย่างโดดเด่นเช่นในปีที่ผ่านมา จากเหตุผลหลักประกอบด้วย

1. ราคาน้ำมันดิบที่มีความผันผวนสูง โดยเฉพาะในช่วงท้ายปี 2023 ที่ราคาปรับตัวลดลงติดต่อกันกว่า 3 เดือน จาก 90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เหลือเพียง 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล กระทบต่อการวางแผนการผลิตสำหรับปี 2024 และ
2. ต้นทุนการขุดเจาะน้ำมันดิบที่เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะในส่วนของค่าจ้าง ที่ปรับสูงขึ้นกว่า 20% เมื่อเทียบกับ 2 ปีก่อน ส่งผลให้ผู้ผลิตพลังงานมีความรอบคอบมากขึ้นในการลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิต

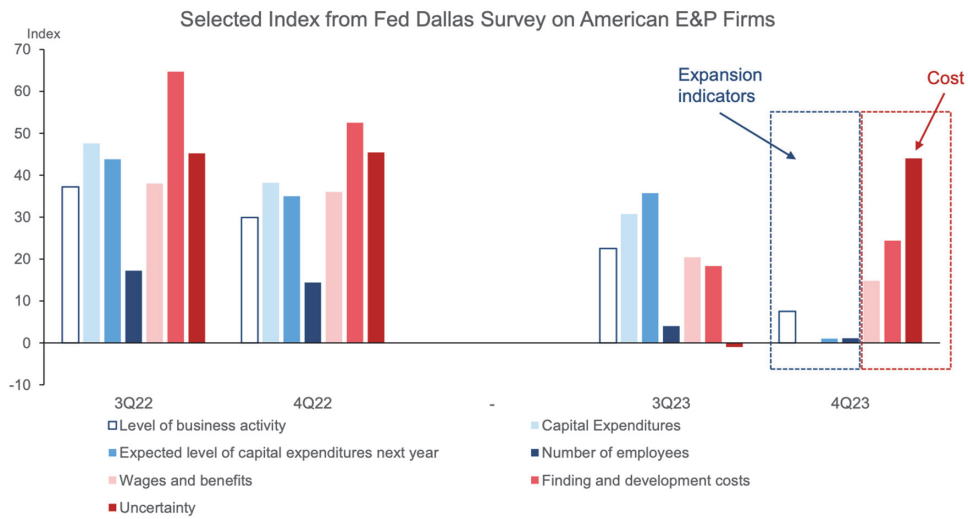
แผนภาพที่ 23: EIA คาดแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ในปี 2024F จะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่าเมื่อเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา



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

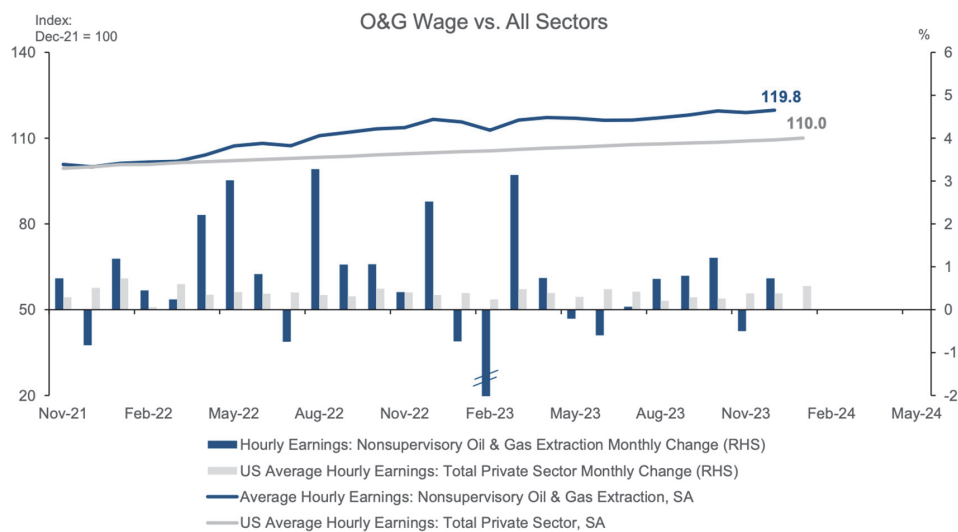
แผนภาพที่ 24: ดัชนีชี้แนวโน้มการขยายการผลิตของผู้ผลิตพลังงานในสหรัฐฯ ปรับลดลงอย่างเห็นได้ชัดในแบบสอบถามล่าสุดเมื่อเดือน ธ.ค. 2023

Focus on areas such as capital expenditures and increasing workforce of US E&P firms at the end of 2023 were much lower vs. end-2022, suggesting lackluster growth ahead



ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

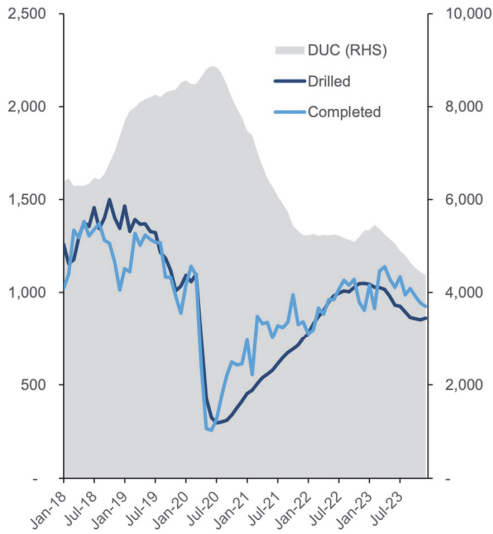
แผนภาพที่ 25: ค่าจ้างแรงงานในอุตสาหกรรมขุดเจาะน้ำมัน (เส้นสีน้ำเงิน) เติบโตในอัตราเร็วกว่าเท่าตัวเมื่อเทียบกับดัชนีค่าจ้างโดยรวมในสหรัฐฯ (เส้นสีเทา) ใน 2 ปีที่ผ่านมา



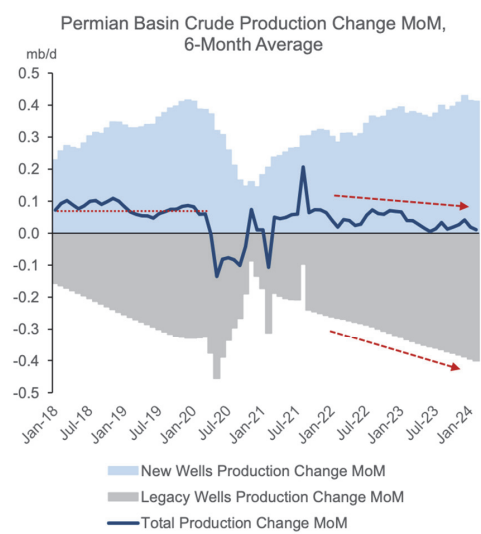
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ กำลังพบอุปสรรคจากจำนวนหลุมน้ำมันที่ได้ขุดเจาะรอไว้ล่วงหน้า (DUC) ที่ลดลงอย่างมาก (ภาพซ้าย) และน้ำมันที่ผลิตได้จากหลุมเก่าลดลงในอัตราเร่งที่สูงขึ้น (ภาพขวา)

Drilling rate for new wells has been consistently lower than completion, draining the existing DUCs

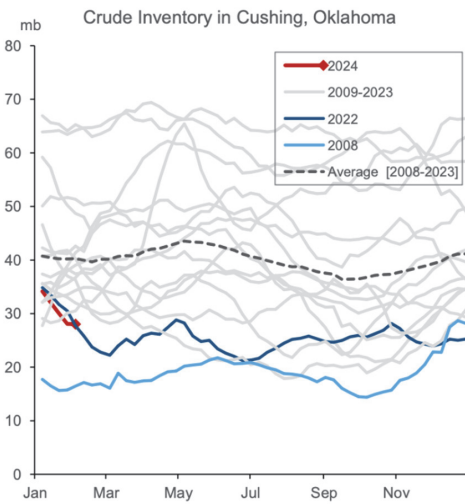
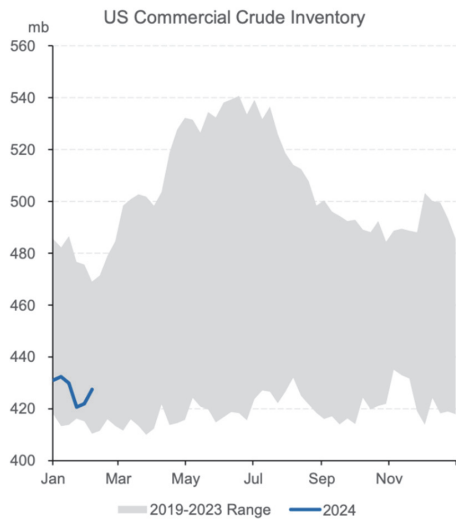


Production growth has been struggling to keep up with larger drag from legacy wells



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

แผนภาพที่ 27: คลังน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับช่วงเวลาเดียวกันในปีก่อนๆ ทั้งคลังน้ำมันดิบโดยรวม (ภาพซ้าย) และคลังน้ำมันดิบในเมือง Cushing (ภาพขวา) ซึ่งเป็นคลังน้ำมันดิบขนาดใหญ่สุดในประเทศ



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

ความขัดแย้งในพื้นที่ทะเลแดง (Red Sea) ทำให้อุปสงค์น้ำมันสำหรับเดินเรือเพิ่มสูงขึ้น

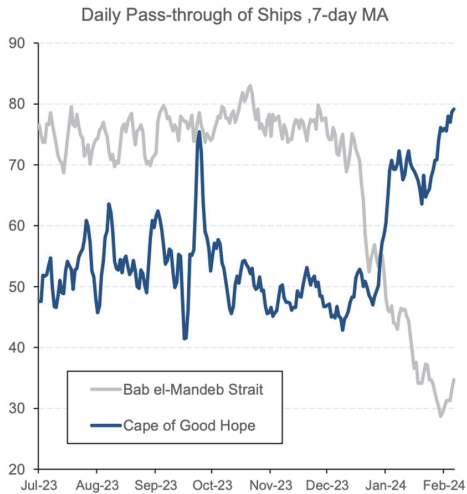
ภาวะสงครามระหว่างอิสราเอล-ฮามาสที่ยืดเยื้อและขยายวงกว้างมาถึงบริเวณทะเลแดง (Red Sea) บริเวณช่องแคบ Bab el-Mandeb ทางทิศตะวันตกเฉียงใต้ของประเทศเยเมน แม้จะยังไม่ได้กระทบถึงการผลิตน้ำมันของประเทศในพื้นที่ใกล้เคียง แต่กำลังพลเชิงบวกเชิงอ้อมต่ออุปสงค์ในส่วนชื่อน้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับเรือขนส่งสินค้า เนื่องจากช่องแคบ Bab el-Mandeb นับเป็นหนึ่งในทางผ่านสำคัญ (Chokepoint) ของเส้นทางขนส่งสินค้าทางทะเล โดยปกติแล้วสัดส่วนของสินค้ามากกว่า 1 ใน 5 เมื่อคิดจากน้ำหนักของการขนส่งทางทะเลทั้งหมดในโลกต้องเคลื่อนผ่านเส้นทางนี้

อย่างไรก็ดี การโจมตีเรือขนส่งที่เกิดขึ้นเป็นระยะๆ ทำให้จำนวนเรือราวกึ่งหนึ่งที่เคยใช้งานช่องแคบ Bab el-Mandeb ต้องอ้อมไปใช้เส้นทางตอนใต้ของทวีปแอฟริกาแทน ทำให้ระยะทางและเวลาในการเดินเรือระหว่างเอเชีย-ยุโรปเพิ่มมากขึ้นกว่า 30-40% ซึ่งเราประเมินว่าเป็นปัจจัยบวกต่ออุปสงค์น้ำมันโลกราว 0.1-0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน

