

# TIP S

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

Bond yield ที่ปรับขึ้นสูงอย่างรวดเร็ว เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐาน ลงในสัปดาห์นี้

TISCO ESU ประเมินว่าทุกๆ การเพิ่มขึ้น ของ Bond yield +10bps ตลาดหุ้นจะ ปรับลดลง -0.8%

Valuation ของตลาดหุ้นยังอยู่ในระดับที่ แพง เมื่อประเมินโดยใช้ Earnings yield gap

# CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY .....	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY .....	04
• SPECIAL ISSUE.....	07
• ตลาดหุ้น .....	14
• ตลาดตราสารหนี้.....	19
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	24
• GLOBAL ECONOMIC INSIGHT .....	30
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ .....	31
• เศรษฐกิจยุโรป .....	37
• เศรษฐกิจจีน .....	40
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	45
• เศรษฐกิจไทย .....	50

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

**ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)**

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์  
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : [wealth@tisco.co.th](mailto:wealth@tisco.co.th)

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

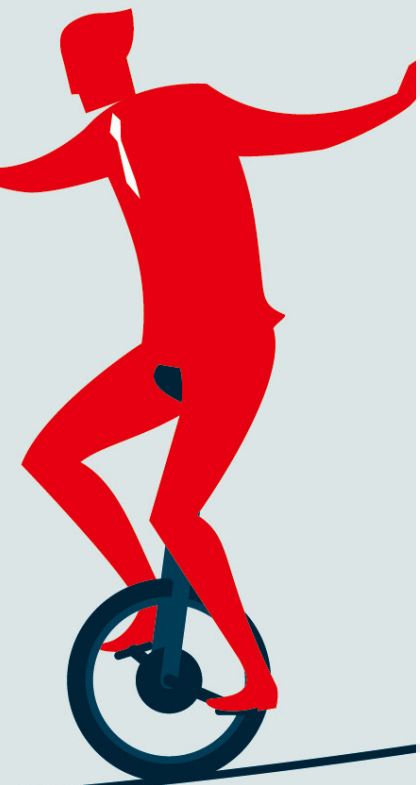
# EXECUTIVE SUMMARY

Bond yield ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วแตะระดับ 4.7% ในช่วงเดือน เม.ย. หลัง คณะกรรมการ Fed แสดงจุดยืนที่เข้มงวดมากขึ้น (Hawkish) โดยตัวเลขเศรษฐกิจยังคง แข็งแกร่งต่อเนื่อง และคาดการณ์เงินเฟ้อกลับมาเพิ่มขึ้น แม้สภาพแวดล้อมทางการเงิน ดึงตัวขึ้นอย่างมาก อาจเป็นปัจจัยกดดันให้อัตราเงินเฟ้อกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะ ชำนาญ ด้วยเหตุนี้ Fed จำเป็นต้องแสดงจุดยืนที่เข้มงวดมากขึ้น เพื่อสกัดการคาดการณ์ เงินเฟ้อของตลาด โดยส่งสัญญาณว่าอาจคงระดับดอกเบี้ยสูงไว้นานกว่าที่เคยประเมินไว้

นอกจากนี้ Fed มีมติปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะยาว (Longer-run rate) ขึ้น ในการประชุมเดือน มี.ค. เป็น 2.6% หลังจากที่คงอยู่ที่ระดับ 2.5% เป็นระยะเวลาหลายปี แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการส่วนใหญ่มองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมกับ การเติบโตของเศรษฐกิจจะยาวอยู่สูงขึ้น เป็นปัจจัยหนุนให้ Bond yield ระยะยาว อยู่ใน ระดับสูงกว่าวัฏจักรดอกเบี้ยในรอบก่อน หรือในช่วง 10 ปีก่อนการระบาดของ COVID-19

Bond yield ที่ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับฐานลง เราประเมินว่า ทุกๆการเปลี่ยนแปลงของ Bond yield 10bps ค่า Forward P/E จะปรับตัว 0.8% หรือ อีกนัยหนึ่งคือ ทุกๆการเพิ่มขึ้นของ Bond yield +10bps ตลาดหุ้นจะปรับลดลง -0.8% อย่างไรก็ดี ถึงแม้ตลาดหุ้นจะมีการปรับฐานลง แต่หากเทียบ Valuation กลับแพงขึ้น เมื่อเทียบกับคาดการณ์ผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาล ซึ่ง Earnings yield gap ลดลง เป็น 0.3% ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2002

Earnings yield gap ที่แคบลง จนมาอยู่ที่ระดับใกล้ 0% สะท้อนมุมมองของตลาด ซึ่งประเมินผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Equity risk premium) หรือในอีกนัยหนึ่งคือ ความ เสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นใกล้เคียงกับพันธบัตร ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุผลนัก ทำให้ เรามองว่าตลาดหุ้น ณ ระดับปัจจุบันที่ราว 4,900 จุด ยังอยู่ในระดับที่แพงอยู่



# GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

## Key Recommendations

- Bond yield ที่ปรับขึ้นสูงอย่างรวดเร็ว เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงในรอบนี้
- เราประเมินว่าทุกๆการเพิ่มขึ้นของ Bond yield +10bps ตลาดหุ้นจะปรับลดลง -0.8%
- Valuation ของตลาดหุ้นยังอยู่ในระดับที่แพง เมื่อประเมินโดยใช้ Earnings yield gap

# Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้			●	●	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bond yield สหรัฐฯ 10 ปี เพิ่มขึ้นแตะ 4.7% ซึ่งเรามองว่าสูงมากเกินไป ส่วนหนึ่งเป็นผลจากประเด็นสงครามซึ่งทำให้คาดการณ์เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น</li> <li>- เราประเมินในกรณีที่ Fed คงดอกเบี้ยที่ระดับปัจจุบันทั้งปี Bond yield จะอยู่ที่ระดับ 4% ในช่วงปลายปี</li> <li>- เพิ่มน้ำหนัก Overweight</li> </ul>
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาด โดยเฉพาะในตลาดแรงงาน</li> <li>- Fed ส่งสัญญาณ Hawkish มากขึ้น โดยอาจคงดอกเบี้ยสูงนานกว่าที่ประเมินไว้ จากเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น</li> <li>- Valuation อยู่ในระดับที่แพง</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้น แต่ภาพรวมยังคงค่อนข้างอ่อนแอ</li> <li>- กง.ส่งสัญญาณ Hawkish กว่าคาด อาจลดดอกเบี้ยลงเพียง 1 ครั้ง ในช่วงไตรมาส 4</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะในภาคการผลิต</li> <li>- Valuation ของตลาดหุ้นอยู่ในระดับที่ถูกลง ทาง การส่งสัญญาณถึงความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจ</li> <li>- แต่สัญญาณ Sentiment ยังไม่ยั่งยืน มีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกกฎกีดกันทางการค้าที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ เป็นระยะ</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจเข้าสู่ Technial recession และยังไม่สัญญาณฟื้นตัวชัดเจน</li> <li>- คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน</li> <li>- Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง เมื่อเทียบกับกำไรเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนในปี 2024</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น แต่ภาพรวมยังคงค่อนข้างอ่อนแอ</li> <li>- ความเสี่ยงจากสงครามที่ยืดเยื้อ และปัญหาหนี้รัฐบาลกลุ่มที่เศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น อิตาลี โปรตุเกส และกรีซ</li> <li>- ECB อาจเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit facility rate) ลงในเดือน มิ.ย. นี้</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
หุ้นรายอุตสาหกรรม					
หุ้นกลุ่ม Tech		●	●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession</li> <li>- ได้ประโยชน์จากกระแส AI และแนวโน้มดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง</li> <li>- Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาสูงมาก</li> <li>- ลดน้ำหนักเป็น Neutral</li> </ul>
หุ้นกลุ่ม Healthcare		●	●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- มีอัตรากำไร (Profit margin) สูงและไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ กำไรยังสามารถเติบโตได้ในภาวะ Recession</li> <li>- จัดอยู่ในกลุ่ม Defensive ซึ่งราคาไม่เคลื่อนไหวตามภาวะเศรษฐกิจ และมักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นในภาวะ Stagflation และ Recession</li> <li>- Valuation ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับที่แพงมาก ที่ Fwd P/E +3SD ของค่าเฉลี่ย 10 ปี</li> <li>- ลดน้ำหนักเป็น Neutral</li> </ul>
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาทองคำปรับขึ้นจากประเด็นสงคราม เป็นปัจจัยบวกหนุนราคาให้ทรงตัวในระดับสูงที่ราว 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วง 1-2 เดือนนี้</li> <li>- เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ทำให้อุปสงค์เพื่อการลงทุนลดลง</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
น้ำมัน		●			<ul style="list-style-type: none"> <li>- ประเมินราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี</li> <li>- จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากปัจจัยตามฤดูกาล ส่วนปัจจัยเชิงภูมิรัฐศาสตร์ อาจทำให้ความผันผวนของราคาเพิ่มสูงขึ้น แต่ไม่ส่งผลต่อราคาอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
US REITs			●		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valuation จากการประเมินโดย P/FFO อยู่ที่ระดับ 16 เท่า ต่ำกว่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี</li> <li>- มี Upside เพิ่มขึ้นจาก Bond yield ที่น่าจะใกล้ทำจุดสูงสุด</li> <li>- ตลาดเช่าบ้านแข็งแกร่งมาก จากปริมาณบ้านที่ขาดแคลน ในขณะที่นโยบายการเงินตึงตัว Price-to-rent ratio เพิ่มขึ้นสูง</li> <li>- ความเสี่ยงจาก Office REIT มีจำกัด ตามสัดส่วนที่คิดเป็นเพียง 6% ของมูลค่า REIT ที่ซื้อขายได้ (MSCI US REIT และ FTSE EPRA Nareit US)</li> <li>- คงน้ำหนัก Overweight</li> </ul>

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

# Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,362	0.3%	0.1%	-0.8%	-1.0%	-2.8%	-3.8%	-11.6%
Philippines PCOMP	6,581	1.0%	0.9%	-4.0%	-1.4%	8.7%	2.0%	-0.2%
Indonesia JCI	7,146	0.9%	-0.3%	-3.1%	-0.5%	4.6%	-1.7%	4.7%
Singapore STI	3,278	0.6%	2.8%	2.5%	4.1%	6.5%	1.2%	-0.6%
Malaysia KLCI	1,572	0.6%	1.7%	2.2%	4.5%	8.9%	8.0%	10.3%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	17,288	2.2%	5.5%	4.9%	6.6%	1.2%	1.4%	-11.9%
China H HSCEI	6,127	2.4%	5.6%	6.5%	12.0%	4.7%	6.2%	-7.2%
MSCI China	57	2.1%	4.7%	4.9%	7.4%	2.3%	2.1%	-9.8%
China CSI300	3,530	0.4%	-1.1%	0.1%	5.6%	0.7%	2.9%	-10.9%
Taiwan TWSE	19,883	2.7%	-2.1%	-1.5%	10.4%	21.5%	10.9%	29.4%
Korea KOSPI	2,646	2.0%	0.4%	-3.3%	7.1%	12.0%	-0.3%	6.3%
MSCI Korea	846	2.4%	1.3%	-2.6%	10.0%	15.4%	1.9%	11.3%
India SENSEX	73,853	0.2%	1.9%	1.4%	4.5%	15.3%	2.2%	22.8%
MSCI India	2,670	0.3%	1.9%	2.6%	7.1%	23.6%	7.3%	36.3%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,683	-0.0%	1.0%	-1.7%	1.7%	12.1%	1.2%	4.9%
Japan TOPIX	2,677	1.7%	-0.0%	-3.6%	5.7%	18.7%	13.1%	31.1%
Japan Nikkei 225	37,818	2.4%	-0.7%	-6.4%	4.4%	20.9%	13.0%	32.1%
Europe STOXX600	506	-0.4%	1.4%	-0.8%	5.7%	16.2%	5.6%	8.2%
Euro STOXX50	4,990	-0.4%	1.5%	-1.1%	8.9%	22.5%	10.4%	14.0%
US Dow Jones	38,461	-0.1%	1.9%	-2.2%	1.1%	16.4%	2.0%	14.7%
US S&P500	5,072	0.0%	1.0%	-2.8%	3.6%	21.1%	6.3%	24.6%
MSCI US REITs	1,157	0.0%	2.6%	-3.3%	-4.5%	13.3%	-7.3%	1.3%
J-REITs	1,805	-0.2%	1.1%	-0.7%	-0.1%	-1.4%	-0.1%	-2.6%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,040	-0.1%	2.5%	1.6%	6.8%	8.4%	4.0%	1.9%
Germany DAX	18,089	-0.3%	1.8%	-0.9%	7.0%	21.5%	8.0%	14.0%
France CAC 40	8,092	-0.2%	1.4%	-0.7%	8.4%	17.0%	7.3%	7.4%
Switzerland SMI	11,371	-0.9%	1.2%	-2.3%	1.4%	9.3%	2.1%	-1.2%
Portugal PSI 20	6,530	-1.0%	4.7%	5.3%	3.7%	7.9%	2.1%	5.5%
Spain IBEX 35	11,028	-0.4%	3.7%	0.7%	11.2%	22.7%	9.2%	18.7%
Italy FTSE MIB	34,271	-0.3%	1.9%	-1.1%	13.6%	24.9%	12.9%	25.7%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	124,741	-0.3%	0.5%	-1.7%	-2.7%	10.6%	-7.0%	20.8%
Chile IPSA	6,363	-1.6%	-1.4%	-2.0%	6.3%	15.4%	2.7%	20.1%
Mexico MEXBO	56,464	-0.3%	1.9%	-0.2%	0.5%	15.8%	-1.6%	3.8%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	534	1.7%	2.0%	-0.0%	5.0%	12.2%	1.0%	4.8%
MSCI Latin America	2,421	-0.7%	1.4%	-3.4%	-4.2%	10.7%	-9.1%	9.7%
MSCI All Country World	759	0.2%	1.3%	-2.6%	3.6%	19.1%	4.5%	17.8%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	82.81	-0.7%	0.1%	1.0%	7.0%	-3.0%	15.6%	7.4%
Brent Spot	88.04	-0.5%	1.1%	1.5%	6.8%	-2.3%	14.3%	9.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.23	0.15	0.85	0.43	0.16	0.49	-0.16	1.53
Gold Spot	2313.23	-0.2%	-3.1%	6.4%	14.8%	16.9%	12.1%	16.2%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2527.16	-0.0%	-0.3%	-1.3%	-3.6%	-5.1%	-5.1%	-13.1%
Bloomberg Agri Subindex	59.78	0.3%	2.6%	-0.1%	-2.8%	-8.1%	-4.3%	-11.3%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	317.23	-0.1%	-0.0%	-1.3%	0.5%	5.3%	0.9%	0.6%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	217.77	0.0%	0.0%	-0.2%	0.4%	1.5%	0.7%	1.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	310.89	-0.0%	0.0%	-0.8%	0.3%	3.0%	0.6%	0.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	412.89	-0.0%	-0.0%	-1.3%	0.3%	5.6%	0.7%	0.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	264.93	-0.0%	0.0%	-0.6%	0.4%	3.1%	0.7%	1.1%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.29	0	-0	5	-6	-16	-8	52
2Y	2.36	1	-2	20	2	-22	2	50
5Y	2.52	1	-2	25	10	-39	6	43
10Y	2.72	1	-4	17	2	-59	3	23
Spread 10Y-2Y	36	1	-2	-4	-0	-37	1	-27
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.64	4	1	40	53	-31	76	124
Japan 10Y	0.89	2	2	16	15	3	28	41
UK 10Y	4.33	9	7	41	32	-21	80	55
German 10Y	2.59	9	12	27	25	-24	56	8
Spain 10Y	3.38	11	8	23	12	-55	39	-16
Italy 10Y	3.99	14	8	35	9	-84	29	-39
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	15.97	0.3	-2.2	2.8	2.5	-4.2	3.5	-2.8
Dollar index	105.78	0.2%	-0.3%	1.5%	2.1%	-0.7%	4.4%	3.8%
USD/THB	37.15	0.4%	1.0%	2.2%	3.9%	2.6%	8.4%	7.9%
EUR/USD	1.07	-0.1%	0.5%	-1.2%	-1.2%	1.2%	-3.0%	-2.4%
GBP/USD	1.25	0.0%	0.1%	-1.4%	-1.8%	2.8%	-2.1%	0.5%
USD/JPY	155.45	0.2%	0.5%	2.6%	5.2%	3.7%	10.2%	16.1%
USD/CNY	7.25	0.0%	0.1%	0.5%	1.0%	-1.0%	2.1%	4.5%
USD/CNH	7.27	0.2%	0.2%	0.2%	1.2%	-0.9%	2.0%	4.6%

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

As of

4/25/2024

SPECIAL

ISSUE

# FED ต้องการสื่ออะไร หลังปรับ LONGER-RUN RATE ขึ้น



คณะกรรมการนโยบายการเงินของสหรัฐฯ (Fed) มีมติคง อัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันไว้ที่ 5.25-5.50% ในการประชุม เดือน มี.ค. ที่ผ่านมา แต่มีมติปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะ ยาว (Longer-run rate) ขึ้นเป็น 2.6% หลังจากที่คงอยู่ที่ระดับ

2.5% เป็นระยะเวลานานหลายปี แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการ ส่วนใหญ่มองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมกับการเติบโต ของเศรษฐกิจระยะยาวอยู่สูงขึ้นไป

แผนภาพที่ 1: Fed ปรับ Longer-run rate ขึ้นเป็น 2.6% หลังจากที่คงอยู่ที่ระดับ 2.5% เป็นระยะเวลานานหลายปี

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>		
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3
December projection	2.4	2.2	2.0		2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9

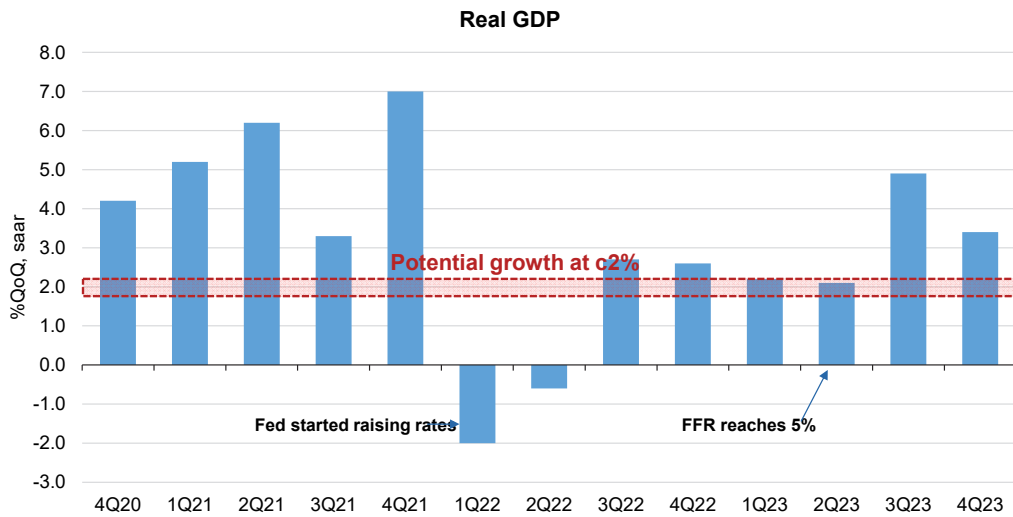
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**สาเหตุที่ Fed ปรับ Longer-run rate ขึ้น**

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่ปี 2022 มีจุดประสงค์เพื่อสกัดเงินเฟ้อไม่ให้เพิ่มขึ้นแรง ซึ่งในขณะเดียวกันควรส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจชะลอตัวลงพร้อมกัน แต่เศรษฐกิจกลับยังเติบโตได้ดี สูงกว่าระดับศักยภาพ (Potential GDP growth)

ที่ 2% นอกจากนี้ เศรษฐกิจใน 2 ไตรมาสล่าสุด กลับเร่งตัวขึ้นแรงมากถึง 5% และ 3% ตามลำดับ ถึงแม้ Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นเกินกว่า 5% นำมาสู่คำถามว่า ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจจะยาวอายุอยู่สูงขึ้นไป

**แผนภาพที่ 2: เศรษฐกิจยังเติบโตแข็งแกร่ง แม้ Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นเกินกว่า 5%**



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

**ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจระยะยาว**

อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate of interest) หรือที่เรียกกันว่า Natural rate r-star หรือ r\* คือระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมเมื่อเศรษฐกิจอยู่ในสภาวะจ้างงานเต็มที่และเงินเฟ้อคงที่

ในทางทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ r-star คือ จุดดุลยภาพ (Equilibrium) ระหว่าง Supply กับ Demand ของการออม (Saving) กับการลงทุน (Investment) ในระบบเศรษฐกิจ ยิ่งออมเยอะ ลงทุนน้อย r-star จะลดต่ำลง ในทางกลับกัน ยิ่งออมน้อย ลงทุนมาก r-star ก็จะไปขึ้น

ก่อนหน้านี้ r-star อยู่ในระดับที่ต่ำมาก เนื่องจากผลของวิกฤติเศรษฐกิจ Subprime ในปี 2008 ธนาคารกลางมีการใช้นโยบายการเงินเชิงปริมาณ ร่วมกับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ลดอัตราดอกเบี้ยก็ยิ่งมีในตลาดลงจนต่ำเป็นประวัติการณ์ จนก่อให้เกิดบริษัทซอมบี้ (Zombie firms) หรือบริษัทที่ไม่มีความ

สามารถในการทำกำไร แต่ก็ยังสามารถบริหารจัดการให้อยู่รอดได้ ประกอบกับความพยายามลดสัดส่วนหนี้ (Deleveraging) ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งของวิกฤติ ทำให้การลงทุนลดลง ในขณะที่การออมเพิ่มขึ้น ตามโครงสร้างประชากรซึ่งมีสัดส่วนประชากรวัยทำงานออมเงินเพื่อเตรียมเกษียณมากขึ้น r-star ลดต่ำลง

อย่างไรก็ดี ในระยะข้างหน้า ประชากรจะเข้าสู่วัยเกษียณมากขึ้น และนำเงินเก็บออกมาใช้จ่าย ในขณะที่ช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ปัจจัยโครงสร้างทางเศรษฐกิจเริ่มเปลี่ยนไป มีการนำเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ (AI) เข้ามาปรับใช้ในชีวิตประจำวันและการทำงานมากขึ้น ประกอบกับกระแสการลดการพึ่งพาประเทศอื่น (Deglobalization) และพลังงานสะอาด (Green energy) ทำให้รัฐบาลสนับสนุนการผลิตภายในประเทศ (Nearshoring / Reshoring) มีการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานอย่างต่อเนื่อง ผลักดันให้ r-star มีแนวโน้มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า



แผนภาพที่ 3: เทคโนโลยี AI ประกอบกับกระแสการลดการพึ่งพาประเทศอื่น (Deglobalization) และพลังงานสะอาด (Green energy) มีการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานอย่างต่อเนื่อง ผลักดันให้ r-star มีแนวโน้มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

	Has been	Will be
Savings	<p><b>Demographics</b> - savings increase as people save for retirement...</p> <p><b>Global savings glut</b> - EM central banks flooded capital markets with savings supply through accumulation of foreign reserves, mostly invested in U.S. treasury bills.</p>	<p>...but once they retire, they drawdown on the capital pool</p> <p>But the global savings glut may be poised to reverse as many EM central banks try to dollarize</p>
Investment	<p><b>Over-investment</b>, especially in China resulted in excess manufacturing capacity, pushing down prices and slowing investment in the last cycle</p>	<p><b>Growing demand for investments</b> in: AI, Green energy, Near-shoring/re-shoring, etc.</p> <p><b>Higher productivity growth</b> increases investment opportunities and demand for capital</p>

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

### R-star เท่ากับ Potential GDP growth

ในอีกมุมหนึ่ง r-star สามารถอธิบายได้จากศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจ (Potential GDP growth) ยิ่งเศรษฐกิจมีการลงทุนมาก โอกาสในการเติบโตของเศรษฐกิจมากตามกัน Potential GDP สูงขึ้น r-star สูงขึ้น

Potential GDP ประกอบด้วยองค์ประกอบสองส่วนหลัก คือ แรงงาน (Labor force) และผลิตภาพแรงงาน (Labor productivity) ซึ่งในอดีต Potential GDP มีการปรับเปลี่ยน ดังนี้