อุปทานน้ำมันจากผู้ผลิตรายใหญ่ทั้ง OPEC และสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มค่อนข้างตึงตัว ขณะที่ฝั่งอุปสงค์ยังคงแข็งแกร่ง ทำให้เราคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี 2024

แผนภาพที่ 28: เราคาดว่าสถานการณ์ความรุนแรงในพื้นที่ทะเลแดง (Red Sea) ทำให้ความต้องการบริโภคน้ำมันเชื้อเพลิงของเรือขนส่งสินค้าเพิ่มขึ้นราว 0.1-0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน

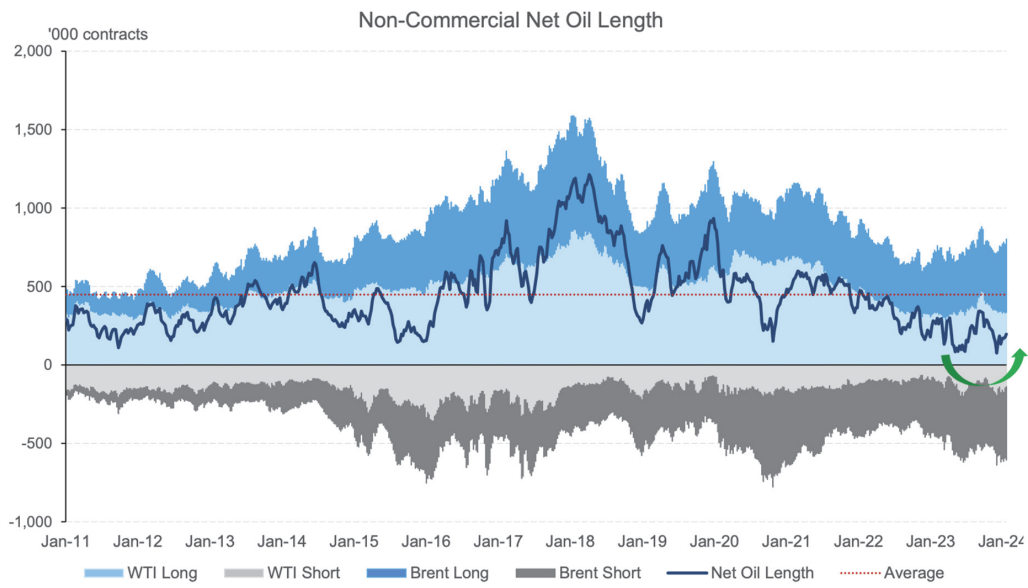
With half of the Bab el-Mandeb Strait traffic being rerouted to the Cape of Good Hope, increasing ship travel distance between Asia-Europe by 30-40%, we estimate a 100-300 kb/d rise in maritime transportation fuel demand



Major Chokepoints	% Weight Share of Global Maritime Trade in 2019
South China Sea	37.1
Malacca Strait	34.5
English Channel	29.9
Gibraltar Strait	27.8
East China Sea	25.5
Suez Canal	22.9
Bab el-Mandeb Strait	22.6

ที่มา: Statistics Canada, IMF PortWatch, Lincoln F. Pratson [Assessing impacts to maritime shipping from marine chokepoint closures, 2023], TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 29: จำนวนสถานะซื้อสุทธิสะสม (Net Long) ของสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันดิบยังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจโดยรวมของสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่งสะท้อนผ่านดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจที่ยังออกมาดีกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง โดย GDP ในไตรมาสที่ 4/2023 ยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาดการณ์ (+3.3%, QoQ, SAAR) ซึ่งสัญญาณการฟื้นตัวยังต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือนแรกของไตรมาสที่ 1/2024 จากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ที่ปรับดีขึ้นทั้งฝั่งภาคการผลิตและภาคบริการ อีกทั้งความเชื่อมั่นของผู้บริโภคก็ยังคงปรับสูงขึ้น สะท้อนว่าภาวะเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ายังมีแนวโน้มที่จะแข็งแกร่งอยู่ แม้โมเมนตัมอาจชะลอลงมาบ้างจากภาวะดอกเบี้ยที่ยังยืนในระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษที่ 5.25-5.50%
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 4/2023 สะท้อนผ่าน GDP (เบื้องต้น) ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด โดยไม่เปลี่ยนแปลงจากไตรมาสก่อน +0.0% QoQ, SA เทียบกับที่ตลาดคาดว่าจะหดตัวเล็กน้อยราว -0.1% QoQ, SA และเข้าสู่ Technical Recession (GDP ติดลบ 2 ไตรมาสติดกัน) อย่างไรก็ดี แม้ว่าจะหลีกเลี่ยงการเกิด Technical Recession ได้ แต่เศรษฐกิจในภาพรวมยังคงอ่อนแอ สอดคล้องกับเครื่องชี้ทางเศรษฐกิจที่แม้จะมีสัญญาณของการฟื้นตัวแต่ยังคงอ่อนแออยู่มาก ด้านเงินเฟ้อมีการเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจากผลของฐานที่สูงในปีก่อนได้หมดไป และค่าการคาดการณ์เงินเฟ้อของผู้บริโภค (Inflation Expectation) ที่ยังสูงกว่าเป้าหมาย 2% ของ ECB ยังเป็นปัจจัยที่ทำให้เรามองว่า ECB ยังมีความกังวลอยู่ เราจึงคาดว่า ECB จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ไว้ที่ 4.00% อย่างน้อยตลอดครึ่งแรกของปี 2024 และมองว่าจะมีการปรับลดลงที่ราว 100 bps ในช่วงหลังของปี 2024F
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นไตรมาส 4/2023 (เบื้องต้น) หดตัวเป็นไตรมาสที่ 2 ติดต่อกัน ที่ระดับ -0.4% QoQ, saar จาก -3.3% ไตรมาสก่อน โดยปัจจัยหลักที่ฉุด GDP มาจากการใช้จ่ายของภาคเอกชน อาทิ การบริโภคที่หดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 และการลงทุนที่ไม่แข็งแรง ขณะที่การใช้จ่ายของภาครัฐก็ปรับลดลง ทั้งนี้ เข้าสู่ปี 2024 เครื่องชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 4 เดือน ขณะที่ดัชนีในภาคการผลิตยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8
- เศรษฐกิจจีนไตรมาส 4/2023 ขยายตัว 5.2% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 4.9% ในไตรมาสก่อน โดยทั้งปี 2023 เศรษฐกิจจีนขยายตัว 5.2% เท่ากับที่ตลาดคาด โดยเร่งตัวขึ้นจาก 3.0% ในปี 2022 ส่งผลให้การเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2023 ออกมาใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ที่ “ราว 5%” ทั้งนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า IMF ประเมินเศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มจะขยายตัวในอัตราที่ลดลงเป็น 4.6% ในปี 2024F ด้านการประชุม CEWC ผู้กำหนดนโยบายยังคงมุ่งเน้นให้จีนเติบโตอย่างมีคุณภาพมากกว่าปริมาณ (High-quality development) อีกทั้งยังจะสนับสนุนการขยายตัวของอุปสงค์ภายในประเทศผ่านการบริโภคและการลงทุน อีกทั้งยังคงให้ความสำคัญกับการสร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์
- เศรษฐกิจไทยยังอยู่ในทิศทางฟื้นตัว โดยหลัก เป็นผลจากภาคการท่องเที่ยวที่ยังคงขยายตัวได้ดี ซึ่งผลักดันให้การบริโภคภายในประเทศยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการส่งออกสินค้าที่หดตัวต่อเนื่องในช่วงก่อน เริ่มกลับมามีสัญญาณเชิงบวกมากขึ้นในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี ทำให้การผลิตในภาคอุตสาหกรรมมีแนวโน้มที่จะเริ่มเห็นการฟื้นตัวขึ้นมาได้บ้าง ซึ่งโดยรวมผลผลิตภาคอุตสาหกรรมยังมีแนวโน้มที่จะหดตัวต่อเนื่อง แต่คาดว่าจะป็นอัตราที่ลดลง อย่างไรก็ตาม สัญญาณของการอ่อนแรงในภาคบริการเริ่มเห็นเด่นชัดมากขึ้นในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2023 เนื่องจากรายจ่ายของนักท่องเที่ยวที่หดตัวต่ำกว่าในอดีตมาก ส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง และพฤติกรรม รวมถึงกลุ่มของนักท่องเที่ยวที่เปลี่ยนมาเป็นการเดินทางท่องเที่ยวแบบระยะสั้นมากขึ้น (Short-haul) ด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในประเทศทรงตัวในระดับต่ำที่ 0.52% ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปติดลบต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ในเดือน ม.ค. แม้ส่วนหนึ่งเป็นผลจากมาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพจากภาครัฐ แต่การปรับตัวลดลงของราคาอาหารและพลังงานก็เป็นส่วนสำคัญในการทำให้อัตราเงินเฟ้อภายในประเทศปรับลดลงต่อเนื่อง

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

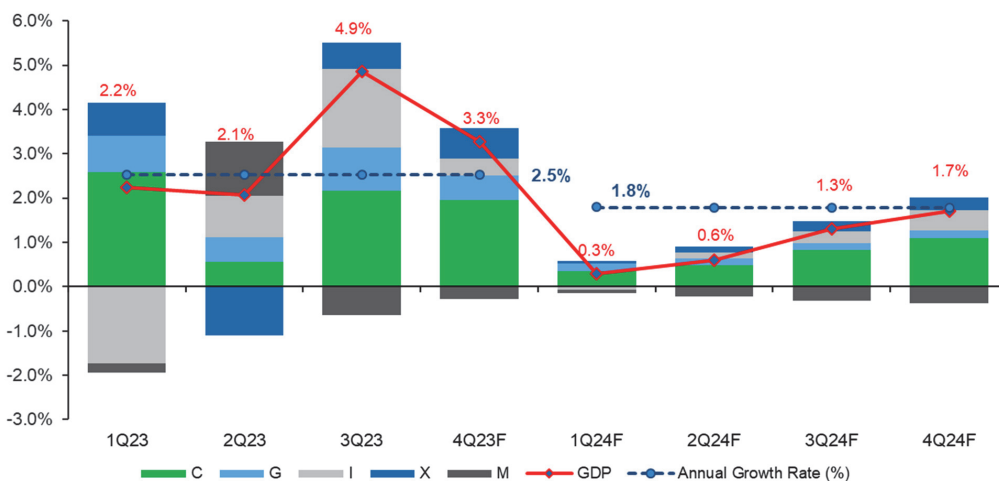
เศรษฐกิจโดยรวมของสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่งผ่านดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจที่ยังออกมาดีกว่าคาดอย่างต่อเนื่อง โดย GDP ในไตรมาสที่ 4/2023 ยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาดการณ์ (+3.3%, QoQ, SAAR) ซึ่งสัญญาณการฟื้นตัวยังคงต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือนแรกของไตรมาสที่ 1/2024 จากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ที่ปรับดีขึ้นทั้งฝั่งภาคการผลิตและภาคบริการ อีกทั้งความเชื่อมั่นของผู้บริโภคเองก็ยังคงปรับสูงขึ้น สะท้อนว่าภาวะเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ายังมีแนวโน้มที่จะแข็งแกร่งอยู่ แม้โมเมนตัมอาจจะชะลอลงมาบ้างจากการระดมดอกเบี้ยที่ยั่งยืนในระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษที่ 5.25-5.50%

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีความแข็งแกร่งและทนทานต่อสภาวะดอกเบี้ยที่สูง ทำให้เรายังคงมองโอกาสเกิด Soft-Landing เป็นกรณีฐาน และการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรก จะช้ากว่าที่ตลาดคาดการณ์

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 4/2023 ยังขยายตัวได้แข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาด (+3.3%, QoQ, SAAR) นำโดยแรงส่งจากการบริโภคภาคเอกชนเป็นหลัก และการส่งออกสินค้าและบริการสุทธิที่พลิกกลับมาเป็นบวก ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนปรับชะลอเล็กน้อย ส่งผลให้ทั้งปี เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวกว่า 2.5% ซึ่งสัญญาณการฟื้นตัวยังคงต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือนแรกของไตรมาสที่ 1/24 จากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ที่ปรับดีขึ้น

ทั้งในฝั่งภาคการผลิตและภาคบริการ อีกทั้งความเชื่อมั่นของผู้บริโภคเองก็ยังคงปรับสูงขึ้น สะท้อนว่าภาวะเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ายังมีแนวโน้มที่จะแข็งแกร่งอยู่ แม้โมเมนตัมอาจจะชะลอลงมาบ้างจากการระดมดอกเบี้ยที่ยั่งยืนในระดับสูงสุดในรอบหลายทศวรรษที่ 5.25-5.50% โดยเราประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2024 ยังเป็นภาพของการขยายตัวที่ต่อเนื่องแต่ชะลอลงจากปี 2023 (Soft-landing) ดังนั้นทิศทางของนโยบายการเงินจึงอาจไม่ได้มีความจำเป็นมากนักที่จะต้องรีบปรับความเข้มงวดลดลงแต่อย่างใด สอดคล้องกับการส่งสัญญาณจากเหล่าคณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ (Fed) ในช่วงที่ผ่านมา

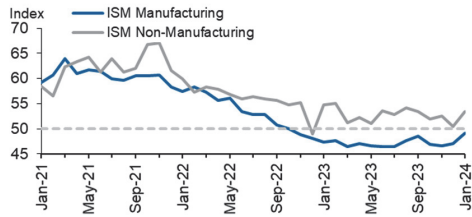
แผนภาพที่ 30: การบริโภคภาคเอกชนจะยังเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้ภาพรวมการเติบโตอาจจะชะลอ



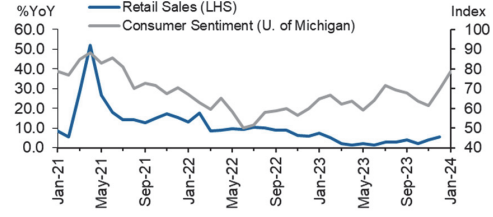
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: เศรษฐกิจโดยรวมยังฟื้นตัวต่อเนื่อง แม้อากาศการค้าและการลงทุนจะชะลอลงไปมาก แต่อุปสงค์ภายในประเทศยังแข็งแกร่ง

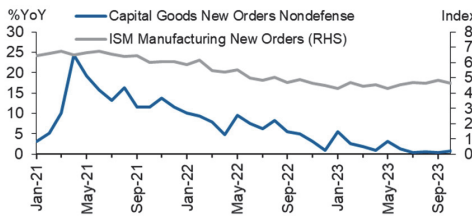
ISM manufacturing vs. services



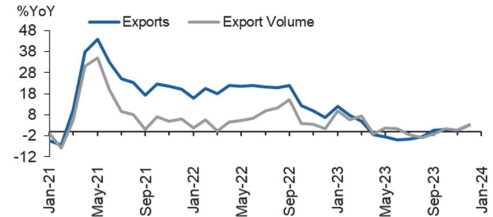
Consumption



Investment



Trade



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

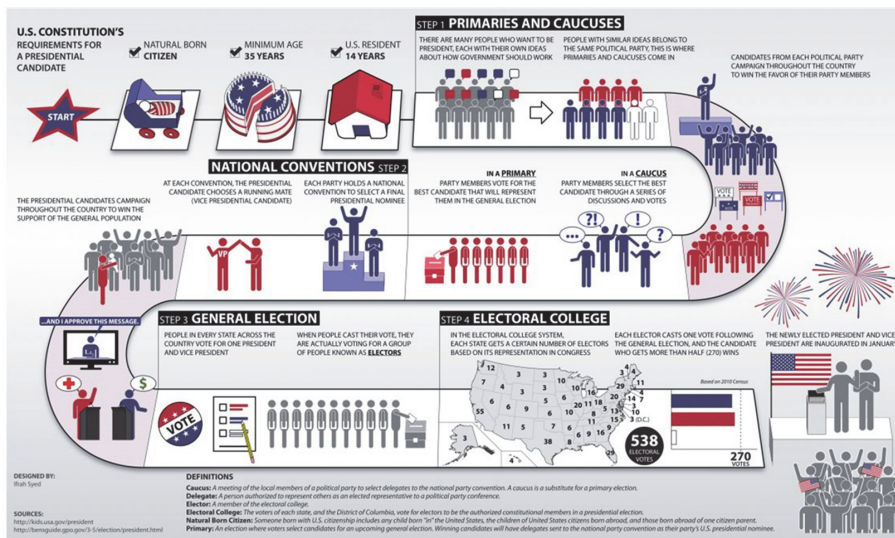
ติดตามนโยบายหาเสียงของผู้สมัครฯ โดยเฉพาะนโยบายด้านต่างประเทศ และผู้อพยพ

ปี 2024 จะเป็นปีที่สหรัฐฯ มีการจัดการเลือกตั้งทั่วไปในช่วงเดือน พฤศจิกายน ซึ่ง ณ ขณะนี้อาจเร็วเกินไปที่จะคาดการณ์ว่าใครจะเป็นผู้ชนะในศึกเลือกตั้งประธานาธิบดีรอบนี้ แต่สิ่งที่มีความแน่นอนคือความสัมพันธ์ระหว่าง สหรัฐฯ กับ จีน มีแนวโน้มที่จะไม่ได้พัฒนาไปในทิศทางที่ดีขึ้นไม่ว่าใครจะเข้ามารับตำแหน่งประธานาธิบดี และโดยเฉพาะนโยบายหาเสียงที่เกี่ยวข้องกับ

นโยบายต่างประเทศ (Foreign Policy) ของว่าที่ผู้สมัครจากพรรค Republican อย่างอดีต ประธานาธิบดี Donald Trump ที่ระบุว่าเขาเป็นนโยบายที่จะขึ้นภาษีนำเข้าจากจีน และอาจปรับขึ้นสำหรับทุกประเทศทั่วโลกอีกด้วย ซึ่งประเด็นนี้จะส่งผลกระทบต่อภาพรวมการค้าและการลงทุนสำหรับปี 2025 เป็นต้นไป อีกทั้ง ประเด็นด้านการสนับสนุนงบประมาณเพื่อช่วยเหลือในสงครามต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นยูเครน หรือ อิสราเอล ก็มีความแตกต่างระหว่างสองพรรคหลักในสหรัฐฯ ดังนั้นเรามองว่าเป็นปัจจัยที่จะต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

แผนภาพที่ 32: ขั้นตอนการเลือกตั้งทั่วไปในสหรัฐฯ

Summary of U.S. Presidential Election Process

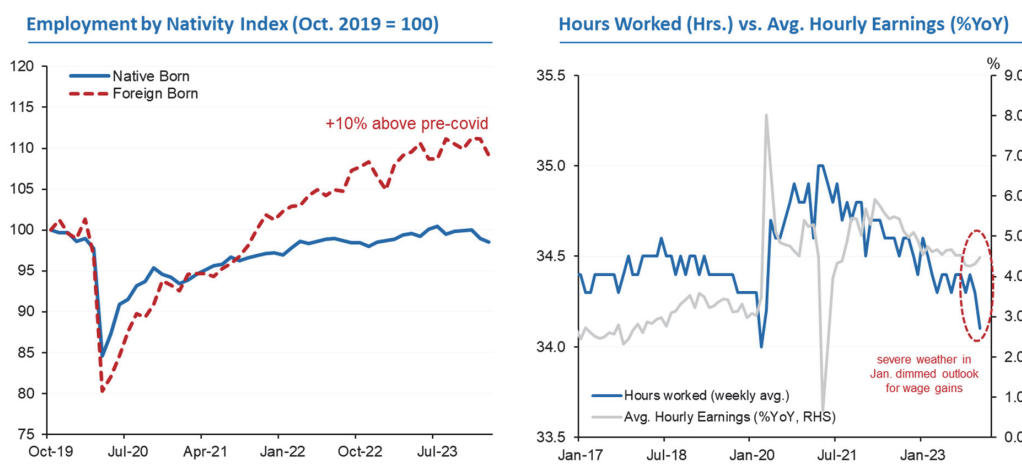


ที่มา: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากนี้ ประเด็นในเรื่องนโยบายเกี่ยวกับการจัดการกับผู้อพยพในสหรัฐฯ (Immigrant Policy) ก็มีส่วนสำคัญไม่แพ้กัน เนื่องจากที่ผ่านมานับตั้งแต่ที่สหรัฐฯ กลับมาเปิดประเทศหลังเผชิญกับวิกฤติโรคระบาดในยุคของ ปธน. Joe Biden การจ้างงานของกลุ่มที่เป็นต่างด้าว (Foreign Born) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนกระทั่งล่าสุดสูงกว่าระดับก่อนเกิดวิกฤติโรคระบาด (Pre-pandemic) กว่า 10% ในขณะที่การจ้างงานของคนอเมริกัน (Native Born) แม้จะทยอยฟื้นตัวขึ้นแต่ล่าสุดอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนเกิดการระบาดของโควิด-19 ราว 5% โดยปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้โครงสร้างของตลาดแรงงานสหรัฐฯ มีความผิด

เพี้ยน อัตราการว่างงานต่ำสุดในรอบหลายทศวรรษ และอัตราค่าจ้างเฉลี่ยรายชั่วโมงปรับลดลงเรื่อยมา ซึ่งเราประเมินว่าสาเหตุสำคัญเป็นผลมาจากสัดส่วนการจ้างงานของกลุ่มผู้อพยพที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนมากเป็นแรงงานที่ทำงานอยู่ในอุตสาหกรรมที่พึ่งพาแรงงานเป็นหลัก (Labor-Intensive) ซึ่งมีค่าจ้างต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ดังนั้น หากนโยบายเกี่ยวกับผู้อพยพมีการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม เรามองว่ามีโอกาสที่อัตราค่าจ้างเฉลี่ยในสหรัฐฯ จะมีการปรับตัวสูงขึ้น และอาจเป็นปัจจัยสำคัญ ที่กดดันไม่ให้ Fed เร่งรีบในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเนื่องจากมีความเสี่ยงด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้อ จากสภาวะ Wage-Price Spiral ได้

แผนภาพที่ 33: การจ้างงานผู้อพยพที่เพิ่มขึ้นสูง ทำให้อัตราค่าจ้างเฉลี่ยและอัตราการว่างงานในสหรัฐฯ ต่ำผิดปกติ