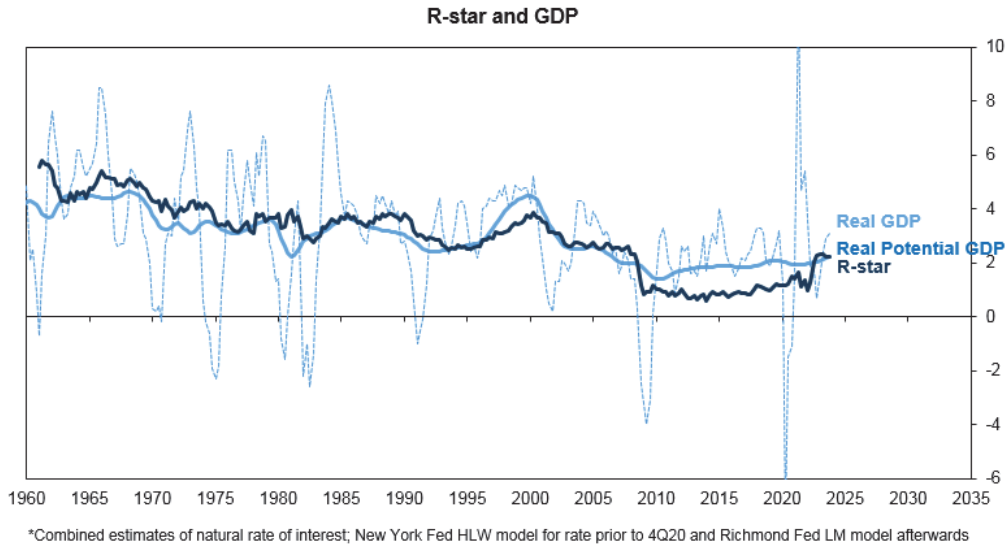
ในช่วงหลังสงครามโลกครั้งที่ 2 (Post-war recovery) เกิดการฟื้นฟูเศรษฐกิจ อัตราการเข้าร่วมกำลังแรงงานเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ Potential GDP เพิ่มขึ้นสูง จากนั้นเข้าสู่ช่วง Stagflation ที่มีวิกฤติน้ำมัน การควบคุมราคา และอัตราเงินเฟ้อที่สูงทำให้ผลิตภาพลดลง Potential GDP ก็ลดลงตามไปด้วย

จุดสูงสุดของ Potential GDP เกิดขึ้นในช่วง Technological boom ตั้งแต่ปลายทศวรรษ 1990 จนถึงกลางทศวรรษ 2000 ได้รับแรงหนุนจากการแพร่หลายของอินเทอร์เน็ต ประกอบกับประเทศจีนเข้าสู่ระบบการค้าโลก ทำให้ผลิตภาพเพิ่มขึ้นอย่างมาก แต่ต่อมาเกิดวิกฤตการเงินในปี 2008 ธนาคารกลางใช้นโยบายการเงินเชิงปริมาณควบคู่กับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ตามที่กล่าวข้างต้น ทำให้เกิด Zombie firms ผลิตภาพลดลงเป็นอย่างมาก

อย่างไรก็ดี ผลกระทบจากการระบาดของ COVID-19 เป็นการเร่งให้เกิดการลงทุนด้านปัญญาประดิษฐ์ (AI) และเทคโนโลยีใหม่ๆ ในขณะที่ภาครัฐมีการสนับสนุนการลงทุนขนาดใหญ่ นับเป็นปัจจัยหนุนให้ผลิตภาพและ Potential GDP สูงขึ้นในระยะข้างหน้า

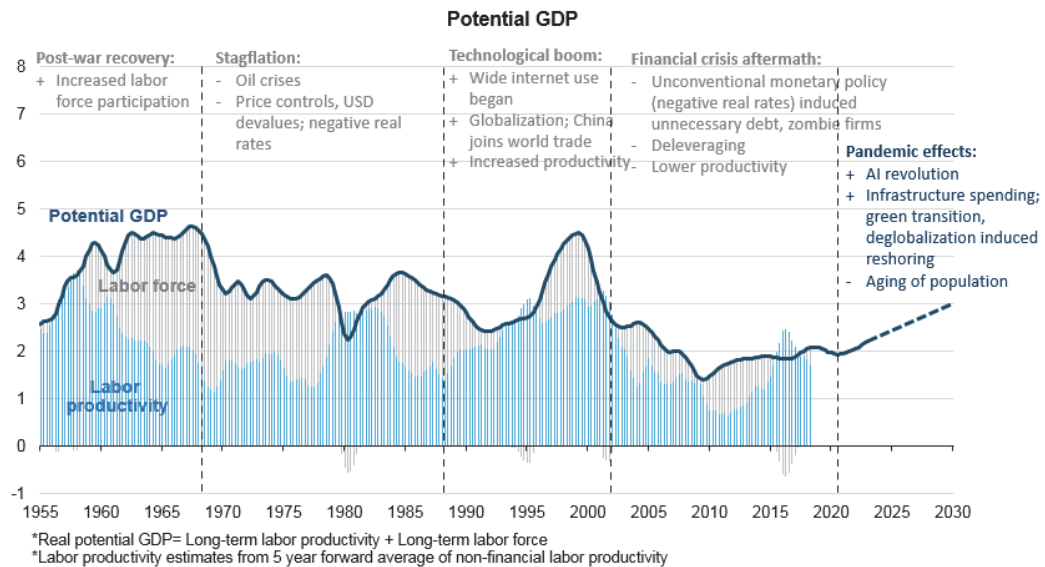
แผนภาพที่ 4: ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจ (Potential GDP growth) Real GDP กับ r-star มีความสัมพันธ์ร่วมกันตามวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยในภาวะถดถอยเศรษฐกิจ Real GDP จะลดลงมากกว่า Potential GDP และ r-star แต่เมื่อเข้าสู่ช่วงฟื้นตัว Real GDP จะเติบโตเร็วกว่า ดังนั้น ในระยะยาว r-star และ Potential GDP มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น แต่มีความผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจในระยะสั้น

R-star is the real interest rate that would prevail when the macro economy is in its natural, long-term equilibrium at which the actual GDP growth rate equals its potential rate



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

แผนภาพที่ 5: การลงทุนด้านปัญญาประดิษฐ์ (AI) และเทคโนโลยีใหม่ๆ ในขณะที่ภาครัฐมีการสนับสนุนการลงทุนขนาดใหญ่ จะเป็นปัจจัยหนุนให้ผลิตภาพและ Potential GDP สูงขึ้นในระยะข้างหน้า



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

## Fed ประเมิน R-star อยู่ต่ำกว่า

คณะกรรมการ Fed ส่วนใหญ่เห็นพ้องเป็นเสียงเดียวกันว่าอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมสำหรับเศรษฐกิจระยะยาว (Nominal neutral rate) อยู่สูงขึ้นไปกว่าเดิมที่ประเมินไว้ ซึ่งจาก Dot plot

เดือน มี.ค. ซึ่งว่าคณะกรรมการประเมินอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะยาว (Longer-run rate) อยู่ที่กรอบ 2.4-3.8% ซึ่งเมื่อหักลบอัตราเงินเฟ้อที่ 2% ออกไป จะได้ R-star ซึ่งอยู่ในรูป Real term ที่ระดับประมาณ 0.4-1.8%

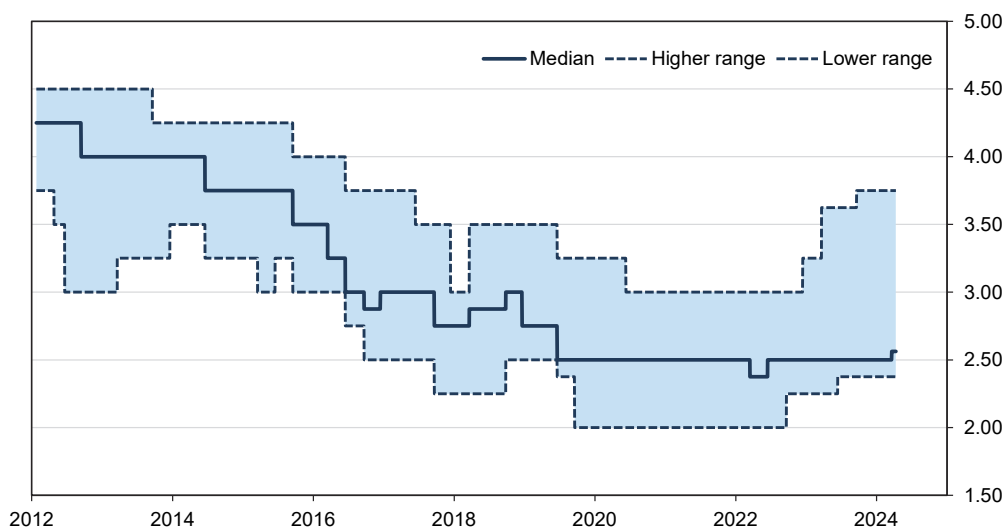
**แผนภาพที่ 6: คณะกรรมการ Fed ส่วนใหญ่เห็นพ้องเป็นเสียงเดียวกันว่าอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมสำหรับเศรษฐกิจระยะยาว (Nominal neutral rate) หรือ R-star อยู่สูงขึ้นไปกว่าเดิมที่ประเมินไว้**

<b>Fed Chair</b> Jerome Powell	"It is certainly possible that the neutral rate at this moment is higher than that, and that's part of the explanation for why the economy has been more resilient than expected."
<b>Richmond Fed</b> Tom Barkin	"If the economy is running above potential at 5.25% [nominal] interest rates, then that suggests to me that the neutral rate might be higher than we've thought."
<b>New York Fed</b> John Williams	"If AI gives us a decade of rapid productivity growth, that would raise estimates of r-star."
<b>San Francisco Fed</b> Mary Daly	"...Now I see reasons that it could have gone up a little bit, so my ballpark is between +0.5% and +1.0% so that's a nominal neutral between 2.5% and 3%"
<b>Cleveland Fed</b> Loretta Mester	Higher productivity growth and greater investment, notably in technologies relating to climate change, had led her to shift her view (longer-run fed funds rate of 3 percent) after spending "a long time" at 2.5 per cent.
<b>Minneapolis Fed</b> Neel Kashkari	"It is possible, at least during the post-pandemic recovery period, that the policy stance that represents neutral has increased."
<b>Treasury Secretary</b> Janet Yellen	"The strength of the economy also suggests that perhaps productivity growth and potential output growth have increased, and the level would be higher."

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

**แผนภาพที่ 7: คณะกรรมการ Fed ปรับประเมิน Longer-run rate ขึ้น จากกรอบ 2-3% เป็น 2.4-3.8% ทำให้ค่าเฉลี่ย (Median) ปรับขึ้นจาก 2.5% เป็น 2.6%**

FOMC projections for longer-run Fed Funds rate



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

**ผลกระทบต่อตลาดการลงทุน หลัง Fed ปรับ Longer-run rate ขึ้น**

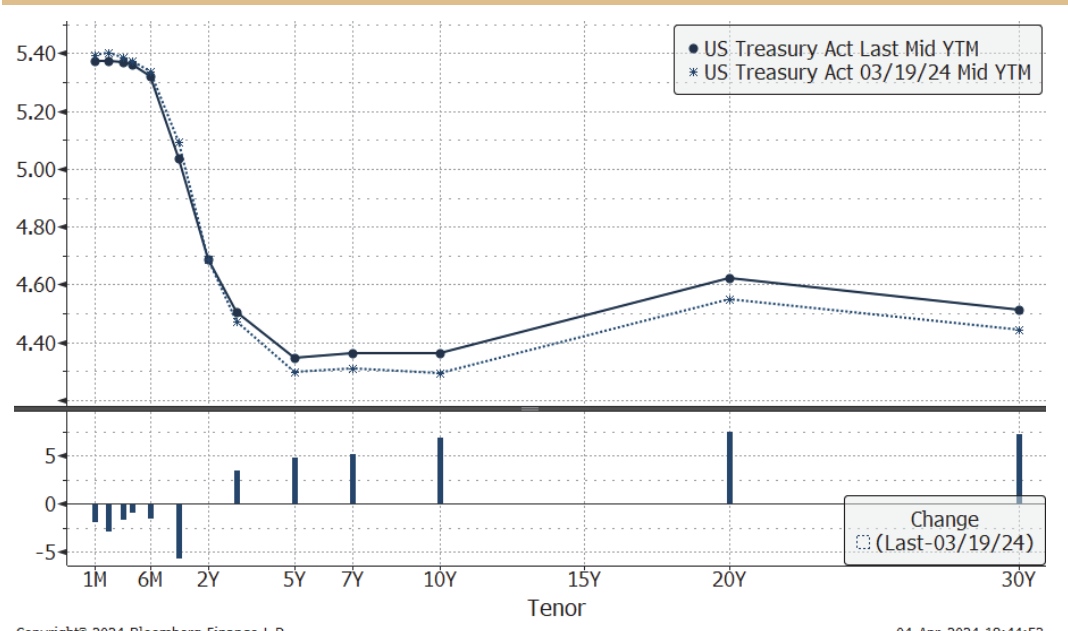
ในภาวะที่ Fed ต้องการดำเนินนโยบายแบบตึงตัว (Contractionary) Fed จะกำหนดอัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงกว่า Neutral rate เป็นการกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจ และเงินเฟ้อลดลง ในทางกลับกัน เมื่อดำเนินนโยบายแบบขยายตัว (Expansionary) Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่า Neutral rate เพื่อผลักดันให้เกิดการเติบโตของเศรษฐกิจและหมุนเงินเพื่อ

การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายระยะยาว (Longer-run rate) ขึ้น เป็นการส่งสัญญาณว่า Fed ประเมินอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมกับเศรษฐกิจระยะยาว (Nominal neutral rate) สูงขึ้น หมายความว่า Fed จำเป็นต้องปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงขึ้นกว่าเดิม เพื่อให้ได้ระดับความเข้มงวดเท่าเดิม ในทางกลับกัน Fed ก็ไม่จำเป็นต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปต่ำเท่าเดิม เพื่อให้ภาวะการเงินผ่อนคลายลง

Bond yield ระยะยาว ซึ่งเปรียบเสมือนค่าเฉลี่ยระยะยาวของขาขึ้นและลงของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จึงได้รับผลกระทบโดยตรงจากการปรับขึ้น Longer-run rate ดังจะเห็นได้จาก Treasury yield curve โดยเฉพาะช่วงอายุยาว (10 ปีขึ้นไป) ที่ปรับเพิ่มขึ้นแรงหลังการประชุม Fed ในเดือน มี.ค.

ตลาดในปัจจุบันประเมิน r-star อยู่ในระดับสูงเท่ากับกรอบสูงสุดของ Longer-run rate ที่คณะกรรมการ Fed ประเมินสะท้อนได้จากสัญญาอัตราดอกเบี้ยแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอายุ 5 ปี ในอีก 5 ปีข้างหน้า (5Y5Y OIS Forward Swap) ซึ่งอยู่ที่ระดับ 3.8% ทำให้ Bond yield ระยะยาว น่าจะเพิ่มขึ้นได้จำกัดในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม ทิศทาง Longer-run rate ที่กลับมาเป็นขาขึ้น จะเป็นปัจจัยหนุนให้ Bond yield ระยะยาวอยู่ในระดับสูงกว่าวัฏจักรดอกเบี้ยในรอบก่อน หรือในช่วง 10 ปี ก่อนการระบาดของ COVID-19

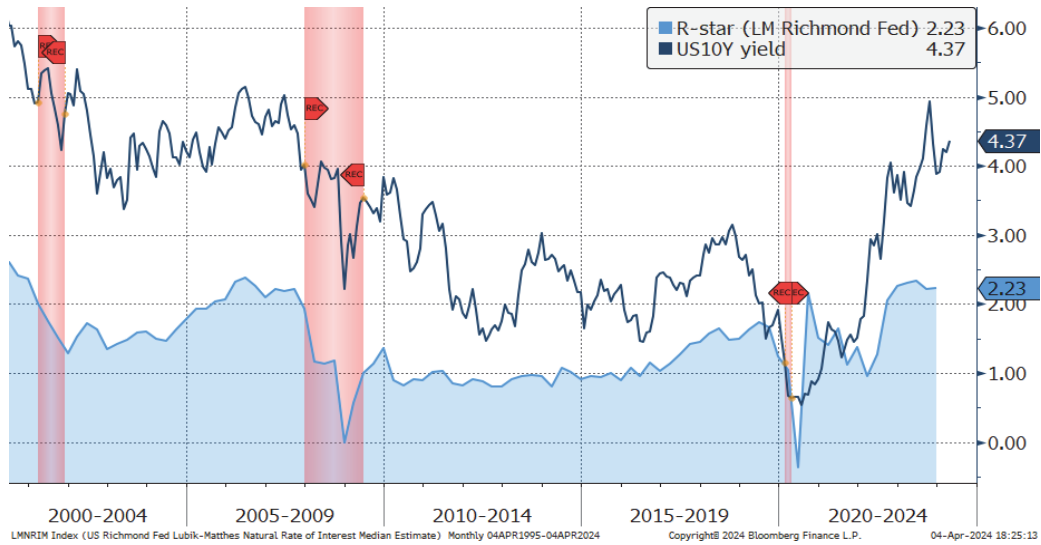
**แผนภาพที่ 8: Bond yield โดยเฉพาะช่วงอายุยาว (10 ปีขึ้นไป) ปรับเพิ่มขึ้นแรงหลังการประชุม Fed ในเดือน มี.ค.**



Copyright © 2024 Bloomberg Finance L.P. 04-Apr-2024 18:44:53

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

แผนภาพที่ 9: Bond yield ระยะยาว เคลื่อนไหวสอดคล้องกับ r-star



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

แผนภาพที่ 10: ตลาดประเมินอัตราดอกเบี้ยระยะยาวสูงกว่า Fed



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

# ตลาดหุ้น

Bond yield ที่ปรับขึ้นสูงอย่างรวดเร็ว เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงในรอบนี้ เราประเมินว่าทุกๆ การเพิ่มขึ้นของ Bond yield +10bps ตลาดหุ้นจะปรับลดลง -0.8% ทั้งนี้ ถึงแม้ตลาดหุ้นจะมีการปรับฐานลงมาที่ระดับ S&P500 ราว 4,900 แต่ Valuation ยังอยู่ในระดับที่แพง เมื่อประเมินโดยใช้ Earnings yield gap

## Bond yield ปรับขึ้นสูงตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

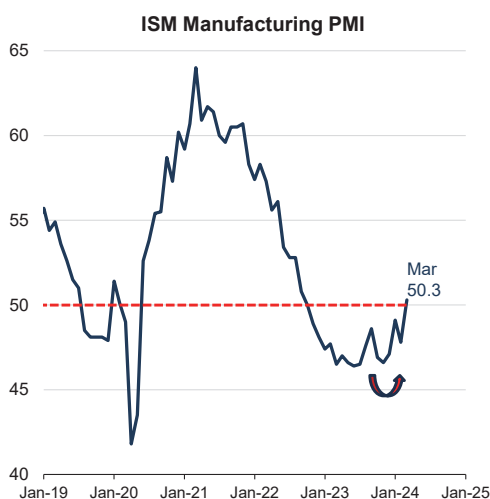
Bond yield ปรับขึ้นแต่ละระดับ 4.7% ในช่วงเดือน เม.ย. ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง สะท้อนให้เห็นในดัชนีผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ซึ่งกลับมาขยายตัวเหนือระดับ 50 เป็นครั้งแรกในรอบ 16 เดือน หลังจากก่อนหน้านี้ อยู่ในภาวะหดตัวเป็นเวลานาน นับเป็นสัญญาณบวกที่สำคัญต่อการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ขณะเดียวกันการจ้างงาน

นอกภาคเกษตร (Nonfarm payrolls) กลับมาเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนความต้องการแรงงานที่สูงในตลาดแรงงานสหรัฐฯ ซึ่งจะสนับสนุนรายได้ และการใช้จ่ายของผู้บริโภค เป็นปัจจัยหนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวม

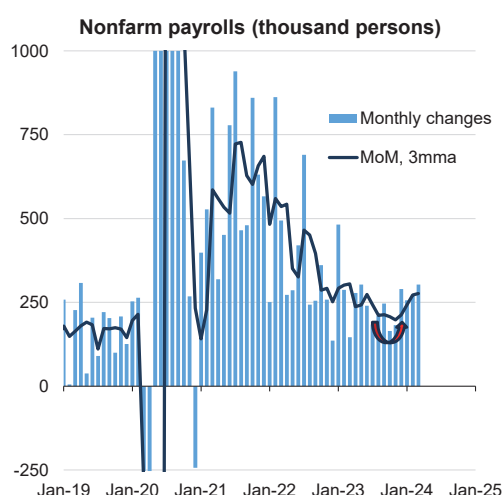
การฟื้นตัวทั้งในภาคการผลิตและตลาดแรงงาน แสดงให้เห็นถึงความยืดหยุ่นของเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้จะต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นอย่างมากจากการดำเนินนโยบายการเงินเข้มงวดของธนาคารกลาง

## แผนภาพที่ 11: เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น ถึงแม้นโยบายการเงินจะตึงตัวขึ้นมาก

US manufacturing moved into expansion for the first time in 16 months



Job hiring accelerated and exceeded expectations



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

**คาดการณ์เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น กดดันให้ Fed แสดงท่าทีเข้มงวดมากขึ้น**

หลังจากที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเมื่อต้นปี 2022 เพื่อสกัดแรงกดดันเงินเฟ้อ ตลาดคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะคลายลง สะท้อนให้เห็นในคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคต (Breakeven inflation) ระยะ 1-2 ปีที่ปรับลดลงจากระดับ 5-6% ลงสู่ระดับ 2% สอดคล้องกับเป้าหมายของ Fed แต่แล้วคาดการณ์เงินเฟ้อกลับพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็วอีกครั้งในช่วง 3-4 เดือนที่ผ่านมา โดยล่าสุดอยู่ที่ 3% และ 4% สำหรับคาดการณ์เงินเฟ้อระยะ 2 ปี และ 1 ปีตามลำดับ

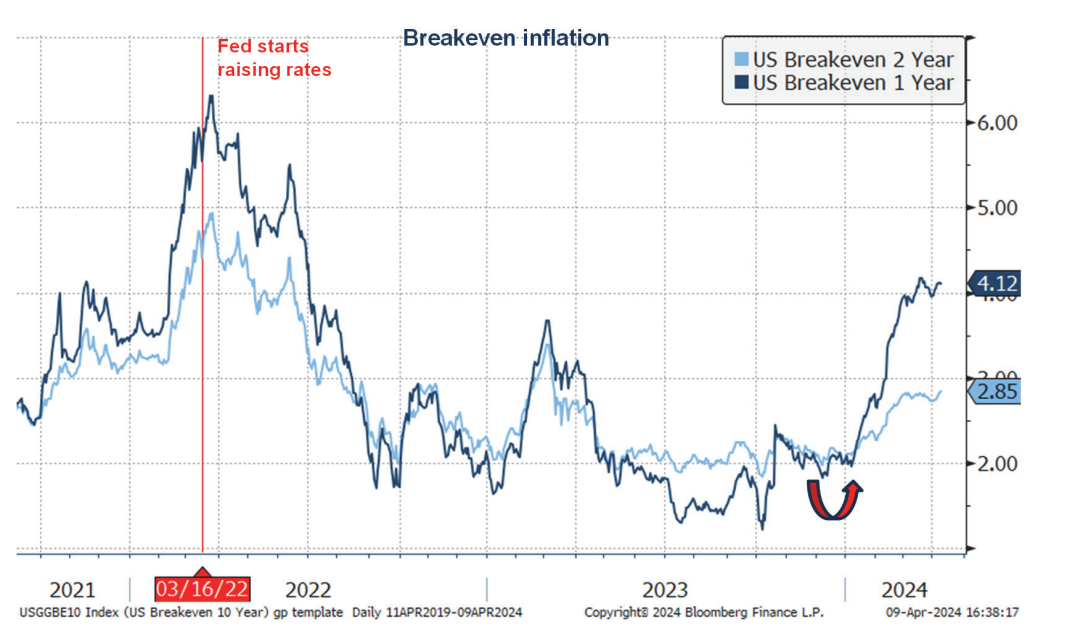
การปรับตัวเพิ่มขึ้นของความคาดหวังเงินเฟ้อถือเป็นสัญญาณเตือนภัยร้ายแรงต่อธนาคารกลาง เนื่องจากหากประชาชนเริ่มคาดหวังว่าเงินเฟ้อจะอยู่ในระดับสูงตลอดไป พฤติกรรมการบริโภคและการตั้งราคาสินค้า/บริการก็จะสอดคล้องกับความคาดหวังนั้น (ตามทฤษฎีเศรษฐกิจศาสตร์ Wage-price spiral) โดยประชาชนจะเรียกร้องค่าจ้างที่สูงขึ้น ผู้ประกอบการจะตั้งราคา

สินค้าที่แพงขึ้น ทำให้เงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้นไม่มีที่สิ้นสุด

นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ในปัจจุบัน ยังทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3% ต่อเนื่องมาตั้งแต่กลางปีก่อน และล่าสุดเดือน มี.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 3.5% สูงสุดในรอบ 6 เดือน ไม่ได้มีแนวโน้มลดลงเหมือนช่วงที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 หากอัตราเงินเฟ้อ (CPI) ยังเพิ่มขึ้นที่อัตราเฉลี่ยในช่วง 3 และ 6 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งก็คือ 0.4%MoM และ 0.3%MoM ตามลำดับ อัตราเงินเฟ้อ ณ ลี้นปี จะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น อยู่ที่ระดับสูงถึง 4-5% ห่างไกลจากเป้าหมายของ Fed ที่ 2% มากขึ้น

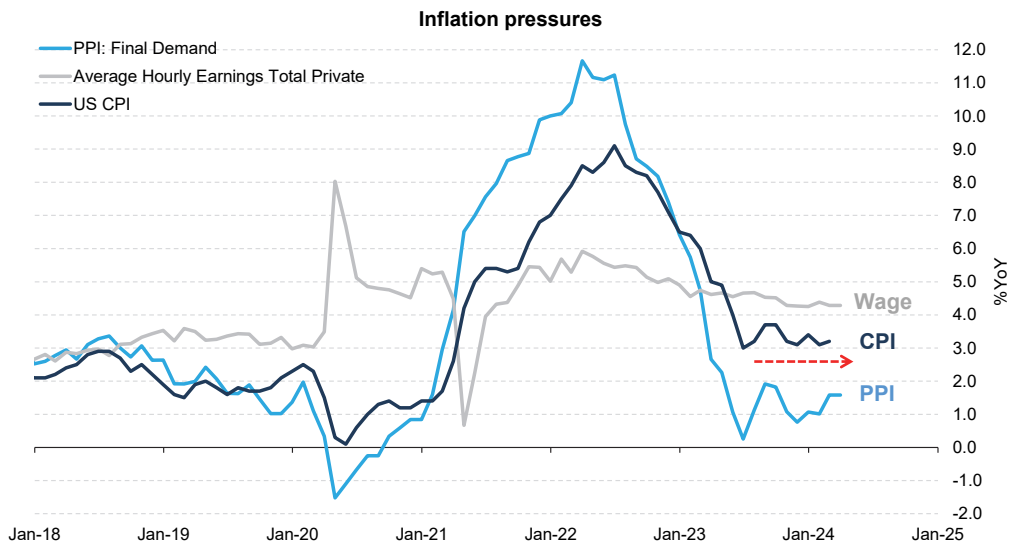
เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น และคาดการณ์เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น เป็นปัจจัยกดดันให้อัตราเงินเฟ้อกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ด้วยเหตุนี้ Fed จำเป็นต้องแสดงจุดยืนที่เข้มงวดมากขึ้น หรือที่เรียกว่า Hawkish เพื่อสกัดการคาดการณ์เงินเฟ้อของตลาด โดยส่งสัญญาณว่าอาจไม่ปรับลดดอกเบี้ยลงมากตามที่ส่งสัญญาณก่อนหน้านี้ และคงระดับดอกเบี้ยสูงไว้นานกว่าที่เคยประเมินไว้

**แผนภาพที่ 12: คาดการณ์เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น กดดันให้ Fed แสดงท่าทีเข้มงวดมากขึ้น**



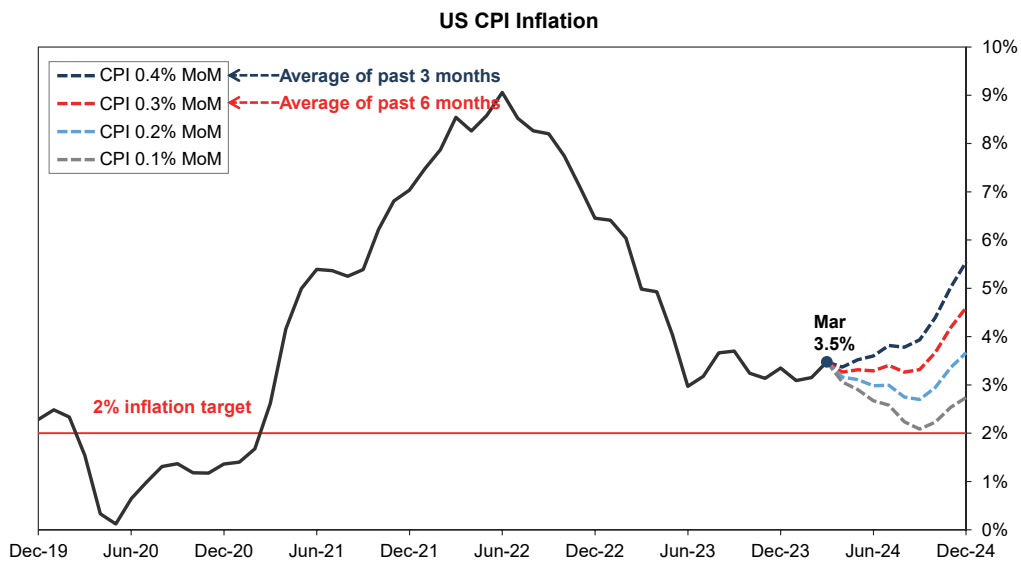
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 13: อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3% ต่อเนื่องมาตั้งแต่กลางปีก่อน ไม่ได้มีแนวโน้มลดลงเหมือนช่วงที่ Fed เริ่มต้นปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 แล้ว



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

แผนภาพที่ 14: หากอัตราเงินเฟ้อ (CPI) ยังเพิ่มขึ้นที่อัตราเฉลี่ยในช่วง 3 และ 6 เดือนที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อ ณ สิ้นปี จะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น อยู่ที่ระดับสูงถึง 4-5% ห่างไกลจากเป้าหมายของ Fed ที่ 2% มากขึ้น



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



**ทุกๆการเปลี่ยนแปลงของ Bond yield 10bps ตลาดหุ้นจะปรับตัว 0.8%**

เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นและเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ตลาดปรับแนวโน้มดอกเบี้ย จากเดิมช่วงต้นปีที่ผ่านมา คาดว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายถึง 6 ครั้ง เหลือเพียง 1 ครั้งในปี การปรับลดการคาดการณ์ดอกเบี้ยดังกล่าว ส่งผลให้ Bond yield ปรับสูงขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา และส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับฐานลง เราเชื่อว่านโยบายการเงินจะยังเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดทิศทางตลาดหุ้นในปี การเปลี่ยนแปลงของตลาดหุ้นในเปอร์เซ็นต์ที่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของ Bond yield จะวัดผลว่าตลาดหุ้นมีการตอบสนองต่อทิศทางนโยบายในระดับที่เหมาะสมแล้วหรือไม่

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของ

Bond yield และค่า Forward P/E ของดัชนี S&P 500 โดยใช้ Regression model จากข้อมูลตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2023 - มี.ค. 2024 พบว่าทุกๆการเปลี่ยนแปลงของ Bond yield 10bps ค่า Forward P/E จะปรับตัว 0.8% หรืออีกนัยหนึ่งคือ ทุกๆการเพิ่มขึ้นของ Bond yield +10bps ตลาดหุ้นจะปรับลดลง -0.8%

สูตรความสัมพันธ์ดังกล่าว ได้รับการพิสูจน์ในการปรับฐานล่าสุด โดย Bond yield ซึ่งปรับขึ้นมาในรอบนี้ราว +70bps ซึ่งตลาดหุ้นควรปรับฐานลง 5-6% ใกล้เคียงกับการปรับฐานลงในรอบนี้ ซึ่งตลาดหุ้นปรับลดลงจากจุดสูงสุดมา -5.5% ทำจุดต่ำสุดที่ 4,967 จุด ในวันที่ 19 เม.ย. ที่ผ่านมา ซึ่งว่าการปรับฐานของตลาดหุ้นในรอบนี้เป็น การตอบสนองที่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของคาดการณ์นโยบายการเงิน

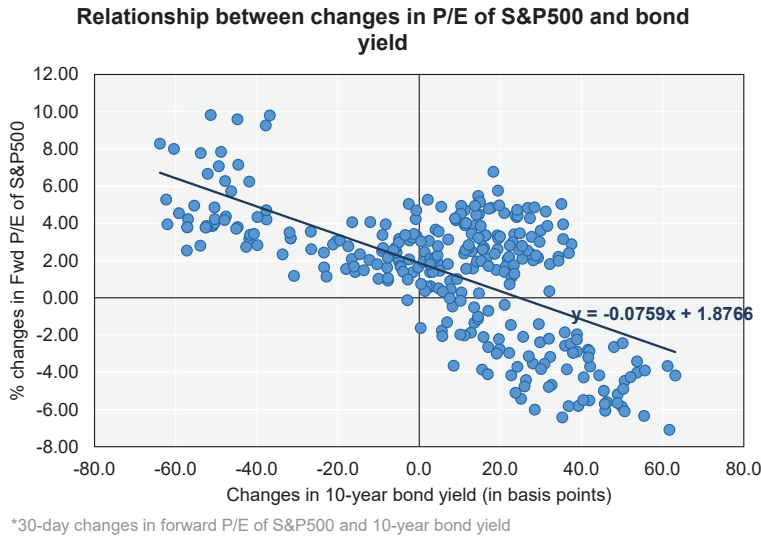
**แผนภาพที่ 15: ภาพการปรับฐานลงของตลาดหุ้นในรอบนี้ คล้ายกับการปรับฐานในช่วงเดือน ส.ค.-ต.ค. ปีก่อน**



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

**แผนภาพที่ 16: ทุกๆการเปลี่ยนแปลงของ Bond yield 10bps ตลาดหุ้นจะปรับตัว 0.8%**

A 10bps rise in bond yield would decrease PER by 0.76%



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

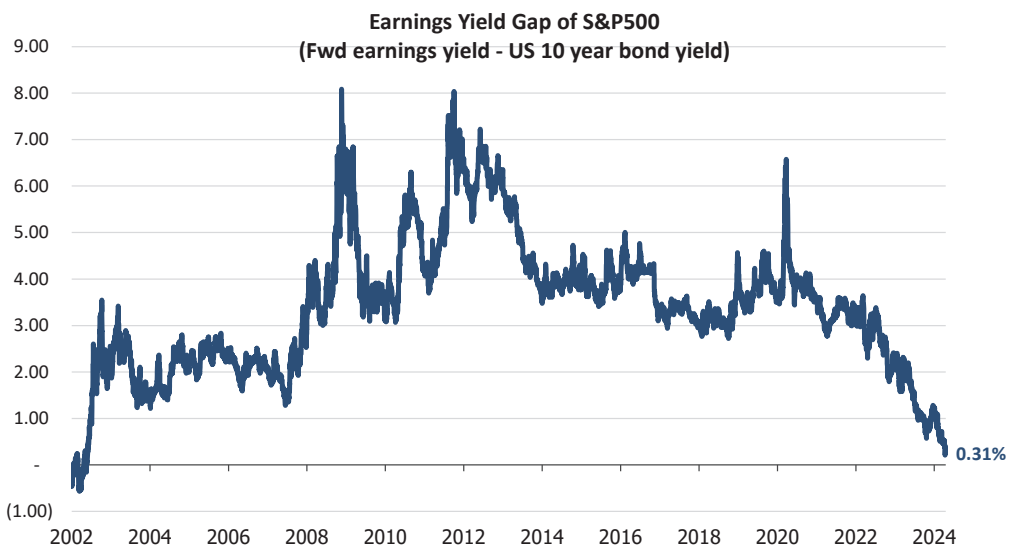
**Bond yield ขึ้นสูง แต่ Earnings yield gap กลับลดลงต่ำสุดตั้งแต่ปี 2002**

ถึงแม้ตลาดหุ้นจะมีการปรับฐานลงในระดับที่เหมาะสม แต่หากเทียบ Valuation จาก Earnings yield gap กลับแพงขึ้น โดย Earnings yield gap ซึ่งก็คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนใน S&P 500 (Earnings yield หรือ ส่วนกลับของค่า Forward P/E ratio) กับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร (Bond yield อายุ 10 ปี) ลดลงเป็น 0.3% ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2002

โดยถึงแม้ Earnings yield จะเพิ่มขึ้นเป็น 5% (ค่า Forward P/E ลดลงเป็น 20.2 เท่า) แต่ Bond yield กลับเพิ่มขึ้นมากกว่าเป็น 4.7% ทำให้ Earnings yield gap ลดลง

Earnings yield gap ที่แคบลง จนมาอยู่ที่ระดับใกล้ 0% สะท้อนมุมมองของตลาดซึ่งประเมินผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Equity risk premium) หรือในอีกนัยหนึ่งคือ ความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นใกล้เคียงกับพันธบัตร ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุผลนัก ทำให้เรามองว่าตลาดหุ้น ณ ระดับปัจจุบันที่ราว 4,900 จุด ยังอยู่ในระดับที่แพงอยู่ 🤖

**แผนภาพที่ 17: Earnings yield gap ลดลงต่ำสุดตั้งแต่ปี 2002**



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

# ตลาดตราสารหนี้

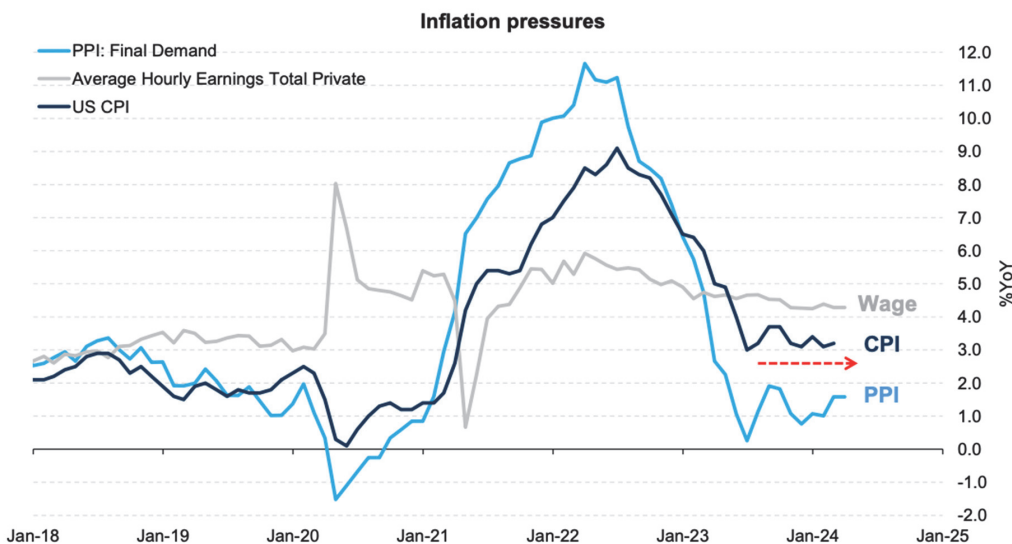
ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ปรับสูงขึ้นมากกว่าที่เราคาดในเดือน เม.ย. 2024 (4.7% vs. คาด 4.5%) จากตัวเลขเงินเฟ้อที่มีความหนืด ประกอบกับแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังคงเติบโตในอัตราที่เทียบเท่าหรือสูงกว่าศักยภาพ ขณะที่อุปทานของพันธบัตรระยะยาวที่เพิ่มสูงขึ้นส่งผลกระทบต่อสภาพคล่อง และสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Term premium มองไปข้างหน้า เรายังคงมองว่า Bond yield ในระดับปัจจุบันได้สะท้อนปัจจัยเสี่ยงดังกล่าว และอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงแล้ว จึงคาดว่า Bond yield น่าจะทำจุดสูงสุดของปีภายในไตรมาส 2/2024 ก่อนจะทยอยปรับลดลงสู่ระดับ 4.0% ในช่วงสิ้นปี

## ตลาดเริ่มมองค่า R-Star ที่สูงขึ้น เป็นปัจจัยกดดันเชิงบวกต่อ Bond yield ในช่วงที่ผ่านมา

สหรัฐฯ รายงานเงินเฟ้อสูงกว่าที่ตลาดคาดติดต่อกันหลายเดือน ประกอบกับแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับเทียบเท่า หรือเหนือกว่าศักยภาพระยะยาว (ประมาณ 2% ต่อปี) อย่างต่อเนื่อง ทำให้ตลาดกลับมาตั้งคำถามถึงสภาวะการเงิน

(Financial conditions) ว่าอาจไม่ได้มีความตึงตัวมากอย่างที่เคยคาด ความกังวลต่อเงินเฟ้อระลอกใหม่ดูเหมือนจะส่งผลให้การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเกิดได้ช้าขึ้น และ Fed อาจไม่มีความจำเป็นต้องลดดอกเบี้ยลงจากระดับปัจจุบันมากนัก เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ Bond yield ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

แผนภาพที่ 18: เงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) มีแนวโน้มทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 3%



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

แผนภาพที่ 19: ตลาดคาด Fed น่าจะลดดอกเบี้ยได้เพียง 1-2 ครั้ง (-25 ถึง -50 bps) ในปีนี้

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
5/1/2024			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
6/12/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	16.4%	83.1%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.8%	38.4%	55.6%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.7%	20.8%	46.3%	30.0%
11/7/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.3%	27.3%	42.2%	22.4%
12/18/2024	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	16.4%	34.1%	33.2%	12.2%
1/29/2025	0.0%	0.1%	1.4%	7.7%	21.9%	33.8%	26.7%	8.4%
3/19/2025	0.0%	0.6%	4.0%	13.5%	26.8%	30.9%	19.2%	5.0%
4/30/2025	0.2%	1.5%	6.5%	17.0%	27.8%	27.8%	15.5%	3.7%

ที่มา: CME Group, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ใน TIPS ฉบับที่แล้วเราได้พูดถึงอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางในระยะยาว (Long term neutral rate, R-Star) หรืออัตราดอกเบี้ยธรรมชาติที่ไม่เป็นการกระตุ้นหรือชะลอเศรษฐกิจที่ได้ปรับสูงขึ้นหลังจากวิกฤติ Covid-19 ทำให้ปลายหางของการลดดอกเบี้ยหรือ Terminal rate อาจไม่ต่ำเช่นในอดีต โดยในช่วงที่ผ่านมา ก็มีการพูดถึงประเด็นดังกล่าวนี้มากขึ้นทั้งจากนาย Powell และกรรมการ Fed คนอื่นๆ ทำให้ตลาดเริ่มทำการประเมินถึง R-Star ใหม่ ส่งผลโดยตรงต่อผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป

ในปัจจุบัน หากดูจากอัตราผลตอบแทนของตราสาร OIS Swap 5Y5Y หรือคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยโดยเฉลี่ย 5 ปี เริ่มนับจากอีก 5 ปีจากปัจจุบัน ที่ 3.8% หากให้สมมุติฐานเงินเฟ้อระยะยาวที่ 2.0-2.5% จะเท่ากับว่าตลาดกำลังให้น้ำหนัก R-Star ที่ราว 1.0-1.5% ซึ่งจัดว่าค่อนข้างสูงแล้วเมื่อเทียบกับ Fed ที่ยังคงมองประมาณ 0.5% เราจึงคาดว่าความเสี่ยงด้านสูงต่อ Bond yield จากประเด็นแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยระยะยาวค่อนข้างจำกัดแล้ว

แผนภาพที่ 20: กรรมการ Fed หลายคนเริ่มออกมาให้ความเห็นถึงแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยธรรมชาติระยะยาวหรือ R-Star ที่เปลี่ยนไป

<b>Fed Chair</b> Jerome Powell	"It is certainly possible that the neutral rate at this moment is higher than that, and that's part of the explanation for why the economy has been more resilient than expected."
<b>Richmond Fed</b> Tom Barkin	"If the economy is running above potential at 5.25% [nominal] interest rates, then that suggests to me that the neutral rate might be higher than we've thought."
<b>New York Fed</b> John Williams	"If AI gives us a decade of rapid productivity growth, that would raise estimates of r-star."
<b>San Francisco Fed</b> Mary Daly	"...Now I see reasons that it could have gone up a little bit, so my ballpark is between +0.5% and +1.0% so that's a nominal neutral between 2.5% and 3%"
<b>Cleveland Fed</b> Loretta Mester	Higher productivity growth and greater investment, notably in technologies relating to climate change, had led her to shift her view (longer-run fed funds rate of 3 percent) after spending "a long time" at 2.5 per cent.
<b>Minneapolis Fed</b> Neel Kashkari	"It is possible, at least during the post-pandemic recovery period, that the policy stance that represents neutral has increased."
<b>Treasury Secretary</b> Janet Yellen	"The strength of the economy also suggests that perhaps productivity growth and potential output growth have increased, and the level would be higher."

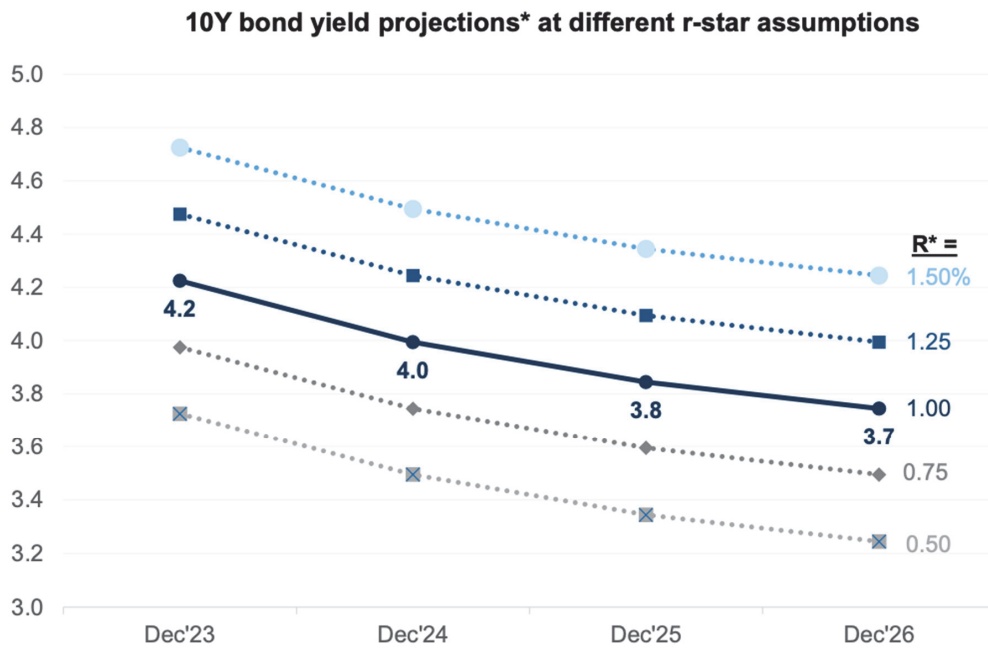
ที่มา: Federal Reserve, FT, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 21: ตลาดกำลังให้น้ำหนัก R-Star ที่ราว 1.0-1.5% ซึ่งจัดว่าค่อนข้างสูงแล้วเมื่อเทียบกับ Fed ที่ยังคงมองประมาณ 0.5%



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

แผนภาพที่ 22: ในกรณีฐาน เราคาดอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีที่ 4.0% ในปลายปีนี้ โดยใช้ R-Star ที่ 1.0%



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU), Assumes term premium = 0.7%

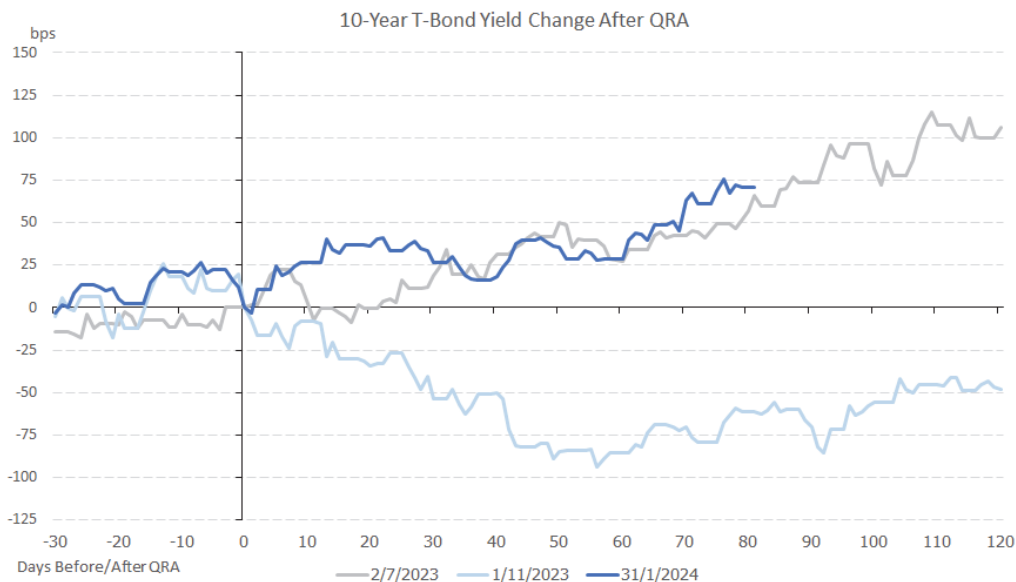
## ติดตามรายงานแผนการกู้ยืมของรัฐบาลสหรัฐฯ สำหรับไตรมาส 3/2024