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

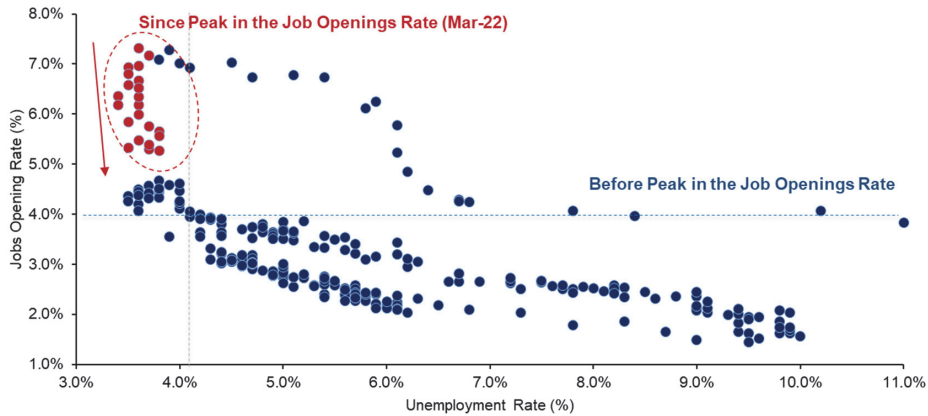
ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง ทำให้เรามองว่า Fed จะยังมีความใจเย็น และไม่เร่งรีบปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วอย่างที่ตลาดคาดการณ์ โดยมองว่าต้องติดตามพัฒนาการอย่างใกล้ชิด หากอัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เพิ่มขึ้นเกินกว่า 4% และอัตราส่วนงานตำแหน่งใหม่ที่เปิดรับ (Job opening rate) ลดลงต่ำกว่า 4% อาจเป็นสัญญาณบ่งชี้ว่า Fed จะมีความจำเป็นที่จะต้องเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่อง

ภาพรวมตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังมีความแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจัยดังกล่าวทำให้เรามองว่า Fed ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเร่งรีบปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งสวน

ทางกับมุมมองของตลาดการเงินก่อนหน้านี้ที่มองว่าการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ จะเกิดขึ้นเร็วและแรงกว่าที่ Fed ส่งสัญญาณผ่าน Dot plot ในการประชุมครั้งสุดท้ายของปี 2023 ดังนั้นจึงทำให้มีความเสี่ยงที่หากตลาดการเงินมีการปรับคาดการณ์ดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับที่ Fed สื่อสารออกมาอาจส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในระยะข้างหน้า (ระยะสั้น 1-3 เดือน) อย่างไรก็ตาม จากที่อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงมาอย่างต่อเนื่องและทำให้แนวโน้มน่าจะยังทรงตัวในระดับต่ำกว่าปี 2023 และใกล้เคียงกับเป้าหมายของ Fed ในระยะต่อไปเรายังคงมองว่าจะส่งผลให้ Yield ของพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงได้ในระยะยาว

แผนภาพที่ 34: ตลาดแรงงานโดยภาพรวมยังแข็งแกร่ง ลดความเสี่ยงและผลกระทบของอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่สูงต่อภาพเศรษฐกิจโดยรวม แต่ต้องจับตาพัฒนาการต่างๆ อย่างใกล้ชิดต่อไป

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

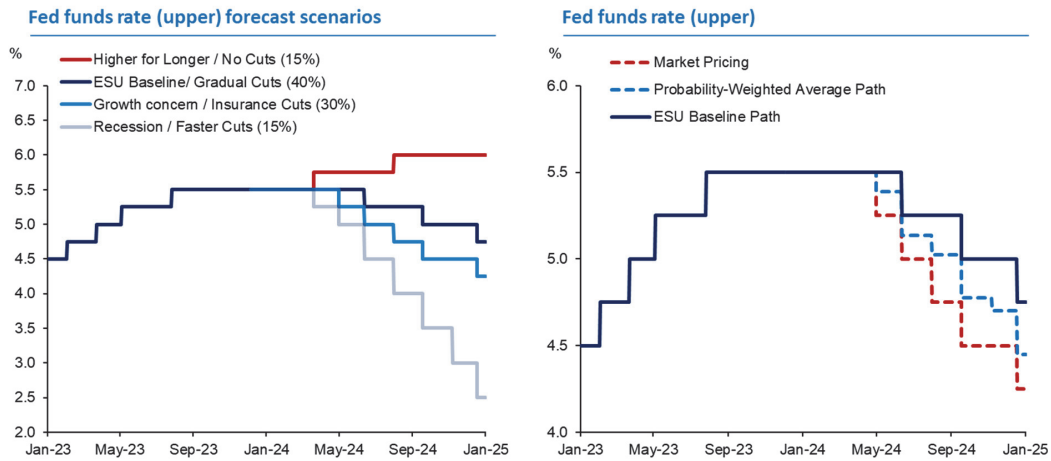


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคงประมาณการการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ไว้ที่ 75 bps (ครั้งละ 25bps 3 ครั้ง) โดยการปรับลดครั้งแรกคาดว่าจะอยู่ระหว่างปลายไตรมาสที่สองถึงต้นไตรมาสที่สาม ซึ่งเมื่อ

เปรียบเทียบกับคาดการณ์ของตลาดการเงินยังถือว่ามองการปรับลดในอัตราที่น้อยกว่า และช้ากว่าที่ตลาดคาด

แผนภาพที่ 35: คาดการณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ



Note: Market pricing derived from OIS spread and CME Fedwatch Tool as of 10 Dec.

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

เศรษฐกิจยุโรป

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 4/2023 สะท้อนผ่าน GDP (เบื้องต้น) ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด โดยไม่เปลี่ยนแปลงจากไตรมาสก่อน +0.0% QoQ, SA เทียบกับที่ตลาดคาดว่าจะหดตัวเล็กน้อยราว -0.1% QoQ, SA และเข้าสู่ Technical Recession (GDP ติดลบ 2 ไตรมาสติดกัน) อย่างไรก็ดี แม้ว่าจะหลีกเลี่ยงการเกิด Technical Recession ได้ แต่เศรษฐกิจในภาพรวมยังคงอ่อนแอ สอดคล้องกับเครื่องชี้ทางเศรษฐกิจที่แม้จะมีสัญญาณของการฟื้นตัวแต่ยังคงอ่อนแออยู่มาก ด้านเงินเฟ้อมีการเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจากผลของฐานที่สูงในปีก่อนได้หมดไป และค่าการคาดการณ์เงินเฟ้อของผู้บริโภค (Inflation Expectation) ที่ยังสูงกว่าเป้าหมาย 2% ของ ECB ยังเป็นปัจจัยที่ทำให้เรามองว่า ECB ยังมีความกังวลอยู่ เราจึงคาดว่า ECB จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ไว้ที่ 4.00% อย่างน้อยตลอดครึ่งแรกของปี 2024 และมองว่าจะมีการปรับลดลงที่ราว 100 bps ในช่วงหลังของปี 2024F

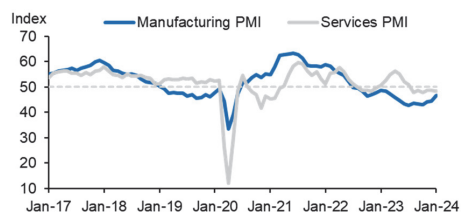
เศรษฐกิจยูโรโซนหลีกเลี่ยงการเกิด Technical Recession ได้แต่ยังอ่อนแออยู่มาก

GDP เบื้องต้น ไตรมาส 4/2023 ไม่ขยายตัว ซึ่งออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อยว่าจะหดตัว -0.1% QoQ, SA แต่เมื่อเทียบช่วงเดียวกันของปีก่อน +0.1% YoY, SA ซึ่งดีกว่าไตรมาสก่อนและที่ตลาดคาดว่าจะหดตัวเล็กน้อย -0.1% QoQ และเข้าสู่ Technical Recession โดยภาพรวมเศรษฐกิจของยุโรปในไตรมาสที่ 4 โดยรวมยังคงอ่อนแอแรงกดดันจากการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของธนาคารกลางยุโรปส่งผลให้อุปสงค์ในประเทศถูกกดดันขณะที่อุปสงค์ในต่างประเทศยังคงอ่อนแอต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน ภาคการผลิตยังถูกกระทบจากต้นทุนด้านพลังงาน

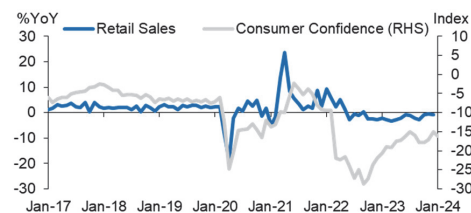
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศกลุ่มยูโรโซนยังคงอยู่ในแดนหดตัวทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ สะท้อนจาก ดัชนี Composite PMI ที่ยังทรงตัวในระดับต่ำกว่า 50.0 จุด นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคแม้มีสัญญาณของการฟื้นตัวแต่โดยรวมยังคงอ่อนแอ ขณะที่ด้านสินเชื่อแทบไม่ขยายตัวจากปีก่อนหน้า ปัจจัยดังกล่าวบ่งชี้สภาวะการเงินที่ยังตึงตัวอยู่มาก ด้านการค้าระหว่างประเทศยังซบเซาต่อเนื่อง ผลจากภาวะเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศคู่ค้าหลัก โดยเฉพาะจีนที่อ่อนแอต่อเนื่องจากแรงกดดันที่ภาคอสังหาริมทรัพย์และอุปสงค์โลกที่ยังคงชะลอตัว ภาพรวมอุปสงค์ทั้งในและนอกประเทศที่อ่อนแอ รวมถึงอัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่เหนือเป้าหมายของ ECB ที่ 2% และอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ในระดับสูง ยังคงเป็นปัจจัยกดดันยอดปล่อยเงินกู้ให้ยังหดตัวเล็กน้อยอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 36: เครื่องชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมส่งสัญญาณฟื้นตัว แต่ยังคงอ่อนแออยู่มาก

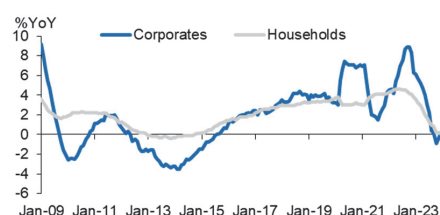
Manufacturing vs. Services PMI



Consumption



Credit growth (adjusted for sales and securitization)



Trade



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

คณะกรรมการ ECB ยังคงสวนทางที่ Hawkish โดยระบุว่าไม่มีความจำเป็นที่จะต้องรีบร้อนในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย







คณะกรรมการธนาคารกลางยุโรป (ECB) ส่วนใหญ่ยังคงสวนทางที่ Hawkish โดยต่างออกมาให้ความเห็นว่าตลาดคาดหวังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่เร็วเกินไป หากมองว่าจะเกิดขึ้นในช่วงไตรมาสแรกของปี อาทิ คุณ Christine Lagarde ระบุว่าอาจจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงก่อน หรือระหว่างฤดูร้อน (ประมาณเดือน 6 - 9 ของปี) ซึ่งทำให้เรายังคงมองว่า ECB จะคงทำที่เข้มงวดและตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้

ในระดับสูงให้มากที่สุด (อย่างน้อยตลอดครั้งแรกของปี 2024) เนื่องจากเศรษฐกิจเริ่มเห็นการฟื้นตัว และความเสี่ยงด้านสูงของอัตราเงินเฟ้อปรับสูงขึ้นจากความไม่สงบในทะเลแดง ซึ่งมีโอกาสส่งผลกระทบต่อยุโรปมากกว่าภูมิภาคอื่นๆ

อย่างไรก็ดี จากภาพของเศรษฐกิจโดยรวมที่มีความเสี่ยงของการถดถอย และอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มชะลอแล้ว ทำให้เราคาดว่า ECB มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่น้อยกว่า -100 bps ในปี 2024 และมองความเสี่ยงต่อประมาณการแนวโน้มไปทางด้านต่ำ