กระทรวงการคลังสหรัฐฯ จะออกจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป (Net coupon issuance) ในไตรมาสที่ 2/2024 เป็นจำนวน 447,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่าไตรมาส 1/2024 ที่ 318,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ราว 40% เป็นผลเสียต่อสภาพคล่องโดยรวม และสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Bond yield อย่างไรก็ดี ในรายงานแผนการกู้ยืม (Quarterly Refunding Announcement: QRA) ครั้งล่าสุด ก.คลัง ได้ระบุว่าไม่น่าจะมีความจำเป็นต้องเพิ่มจำนวนการกู้ยืมหลังจากนี้แล้ว ทำให้เรามองว่าผลกระทบจากอุปทานของพันธบัตรต่อ Bond yield

น่าจะสูงที่สุดในไตรมาส 2 และคาดว่า Bond yield น่าจะทำจุดสูงสุดของปีภายในไตรมาสนี้เช่นกัน

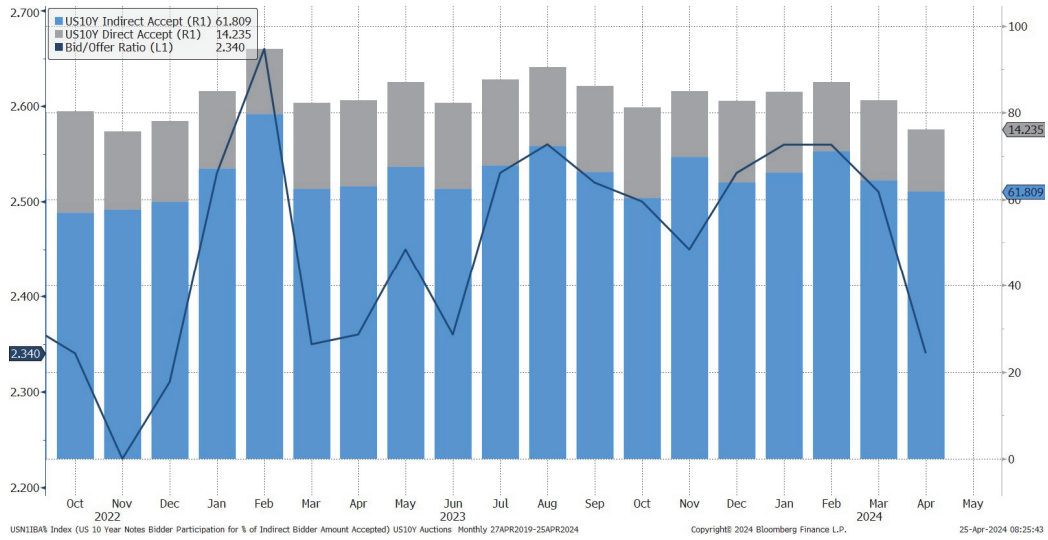
สำหรับระยะข้างหน้า เรามองว่าตลาดกำลังให้ความสนใจกับการแถลงแผนการกู้ยืมสำหรับไตรมาส 3/2024 ซึ่งจะเปิดเผยในวันที่ 1 พ.ค. นี้ โดยหาก ก.คลัง ออกมาให้สัญญาณอีกครั้งถึงอุปทานพันธบัตรระยะยาว โดยเฉพาะพันธบัตรอายุ 10-30 ปีจะไม่เพิ่มขึ้นอีกในปีนี้ก็น่าจะเป็นปัจจัยบวก ช่วยลดแรงกดดัน และทำให้ Bond yield ททยอยปรับลดลงหลังจากไตรมาสนี้ได้ ขณะที่หากผลลัพธ์ของ QRA ออกมาในทิศทางตรงกันข้าม ก็จะสร้างความเสี่ยงด้านสูงเพิ่มเติมต่อทิศทาง Bond yield หลังจากนั้น

แผนภาพที่ 23: Bond yield ปรับเพิ่มขึ้นหลังแถลงการณ์แผนการกู้ยืมของกระทรวงการคลังสหรัฐฯ ไตรมาสที่ 2/2024 ในระดับที่ใกล้เคียงกับไตรมาส 3/2023



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

**แผนภาพที่ 24: ผลการประมูลพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ชนิดอายุ 10 ปี ในเดือน เม.ย. ออกมาค่อนข้างย่ำแย่ สะท้อนผ่านอุปสงค์จากทั้งใน (Direct Bidder) และนอกสหรัฐฯ (Indirect Bidder) ที่ลดลง ทำให้สัดส่วน Bid to Cover Ratio (เส้นสีดำ) ลดลงต่ำสุดในรอบราวปีครึ่ง**



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

# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำปรับขึ้นแรงจากประเด็นความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลและอิหร่าน ซึ่งหากประเด็นนี้ไม่ได้มีความรุนแรงมากขึ้น เรามองว่าราคาทองคำน่าจะอยู่ที่ระดับ 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วง 1-2 เดือนนี้ สำหรับราคาน้ำมัน เรามองราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงกลางปี จากอุปสงค์ที่เพิ่มสูงขึ้นจากปัจจัยตามฤดูกาล ด้านปัจจัยเชิงภูมิรัฐศาสตร์ อาจทำให้ความผันผวนของราคาเพิ่มสูงขึ้น แต่ไม่ส่งผลต่อราคาอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ

## ทองคำ

### ราคาทองคำพุ่งขึ้น หลังอิหร่านยิงโจมตีอิสราเอล

ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นแรง +10% แต่ระดับสูงสุดตลอดกาลที่ 2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงเดือน เม.ย. หลังสงครามอิสราเอล-อิหร่านรุนแรงขึ้น โดยความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลและอิหร่านเป็นประเด็นที่ยืดเยื้อต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน ต.ค. 2023 ซึ่งเริ่มหลังกลุ่มฮามาส ที่สนับสนุนโดยอิหร่านเปิดฉากโจมตีอิสราเอล แต่การโจมตีกลับหลังจากนั้นไม่ได้เกิดขึ้นโดยตรง

จนกระทั่งวันที่ 1 เม.ย. ที่ผ่านมา ซึ่งอิสราเอลส่งเครื่องบินรบโจมตีทางอากาศไปยังสถานกงสุลของอิหร่านในเมืองดามัสกัส ประเทศซีเรีย ซึ่งเป็นเมืองศักดิ์สิทธิ์ที่สำคัญของชาวมุสลิม ทำให้อิหร่านส่งโดรนและยิงขีปนาวุธเข้าโจมตีอิสราเอลในวันที่ 12 เม.ย. นับเป็นการเปิดศึกโจมตีโดยตรงเป็นครั้งแรก

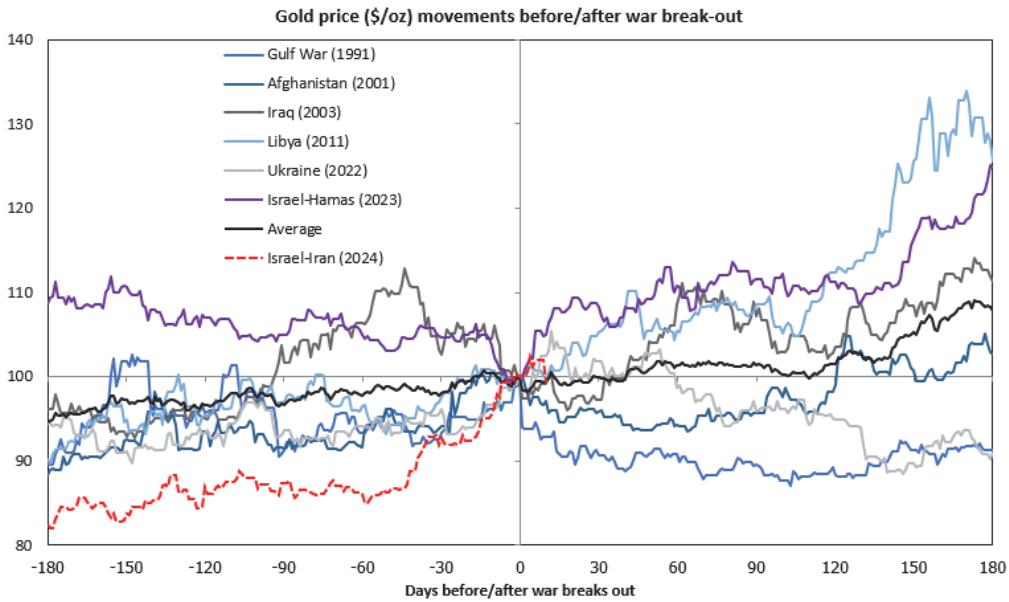
เป็นสัญญาณถึงความรุนแรงที่เพิ่มขึ้น ด้านผู้เชี่ยวชาญความล้มพันธ์ระหว่างประเทศประเด็นสงครามให้ความเห็นว่ามีความเสี่ยงที่จะลุกลามจนเป็นสงครามตะวันออกกลางได้

สงครามที่รุนแรงขึ้น ทำให้ราคาทองคำปรับขึ้นแรง อย่างไรก็ตามก็ดี ตลาดในปัจจุบันประเมินการโจมตีกลับของทั้งสองฝ่ายเป็นเพียงการแสดงศักยภาพ ยังไม่ได้มีเจตนาให้สงครามลุกลาม ทำให้ราคาทองคำปรับลดลงมาราว -4%

ราคาทองคำในช่วงสงครามในอดีต มักจะปรับขึ้นประมาณ +10% ในช่วง 1 เดือนก่อนเกิดการโจมตีหรือการยกระดับความรุนแรง แต่จะมีการเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างทรงตัวหลังจากนั้น โดยจะปรับตัวลงเล็กน้อยราว -5% ในช่วง 1-2 เดือนหลังการโจมตี ดังนั้น ราคาทองคำน่าจะเคลื่อนไหวอยู่ที่ระดับ 2,200-2,400 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วง 1-2 เดือนนี้ หากสถานการณ์ความขัดแย้งไม่ได้รุนแรงขึ้น

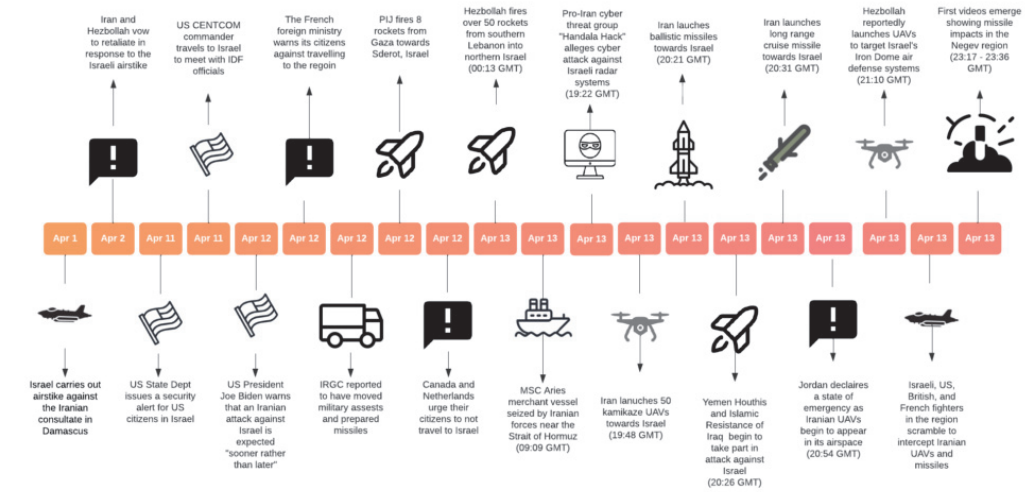


แผนภาพที่ 25: ราคาทองคำในช่วงสงคราม มักจะปรับขึ้นประมาณ +10% ในช่วง 1 เดือนก่อนเกิดการโจมตี แต่จะมีการเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างทรงตัวหลังจากนั้น โดยจะปรับตัวลงเล็กน้อยราว -5% ในช่วง 1-2 เดือนหลังการโจมตี



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU);  
Israel-Iran war rebased as of 12 April 2024

แผนภาพที่ 26: Timeline เหตุการณ์ความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลและอิหร่านในเดือน เม.ย.



FLASHPOINT

ที่มา: Flashpoint.io

เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงกลางปี จากอุปสงค์ที่เพิ่มสูงขึ้นจากปัจจัยตามฤดูกาล ขณะที่ฝั่งอุปทาน เรามอง OPEC จะกลับมาเพิ่มการผลิตในไตรมาส 3/2024 อย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยคาดว่าจะทยอยเพิ่มการผลิตขึ้นเดือนละ 0.1-0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ด้านปัจจัยเชิงภูมิรัฐศาสตร์ เรามองผลกระทบต่อราคาน้ำมันเป็นความเสี่ยงที่อาจมีผลกระทบสูง แต่ความเป็นไปได้ต่ำ (Tail risk) จึงคาดจะเป็นปัจจัยที่ทำให้ความผันผวนของราคาเพิ่มสูงขึ้น แต่ไม่ส่งผลต่อราคาอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปัจจัยพื้นฐานอื่นๆ

**ผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ยังไม่เพิ่มการลงทุนในไตรมาส 1/2024 สะท้อนราคาน้ำมันดิบที่อยู่ต่ำกว่าจุดดุลยภาพ (Equilibrium price)**

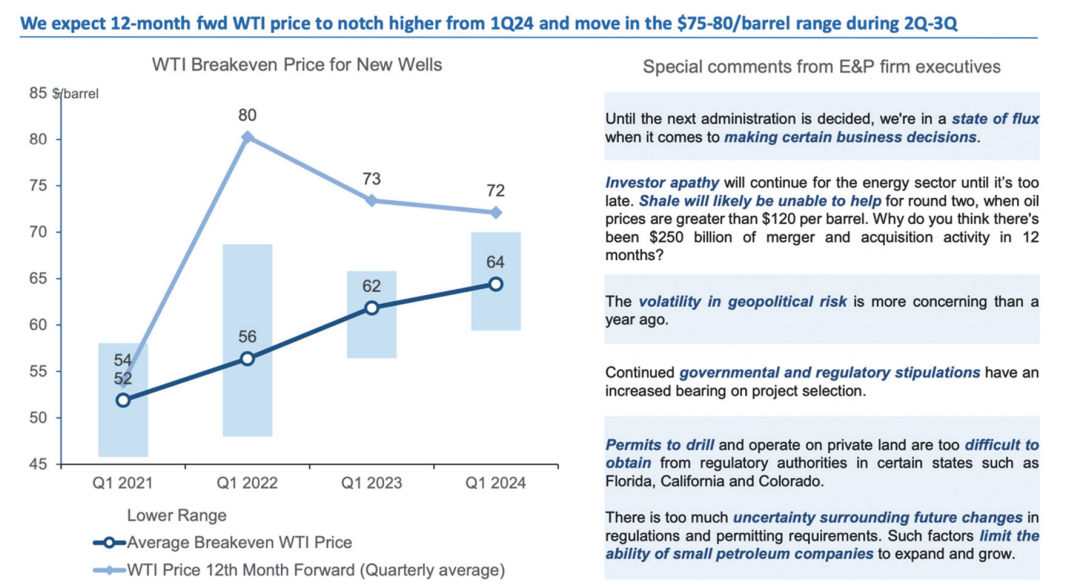
ดัชนีกิจกรรมทางธุรกิจของผู้ผลิตพลังงานในสหรัฐฯ จัดทำแบบสำรวจรายไตรมาสโดย Fed สาขา Dallas (Dallas Fed Energy Survey: Business Activity Index) ประจำไตรมาสที่ 1/2024 ลดลง -1.6 จุด เป็น 2.0 จุด สะท้อนระดับกิจกรรมการ

ผลิตพลังงานในสหรัฐฯ ที่อยู่ในเกณฑ์แทบไม่เปลี่ยนแปลงจากไตรมาสก่อนหน้า (Essentially unchanged)

โดยหากวิเคราะห์เจาะจงไปที่บริษัทค้นหาและผลิตพลังงาน (E&P Firms) จะพบว่าระดับกิจกรรมอยู่ในเกณฑ์แทบไม่เปลี่ยนแปลงจากไตรมาสก่อนหน้าเช่นเดียวกับดัชนีรวม (ใกล้เคียง 0 จุด) โดยเฉพาะการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาว (Capital Expenditures) และการจ้างงานที่สะท้อนถึงภาพการลงทุนระยะยาว

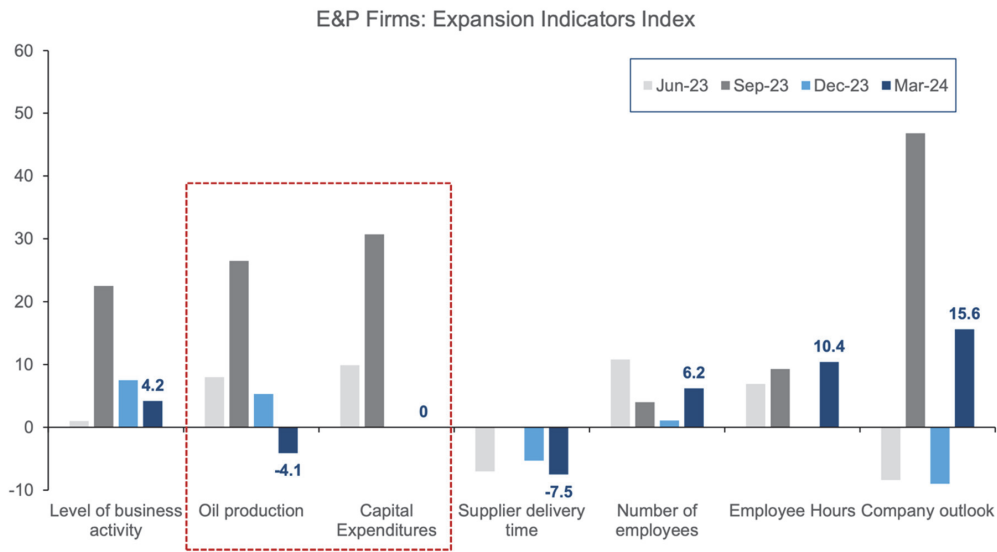
ข้อมูลดังกล่าวบ่งชี้ว่าผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ในไตรมาส 1/2024 ยังขาดความมั่นใจที่จะลงทุนเพื่อเพิ่มศักยภาพการผลิตส่วนหนึ่งจากต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น ทั้งในส่วนของ การค้นหาและพัฒนา และค่าแรง ประกอบกับความไม่ชัดเจนของนโยบายภาครัฐในปีที่จะมีการเลือกตั้งใหญ่ ทำให้เรามองว่าราคาของสัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้า 12 เดือน (WTI 12th Month Forward Contract) ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้ผลิต ควรอยู่ในระดับสูงกว่าไตรมาสที่ผ่านมา และน่าจะทรงตัวอยู่ในกรอบ 75-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

**แผนภาพที่ 27: เรามองราคาของสัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้า 12 เดือน (WTI 12th Month Forward Contract) ซึ่งส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้ผลิต ควรอยู่ในระดับ 75-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล สูงกว่าไตรมาสที่ 1/2024**



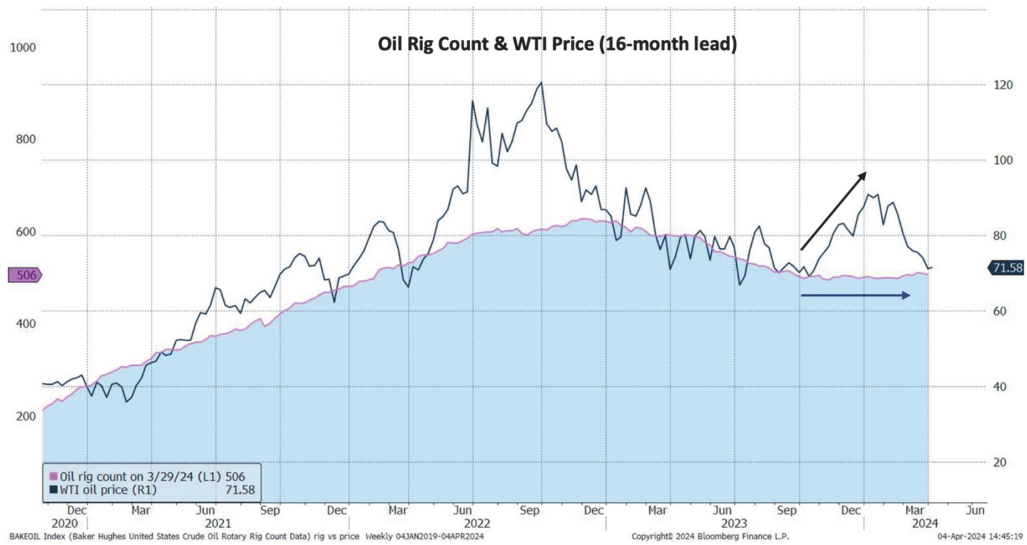
ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 28: ราคาน้ำมันดิบในไตรมาสที่ผ่านมา อยู่ต่ำกว่าที่จะทำให้ผู้ผลิตมีความมั่นใจในการลงทุนระยะยาว สะท้อนผ่านระดับ CAPEX และการจ้างงานที่แทบไม่ขยายตัว**



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

**แผนภาพที่ 29: ผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ไม่ตอบสนองต่อราคาที่ปรับขึ้นเพียงระยะสั้นๆ สะท้อนผ่านจำนวนแท่นขุดเจาะ (Rig count) ในช่วงหลังที่ไม่เพิ่มขึ้นตามราคาน้ำมันดิบ**

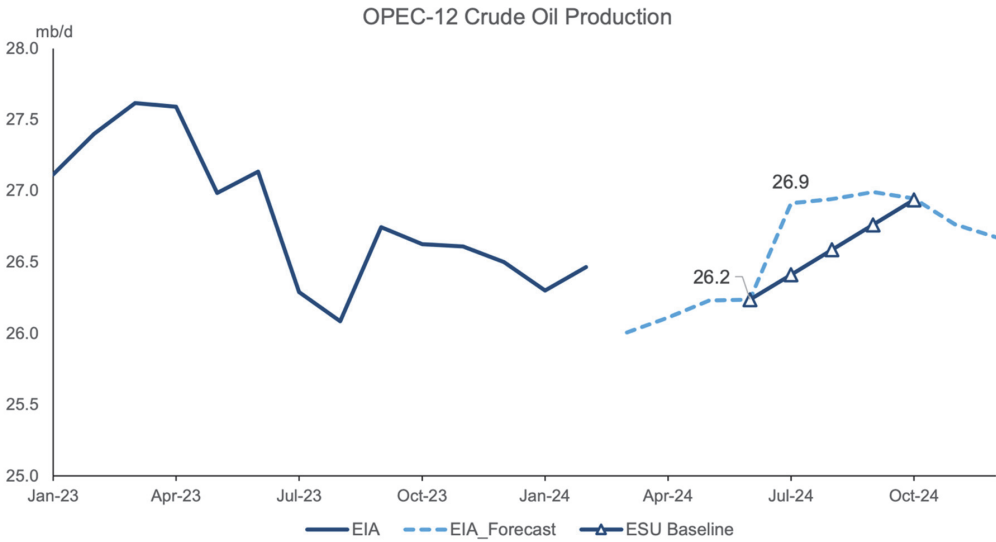


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่ราคาน้ำมันดิบในปัจจุบัน (1st Month Forward Contract) จะขึ้นอยู่กับต้นทุนระยะยาวของการขุดเจาะน้ำมันดิบ ร่วมกับสถานะความตึงตัวของตลาดในระยะสั้น โดยเรามองลักษณะของรูปแบบราคาน้ำมันดิบยังเป็น Backwardation (สัญญาระยะสั้นมีราคาสูงกว่าสัญญาระยะยาว) จากแนวโน้มของ

คลังน้ำมันดิบที่ยังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ เป็นผลจากมาตรการลดการผลิตของ OPEC และคาดว่าราคาของสัญญาระยะสั้นจะอยู่สูงกว่าสัญญาระยะยาวราว 5-10 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เราจึงมองราคาน้ำมันดิบ WTI มีแนวโน้มขยับอยู่ในกรอบประมาณ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงกลางปีนี้

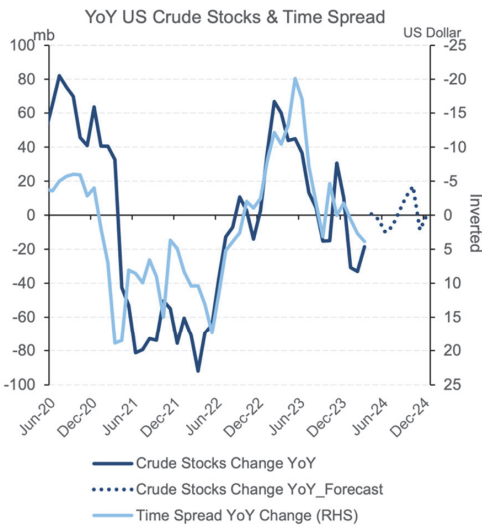
**แผนภาพที่ 30: เรามอง OPEC จะทยอยกลับมาเพิ่มการผลิตน้ำมันในไตรมาส 3/2024**



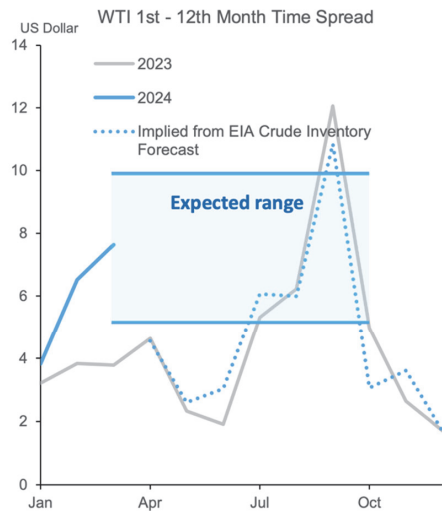
ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 31: แนวโน้มของระดับคลังสำรองน้ำมันที่ยังค่อนข้างตึงตัว น่าจะทำให้รูปแบบของราคาน้ำมันดิบยังเป็น Backwardation ในช่วงกลางปีนี้**

EIA forecasts that US crude stocks will return to a more neutral level for the rest of 2024



WTI curve likely to remain in backwardation throughout this year



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


## เรามองปัจจัยเชิงภูมิรัฐศาสตร์จะส่งผลจำกัดต่อราคาน้ำมัน

ความขัดแย้งในภูมิภาคตะวันออกกลางยังคงยืดเยื้อ ขณะที่ระดับของความรุนแรงและขนาดของพื้นที่ที่เกี่ยวข้องก็ยกระดับสูงขึ้น หลังอิหร่านได้โจมตีอิสราเอลโดยตรงเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่สงครามอิสราเอล-ฮามาสดำเนินมานานกว่าครึ่งปี เป็นการตอบโต้หลังสถานกงสุลของอิหร่านในประเทศซีเรียถูกโจมตีเมื่อวันที่ 1 เม.ย. ทำให้เกิดความกังวลว่าความขัดแย้งอาจลุกลามบานปลายไปสู่สงครามภูมิภาค จนกระทบต่อการผลิต/ส่งออกน้ำมัน

อย่างไรก็ดี ในช่วงที่ผ่านมา เรายังเห็นความพยายามของหลายฝ่าย โดยเฉพาะประเทศที่มีอิทธิพลในวันออกกลางอย่างซาอุดีอาระเบียและสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) ที่มุ่งเน้นให้เกิดการเจรจา รวมถึงมีจุดยืนที่ไม่ต้องการให้ความรุนแรงขยายตัว ขณะที่ความสามารถในการผลิต/ส่งออกน้ำมันของประเทศในภูมิภาคตะวันออกกลางยังไม่ได้รับผลกระทบจากสงครามครั้งนี้ โดยเฉพาะอิหร่านที่กลับมาเร่งการผลิตได้สูงที่สุดในรอบหลายปี ตั้งแต่ถูกคว่ำบาตรจากสหรัฐฯ

หากพูดถึงความเป็นไปได้ เรามองเหตุการณ์ที่จะก่อให้เกิดผลกระทบโดยตรงต่อการผลิตน้ำมันประกอบด้วย

- การโจมตีสถานที่หรือโครงสร้างพื้นฐานของการผลิตน้ำมันในประเทศอย่างซาอุดีอาระเบีย อิรัก และอิหร่านที่อยู่ใกล้พื้นที่ขัดแย้ง
- การสกัดกั้นการเดินเรือขนส่งน้ำมันที่บริเวณช่องแคบฮอร์มุซ (Strait of Hormuz)
- OPEC ใช้มาตรการคว่ำบาตร ลดการผลิตและส่งออกน้ำมันให้แก่ประเทศฝั่งตะวันตก

ซึ่งหากพิจารณาถึงผลประโยชน์และความสัมพันธ์ระหว่างประเทศในภูมิภาคตะวันออกกลางในปัจจุบัน เรามองโอกาสที่สถานการณ์จะลุกลามบานปลายจนนำไปสู่เหตุดังกล่าวมีอยู่ต่ำมาก จึงไม่รวมสมมุติฐานนี้เข้ามาในคาดการณ์ราคาน้ำมัน และยังคงมองราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจากปัจจัยพื้นฐานในช่วงกลางปี 

**แผนภาพที่ 32: เรามองปัจจัยสงครามที่ขยายวงกว้างขึ้นและมีความยืดเยื้อ จะทำให้ตลาดน้ำมันมีความผันผวนมากขึ้น แต่ไม่ส่งผลต่อราคาอย่างมีนัยยะ**

Date	Area of conflict	Event
Jan-Apr	Ukraine-Russia	Several Ukraine drone attacks on Russia's oil refineries; the farthest attack was 1,200 km into Russia territory
22-Mar	Russia	Terrorist attack on Crocus City Hall, Moscow, killing more than 140 people, marking the deadliest terror attack in Russia in two decades <i>Islamic State (IS)</i> : claimed responsibility for the attack <i>Russia</i> : Federal Security Service (FSB) accused Ukraine, US, and UK <i>US</i> : stated they were not involved and had repeatedly warned Russia before the attack
24-Mar	Houthis-Saudi Arabia	Houthis warned Saudi Arabia could become a target if they aid and support US/UK aggression act against Yemen
1-Apr	Syria-Israel-Iran	Air strike on Iran's embassy in Damascus, Syria, killing 7 IRGC personnel <i>Iran</i> : accused Israel and vowed to retaliate <i>US</i> : White House stated the US "had no involvement and did not know about it ahead of time"
2-Apr	Israel-Gaza	Israeli air strike in Gaza killed 7 World Central Kitchen aid workers inside a marked convoy <i>US</i> : Biden later had a phone call with Netanyahu, stating the "US policy with respect to Gaza will be determined by our assessment of Israel's immediate action on these [humanitarian relief] steps", marking the first instance of US willingness to reassess its stance regarding the war
8-Apr	Israel-Gaza	Netanyahu insisted "There is a date" set for ground invasion of Rafah, the southern city in Gaza, where Israel believe more than 5,000 Hamas fighters are staying <i>US</i> : warned Israel not to proceed without a plan to shield civilians inside Rafah <i>Egypt</i> : officials have ruled out a plan for Gazans to relocate to Egypt

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

# GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง ขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังคงเคลื่อนไหวสูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และมีแนวโน้มปรับลดลงช้ากว่าที่ประเมินไว้ โดยตัวเลขเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อที่ประกาศในช่วงที่ผ่านมาจะสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์เรื่อยมา ทำให้ท่าทีของประธาน Fed รวมถึงเหล่ากรรมการนโยบายการเงินท่านอื่นๆ ต่างแสดงท่าทีที่เข้มงวดเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังระบุว่า ข้อมูลเศรษฐกิจรวมถึงอัตราเงินเฟ้อที่ออกมานั้น ยังไม่ได้เพิ่มความมั่นใจว่าอัตราเงินเฟ้อจะกลับลงมาสู่กรอบเป้าหมายได้อย่างยั่งยืน จึงมองว่า Fed ควรจะระงับการขึ้นดอกเบี้ย และ “ไม่รีบร้อน” ที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจากระดับปัจจุบันที่ 5.25-5.50% ซึ่งท่าทีที่เข้มงวดดังกล่าว ส่งผลให้ตลาดการเงินมีการทยอยปรับลดคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed มาอย่างต่อเนื่อง จากที่เคยประเมินว่าจะลดอัตราดอกเบี้ยได้ราว 6-7 ครั้งในช่วงต้นปี เหลือ 3-4 ครั้งในเดือนก่อน ขณะที่ในปัจจุบันเหลือเพียง 1-2 ครั้งเท่านั้น ซึ่งมุมมองดังกล่าวสอดคล้องกับเราที่คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ นั้นยังมีความแข็งแกร่ง อีกทั้งอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะปรับลดลงได้ค่อนข้างช้า เรามอง Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เกิน 2 ครั้งในปี 2024 โดยการปรับลดครั้งแรกมีแนวโน้มเลื่อนออกไปเป็นเดือน ก.ย.
- ภาพเศรษฐกิจโดยรวมของยูโรโซนยังคงไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนมากนัก โดยภาคบริการยังคงเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจสะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการที่ยังขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการผลิตกลับอ่อนแอลง และการฟื้นตัวชะงักงัน ด้านอุปสงค์ภายในยูโรโซนยังคงอ่อนแออยู่มาก สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องยาวนาน อย่างไรก็ตามดัชนีที่นำเป็นหัวและต้องติดตามอย่างใกล้ชิด คือยอดการปล่อยสินเชื่อของภาคครัวเรือนที่ยังคงหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ซึ่งจะกดดันปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจอย่างการบริโภคภาคเอกชน ด้านเงินเฟ้อยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องสอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาดและ ECB ดังนั้น เราประเมินว่าการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB จะยังเป็นไปตามมุมมองเดิม โดยมองการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกของวัฏจักรจะเริ่มขึ้นตั้งแต่เดือน มิ.ย. และจะปรับลดทั้งปีราว 75 bps (ปรับลดประมาณ 3 ครั้ง) ในปี 2024F นี้ ทั้งนี้ ยังคงต้องติดตามประเด็นสำคัญอย่างความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ (ยูเครน-รัสเซีย) ที่หากทวีความรุนแรงมากขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และทิศทางของนโยบายการเงินในอนาคต
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่น ในเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 7 เดือน ขณะที่เครื่องชี้ในภาคการผลิตยังคงไม่แข็งแรง และดัชนี PMI อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10 อย่างไรก็ตาม ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับดีขึ้นต่อเนื่อง ด้านนโยบายการเงิน ในช่วงก่อนหน้านี้ ทาง BoJ เป็นธนาคารกลางหลักเพียงแห่งเดียวที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในยุคที่เงินเฟ้อทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น สวนทางกับธนาคารกลางทั่วโลกที่ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อ ทั้งนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า ธนาคารกลางหลักหลายแห่งของโลกอาจปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในปีนี้ หลังจากเงินเฟ้อเริ่มกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ตั้งไว้ โดยช่วงเวลาที่เหมาะสมว่าจะปรับลดได้ช้าหรือเร็ว ขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเงินเฟ้อและเศรษฐกิจในประเทศนั้นๆ ซึ่งสวนทางกับประเทศญี่ปุ่นที่แนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า BoJ อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นได้อีก
- เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในช่วงไตรมาสที่ 1 ปรับตัวดีขึ้น โดย GDP ขยายตัว 5.3% YoY เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อนเล็กน้อยที่ 5.2% และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.8% ขณะที่เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้นในบางหมวด อาทิ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร โดยเฉพาะการลงทุนในภาคการผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้อุปสงค์ภายในประเทศยังคงฉายภาพที่ไม่แข็งแรง สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกที่รายงานออกมาต่ำกว่าที่ตลาดประเมินไว้และอัตราการฟื้นตัวยังคงต่ำกว่าศักยภาพช่วงก่อนเกิดโควิด ด้านการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ตามสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยืดเยื้อมาหลายปี
- เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของไทยในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2567 สะท้อนการฟื้นตัว แม้ภาพโดยรวมยังคงค่อนข้างอ่อนแอ ส่วนหนึ่งจากงบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 ที่ล่าช้า ส่งผลให้รายจ่ายประจำ และรายจ่ายลงทุนจากภาครัฐยังคงหดตัวในระดับที่สูง ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนยังขยายตัวได้ต่อเนื่อง แต่หากหักรายจ่ายที่มาจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ การขยายตัวจะอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ภาคการท่องเที่ยวยังคงเป็นแรงส่งหลักของเศรษฐกิจไทยมาอย่างต่อเนื่อง โดยในช่วงต้นปี 2567 รายรับ และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ ผลจากมาตรการส่งเสริมด้านการท่องเที่ยว และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก รวมถึงจำนวนวันหยุดยาวในเทศกาลต่างๆ ในช่วงต้นปี ซึ่งการกลับมาเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวระยะยาว (Long-Haul Travelers) ส่งผลให้รายจ่ายต่อคนของนักท่องเที่ยวต่างชาติปรับดีขึ้นกว่าปี 2566 มาก ด้านการลงทุนปรับดีขึ้นต่อเนื่องและมาอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับปีก่อนจากพื้นที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างที่เพิ่มขึ้น ควบคู่กับการนำเข้าน้ำมันดิบ ซึ่งอาจสะท้อนว่าเศรษฐกิจไทยได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้วและจะเร่งตัวขึ้นในปี 2567 โดยเฉพาะในช่วงที่เหลือของปี

# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

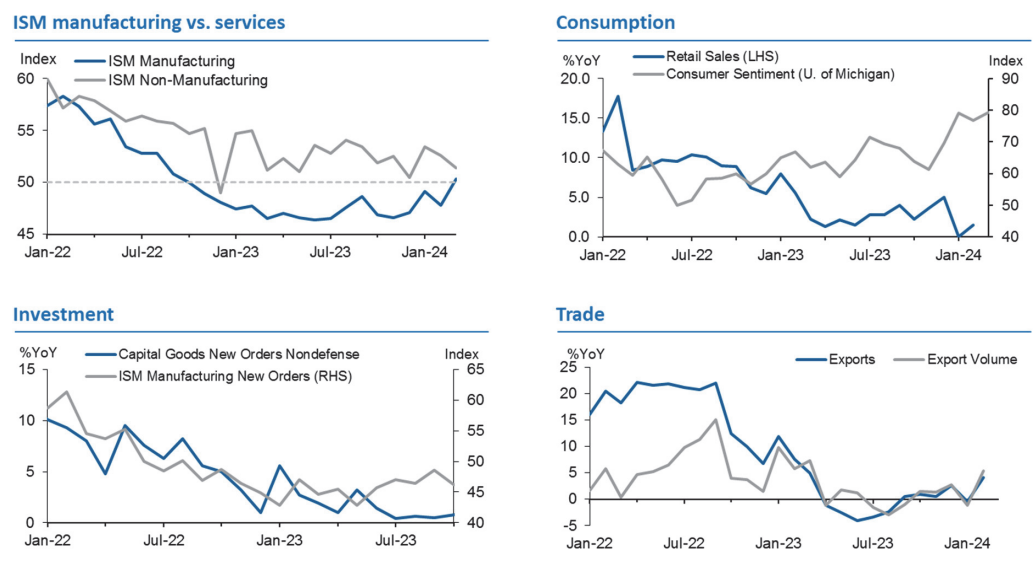
เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง ขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังคงเคลื่อนไหวสูงกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และมีแนวโน้มปรับลดลงช้ากว่าที่ประเมินไว้ โดยตัวเลขเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อที่ประกาศในช่วงที่ผ่านมา มักจะสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์เรื่อยมา ทำให้ท่าทีของประธาน Fed รวมถึงเหล่ากรรมการนโยบายการเงินท่านอื่นๆ ต่างแสดงท่าทีที่เข้มงวดเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังระบุว่า ข้อมูลเศรษฐกิจรวมถึงอัตราเงินเฟ้อที่ออกมา นั้น ยังไม่ได้เพิ่มความมั่นใจว่าอัตราเงินเฟ้อจะกลับลงมาสู่กรอบเป้าหมายได้อย่างยั่งยืน จึงมองว่า Fed ควรจะรอคอยไปก่อน และ “ไม่รีบร้อน” ที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจากระดับปัจจุบันที่ 5.25-5.50% ซึ่งท่าทีที่เข้มงวดดังกล่าว ส่งผลให้ตลาดการเงินมีการทยอยปรับลดคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed มาอย่างต่อเนื่อง จากที่เคยประเมินว่าจะลดอัตราดอกเบี้ยได้ราว 6-7 ครั้งในช่วงต้นปี เหลือ 3-4 ครั้งในเดือนก่อน ขณะที่ในปัจจุบันเหลือเพียง 1-2 ครั้งเท่านั้น ซึ่งมุมมองดังกล่าวสอดคล้องกับเรตที่คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ นั้นยังมีความแข็งแกร่ง อีกทั้งอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะปรับลดลงได้ค่อนข้างช้า เรามอง Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่เกิน 2 ครั้งในปี 2024 โดยการปรับลดครั้งแรกมีแนวโน้มเลื่อนออกไปเป็นเดือน ก.ย.

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจ ในเดือน มี.ค. ชะลอลงทั้งในภาคการผลิตและบริการ ขณะที่การบริโภคยังคงเร่งขึ้นต่อเนื่อง

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในภาพรวมยังขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อสำหรับภาคการผลิตในเดือน มี.ค. (Manufacturing PMI) อยู่ที่ 51.9 จุด ชะลอตัวลงจากเดือน ก.พ. เล็กน้อย แต่อุปสงค์ที่ขยายตัวต่อเนื่อง และการจ้างงานใหม่ที่ยังคงเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ดัชนีผลผลิต (Factory Output) ปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 22 เดือน ขณะที่กิจกรรมสำหรับภาคบริการ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Services PMI) อยู่ที่ 51.7 โดยแม้จะชะลอตัวลงมาบ้างจากเดือนก่อน แต่ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง

เป็นเดือนที่ 13 และขยายตัวได้ต่อเนื่องแม้ต้องเผชิญกับสภาวะที่อัตราดอกเบี้ยสูง อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการในสหรัฐฯ เริ่มระบุว่าอุปสงค์ภายนอกสหรัฐฯ มีการชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง สวนทางกับอุปสงค์ในประเทศที่ยังแข็งแกร่ง ทำให้ปริมาณงานคงค้างปรับลดลงกว่า 8 เดือน จากในช่วง 9 เดือน ที่ผ่านมา ด้านราคาอัตราค่าจ้างที่สูงขึ้น ประกอบกับค่าใช้จ่ายด้านโลจิสติกส์และต้นทุนวัตถุดิบ ยังเป็นปัญหาที่กระตุ้นให้ราคาทั้งสินค้าและบริการปรับขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งดัชนีราคาสินค้าขาย (Output Price Index) ในภาคการผลิตปรับตัวขึ้นเป็นเดือนที่ 4 ติดต่อกัน ทำให้ทิศทางอัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลงช้า

**แผนภาพที่ 33: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาพรวมยังขยายตัวได้ดี การบริโภคและความเชื่อมั่นผู้บริโภคแข็งแกร่ง การค้าระหว่างประเทศฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่การลงทุนมีแนวโน้มชะลอลง**



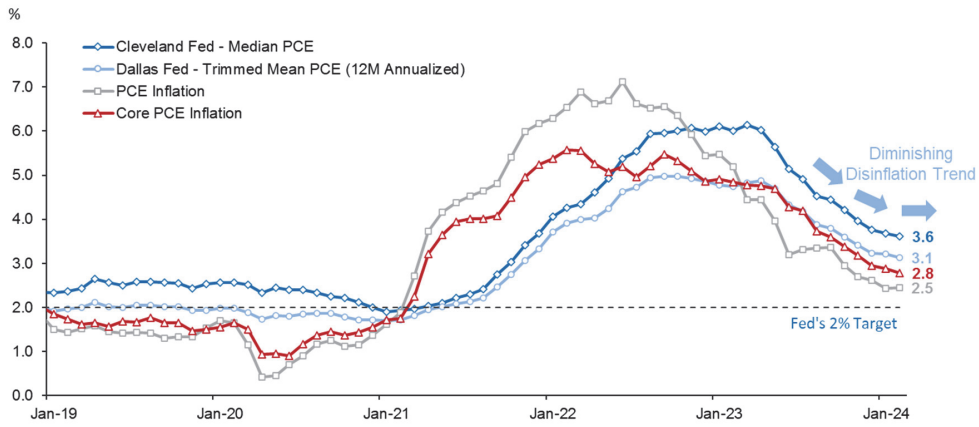
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)





**แผนภาพที่ 35: การประกาศตัวเลขอัตราเงินเฟ้อ และเศรษฐกิจ เซอโพรสในเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง**

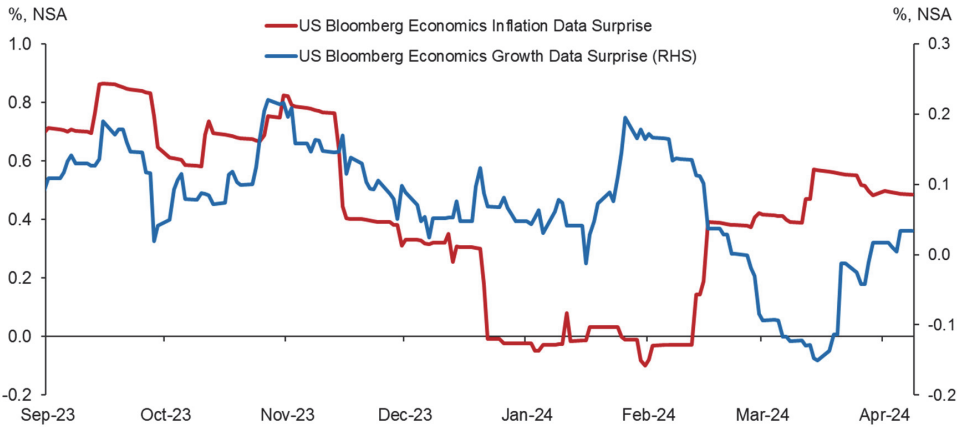
Measures of underlying inflation: Headline, Core, trimmed mean, & median PCE



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

**แผนภาพที่ 36: ทิศทางการลดลงของอัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัว เป็นเหตุให้ Fed ต้องการข้อมูลเพิ่มเติมก่อนการตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง**

US Bloomberg Economics Data Surprise for Inflation and Growth



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

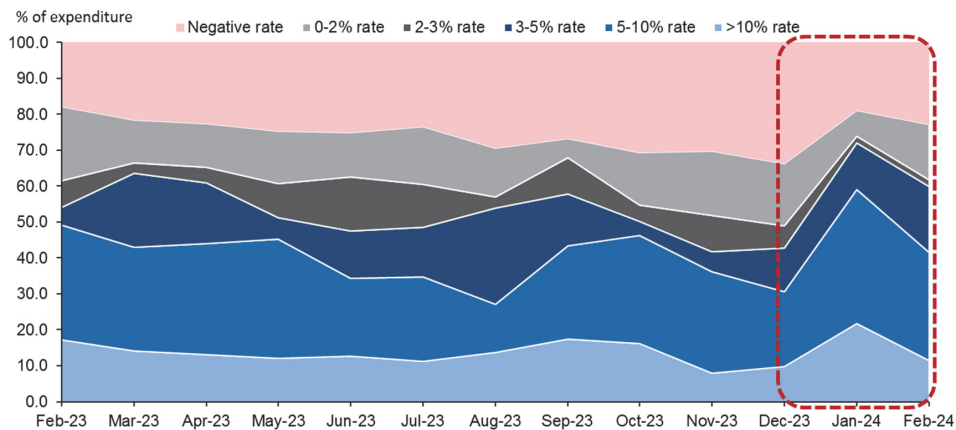
อัตราการลดลงของเงินเฟ้อสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัว และมีความเสี่ยงสูงที่จะกลับมาเพิ่ม ทำให้ Fed ต้องการข้อมูลมากขึ้น เพื่อให้แน่ใจว่าจะสามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงได้

เครื่องชี้อัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ ที่มีการตัดความผันผวนส่วนเกินของข้อมูลและลดข้อผิดพลาดทางสถิติอย่าง Median PCE Inflation ที่คำนวณโดย Fed สาขา Cleveland และ Trimmed Mean PCE Inflation จาก Fed สาขา Dallas รวมถึง PCE และ Core PCE Inflation ซึ่งเป็นรูปแบบปกติที่ต่างจาก CPI และ Fed ให้น้ำหนักกว่ามีความสมจริงมากกว่า โดยจากข้อมูลที่

ปรากฏจะพบว่า การปรับชะลอตัวของอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ มีกำลังที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง (Diminishing Disinflation Trend) จึงเป็นภาพเชิงประจักษ์ว่า Fed มีความไม่มั่นใจ และกังวลว่าจะเกิดผลกระทบในเชิงลบจากการตัดสินใจลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่างที่อัตราเงินเฟ้อเริ่มมีแนวโน้มที่จะไม่ได้ชะลอตัวอย่างที่คาดการณ์ นอกจากนี้ สัดส่วนของสินค้าในตะกร้าเงินเฟ้อ PCE Inflation ซึ่งราคาต่ำกว่าปีก่อนหน้ามีจำนวนลดลงจากช่วงก่อนสะท้อนแรงกดดันด้านราคาที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

**แผนภาพที่ 37: สัดส่วนของราคาสินค้าที่ปรับตัวลดลงในอัตราเงินเฟ้อ PCE Inflation มีจำนวนน้อยลงตั้งแต่ต้นปี 2024**

Evolution of the Distribution of Component Price Increases in the Monthly PCE Inflation

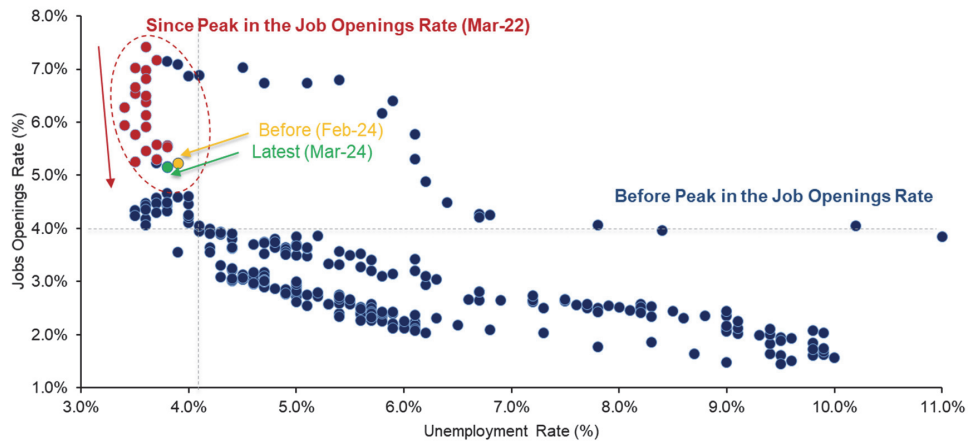


Note: The above chart plots the evolution of the distribution of price increases in the monthly component data over the past year. The chart shows the percentage of components each month, weighted by their shares in total spending, for which prices grew between 0 and 2 percent (at an annual rate); between 2 and 3 percent; between 3 and 5 percent; between 5 and 10 percent; and more than 10 percent.