แผนภาพที่ 37: ความเห็นของคณะกรรมการนโยบายการเงินยุโรปส่วนใหญ่ยังคงมีความคิดเห็นที่โน้มเอียงไปทางฝั่ง Hawkish

Governing Council Views and Comments

Who	Implications	Who	Implications
 Lagarde 17 Jan	Cut before or during summer likely, but will be data dependent <ul style="list-style-type: none"> While rate cuts before or in summer are likely, the ECB will be data dependent Optimistic markets not helping our fight against inflation 	 Schnabel 10 Jan	Too early to discuss rate cuts <ul style="list-style-type: none"> Too early to discuss rate cuts; additional data needed Expectations for rate cuts have loosened financial conditions "more than projected" Neutral rate may be higher than before the pandemic
 Lane 13 Jan	Will have Q1 data in June, but also other data earlier <ul style="list-style-type: none"> We must remain very vigilant to avoid both insufficient tightening... and excessive tightening Will consider insurance element of September rate hike when it comes to adjusting policy stance to neutral 	 Knot 17 Jan	Market ahead of itself on pricing cuts <ul style="list-style-type: none"> Market is ahead of itself on pricing cuts Easing, if it happens, will be very gradual Expect markets to correct back to ECB price outlook
 De Guindos 10 Jan	Technical recession is possible <ul style="list-style-type: none"> Technical recession is possible in H2 2023 Future discussions to be data dependent 	 Centeno 16 Jan	Don't have to wait until May <ul style="list-style-type: none"> "We are on a good trajectory, inflation is coming down" Should avoid misunderstanding inflation target

ที่มา: Euronews, Reuters, Bloomberg, Deutsche Bank, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

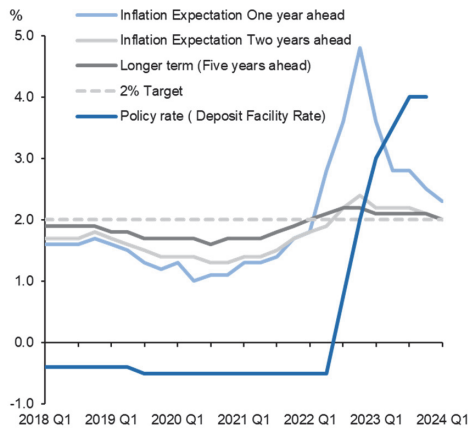
ECB จะคงสภาวะทางการเงินให้อยู่ในระดับที่ตึงตัวจากการทำ QT ที่เร็วขึ้น เพื่อชดเชยผลของความผ่อนคลายทางการเงินที่เกิดขึ้นจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

หากพิจารณาถึงการคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะ 1-5 ปี ยังคงอยู่เหนือกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ซึ่ง ECB ยังคงมีความกังวลต่อการคาดการณ์เงินเฟ้อเหนือกรอบเงินเฟ้อของ ECB และเพื่อที่จะกวดการคาดการณ์เงินเฟ้อให้เข้าสู่กรอบเป้าหมายทาง ECB จะยังคงรักษาสภาวะทางการเงิน (Financial condition) ให้อยู่ในระดับที่ตึงตัวจากการทำ QT โดยจะมีการหยุดเข้า

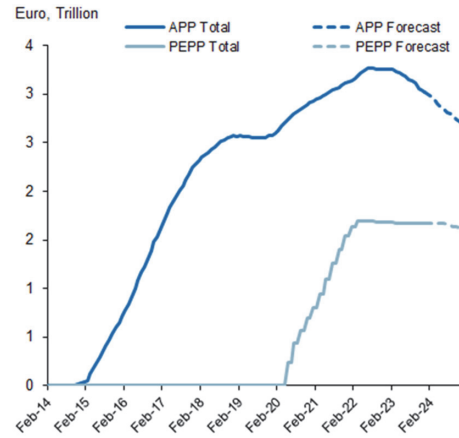
ซื้อสินทรัพย์ภายใต้โครงการ APP ที่กำลังดำเนินการอยู่ และการลดขนาดการถือครองสินทรัพย์ในโปรแกรม PEPP ที่จะเร็วขึ้นจากที่คาดว่าจะเริ่มทำ QT ตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป มาเป็นครึ่งหลังของปี 2024 โดยจะปรับลดเดือนละ 7.5 พันล้านยูโรต่อเดือน และจะหยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ของโครงการ PEPP หลังสิ้นปี 2024 เพื่อชดเชยความผ่อนคลายทางการเงินที่เพิ่มขึ้นจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่คาดว่าจะมีการปรับลดในช่วงครึ่งหลังของปี 2024

แผนภาพที่ 38: ECB จะคงสถานะทางการเงินให้อยู่ในระดับที่ตั้งตัวด้วยการทำ QT ที่เร็วขึ้น เพื่อชดเชยผลของความผันผวนทางการเงินที่เกิดขึ้นจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

Inflation Expectations and Policy Rate (Deposit Rate)



ECB Balance Sheet: APP+PEPP



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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนไตรมาส 4/2023 ขยายตัว 5.2% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 4.9% ในไตรมาสก่อน โดยทั้งปี 2023 เศรษฐกิจจีนขยายตัว 5.2% เท่ากับที่ตลาดคาด โดยเร่งตัวขึ้นจาก 3.0% ในปี 2022 ส่งผลให้การเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2023 ออกมาใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ที่ “ราว 5%” ทั้งนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า IMF ประเมินเศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มจะขยายตัวในอัตราที่ลดลงเป็น 4.6% ในปี 2024F ด้านการประชุม CEWC ผู้กำหนดนโยบายยังคงมุ่งเน้นให้จีนเติบโตอย่างมีคุณภาพมากกว่าปริมาณ (High-quality development) อีกทั้งยังจะสนับสนุนการขยายตัวของอุปสงค์ภายในประเทศผ่านการบริโภคและการลงทุน อีกทั้งยังคงให้ความสำคัญกับการสร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยเข้าสู่ปี 2024

GDP ไตรมาส 4/2023 ขยายตัว 5.2% YoY ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 5.3% แต่เร่งตัวขึ้นจาก 4.9% ในไตรมาสก่อน ขณะที่เมื่อเทียบ QoQ (SA) GDP ขยายตัว 1.0% ชะลอลงจาก 1.5% ในไตรมาสก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 1.1% โดยทั้งปี 2023 เศรษฐกิจจีนขยายตัว 5.2% เท่ากับที่ตลาดคาด เร่งตัวขึ้นจาก 3.0% ในปี 2022 ทั้งนี้ ตัวเลขเศรษฐกิจในปี 2023 ออกมาใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ที่ “ราว 5%” อย่างไรก็ตาม หากรวมไปในระยะข้างหน้า IMF ประเมินเศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราที่ลดลงเป็น 4.6% ในปี 2024F (แต่เพิ่มขึ้นจากประมาณการครั้งก่อนรอบเดือน ต.ค. ที่คาดว่าจะขยายตัวที่ระดับ 4.2%)

ด้านอุปสงค์ภายในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 7.4% YoY ในเดือน ธ.ค. จาก 10.1% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 8.0% โดยการชะลอตัวของยอดขายปลีก นำโดยอุปกรณ์สื่อสาร (11.0% vs. 16.8% เดือนก่อน), รถยนต์ (4.0% vs. 14.7% เดือนก่อน), และเครื่องใช้ในครัวเรือน (-0.1% vs. 2.7% เดือนก่อน) ขณะที่หมวดร้านอาหาร (30.0% vs. 25.8% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 6.8% YoY สูงกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดที่ 6.6% นำโดยแผงวงจรรวม (34.0 vs. 27.9% เดือนก่อน) และรถยนต์ (24.5%

vs. 23.6% เดือนก่อน) ที่เร่งตัวขึ้น ขณะที่ถ่านหิน (1.9% vs. 4.6% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (1.5% vs. 4.2% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ขยายตัว 3.0% YoY, YTD สูงกว่าเดือนก่อนและตลาดคาดเล็กน้อยที่ 2.9% โดยการลงทุนในสินทรัพย์เร่งตัวขึ้นในหมวดภาคการผลิต (6.5% vs. 6.3% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-9.6% vs. -9.4% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น ส่วนการลงทุนของภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8 (-0.4% vs. -0.5% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนของรัฐวิสาหกิจ (SOEs) (6.4% vs. 6.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ทั้งนี้ เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยเข้าสู่ปี 2024 สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) เดือน ม.ค. ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 50.7 จุด สูงสุดในรอบ 4 เดือน และสูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 50.6 จุด จากดัชนีภาคบริการ (+0.8, 50.1 จุด) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ดัชนีภาคก่อสร้าง (-3.0, 53.9 จุด) ปรับตัวลดลง ส่วนดัชนีภาคการผลิต (Official Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 49.2 จุด แต่ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 49.3 จุด ทั้งนี้ ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4

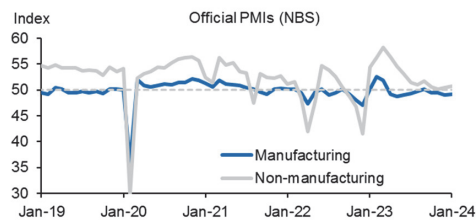
แผนภาพที่ 39: GDP ไตรมาส 4/2023 ขยายตัว 5.2% YoY ต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 5.3% แต่แรงตัวขึ้นจาก 4.9% ในไตรมาสก่อน



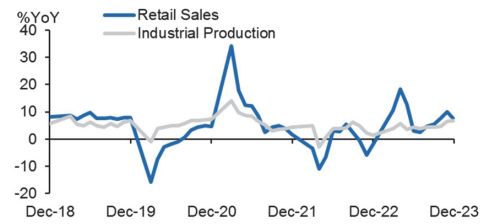
Note: 1\ Bloomberg consensus as of 19 Feb
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวขึ้นเล็กน้อยเข้าสู่ปี 2024 สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) เดือน ม.ค. ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 50.7 จุด สูงสุดในรอบ 4 เดือน

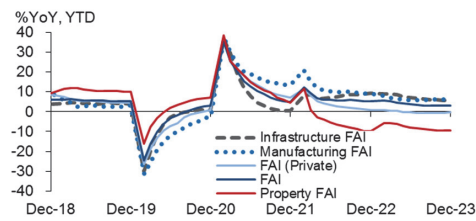
Manufacturing vs. non-manufacturing PMI



Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

ผู้กำหนดนโยบายยังคงมุ่งเน้นให้เงินเติบโตอย่างมีคุณภาพ (High-quality development)

การประชุม CEWC ในช่วงเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา ได้มีการเปิดเผยแนวทางสำหรับการเติบโตของเศรษฐกิจและแนวทางการดำเนินนโยบายในมิติต่างๆ ในปี 2024 โดยผู้กำหนดนโยบายยังคงมุ่งเน้นให้เงินเติบโตอย่างมีคุณภาพ (High-quality development) อีกทั้งยังจะสนับสนุนการขยายตัวของอุปสงค์ภายในประเทศผ่านการบริโภคและการลงทุน รวมถึงผู้กำหนดนโยบายมีแนวโน้มที่จะออกนโยบายเพิ่มเติมเพื่อรักษาเสถียรภาพในมิติต่างๆ อาทิ การจ้างงาน เป็นต้น ในด้านนโยบายการคลัง ในถ้อยแถลงได้เน้นย้ำถึงนโยบายการคลังเชิงรุก (Proactive Fiscal Policies) รวมถึงการใช้ขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการคลัง (Fiscal Policy Space) ให้เกิดประโยชน์ อีกทั้งจะดำเนินนโยบายต่างๆ อาทิ การลดภาษี โดยมุ่งเน้นไปในอุตสาหกรรม เช่น เทคโนโลยี และภาคการผลิต ด้านนโยบายการเงิน ทางการเงินจะยังคงดำเนินนโยบายอย่างรอบคอบ (Prudent Monetary Policy)