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

**แผนภาพที่ 38: ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังแข็งแกร่งมาก โดยอัตราว่างงานปรับลดลง ขณะที่อุปสงค์ต่อแรงงานยังอยู่ในระดับสูง**

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



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

ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังแข็งแกร่งมาก อัตราการว่างงานยังต่ำกว่าระดับ 4% ขณะที่อัตราส่วนความต้องการแรงงานยังอยู่เหนือระดับ 4% ซึ่งเป็นสภาวะแวดล้อมที่ไม่เอื้อต่อการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ภาพรวมตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่งอย่างมาก ซึ่ง ประธาน Fed ใช้คำว่า “Very, Very Strong” โดยอัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) ในเดือน มี.ค. ปรับลดลงมาอยู่ที่ 3.8% จาก 3.9% ในเดือนก่อนหน้า ขณะที่ อัตราส่วนความต้องการแรงงาน (Job Opening Rate) ยังสูงต่อเนื่อง และอยู่ที่ราว 5.2% โดยเรายังมองว่าเงื่อนไขที่ Fed จะมองว่ามีความจำเป็นต้องลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายคือการที่อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นไปอยู่เหนือระดับ 4% ขณะที่อัตราส่วนความต้องการแรงงานลดน้อย

ลงมาและอยู่ต่ำกว่าระดับ 4% ซึ่งในปัจจุบัน สภาวะดังกล่าวยังไม่เกิดขึ้น จึงเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ Fed ยังมีความไม่มั่นใจว่าอัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 2% ได้จริง ภายใต้สภาวะแวดล้อมในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงแนวโน้มการจ้างงานนอกภาคการเกษตรเพิ่มขึ้นเกินกว่าที่ตลาดคาด ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการจ้างงานในอุตสาหกรรมที่ไม่เกี่ยวข้องกับผลิตภาพของประเทศโดยตรง ตัวอย่างเช่น การบริการด้านการศึกษาและสุขภาพ และพนักงานราชการ เป็นต้น ดังนั้น หากมองไปข้างหน้า เรายังมองว่า การจ้างงานในสหรัฐฯ ยังมีโอกาสที่จะชะลอตัวลงมาบ้าง ซึ่งก็จะเปิดโอกาสให้ Fed สามารถที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ราว 1-2 ครั้งในปีนี้

**แผนภาพที่ 39: การจ้างงานนอกภาคการเกษตร ยังเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งจากการจ้างงานในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับบริการด้านสุขภาพและการการศึกษา (Education and Health) และการจ้างพนักงานราชการ (Government)**

**Nonfarm Payroll Employment Change by Sector – Heat Map**

	J-22	F-22	M-22	A-22	M-22	J-22	J-22	A-22	S-22	O-22	N-22	D-22	J-23	F-23	M-23	A-23	M-23	J-23	J-23	A-23	S-23	O-23	N-23	D-23	J-24	F-24	M-24
<b>Total</b>	251	862	494	272	286	420	690	243	255	361	258	136	482	287	146	278	303	240	184	210	246	165	182	290	256	270	303
<b>Mining &amp; Logging</b>	-5	7	8	7	2	9	6	-3	4	3	7	5	1	2	2	4	3	0	2	0	1	-1	-4	3	-2	1	3
<b>Manu. Construction</b>	-7	85	32	0	39	14	29	12	28	13	21	24	37	26	-6	20	16	33	11	31	13	22	15	18	26	26	39
<b>Manu. Manufacturing</b>	27	47	68	51	19	30	35	30	17	31	5	-1	8	-2	-8	9	-5	9	-6	2	13	-31	25	12	6	-10	0
<b>Trade, Transportation &amp; Utilities</b>	91	271	46	6	-4	84	42	30	-28	9	-25	-8	65	80	-32	15	41	-15	9	-29	42	6	-45	24	7	46	27
<b>Information</b>	19	4	31	12	26	23	6	0	9	-3	13	-13	-28	-18	5	-1	-3	-7	-28	-18	11	-26	17	13	8	-3	0
<b>Financial Activities</b>	-3	48	19	36	13	7	15	16	6	28	11	11	0	1	4	29	13	9	18	4	0	0	4	6	-4	-6	3
<b>Serv. Professional &amp; Business Services</b>	86	127	147	-25	29	68	92	23	41	48	0	7	38	8	18	30	49	7	-17	-1	-1	-5	10	13	48	17	7
<b>Serv. Education &amp; Health Services</b>	-5	113	57	54	72	86	135	69	73	95	89	47	133	62	62	79	91	77	109	93	81	77	110	84	100	82	88
<b>Serv. Leisure &amp; Hospitality</b>	74	116	79	88	59	90	150	63	82	95	55	50	90	67	35	42	39	60	41	52	27	57	10	41	-3	43	49
<b>Serv. Other Services</b>	-14	47	8	10	3	7	30	4	16	12	19	11	15	0	11	4	10	12	9	16	9	-1	10	0	10	11	16
<b>Government</b>	-12	-3	-1	33	28	2	150	-1	7	30	63	3	123	61	55	47	49	55	36	60	50	67	30	76	60	63	71

*Note: Higher numbers should be taken as positive (green), numbers in each cells are in 'Thousand'*  
 ที่มา: U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

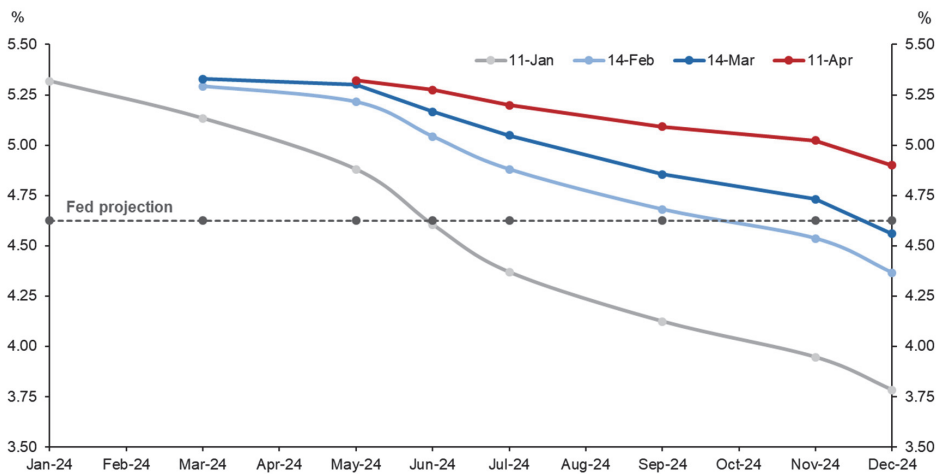
**ตลาดการเงินปรับลดคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยเร็วเกินไป โดยเฉพาะภายหลังจากที่อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น**

ที่ผ่านมานับตั้งแต่ช่วงต้นปี 2024 ตลาดให้น้ำหนักการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายราว 6-7 ครั้งในปีนี้ แต่ด้วยอัตราเงินเฟ้อที่ประกาศออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ รวมถึงแนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่ง ตลาดการเงินลดความคาดหวังลงอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันความคาดหวังของตลาดที่สะท้อนจาก Implied Fed Fund Futures ชี้ว่าตลาด

การเงินให้น้ำหนักการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียงแค่ 1-2 ครั้งเท่านั้น และคาดการณ์ของการปรับลดดอกเบี้ยครั้งแรกถูกเลื่อนออกไปเป็นเดือน ก.ย. จากเดิมที่มองเป็นช่วง มิ.ย. - ก.ค. โดยเรามองว่าการคาดการณ์ที่ระดับดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล และสอดคล้องกับมุมมองของเราแล้ว ขณะที่ความเสี่ยงของการที่ Fed อาจไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงเลยในปีนี้มีเพิ่มสูงขึ้นตามข้อมูลเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่สูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างต่อเนื่อง

**แผนภาพที่ 40: ตลาดการเงินปรับลดคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ลงมาอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะหลังจากที่อัตราเงินเฟ้อประกาศออกมาสูงกว่าคาดการณ์**

**Implied Fed Funds Rate by Swap Market**



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

# เศรษฐกิจยุโรป



ภาพเศรษฐกิจโดยรวมของยูโรโซนยังคงไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนมากนัก โดยภาคบริการยังคงเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจสะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการที่ยังขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคการผลิตกลับอ่อนแอลง และการฟื้นตัวชะงักงัน ด้านอุปสงค์ภายในยูโรโซนยังคงอ่อนแออยู่มาก สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องยาวนาน อย่างไรก็ตาม มาตรการกระตุ้นที่นำไปเป็นห่วงและต้องติดตามอย่างใกล้ชิด คือ ยอดการปล่อยสินเชื่อของภาคครัวเรือนที่ยังคงหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ซึ่งจะกดดันปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจอย่างการบริโภคภาคเอกชน ด้านเงินเฟ้อยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องสอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาดและ ECB ดังนั้น เราประเมินว่าการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB จะยังเป็นไปตามมุมมองเดิม โดยมองการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกของวัฏจักรจะเริ่มขึ้นตั้งแต่เดือน มี.ย. และจะปรับลดถึงปีราว 75 bps (ปรับลดประมาณ 3 ครั้ง) ในปี 2024F นี้ ทั้งนี้ ยังคงต้องติดตามประเด็นสำคัญอย่างความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ (ยูเครน-รัสเซีย) ที่หากทวีความรุนแรงมากขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และทิศทางของนโยบายการเงินในอนาคต

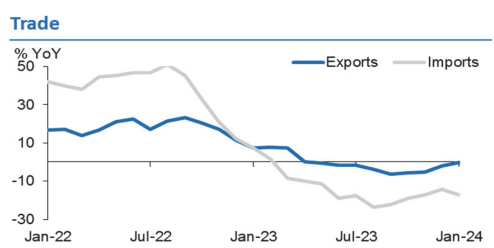
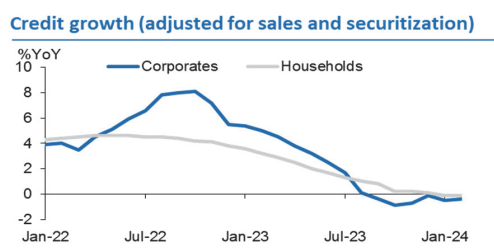
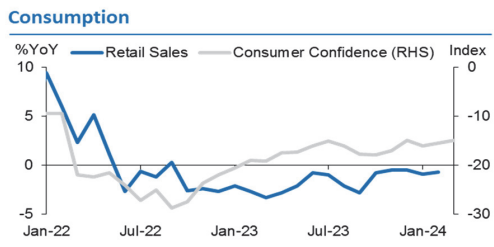
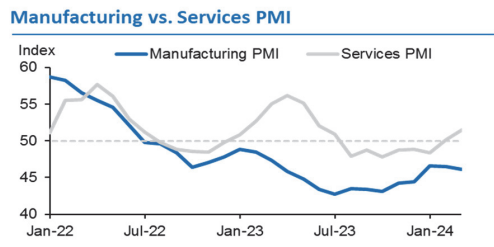
ภาพเศรษฐกิจโดยรวมมีสัญญาณของการฟื้นตัว แต่ยังคงอ่อนช้าลงเพราะบาง โดยเฉพาะยอดการปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือนที่ยังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สะท้อนความอ่อนแอของการบริโภคภาคเอกชนในระยะข้างหน้า

เครื่องชี้วัดทางเศรษฐกิจในเดือน มี.ค. ยังคงสะท้อนถึงการฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 โดยเดือน มี.ค. +0.7 จุด อยู่ระดับ 51.5 จุด และสูงสุดในรอบ 8 เดือน อย่างไรก็ตาม ดัชนีในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ยังคงไม่แข็งแรง โดยดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องนับตั้งแต่ ก.ย. 2022 และปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.4 จุด ในเดือน มี.ค. มาอยู่ที่ระดับ 46.1 จุด ด้านการบริโภคภายในยูโรโซนมีสัญญาณฟื้นตัวต่อเนื่อง

โดยยอดขายปลีก (Retail Sales) หดตัวน้อยลงมาอยู่ที่ระดับ -0.7% YoY จาก -0.9% เดือนก่อน ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังไม่เห็นสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจนมากนัก โดยยังหดตัวต่อเนื่องที่ -14.9 จุด ในเดือน มี.ค. (-15.5 จุด จากเดือนก่อน) ทั้งนี้ อุปสงค์โดยรวมในยูโรโซนยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องแต่ยังคงอ่อนช้าลงเพราะบาง

ด้านยอดการปล่อยกู้สินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporate) หดตัวลงต่อเนื่อง -0.4% YoY (vs. -0.5% YoY เดือนก่อน) ขณะที่ ยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ในเดือน ก.พ. ที่ -0.1% YoY (vs. -0.1% YoY เดือนก่อน) สะท้อนถึงแรงกดดันที่เกิดจากความเข้มงวดของนโยบายการเงินในช่วงที่ผ่านมา

**แผนภาพที่ 41: เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นโดยเฉพาะในภาคบริการ แต่ภาคการผลิตยังเปราะบาง ขณะที่ ยอดการปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สะท้อนถึงแรงกดดันที่เกิดขึ้นจากนโยบายการเงินที่ตึงตัว**



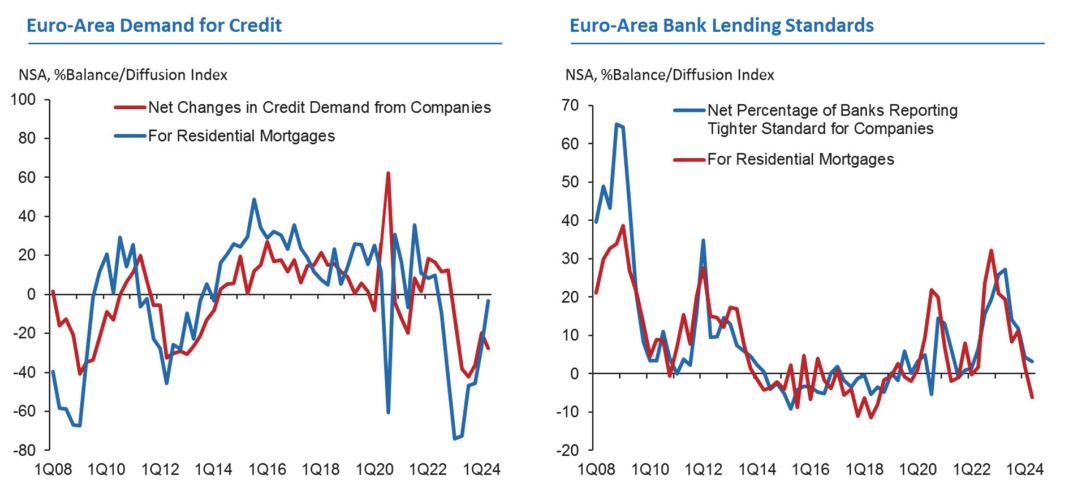
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ภาคธนาคารจะลดความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อลง แต่อุปสงค์ในการขอสินเชื่อยังคงหดตัวต่อเนื่อง สะท้อนความเชื่อมั่นที่อ่อนแอของภาคเศรษฐกิจ และผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวด

ยอดการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจและครัวเรือนที่หดตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา สะท้อนถึงแรงกดดันที่เกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินอย่างเข้มงวดของ ECB แต่หากพิจารณาจากความเข้มงวดของการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจ

จะเห็นได้ว่า ภาคธนาคารมีความพยายามที่จะลดความเข้มงวดของการปล่อยสินเชื่ออย่างต่อเนื่อง แต่ความต้องการสินเชื่อของภาคธุรกิจยังคงหดตัวเรื่อยมา ซึ่งสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของภาคเศรษฐกิจที่ยังคงไม่แข็งแรงและไม่พร้อมที่จะรับต้นทุนการเงินที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นผลจากการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดของ ECB ในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้น จึงมองว่า ECB จะไม่เลื่อนการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกไปจากคาดการณ์ของตลาดและเราที่เชื่อว่าเกิดขึ้นในเดือน มิ.ย. ออกไป

**แผนภาพที่ 42: ความต้องการสินเชื่อของภาคธุรกิจยังคงหดตัวต่อเนื่อง แม้ภาคธนาคารจะผ่อนคลายมาตรฐานของการปล่อยสินเชื่อลงอย่างต่อเนื่อง**



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

การดำเนินนโยบายการเงินของ ECB อาจไม่ได้เข้มงวดอย่างที่คิด หลัง ECB เชื่อว่า Real Natural Rate of Interest (R-star) อยู่สูงกว่าในอดีตที่ผ่านมา ทำให้การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะต้องมีความระมัดระวังมากขึ้น

เราคาด ECB จะมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้อย่างระมัดระวัง และมีแนวโน้มจะน้อยกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้จากช่องว่างในการดำเนินนโยบายการเงินที่ลดลง เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาคณะกรรมการ ECB ได้มีกล่าวถึงแนวคิดที่จะปรับ Real Natural Rate of Interest (R-star) มากขึ้น โดยทาง ECB ประเมินว่า Real Natural of Interest (R-star) จะอยู่ที่ประมาณที่ 0.0% ซึ่งหากเป้าหมายเงินเฟ้ออยู่ที่ 2.0% จะทำให้ระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลาง (Nominal Natural Rate) จะอยู่

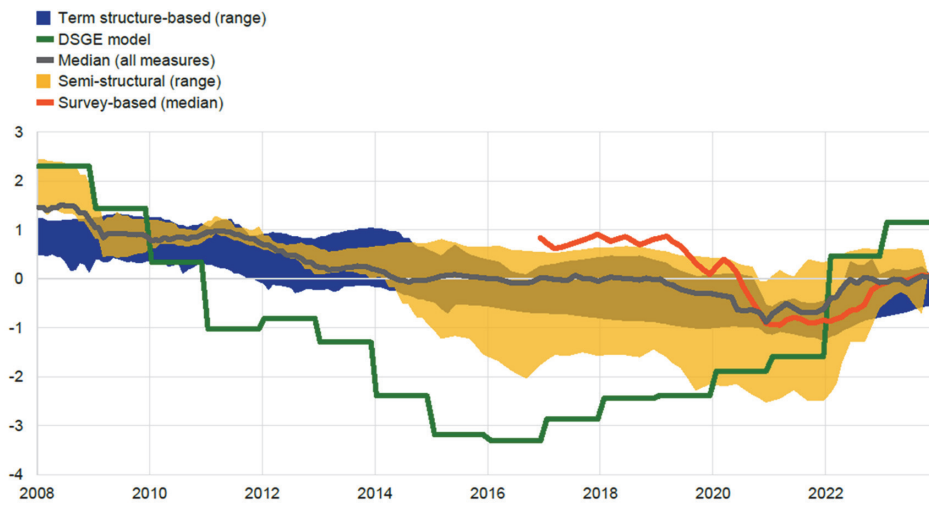
ประมาณที่ 2.0% ทำให้ ECB ไม่สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้มากอย่างที่ตลาดคาด อย่างไรก็ตาม ECB ต้องการที่จะดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไป แต่เนื่องด้วยภาคเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอและเงินเฟ้อที่ยังปรับตัวลดลงสู่เป้าหมายอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน มิ.ย. โดยคาดทั้งปี 2024F จะปรับลดราว 75 – 100 bps (ปรับลดประมาณ 3-4 ครั้ง) ในปี 2024F นี้

อย่างไรก็ดี ยังคงมีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ซึ่งต้องติดตามอย่างใกล้ชิด ได้แก่ ประเด็นความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ (ยูเครน-รัสเซีย) และในตะวันออกกลาง ที่หากทวีความรุนแรงมากขึ้น อาจส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะพลังงานปรับสูงขึ้น

แผนภาพที่ 43: ECB ประเมินว่า Real Natural Rate of Interest (R-star) ปรับเพิ่มขึ้นจากในอดีตที่ผ่านมา โดยค่ามัธยฐาน (Median) ของ R-star อยู่ประมาณที่ 0.0%

Real Natural Rates of Interest in the Euro Area

(percentages per annum)



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

# เศรษฐกิจจีน

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในช่วงไตรมาสที่ 1 ปรับตัวดีขึ้น โดย GDP ขยายตัว 5.3% YoY เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อนเล็กน้อยที่ 5.2% และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.8% ขณะที่เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้นในบางหมวด อาทิ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร โดยเฉพาะการลงทุนในภาคการผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เครื่องชี้อุปสงค์ภายในประเทศยังคงฉายภาพที่ไม่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกที่รายงานออกมาต่ำกว่าที่ตลาดประเมินไว้และอัตราการฟื้นตัวยังคงต่ำกว่าศักยภาพช่วงก่อนเกิดโควิด ด้านการลงทุนในภาคก่อสร้างมีแนวโน้มยังคงปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ตามสถานการณ์ในภาคก่อสร้างที่มีข้อจำกัดหลายปี

**เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในช่วงไตรมาสที่ 1 ปรับตัวดีขึ้น โดย GDP จีนไตรมาส 1/2024 ขยายตัว 5.3% YoY เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อนเล็กน้อยที่ 5.2% และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.8%**

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในช่วงไตรมาสที่ 1 ปรับตัวดีขึ้น โดย GDP จีนไตรมาส 1/2024 ขยายตัว 5.3% YoY เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อนเล็กน้อยที่ 5.2% และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.8% ขณะที่เมื่อเทียบ QoQ (SA) GDP ขยายตัว 1.6% จาก 1.2% ไตรมาสก่อน และสูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 1.5%

ด้านกิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน มี.ค. ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.7 จุด เป็น 50.8 จุด สูงกว่าตลาดคาดที่ 50.1 จุด โดยดัชนีพลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 53.0 จุด สูงสุดในรอบ 9 เดือน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 51.5 จุด โดยดัชนีในภาคก่อสร้าง (+2.7, 56.2 จุด) และดัชนีภาคบริการ (+1.4, 52.4 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ด้านอุปสงค์ภายในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 3.1% YoY จาก 5.5% เดือน ม.ค.-ก.พ. และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 4.8% นำโดยหมวดรถยนต์ (-3.7% vs. 8.7% เดือน