ขณะที่ทางการเงินยังคงให้ความสำคัญกับการสร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยจะเน้นไปยังการจัดการความเสี่ยงและจะสนับสนุนสภาพคล่องให้กับบริษัทอสังหาริมทรัพย์อย่างเหมาะสม นอกจากนี้ การประชุม CEWC ได้นำประโยค “บ้านมีไว้อยู่อาศัย ไม่ใช่เพื่อเก็งกำไร” ออกจากคำแถลงเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2016 ซึ่งสอดคล้องกับการประชุม Politburo ในช่วง

ก่อนที่ได้นำประโยคดังกล่าวออกจากคำแถลง สะท้อนภาพที่ทางการจีนอาจจะออกมาตรการฝั่งอุปสงค์ได้มากยิ่งขึ้นในระยะข้างหน้า เพื่อรักษาเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติมหากมีความจำเป็น

ขณะที่ทางการเงินได้มีการรายงานเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจระดับมหชนในช่วงเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา โดยมหชนส่วนใหญ่ปรับลดเป้าหมายการเติบโตลงเมื่อเทียบกับปีก่อน ส่งผลให้ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามขนาดเศรษฐกิจของแต่ละมหชนได้ถูกปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับ 5.4% ในปี 2024 และหากพิจารณาจากเป้าหมายการเติบโตของ Shanghai และ Beijing ที่มักจะตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจเท่ากับหรือใกล้เคียงกับเป้าหมายระดับประเทศ (National Target) ซึ่งในปีนี้นับตั้งแต่ที่ “ราว 5%” ทำให้เรายังคงมุมมองว่าทางการเงินจะตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจสำหรับปี 2024F ไม่เกินเป้าหมายปี 2023 ที่ “ราว 5%” และยังให้น้ำหนักในกรณีที่เงินจะยังคงมุ่งเน้นให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีคุณภาพ มากกว่าการเติบโตในเชิงปริมาณ (Quality over Quantity) รวมทั้งยังมุ่งเน้นกับการมีเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการเงินควบคู่ไปด้วย อย่างไรก็ตาม หากทางการเงินตั้งเป้าหมายการเติบโตของเศรษฐกิจสูงกว่า “5%” อาจมีนัยยะว่าทางการเงินจะดำเนินนโยบายการคลังและการเงินเพิ่มเติมจากที่เรามอง เพื่อกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโตได้ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้

แผนภาพที่ 41: ผู้กำหนดนโยบายยังคงมุ่งเน้นให้เงินเติบโตอย่างมีคุณภาพมากกว่าปริมาณ (High-quality development)

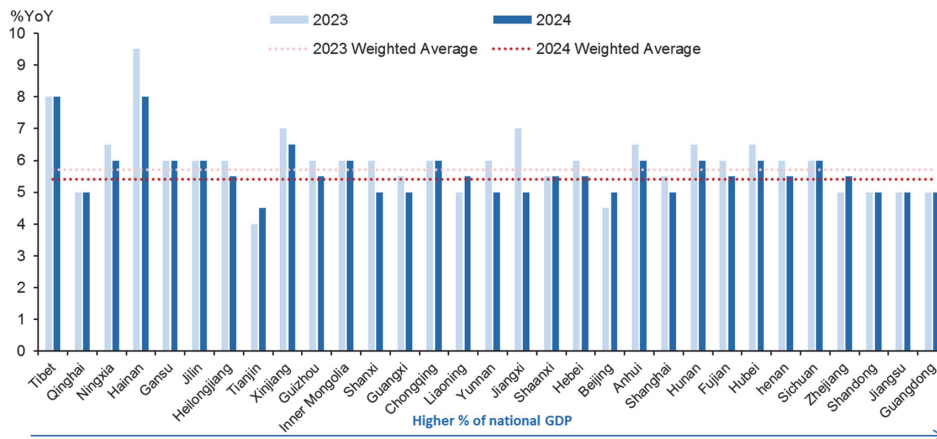
Economic plan for 2024

Key dimensions		Details
Broad tone 		<ul style="list-style-type: none"> “To deepen our understanding of the laws of doing a good job in economic work in the new era. We must adhere to high-quality development”, “coordinating high quality-development and high-level security”, “preventing and defusing risks” and “consolidating and enhancing the upward trend of economic recovery.” “Seeking progress while maintaining stability”, “establish first and then break”, and “introduce more policies that are conducive to stabilizing expectations, growth, and employment.”
How will China stimulate growth in 2024?	Domestic demand 	<ul style="list-style-type: none"> “Expanding domestic demand... forming a virtuous cycle in which consumption and investment promote each other.” Digital consumption, green consumption and health-related consumption will be supported. “Boost bulk consumption such as new energy vehicles and electronic products.” “It is necessary to promote large-scale equipment updates and the replacement of old consumer goods with new ones.”
	Real estate 	<ul style="list-style-type: none"> To “actively and steadily resolve real estate risks, meet the reasonable financing needs of real estate enterprises of different ownership equally.” To “accelerate the three major projects such as the construction of affordable housing, leisure and emergency public infrastructure, and the transformation of urban villages.” In addition, the phrase “housing is for living not speculation” was not seen in the CEWC press release for the first time since 2016.
Fiscal and monetary policy 		<ul style="list-style-type: none"> “Proactive fiscal policies should be appropriately strengthened”, “make good use of fiscal policy space” and “Reasonably expand the scope of local government special bonds used as capital funds.” “Implement structural tax and fee reduction policies”, prioritize for technological innovation and manufacturing development. “A prudent monetary policy must be flexible, appropriate, precise and effective.” “Maintain reasonable and sufficient liquidity”, while TSF and money supply should match with economic growth and price levels.

ที่มา: news.cn, Xinhua, China-briefing, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: มณฑลส่วนใหญ่ปรับลดเป้าหมายการเติบโตลงเมื่อเทียบกับปีก่อน ส่งผลให้ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามขนาดเศรษฐกิจของแต่ละมณฑลได้ถูกปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับ 5.4% ในปี 2024

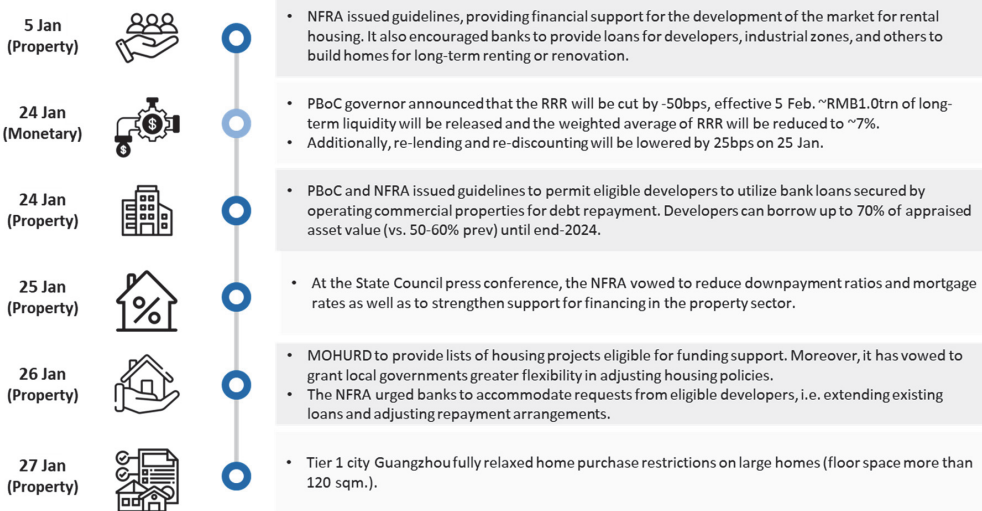
GDP target by province



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

แผนภาพที่ 43: ทางการจีนประกาศมาตรการต่างๆเพื่อรักษาเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์ในช่วงเดือน ม.ค.

Monetary & property measures



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

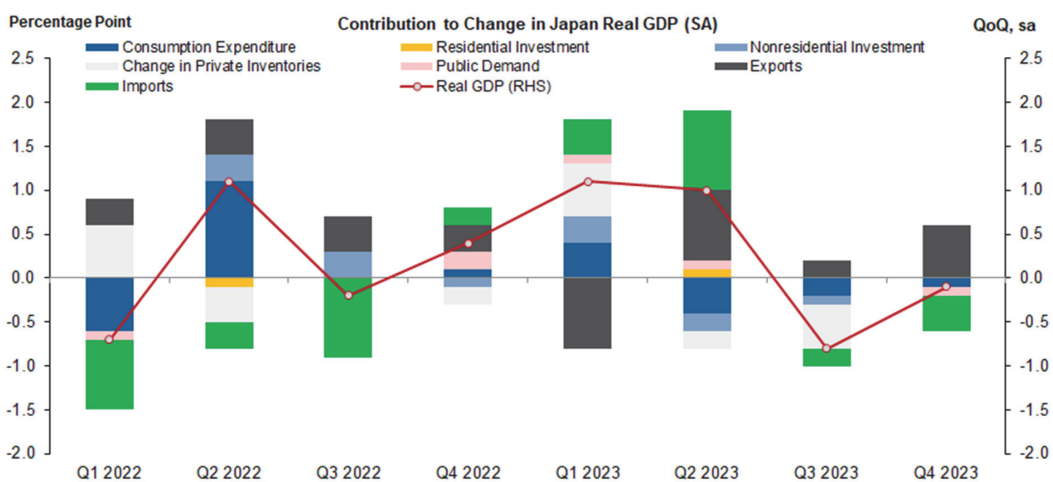
เศรษฐกิจญี่ปุ่นไตรมาส 4/2023 (เบื้องต้น) หดตัวเป็นไตรมาสที่ 2 ติดต่อกัน ที่ระดับ -0.4% QoQ, saar จาก -3.3% ไตรมาสก่อน โดยปัจจัยหลักที่จุด GDP มาจากการใช้จ่ายของภาคเอกชน อาทิ การบริโภคที่หดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 และการลงทุนที่ไม่แข็งแรง ขณะที่การใช้จ่ายของภาครัฐก็ปรับลดลง ทั้งนี้ เข้าสู่ปี 2024 เครื่องชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 4 เดือน ขณะที่ดัชนีในภาคการผลิตยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8

เศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัว 2 ไตรมาสติดต่อกัน สวนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น แม้จะได้รับแรงหนุนจากภาคการส่งออกที่ฟื้นตัว

GDP ไตรมาส 4/2023 (เบื้องต้น) หดตัวเป็นไตรมาสที่ 2 ติดต่อกัน ที่ระดับ -0.4% QoQ, saar จาก -3.3% ไตรมาสก่อน สวนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1.1% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 1.0% YoY ชะลอตัวลงจาก 1.7% ไตรมาสก่อน ทั้งนี้ เศรษฐกิจญี่ปุ่นหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 สวนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น แม้จะได้รับแรงหนุนจากภาคการส่งออกที่ฟื้นตัว โดยปัจจัยหลักที่จุด GDP มาจากการใช้จ่ายของภาคเอกชน อาทิ การบริโภคที่หดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 และการลงทุนที่ไม่แข็งแรง ขณะที่การใช้จ่ายของภาครัฐก็ปรับลดลงเช่นเดียวกัน

ทั้งนี้ เข้าสู่ปี 2024 เครื่องชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+1.6, 53.1 จุด) สูงสุดในรอบ 4 เดือน โดยดัชนีในภาคบริการยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 17 ด้านการจ้างงานปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่งานคงค้างและราคาผลผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. และ ส.ค. 2023 ตามลำดับ ด้านภาคการผลิต (+0.1, 48.0 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8 โดยผลผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 3 เดือน ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม งานคงค้างและราคาผลผลิตปรับตัวลดลงต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2020 และ มิ.ย. 2021 ตามลำดับ

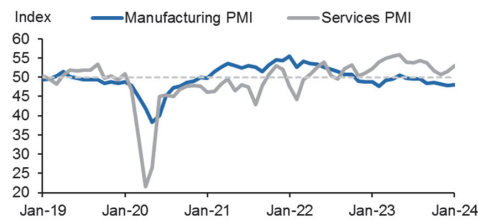
แผนภาพที่ 44: GDP ไตรมาส 4/2023 (เบื้องต้น) หดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 สวนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น



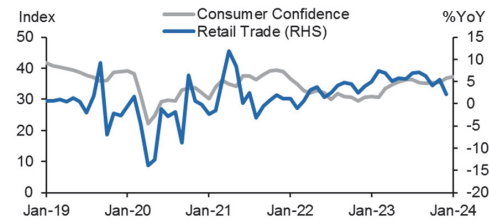
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 45: เครื่องชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง

Manufacturing vs. Services PMI



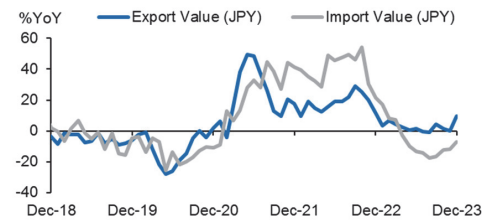
Retail sales



Investment



Trade



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

BoJ คงนโยบายการเงินผ่อนคลายตามเดิมต่อไปในรอบการประชุม ณ วันที่ 22-23 ม.ค. อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่ BoJ อาจปรับดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาสที่ 2 หรือ 3 ของปีนี้มีเพิ่มสูงขึ้น

ในการประชุมวันที่ 22-23 ม.ค. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติเอกฉันท์ในการคงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) และมีมติเอกฉันท์ในการคงเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ “ประมาณ 0%” รวมถึงมีมติเอกฉันท์ในการคงเพดานแบบอ้างอิงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ไว้ที่ 1.0% สำหรับการดำเนิน Fixed-rate purchase operations (“The Bank will determine the offer rate for fixed-rate purchase operations each time, taking account of market rates and other factors.”)

ในส่วนของการคาดการณ์เศรษฐกิจ BoJ คาด GDP ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 1.8% ลดลงจากประมาณการครั้งก่อนเดือน ต.ค. ที่คาดว่าจะขยายตัว 2.0% ขณะที่ปรับเพิ่มคาดการณ์การขยายตัวของ GDP ในปีงบประมาณ FY2024F เป็น 1.2% จาก 1.0% ครั้งก่อน ขณะที่คงประมาณการในปีงบประมาณ FY2025F ไว้ที่ 1.0% ด้านประมาณการราคา BoJ คาดเงินเฟ้อ

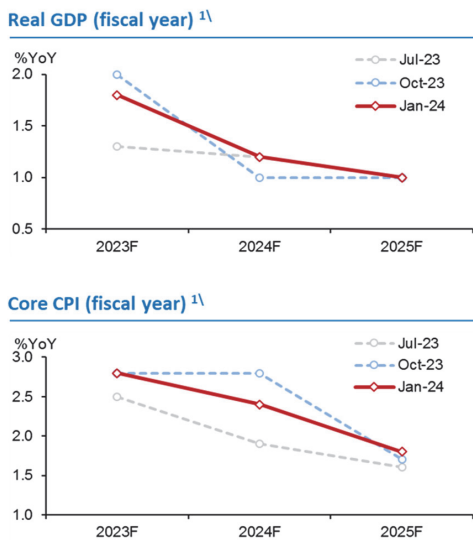
Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 2.8% เท่ากับประมาณการครั้งก่อน ขณะที่ปรับลดคาดการณ์เงินเฟ้อ Core CPI ปีงบประมาณ FY2024F เป็น 2.4% ลดลงจาก 2.8% ในประมาณการครั้งก่อน โดยหลักจากการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม BoJ คาดเงินเฟ้อ Core CPI ในปีงบประมาณ FY2025F จะขยายตัว 1.8% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 1.7% ในประมาณการครั้งก่อน ขณะที่ BoJ คาดเงินเฟ้อ Core-core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสดและพลังงาน) ในปีงบประมาณ FY2023F, FY2024F และ FY2025F จะขยายตัว 3.8%, 1.9% และ 1.9% ตามลำดับ เท่ากับประมาณการครั้งก่อน

ภายหลังการประชุม นาย Kazuo Ueda ผู้ว่าฯ BoJ ได้ออกมาระบุถึง ความเป็นไปได้ที่จะบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้ออย่างยั่งยืนกำลังปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป รวมถึงโอกาสที่จะเห็นแนวโน้มเงินเฟ้อเข้าสู่ระดับ 2% มีเพิ่มสูงขึ้น (“The prospects of seeing trend inflation hit 2% are gradually heightening. That’s a desirable development. But it’s hard to quantify how close we’ve come.”) อย่างไรก็ตาม นาย Ueda ยังคงหลีกเลี่ยงการสื่อสารที่เกี่ยวกับระยะเวลาในการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน

ทั้งนี้ สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า เรามองว่า BoJ อาจปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นมาอยู่ที่ 0% จาก -0.1% สำหรับเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ (Excess Reserve) ในช่วงไตรมาสที่ 2 หรือ 3 ของปีนี้ ส่วนหนึ่งจากความมั่นใจของ BoJ มีเพิ่มสูงขึ้น โดยได้มีการระบุในรายงาน Outlook for Economic Activity and Prices ฉบับเดือน ม.ค. 2024 ว่าเงินเพื่อมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นไปบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพด้านราคา และได้ระบุเพิ่มเติมถึงความเป็นไปได้ที่จะบรรลุเป้าหมายกำลังปรับเพิ่มสูงขึ้น (“The likelihood of realizing this outlook has continued to gradually rise”) อีกทั้ง หากพิจารณาความคิดเห็นของคณะกรรมการของ BoJ ผ่านรายงาน Summary of Opinions at the Monetary Policy ในรอบการ

ประชุมวันที่ 22-23 ม.ค. ที่ผ่านมา คณะกรรมการได้มีการแสดงความเห็นเกี่ยวเนื่องกับการยกเลิกมาตรการดอกเบี้ยติดลบอย่างบ่อยครั้ง สะท้อนภาพที่ BoJ กำลังส่งสัญญาณว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้า อาทิ หลังจากประเมินผลกระทบของเหตุการณ์แผ่นดินไหวที่มีต่อเศรษฐกิจประมาณหนึ่งถึงสองเดือน มีความเป็นไปได้สูงที่ธนาคารกลางจะอยู่ในจุดที่สามารถดำเนินนโยบายการเงินสู่สภาวะปกติได้ (“After assessing the degree of macroeconomic effects of the Noto Peninsula Earthquake by monitoring its impact for about the next one or two months, the Bank is highly likely to reach a point where it can normalize monetary policy”)

แผนภาพที่ 46: BoJ คาดเงินเพื่อ Core CPI (ไม่นับรวมราคาอาหารสด) ปีงบประมาณ FY2023F จะขยายตัว 2.8% เท่ากับประมาณการครั้งก่อน ขณะที่ปรับลดคาดการณ์เงินเพื่อ Core CPI ปีงบประมาณ FY2024F เป็น 2.4% ลดลงจาก 2.8% ในประมาณการครั้งก่อน โดยหลักจากการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมา



BoJ's outlook for economic activity and prices

Economic	"Japan's economy is likely to continue recovering moderately for the time being, supported by factors such as the materialization of pent-up demand, although it is expected to be under downward pressure stemming from a slowdown in the pace of recovery in overseas economies. "
Price	"Core CPI is likely to be above 2 percent through fiscal 2024, due to factors such as the effects, albeit waning, of a pass-through to consumer prices of cost increases led by the past rise in import prices and a waning of the effects of the government's economic measures pushing down CPI inflation of the previous year. Meanwhile, toward the end of the projection period, underlying CPI inflation is likely to increase gradually toward achieving the price stability target , as the output gap turns positive and as medium to long-term inflation expectations and wage growth rise. The likelihood of realizing this outlook has continued to gradually rise, although there remain high uncertainties over future developments. "
Risk factors	"There are extremely high uncertainties surrounding Japan's economic activity and prices, including developments in overseas economic activity and prices, developments in commodity prices, and domestic firms' wage- and price-setting behavior . Under these circumstances, it is necessary to pay due attention to developments in financial and foreign exchange markets and their impact on Japan's economic activity and prices."
Risks to price	"Firms' wage and price-setting behavior, which could exert either upward or downward pressure on prices." "Future developments in foreign exchange rates and international commodity prices, as well as the extent to which such developments will spread to import prices and domestic prices. This risk may lead prices to deviate either upward or downward from the baseline scenario."

Note: 1) BoJ's projection

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

แผนภาพที่ 47: คณะกรรมการ BoJ ได้มีการแสดงความเห็นเกี่ยวเนื่องกับการยกเลิกมาตรการดอกเบี้ยติดลบอย่างบ่อยครั้ง สะท้อนภาพที่ BoJ กำลังส่งสัญญาณว่าอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้า

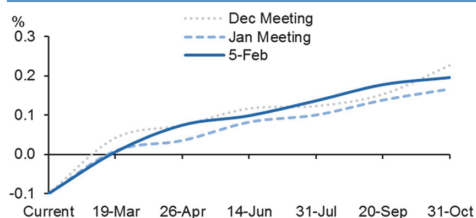
Key BoJ's opinions (based on "Summary of Opinions")^{1\}

Price	Monetary	
<ul style="list-style-type: none"> "The likelihood of realizing the outlook that a virtuous cycle between wages and prices will intensify and underlying inflation will increase gradually toward 2 percent has continued to gradually rise." 	<ul style="list-style-type: none"> "...if a virtuous cycle between wages and prices is confirmed and achievement of the target comes in sight, the Bank will likely determine whether to continue with its large-scale monetary easing measures, including the negative interest rate policy." 	<ul style="list-style-type: none"> "Now is an important time to consider whether to adjust the degree of monetary easing down from the current extremely powerful level. In considering this, it is necessary to discuss the treatment of yield curve control and of the negative interest rate policy and to deliberate on the inflation-overshooting commitment."
<ul style="list-style-type: none"> "...growing possibility that the wage growth to be agreed in this spring's labor-management wage negotiations will exceed that agreed last spring." "...wage hikes can be expected, including among small and medium-sized firms." 	<ul style="list-style-type: none"> "In order to proceed deliberately along the path of monetary policy normalization..., the Bank needs to decide on the termination of the negative interest rate policy at an appropriate timing as a first step toward the normalization." 	<ul style="list-style-type: none"> "After assessing the degree of macroeconomic effects of the Noto Peninsula Earthquake by monitoring its impact for about the next one or two months, the Bank is highly likely to reach a point where it can normalize monetary policy."
<ul style="list-style-type: none"> "Inflationary pressure resulting from a pass-through of the past rise in import prices to consumer prices has waned clearly." 	<ul style="list-style-type: none"> "...it is highly likely that accommodative financial conditions will be maintained even if policy actions such as the termination of the negative interest rate policy are implemented." 	<ul style="list-style-type: none"> "...it is necessary for the Bank to start discussing the exit from the current monetary policy, since the achievement of the target is becoming more realistic." "...it seems that conditions for policy revision, including the termination of the negative interest rate policy, are being met."