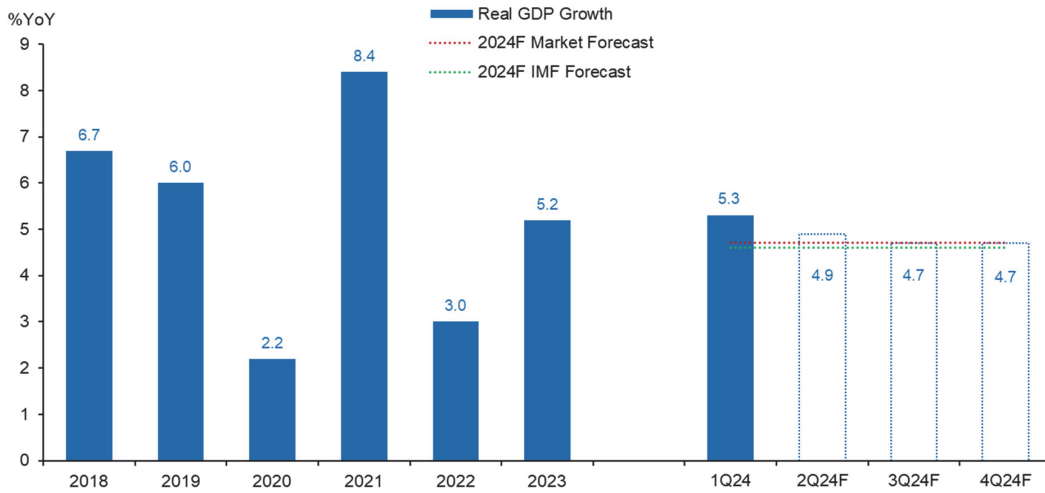
ม.ค.-ก.พ.) ซึ่งพลิกหดตัว ขณะที่หมวดเฟอร์นิเจอร์ (0.2% vs. 4.6% เดือน ม.ค.-ก.พ.), เครื่องสำอาง (2.2% vs. 4.0% เดือน ม.ค.-ก.พ.) และอุปกรณ์สื่อสาร (7.2% vs. 16.2% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ชะลอตัวลง

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 4.5% YoY จาก 7.0% เดือน ม.ค.-ก.พ. และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 6.0% นำโดยหมวดโทรศัพท์ (-3.1% vs. 26.4% เดือน ม.ค.-ก.พ.) พลิกหดตัว ขณะที่ผลผลิตไฟฟ้า (2.8% vs. 8.3% เดือน ม.ค.-ก.พ.) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (0.1% vs. 7.9% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ชะลอตัวลง อย่างไรก็ตาม ผลผลิตรถยนต์ (6.5% vs. 4.4% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ปรับดีขึ้น

ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ขยายตัว 4.5% YoY YTD จาก 4.2% เดือน ม.ค.-ก.พ. และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.0% โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเร่งตัวขึ้นในหมวดภาคการผลิต (9.9% vs. 9.4% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-9.5% vs. -9.0% เดือน ม.ค.-ก.พ.) หดตัวเพิ่มขึ้น ส่วนการลงทุนของภาคเอกชน (0.5% vs. 0.4% เดือน ม.ค.-ก.พ.) ขยายตัวใกล้เคียงเดิม ขณะที่การลงทุนของรัฐวิสาหกิจ (SOEs) (7.8% vs. 7.3% เดือน ม.ค.-ก.พ.) เร่งตัวขึ้น



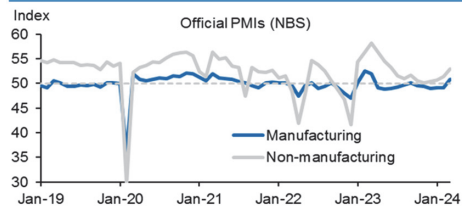
**แผนภาพที่ 44: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจจีนในช่วงไตรมาสที่ 1 ปรับตัวดีขึ้น โดย GDP จีนไตรมาส 1/2024 ขยายตัว 5.3% YoY เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อนเล็กน้อยที่ 5.2% และสูงกว่าตลาดคาดที่ 4.8%**



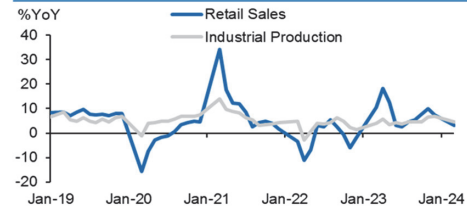
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 45: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 3.1% YoY จาก 5.5% เดือน ม.ค.-ก.พ. ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 4.5% YoY จาก 7.0% เดือน ม.ค.-ก.พ.**

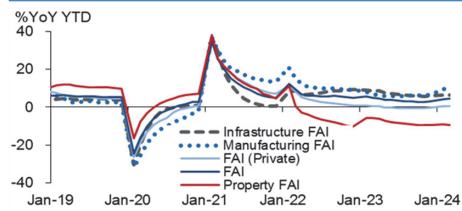
**Manufacturing vs. non-manufacturing PMI**



**Economic activity**



**Fixed asset investment**



**Trade**



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

หนึ่งในเครื่องยนต์หลักของเศรษฐกิจอย่างภาคอสังหาริมทรัพย์ อ่อนกำลังลงในช่วงที่ผ่านมา และได้จำกัดการเติบโตของ เศรษฐกิจจีน ซึ่งสะท้อนภาพที่ทางการจีนอาจเพิ่มความสำคัญ กับภาคส่วนอื่นมากยิ่งขึ้น อาทิ ภาคการผลิตและภาคต่างประเทศ เป็นต้น

เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในช่วงต้นปี ส่วนใหญ่ รายงานออกมาสูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้ อาทิ ดัชนีผู้จัดการฝ่าย จัดซื้อทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ, การลงทุนในสินทรัพย์ ถาวร และผลผลิตภาคอุตสาหกรรม นอกจากนี้ การลงทุนใน ภาคการผลิต (Manufacturing Investment) ยังคงฟื้นตัวอย่าง ต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้อุปสงค์ภายในประเทศยังคงฉาย ภาพที่ไม่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกที่รายงานออกมาต่ำ กว่าที่ตลาดประเมินไว้ และอัตราการฟื้นตัวยังคงต่ำกว่าศักยภาพ ช่วงก่อนเกิดโควิด ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคง หดตัวอย่างต่อเนื่อง ตามสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ อ่อนแอและยืดเยื้อมาหลายปี ทั้งนี้ หนึ่งในเครื่องยนต์หลักของ เศรษฐกิจซึ่งอ่อนกำลังลงในช่วงที่ผ่านมา ได้จำกัดการเติบโตของ เศรษฐกิจ สะท้อนภาพที่ทางการจีนอาจเพิ่มความสำคัญกับภาค ส่วนอื่นมากยิ่งขึ้น อาทิ ภาคการผลิตและภาคต่างประเทศ เป็นต้น เพื่อนำมาทดแทนภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่เห็นสัญญาณของ การฟื้นตัว รวมไปถึงอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังฟื้นตัวได้ไม่เต็มที่ เท่าที่ควรจะเป็น

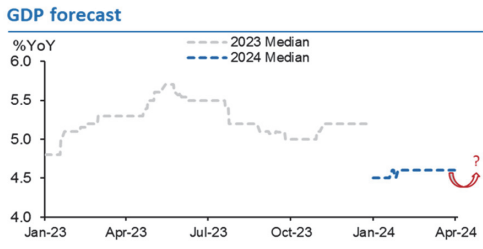
ด้านอุปสงค์ภาคต่างประเทศส่งสัญญาณของการฟื้นตัว ตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4 ปีที่แล้ว รวมไปถึงภาคการผลิตในหลาย

ประเทศทั่วโลกเริ่มปรับดีขึ้น โดยเฉพาะเข้าสู่ปี 2024 สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Global, Official & Caixin Manufacturing PMI) ที่ปรับตัวขึ้นเหนือ 50 จุด ได้ในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม การที่จีนจะหันมาให้ความสำคัญกับ ภาคการผลิต, การลงทุนในภาคการผลิตและภาคการส่งออก ได้ สร้างความกังวลว่าจีนอาจจะส่งออกสินค้าซึ่งมีราคาถูกไปทั่วโลก และอาจไปกระทบกับผู้ผลิตในประเทศต่างๆ

โดยในช่วงต้นเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา นาง Janet Yellen ระบุว่า การลงทุนอย่างมหาศาลในอุตสาหกรรมใหม่ของจีนกำลัง ทำให้เกิดกำลังการผลิตที่เกินความต้องการ (“We are trying to nurture an industry in solar cells, electric batteries and electric vehicles. And these are actually all areas where massive investment in China is creating overcapacities.”) และได้ระบุเพิ่มว่า หากสินค้าราคาถูกจากจีนเข้าสู่ตลาดโลกอาจส่ง ผลให้ผู้ผลิตในประเทศสหรัฐฯ รวมถึงชาติอื่นๆ เผชิญกับความ เสี่ยงได้ ทั้งนี้ การส่งออกสินค้าของจีนยังคงอยู่ในทิศทางของ การฟื้นตัว แต่ความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าอาจทำให้จีน เผชิญความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันต่างๆ อาทิ การขึ้นภาษีสินค้า นำเข้า เป็นต้น โดยเฉพาะในปีนี้ ซึ่งเป็นปีที่สหรัฐฯ จะจัดการเลือก ตั้งประธานาธิบดี จึงอาจทำให้จีนตกเป็นเป้าหมายในการหาเสียง ด้านนโยบายต่อต้านที่รุนแรงมากขึ้น ซึ่งหากอดีตประธานาธิบดี Donald Trump ชนะการเลือกตั้ง อาจส่งผลให้ความกังวล เรื่องของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนกลับมาปะทุขึ้น อีกครั้ง

แผนภาพที่ 46: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในช่วงต้นปี ส่วนใหญ่รายงานออกมาสูงกว่าที่ตลาด ประเมินไว้

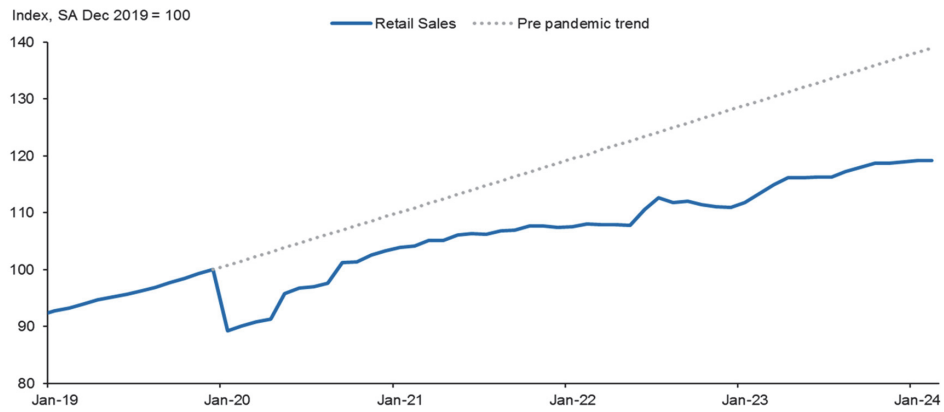
Indicator	Period	Unit	Survey	Actual
Official Manufacturing PMI	Mar	Index	50.1	50.8
Official Non-Manufacturing PMI	Mar	Index	51.5	53.0
Caixin Manufacturing PMI	Mar	Index	51.0	51.1
Caixin Services PMI	Mar	Index	52.5	52.7
Exports	Jan-Feb	%YoY	1.9%	7.1%
Imports	Jan-Feb	%YoY	2.0%	3.5%
Retail sales	Jan-Feb	%YoY	5.6%	5.5%
Industrial production	Jan-Feb	%YoY	5.2%	7.0%
Fixed asset investment	Jan-Feb	%YoY	3.2%	4.2%
Property investment	Jan-Feb	%YoY	-8.0%	-9.0%
CPI	Feb	%YoY	0.3%	0.7%



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

**แผนภาพที่ 47: เครื่องซื้ออุปสงค์ภายในประเทศยังคงฉายภาพที่ไม่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านยอดค้าปลีกที่รายงานออกมาต่ำกว่าที่ตลาดประเมินไว้ และอัตราการฟื้นตัวยังคงต่ำกว่าศักยภาพช่วงก่อนเกิดโควิด**

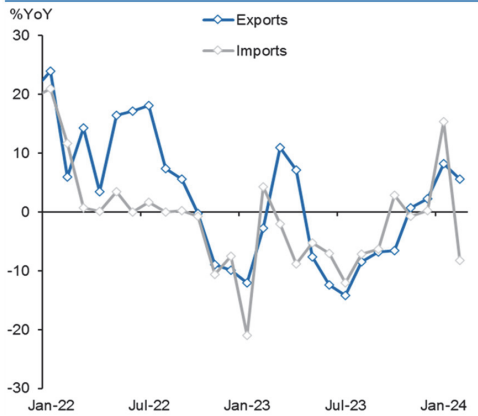
**Retail sales**



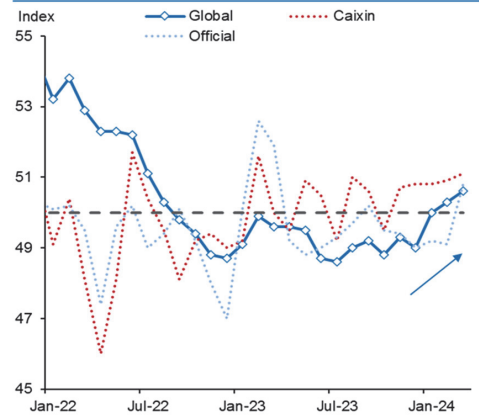
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 48: อุปสงค์ภาคต่างประเทศส่งสัญญาณของการฟื้นตัวตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4 ปีที่แล้ว รวมไปถึงภาคการผลิตในหลายประเทศทั่วโลกเริ่มปรับตัวดีขึ้นโดยเฉพาะเข้าสู่ปี 2024**

**Exports & Imports**



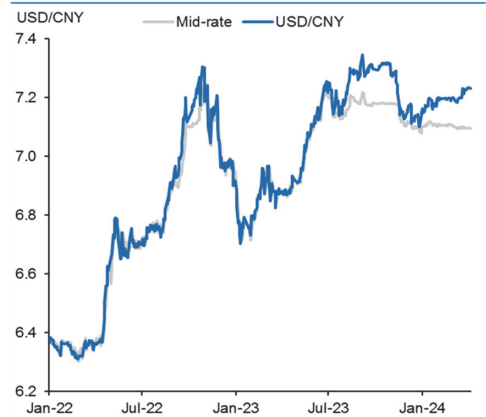
**Manufacturing PMI**



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

**แผนภาพที่ 49: ดัชนีราคาส่งออก (Exports Price) ของจีนในปี 2023 ปรับตัวลดลงมากกว่าการอ่อนค่าของค่าเงินและดัชนีราคาผู้ผลิต สะท้อนภาพผู้ประกอบการที่กำลังระบายสินค้าคงคลังหลังจากอุปสงค์ในประเทศยังไม่แข็งแรงนักในช่วงปีที่ผ่านมา**

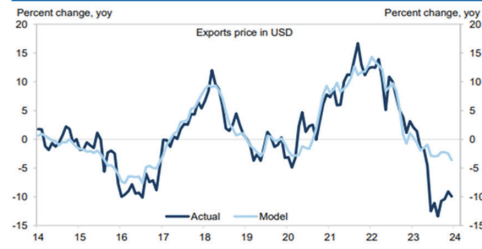
**USD/CNY**



**Export & import prices and PPI**



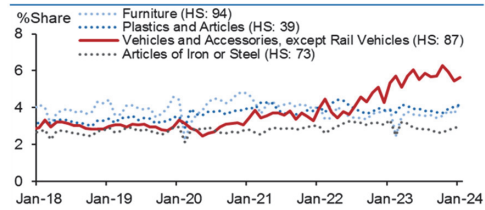
**Export prices vs. PPI & FX implied**



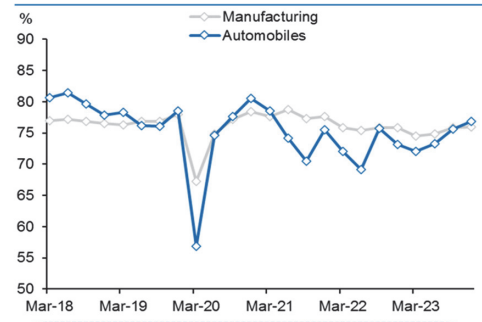
ที่มา: Goldman Sachs, Haver Analytics, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 50: การส่งออกสินค้าของจีนยังคงอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัว แต่ความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าอาจทำให้จีนเผชิญความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันต่างๆ อาทิ การขึ้นภาษีสินค้านำเข้า เป็นต้น**

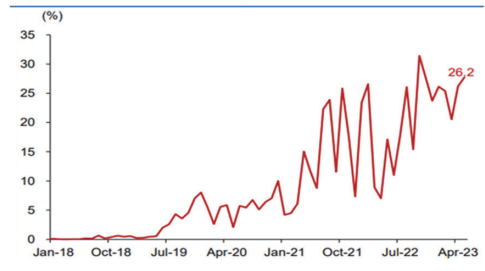
**Exports: % share of total exports**



**Capacity utilization**



**Exports: NEV/total auto exports**



**U.S. Treasury Secretary Janet Yellen spoke on the trip to China during early Apr:**

- "We are trying to nurture an industry in solar cells, electric batteries and electric vehicles. And these are actually all areas where massive investment in China is creating overcapacities."
- "China is now simply too large for the rest of the world to absorb this enormous capacity," Yellen told reporters. "Actions taken by the PRC today can shift world prices. And when the global market is flooded by artificially cheap Chinese products, the viability of American and other foreign firms is put into question."

ที่มา: Huatai Research, Wind, Trademap, Bloomberg, CNN, Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น



กิจกรรมทางเศรษฐกิจ ในเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ สะท้อนผ่านดัชนี PMI ภาคการบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 7 เดือน ขณะที่เครื่องใช้ในภาคการผลิตยังคงไม่แข็งแรง และดัชนี PMI อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10 อย่างไรก็ตาม ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง ด้านนโยบายการเงิน ในช่วงก่อนหน้านี ทาง BoJ เป็นธนาคารกลางหลักเพียงแห่งเดียวที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นยุคที่เงินเฟ้อทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น สวนทางกับธนาคารกลางทั่วโลกที่ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อ ทั้งนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า ธนาคารกลางหลักหลายแห่งของโลกอาจปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในปี นี้ คล้ายจากเงินเฟ้อเริ่มกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ตั้งไว้ โดยช่วงเวลาที่เหมาะสมว่าจะปรับลดได้ช้าหรือเร็ว ขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเงินเฟ้อและเศรษฐกิจในประเทศนั้นๆ ซึ่งสวนทางกับประเทศญี่ปุ่นที่แนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า BoJ อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นได้อีก

## เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจ ในเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่เครื่องใช้ในภาคการผลิตยังคงไม่แข็งแรง

เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจ ในเดือน มี.ค. ปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ โดย Service PMI ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.2 จุด เป็น 54.1 จุด สูงที่สุดในรอบ 7 เดือน และดัชนีอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 19 ขณะที่เครื่องใช้ในภาคการผลิตยังคงไม่แข็งแรง โดย Manufacturing PMI ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.0 จุด เป็น 48.2 จุด อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงสะท้อนภาพที่ไม่แข็งแรง และดัชนีอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10

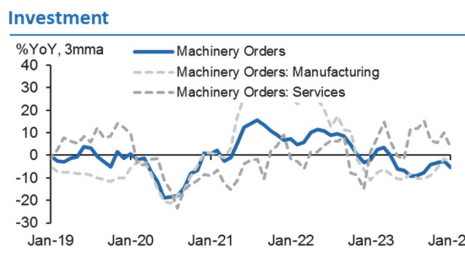
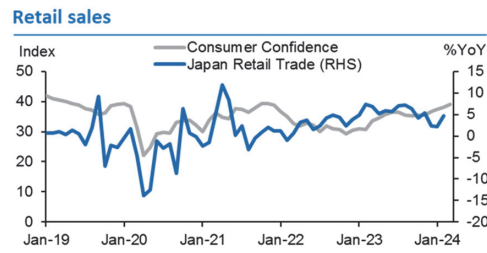
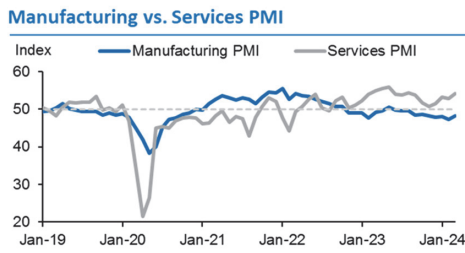
ด้านอุปสงค์ภายในประเทศ ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. เติบโตขึ้น 1.5% MoM, SA จาก 0.2% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 0.6% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันกับปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัว 4.6% YoY จาก 2.1% เดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 2.9% ทั้งนี้ ยอดค้าปลีกยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 24 ด้านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค

(Consumer Confidence) เดือน มี.ค. ยังคงปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง +1.1 จุด เป็น 39.1 จุด

ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลง -0.1% MoM, SA จาก -6.7% เดือนก่อน สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1.3% โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันกับปีก่อน ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม หดตัว -3.4% YoY จาก -1.5% เดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -2.7%

ด้านภาคต่างประเทศ มูลค่าการส่งออกสินค้า (Exports) เดือน มี.ค. ขยายตัว 7.3% YoY จาก 7.8% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 7.0% โดยยอดส่งออกยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ขณะที่มูลค่าการนำเข้า (Imports) พลิกลดตัวที่ระดับ -4.9% จาก 0.5% เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ -5.1% ส่งผลให้ญี่ปุ่นเกินดุลการค้าที่ระดับ 366.5 พันล้านเยน จาก -377.8 พันล้านเยน ในเดือนก่อน

**แผนภาพที่ 51: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.2 จุด เป็น 54.1 จุด สูงที่สุดในรอบ 7 เดือน**



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

**สิ้นสุดยุคอัตราดอกเบี้ยติดลบในประเทศญี่ปุ่น**

ในการประชุมเมื่อวันที่ 18-19 มี.ค. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติให้มีการปรับนโยบายการเงินกลับเข้าสู่สภาวะปกติมากยิ่งขึ้น ทั้งการปรับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นขึ้นมาอยู่ในกรอบระหว่าง 0-0.1% การยกเลิกนโยบาย Yield Curve Control รวมถึงให้มีการยกเลิกการเข้าซื้อสินทรัพย์บางประเภท โดยช่วงก่อนหน้า ทาง BoJ เป็นธนาคารกลางหลักเพียงแห่งเดียวที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในยุคที่เงินเฟ้อทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น สวนทางกับธนาคารกลางทั่วโลกที่ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อ

หากมองไปในระยะข้างหน้า ธนาคารกลางหลักหลายแห่งของโลกอาจปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในปีนี้ หลักจากเงินเฟ้อเริ่มกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ตั้งไว้ โดยช่วงเวลาที่เหมาะสมว่าจะปรับลดได้ช้าหรือเร็ว ขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเงินเฟ้อและเศรษฐกิจในประเทศนั้นๆ ซึ่งสวนทางกับประเทศญี่ปุ่นที่แนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า BoJ อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นได้อีก หลังคณะกรรมการหลายท่าน เริ่มมีมุมมองว่าเงินเฟ้อระยะยาวกำลังวิ่งกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน และมั่นคง ประกอบกับการปรับขึ้นค่าจ้างในประเทศญี่ปุ่นเริ่มมีพัฒนาการที่ดีขึ้นกว่าหลายปีที่ผ่านมา หลังสหภาพแรงงาน (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ประกาศผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี (ผลสำรวจครั้งที่ 1) ออกมาที่ระดับ 5.28% (vs. 3.80% ผลสำรวจครั้งที่ 1 และ 3.58% ผลสำรวจครั้งสุดท้ายของปี 2023) สูงที่สุดในรอบกว่า 30 ปี

ทั้งนี้ คำถามถัดไปคือ ระดับดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลาง (Nominal Neutral Rate) สำหรับญี่ปุ่นอยู่ที่เท่าไร และเมื่อพิจารณาจากการประเมินของหนึ่งในคณะกรรมการ BoJ โดยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงซึ่งเป็นกลาง (Natural Rate of Interest)

จะอยู่ประมาณ -1.0% ถึง 0.5% โดยในกรณีที่ญี่ปุ่นสามารถบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพด้านราคา 2.0% ได้แล้วนั้น ระดับดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลาง (Nominal Neutral Rate) จะอยู่ในกรอบระหว่าง 1.0% ถึง 2.5% อย่างไรก็ตาม ยังมีความไม่แน่นอนสูงว่าเงินเฟ้อจะสามารถยืนอยู่ที่ระดับ 2.0% ได้อย่างยั่งยืนหรือไม่ โดย Breakeven Inflation ระยะ 10 ปี ในญี่ปุ่นแม้จะปรับตัวขึ้นตั้งแต่หลังการประชุมรอบที่ผ่านมา แต่ยังคงอยู่ที่ประมาณ 1.45% เท่านั้น ขณะที่ นาย Ueda ผู้ว่า BoJ ยังคงเน้นย้ำถึงการรักษาภาวะทางการเงินให้ผ่อนคลาย (it's necessary to maintain accommodative monetary conditions even under a normal monetary policy framework.) เพื่อสนับสนุนให้ญี่ปุ่นบรรลุเป้าหมายเสถียรภาพด้านราคาได้อย่างยั่งยืนและมั่นคง อย่างไรก็ตาม ความเห็นของตลาด (อ้างอิงจากแบบสอบถามไปยังนักเศรษฐศาสตร์จัดทำโดย Bloomberg) มองว่า BoJ อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้งในปีนี้ โดยให้น้ำหนักไปยังรอบเดือน ต.ค. เป็นหลัก