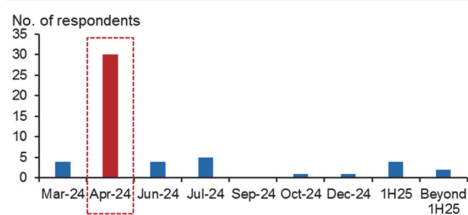
Note: 1\ The report was released on 31 Jan
ที่มา: BoJ, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 48: ความเห็นของตลาด (อ้างอิงจากแบบสอบถามไปยังนักเศรษฐศาสตร์จัดทำโดย Bloomberg รอบเดือน ม.ค.) ส่วนใหญ่มองว่า BoJ จะปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นจาก -0.1% ในการประชุมเดือน เม.ย. นี้

Market implied policy rate: OIS spread



Survey: When will the BoJ raise policy rate from -0.1%?^{1\}



Schedule of key events

	Key price & wage data	BoJ events
Mar	Jan labor cash earnings Rengo will release the 1 st result of Shunto wage negotiations (mid Mar) Feb consumer price index	(18-19) BoJ meeting
Apr	Feb labor cash earnings Mar consumer price index	(25-26) BoJ meeting with outlook report
May	Mar labor cash earnings Apr consumer price index	Policy review workshop (TBA)
Jun	Apr labor cash earnings which should partially reflect Shunto results May consumer price index	(13-14) BoJ meeting
Jul	Rengo will release the 7 th result of Shunto wage negotiations (likely to be released in early Jul) May labor cash earnings which should fully reflect Shunto results Jun consumer price index	(30-31) BoJ meeting with outlook report

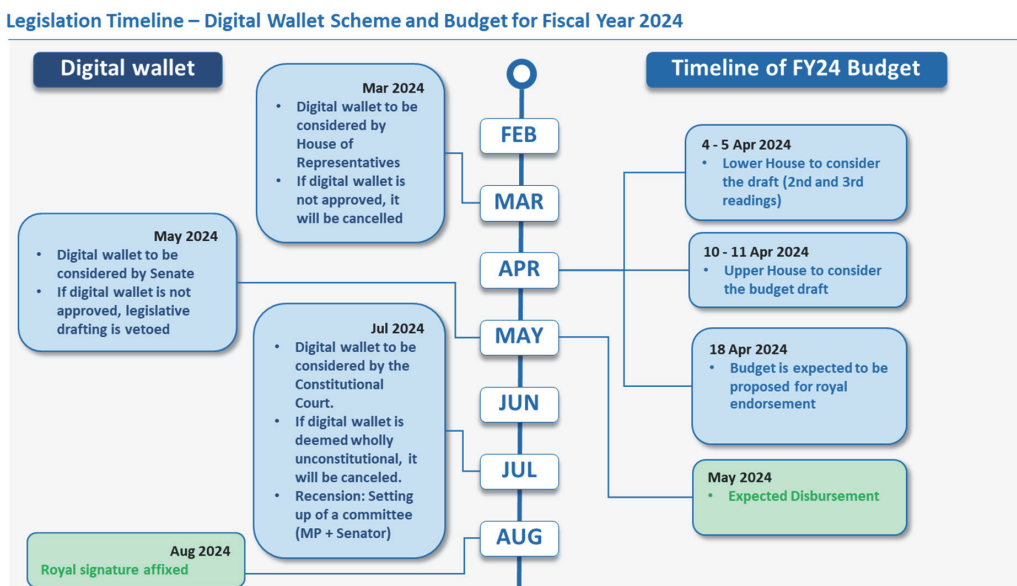
Note: 1\ Bloomberg's survey conducted in Jan
ที่มา: BoJ, Bloomberg, Rengo, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ติดตามมาตรการกระตุ้นอย่าง Digital wallets ที่ยังคงมีความไม่แน่นอนสูง ขณะที่การพิจารณาร่าง พ.ร.บ. งบประมาณ FY24 คาดว่าจะเรียบร้อยภายใน พ.ค. จะช่วยเติมเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจอีกครั้งในช่วงครึ่งปีหลัง

ติดตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจอย่าง Digital wallets ที่ยังคงความไม่แน่นอนสูง ที่จะเข้าสู่การพิจารณาในสภาผู้แทนราษฎร ที่คาดว่าจะเข้าพิจารณาในเดือน มี.ค. ในเรื่องของความชัดเจนในความจำเป็นในการเร่งด่วนในการกระตุ้นเศรษฐกิจหรือไม่, จำนวน

เม็ดเงินที่อาจจะไม่เท่ากับตอนที่ประกาศจากการรับเงื่อนไขการได้รับเงินของประชาชนซึ่งส่งผลต่อจำนวนการกู้ และแหล่งที่มาของเงินว่าจะมาจากการกู้ภายนอกประเทศและในประเทศเป็นจำนวนเท่าไร หากผ่านการพิจารณาในกระบวนการทั้งหมด เราคาดว่า จะมีการล่าช้าและมีการอนุมัตินโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจจะสามารถเบิกจ่ายได้ในเดือน ส.ค. ทำให้ส่งผลกระทบต่อ GDP ในปี 2024 ได้น้อยลงจากระยะเวลาในใช้จ่ายที่น้อยลงด้วย

แผนภาพที่ 50: ติดตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจอย่าง Digital wallets ที่ยังคงความไม่แน่นอนสูง โดยคาดว่าจะเกิดขึ้นได้เร็วสุดในเดือน ส.ค. 2023



Note: All legislation takes an average of 60 days in the normal case. During the senate consideration process, no legislation is eligible to be dismissed.
ที่มา: iLaw, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติ 5-2 เสียงให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้ที่ 2.5%

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติ 5-2 เสียงให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้ที่ 2.5% ตามเดิม โดยระบุว่าอัตราดอกเบี้ยที่ระดับปัจจุบันยังมีความเหมาะสมกับการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงินและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะยาว โดย กนง. ระบุเพิ่มเติมว่า โหมเมนต์ัมของเศรษฐกิจไทยในช่วงท้ายของปี 2023 ค่อนข้างอ่อนแอ โดยมีปัจจัยหลักคือ 1) การใช้จ่ายต่อหัวของนักท่องเที่ยวที่ลดลง 2) การส่งออกสินค้าที่แพงกว่าที่ประเมินไว้ และ 3) การล่าช้าของการออก พ.ร.บ. งบประมาณฯ ทำให้การใช้จ่ายและการลงทุนของภาครัฐฯ สะดุด อีกทั้งปัจจัยที่เป็นปัญหาเชิงโครงสร้างอย่างเช่น อุตสาหกรรมการผลิตที่มีสินค้าที่ค่อนข้างล้าหลัง อาทิ HDD, และ ห่วงโซ่อุปทานของรถยนต์

ICE ทำให้มีความกังวลว่าศักยภาพของการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไปมีแนวโน้มจะต่ำลงหากไม่มีการปฏิรูปที่ตรงจุดด้านอัตราเงินเฟ้อ กนง. ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อภายในประเทศจะทรงตัวในระดับที่ต่ำลงจากการประเมินในครั้งก่อน ทำให้เรามองว่าปัจจัยดังกล่าวข้างต้น ประกอบกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอลงมากกว่าที่คาด (กนง. ประเมินว่าอาจจะต้องปรับลดคาดการณ์การขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2024F ลงเป็น 2.5-3.0%) อีกทั้งผลการประชุมที่มีมติไม่เป็นเอกฉันท์ เป็นการส่งสัญญาณถึงความเป็นไปได้ในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง ทั้งนี้ เราคาดว่า กนง. จะพยายามรักษา Policy Space รวมถึงความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายในระยะข้างหน้า ทำให้เราคาดว่าในระยะสั้น กนง. จะไม่เร่งรีบในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วอย่างที่ตลาดคาดการณ์ (การประชุมรอบ เม.ย.)

แผนภาพที่ 51: คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติ 5-2 เสียงให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเอาไว้ที่ 2.5%

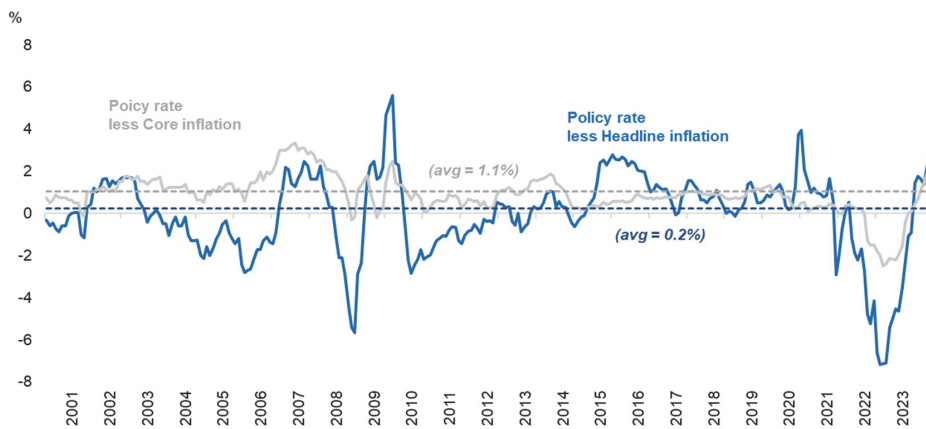
Key messages from recent MPC meetings

2023/6	2024/1
Policy Rate	
Voted unanimously to maintain rate at 2.50%	Voted 5 to 2 to maintain the policy rate at 2.50%.
Economic Growth	
Project growth of 2.4% for 2023F and 3.2% for 2024F <ul style="list-style-type: none"> • Tourism expected to recover • Merchandise exports expected to recover • Expansion of private consumption 	Slowed than expected (2.5-3.0% growth in 2024F) <ul style="list-style-type: none"> • Lower tourism spending per head • Decline in merchandise exports • Lower public investment
Inflation	
Headline: projected to stay within target range at 1.3% for 2023F and 2.0% for 2024F <ul style="list-style-type: none"> • Lower due to last year's high base • Lower-than-expected raw food prices • Energy price subsidies Core: expected to be 1.3% (2023) and 1.2% (2024)	Headline: lower than previously assessed <ul style="list-style-type: none"> • Lower-than-expected raw food prices • Lower-than-expected energy prices (extension of subsidies) Core: should remain flat as per previous assessment
Financial conditions	
Tightened somewhat <ul style="list-style-type: none"> • Private sector funding costs increased in line with the higher policy rate 	Stable relative to previous meeting <ul style="list-style-type: none"> • Private sector funding costs stayed broadly unchanged • Small businesses in certain industries may face tighter credit conditions

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

แผนภาพที่ 52: จากข้อมูลในอดีตพบว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงโดยเฉลี่ยจะอยู่สูงกว่า อัตราเงินเฟ้อทั่วไปราว 0.2% และสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานราว 1.1% ซึ่งทำให้เรามองว่ามีโอกาสสูงขึ้นที่การดำเนินนโยบายการเงินกำลังจะกลับทิศในช่วงกลางปี 2024 เป็นต้น

Real policy interest rate



ที่มา: BoT, MoC, 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 ธนัทธกร
Research Assistant
(66) 2633 6470
thanawatn@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทีเอสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทีเอสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

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