เรามองว่า BoJ ยังไม่มีความจำเป็นต้องเร่งรีบการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และมองว่า BoJ ยังคงต้องรอประเมินพัฒนาการของเงินเฟ้อและค่าจ้างต่อไปอีกสักกระยะหรืออย่างน้อยในช่วงไตรมาสที่ 2 และ 3 ของปีนี้ เพื่อให้มั่นใจได้ว่าเงินเฟ้อจะสามารถบรรลุเป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืนและมั่นคง ทั้งนี้ ควรติดตามการประชุมของ BoJ ในวันที่ 25-26 เม.ย. โดยเฉพาะคาดการณ์เงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่จะมีการรายงานออกมา และหาก BoJ ประเมินเงินเฟ้อปีงบประมาณ FY2026F อยู่ที่ประมาณ 2% หรือใกล้เคียง ซึ่งสะท้อนว่า BoJ กำลังมีความมั่นใจเพิ่มมากขึ้น และอาจนำไปสู่การปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้งในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ 🌐

**แผนภาพที่ 52: ในการประชุม ณ วันที่ 18-19 มี.ค. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติในการปรับนโยบายการเงินให้กลับเข้าสู่ภาวะปกติมากยิ่งขึ้น**

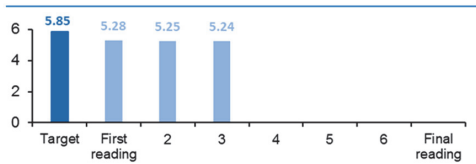
**Statement on monetary policy**

	18-19 March MPM
Short-term rate (7-2 majority vote)	<ul style="list-style-type: none"> <li>The Bank will encourage the uncollateralized overnight call rate to remain at around 0 to 0.1 percent.</li> <li>In order to achieve this guideline, the Bank will apply an interest rate of 0.1 percent to current account balances held by financial institutions at the Bank (excluding required reserve balances).</li> </ul>
JGB purchases (8-1 majority vote)	<ul style="list-style-type: none"> <li>The Bank will continue its JGB purchases with broadly the same amount as before.</li> <li>In case of a rapid rise in long-term interest rates, it will make nimble responses by, for example, increasing the amount of JGB purchases and conducting fixed-rate purchase operations of JGBs -- both of which can be done so regardless of the monthly schedule of JGB purchases -- and the Funds-Supplying Operations against Pooled Collateral.</li> </ul>
Asset purchase other than JGB purchases (Unanimous vote)	<ul style="list-style-type: none"> <li>The Bank will discontinue purchases of exchange-traded funds (ETFs) and Japan real estate investment trusts (J-REITs).</li> <li>The Bank will gradually reduce the amount of purchases of CP and corporate bonds and will discontinue the purchases in about one year.</li> </ul>
Price outlook	<ul style="list-style-type: none"> <li>Core CPI is likely to be above 2 percent through fiscal 2024, due to factors such as the effects, albeit waning, of the 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.</li> <li>Meanwhile, 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.</li> </ul>

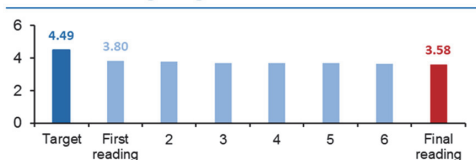
ที่มา: Bank of Japan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**แผนภาพที่ 53: สหภาพแรงงาน (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ประกาศผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี (ผลสำรวจครั้งที่ 1) ออกมาที่ระดับ 5.28% (vs. 3.80% ผลสำรวจครั้งที่ 1 และ 3.58% ผลสำรวจครั้งสุดท้ายของปี 2023) สูงที่สุดในรอบกว่า 30 ปี**

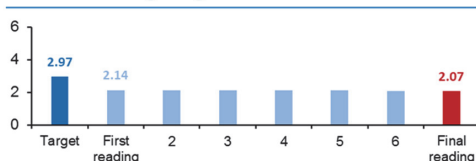
**2024 Shunto wage negotiation**



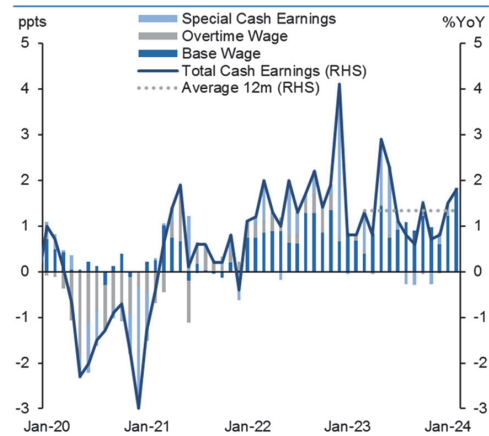
**2023 Shunto wage negotiation**



**2022 Shunto wage negotiation**



**Cash earnings: contribution**



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

แผนภาพที่ 54: นาย Ueda ผู้ว่าฯ BoJ ยังคงเน้นย้ำถึงการรักษาภาวะทางการเงินให้ผ่อนคลาย

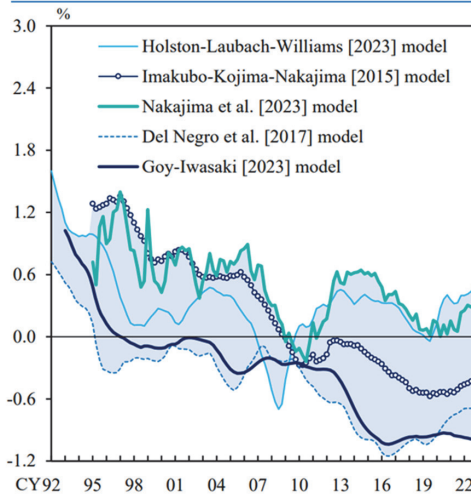
Ueda's comments

Bank of Japan Governor Ueda's comments at a news conference after the BoJ meeting



- "...We will choose the appropriate level of short-term rates in line with our economic and price outlook. But in doing so, we need to be mindful that there is some distance for inflation expectations to reach 2%. When we focus on this gap, it's necessary to maintain accommodative monetary conditions even under a normal monetary policy framework."
- "In terms of how we define accommodative monetary conditions, it is essentially a condition in which actual interest rate is lower than the neutral rate of interest."
- "If our price forecast clearly overshoots or, even if our median forecast is unchanged, we see a clear increase in upside risk to the price outlook, that will likely lead to a policy change."

Natural rate of interest <sup>1\</sup>

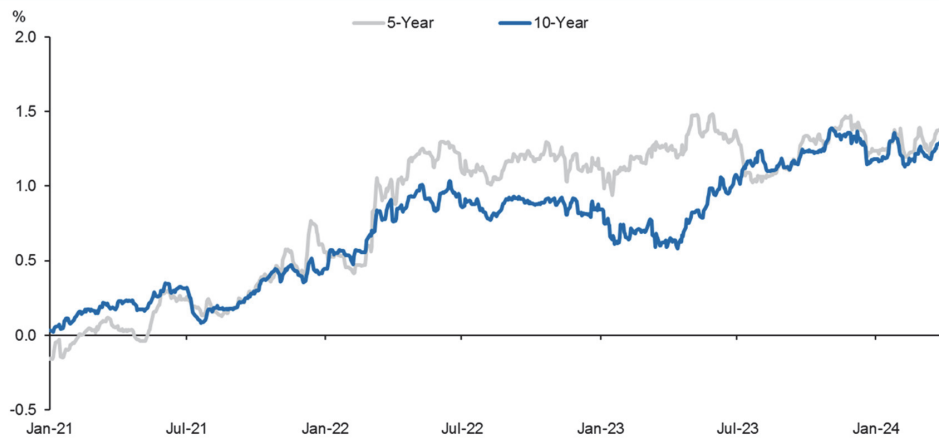


Note: 1\ "Speech at a meeting with local leaders in Shiga by board member Takata on 29 Feb (Economic Activity, Prices and Monetary Policy in Japan)."

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

แผนภาพที่ 55: Breakeven Inflation ระยะ 10 ปี ในญี่ปุ่นแม้จะปรับตัวขึ้นตั้งแต่หลังการประชุมนโยบายที่ผ่านมา แต่ยังคงอยู่ที่ประมาณ 1.45% เท่านั้น

Breakeven inflation

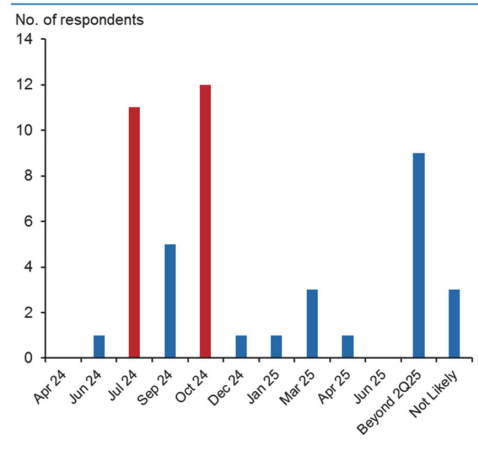


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

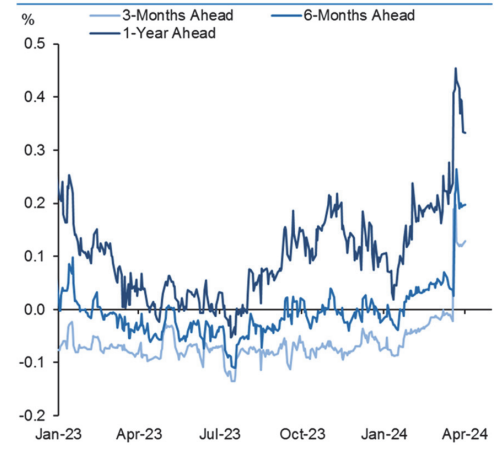


**แผนภาพที่ 56: ความเห็นของตลาด (อ้างอิงจากแบบสอบถามไปยังนักเศรษฐศาสตร์จัดทำโดย Bloomberg) มองว่า BoJ อาจปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้งในปีนี โดยให้น้ำหนักไปยังรอบเดือน ต.ค. เป็นหลัก**

**When will the BoJ raise rates from around 0-0.1%? <sup>1\</sup>**



**Market implied policy rate**



**Note: 1\ Bloomberg's survey conducted on 21 Mar**  
**ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)**

# เศรษฐกิจไทย

เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของไทยในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2567 สะท้อนการฟื้นตัว แม้ภาพโดยรวมยังคงค่อนข้างอ่อนแอ ส่วนหนึ่งจากงบประมาณรายจ่ายประจำปี 2567 ที่ล่าช้า ส่งผลให้รายจ่ายประจำ และรายจ่ายลงทุนจากภาครัฐยังคงหดตัวในระดับที่สูง ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนยังคงขยายตัวได้ต่อเนื่อง แต่หากหักรายจ่ายที่มาจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ การขยายตัวจะอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ภาครัฐที่เกี่ยวข้องยังคงเป็นแรงส่งหลักของเศรษฐกิจไทยมาอย่างต่อเนื่อง โดยในช่วงต้นปี 2567 รายรับและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ ผลจากมาตรการส่งเสริมด้านการท่องเที่ยว และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก รวมถึงจำนวนวันหยุดยาวในเทศกาลต่างๆ ในช่วงต้นปี ซึ่งการกลับมาเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวระยะยาว (Long-Haul Travelers) ส่งผลให้รายจ่ายต่อคนของนักท่องเที่ยวต่างชาติปรับดีขึ้นกว่าปี 2566 มาก ด้านการลงทุนปรับดีขึ้นต่อเนื่องและมาอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับปีก่อนจากพื้นที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างที่เพิ่มขึ้น ควบคู่กับการนำเข้าสินค้าทุน ซึ่งอาจสะท้อนว่าเศรษฐกิจไทยได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้วและจะเร่งตัวขึ้นในปี 2567 โดยเฉพาะในช่วงที่เหลือของปี

## เครื่องใช้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.พ. มีสัญญาณของการฟื้นตัว แต่ภาพรวมยังคงไม่แข็งแกร่ง

จำนวนนักท่องเที่ยวในเดือน ก.พ. อยู่ที่ 3.35 ล้านคน (vs. 3.0 ล้านคน เดือนก่อน และขยายตัว +20.1% MoM, SA) ส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวสำหรับ 2 เดือนแรกของปี 2024 อยู่ที่ 6.4 ล้านคน โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจีนและมาเลเซียปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 6.75 แสนคน (vs. 5.09 แสนคน เดือนก่อน) และ 5.01 แสนคน (vs. 3.21 แสนคน เดือนก่อน) ตามลำดับ

การบริโภคภาคเอกชนเร่งขึ้นเล็กน้อยจากเดือนก่อน (+0.1% MoM) ขณะที่หาพิจารณาเป็นรายปี การบริโภคภาคเอกชนเพิ่มขึ้น +2.1% YoY (vs. +1.5% เดือนก่อน) โดยการใช้จ่ายเพื่อการบริโภค

เพิ่มขึ้นในเกือบทุกหมวดของสินค้า (สินค้าไม่คงทน: +7.3% YoY vs +3.8% เดือนก่อน, สินค้าคงทน: +2.7% YoY vs +0.7% เดือนก่อน) ยกเว้นสินค้าคงทนที่หดตัวเพิ่มขึ้น (-10.5% YoY vs -2.4% เดือนก่อน) ขณะที่การใช้จ่ายในหมวดบริการยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (+8.6% YoY vs +8.0% เดือนก่อน)

ด้านภาคต่างประเทศ ภายใต้ระบบดุลการชำระเงิน (BoP) ดุลการค้าของไทยในเดือน ก.พ. เกินดุล 1.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. -1.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เดือนก่อน) โดยการส่งออกสินค้าชะลอตัวลงเป็น +2.5% YoY (vs. 7.2% เดือนก่อน) ขณะที่การนำเข้าสินค้าปรับดีขึ้น และขยายตัว 3.1% (vs. 1.5% เดือนก่อน)

**แผนภาพที่ 57: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.พ. มีสัญญาณของการฟื้นตัว แต่ภาพรวมยังคงไม่แข็งแกร่ง**

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

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

Note: 1\ Higher numbers should be taken as positive (green), except for unemployment rate, utilization in case of unemployment: article 33, inflation indicators including Dubai crude oil price, interest rate and USD/THB.

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

เรคาดเศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ในระดับ 3.0% ในปีนี้ ซึ่งจะดีกว่าปี 2566 ที่ขยายตัวได้เพียง 1.9% โดยเรายังคงมุมมองเศรษฐกิจไทยแบบ “ต้นร้าย - ปลายดี”

มองไปข้างหน้า เรคาดเศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ในระดับ 3.0% ในปีนี้ ซึ่งจะดีกว่าปี 2566 ที่ขยายตัวได้เพียง 1.9% โดยเรายังคงมุมมองเศรษฐกิจไทยแบบ “ต้นร้าย - ปลายดี” จากปัจจัยหนุนต่างๆ ที่จะกลับมา ทั้งจากภาคการท่องเที่ยวที่ยังขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณที่คาดว่าจะทำได้ในช่วงที่เหลือของปี รวมถึงภาคการส่งออกสินค้าที่จะทยอยฟื้นตัวชัดเจนขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง อย่างไรก็ตาม ยังต้องติดตามความเสี่ยงต่างๆ อย่างใกล้ชิด ทั้งการเลือกตั้งในสหรัฐฯ ความไม่สงบในทะเลแดง และการฟื้นตัวที่อาจไม่ต่อเนื่องของเศรษฐกิจจีน

ด้านอัตราเงินเฟ้อ คาดว่าจะทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่อง แต่มีความเสี่ยงด้านสูงจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ที่ยังมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี อย่างไรก็ตาม ผลจากมาตรการอุดหนุนค่าครองชีพ และราคาอาหารสดที่ยังลดลงจะทำให้อัตรา

เงินเฟ้อในประเทศทรงตัวที่บริเวณกรอบล่างของเป้าหมายของ กนง. ก่อนจะกลับเข้ากรอบได้ในช่วงท้ายปี เรคาด อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในประเทศที่ 1.0% ปีนี้ และ 1.5% ปีหน้า ขณะที่คาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ กนง. เรามองว่ามีความจำเป็นลดลง เนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ขยายตัวได้สูงขึ้นจากปีที่แล้ว และปัจจัยลบเชิงวัฏจักรต่างๆ ที่จะเริ่มคลี่คลายในระยะข้างหน้า

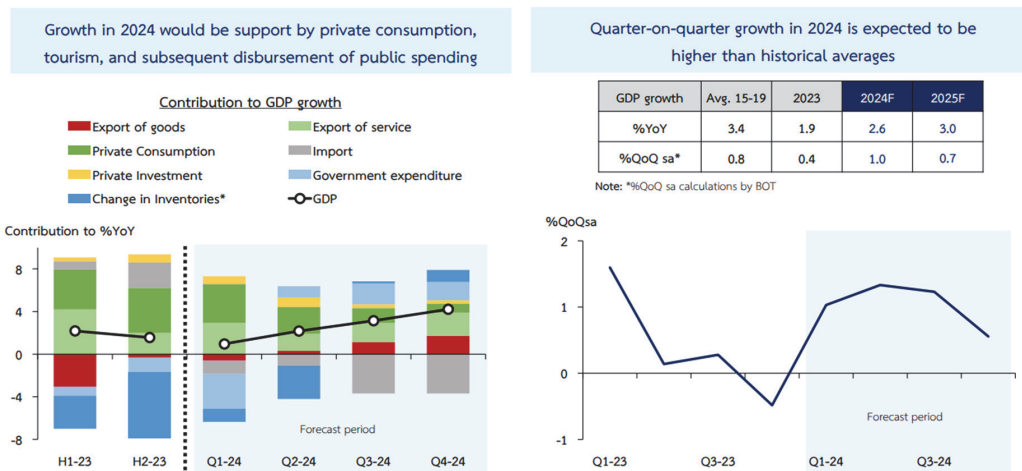
ทั้งนี้ เนื่องจากศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยที่ต่ำลงจากปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ยังรอการแก้ไข และอัตราเงินเฟ้อที่ทรงตัวในระดับต่ำ ทำให้เรามองว่ามีความเหมาะสมที่จะผ่อนปรนความเข้มงวดของนโยบายการเงินลงได้ราว 0.25% ในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี ทั้งนี้ ยังคงต้องติดตามความเสี่ยงที่สำคัญหลายประการ อาทิ การส่งผ่านผลกระทบจากนโยบายการเงินที่ตึงตัวเป็นระยะเวลานานต่อภาคเศรษฐกิจจริง ทิศทางนโยบายการเงิน โดยเฉพาะในสหรัฐฯ ที่การผ่อนคลายเป็นอาจช้ากว่าที่หลายฝ่ายคาดการณ์ ตลอดจนความผันผวนและเสถียรภาพของระบบการเงินในระยะข้างหน้าอย่างใกล้ชิดต่อไป

แผนภาพที่ 58: มุมมองเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า: เศรษฐกิจไทยกลับเข้าสู่ขาขึ้น

	2023	2024F	2025F	Our view
Real GDP	1.9%	3.0%	3.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thailand's growth engines should fully kick into gear in 2024F and generate GDP of +3.0%. We have revised down our projections for the weaker momentum in late 2023 and the structural and cyclical issues which hinder growth prospects.</li> </ul>
Headline inflation	1.2%	1.0%	1.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>We cut consumer inflation to 1.0% for 2024F from 1.5%, reflecting a continued deflationary trend for headline inflation in 1Q24. This also accounts for upside from reduction of energy subsidies from the government going forward.</li> </ul>
Policy rate (year end)	2.50%	2.25%	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>The MPC states that the current policy rate level is "appropriate" and that the effectiveness of monetary policy on resolving structural impediments is limited. The MPC's stance is more hawkish than expected.</li> <li>We now expect just one rate cut (0.25%) by 4Q24, down from two cuts previously.</li> </ul>
USD/THB (average)	34.8	36.0	35.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>Improvement in the current account should fundamentally support THB strength, especially from 2H24, but capital flows remain uncertain, especially with the more hawkish Fed stance, which will strengthen DXY.</li> <li>We have raised our USD/THB for 2024F and 2025F to reflect higher for longer rates, both domestic and abroad.</li> </ul>

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

แผนภาพที่ 59: เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี และจะขยายตัวได้สูงกว่าปีก่อนหน้า ตามการประเมินของ ธปท.



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

เศรษฐกิจไทยมีศักยภาพต่ำลงจากในอดีต ซึ่งเป็นปัญหาเชิงโครงสร้างที่สำคัญที่ต้องได้รับการแก้ไขอย่างเร่งด่วน

ศักยภาพทางเศรษฐกิจของประเทศไทยที่ลดต่ำลง มีสาเหตุสำคัญมาจากโครงสร้างประชากรที่เปลี่ยนแปลงไป และผลิตภาพของผลิตที่ไม่เติบโต ซึ่งการที่ประเทศไทยยังเน้นการผลิตสินค้าที่ล้าหลัง (Old Fashion) อย่างเช่น ฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ (HDD) และรถยนต์สันดาป (ICE Vehicles) เป็นตัวอย่างที่สำคัญ เนื่องจากค่านิยมและกระแสสังคม รวมถึงการพัฒนาของเทคโนโลยีสมัยใหม่ที่มีความรวดเร็ว ทำให้ศักยภาพในการแข่งขันของผู้ผลิตไทย

มีแนวโน้มที่จะลดลงตามช่วงเวลา นอกจากนี้ การที่ประเทศไทยไม่ได้มีการส่งเสริมให้มีการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) อย่างเพียงพอ ทำให้โครงสร้างสินค้าส่งออกไม่มีความซับซ้อนเพิ่มขึ้นจากในอดีตมากนัก อีกทั้งระบบการศึกษาที่อาจล้าหลังหรือไม่ตอบโจทย์ในการพัฒนาแรงงานเพื่อป้อนเข้าสู่ตลาดแรงงานตามความต้องการของผู้ประกอบการ บังคับเหล่านี้เป็นปัญหาเชิงโครงสร้างที่รัฐบาลต้องมุ่งเน้นแก้ไข ซึ่ง กนง. ระบุว่า ปัญหาดังกล่าวนั้น นโยบายการเงินมีประสิทธิผลที่จำกัดในการจัดการ

## Labor

- Population level is peaking and will decline in the next decade

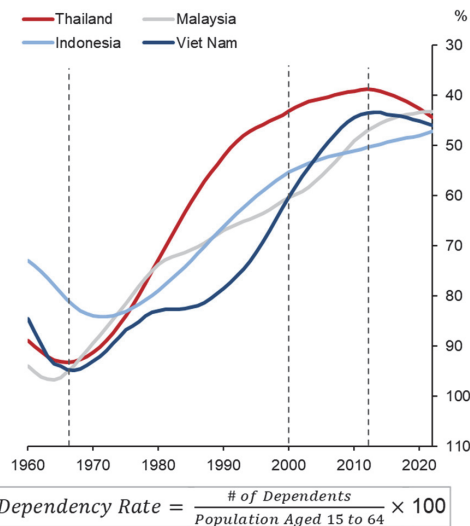
## Productivity

- 'Old' manufacturing products, e.g. HDD, ICE vehicles
- Low export sophistication
- Under-investment and lack of R&D
- FTA disadvantage, e.g. Vietnam rice exports to EU
- Stalling of global trade, deglobalization
- Weak education system, e.g. low PISA test scores

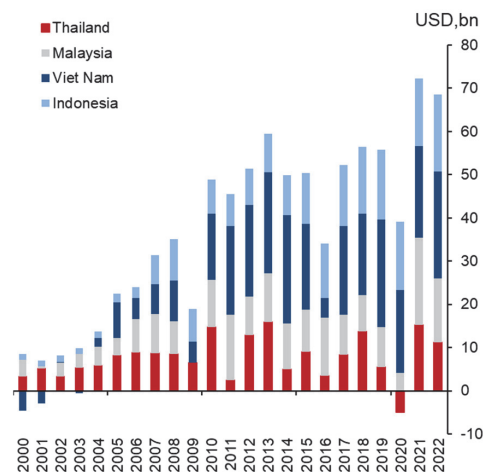
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 61: โครงสร้างประชากรที่กำลังปรับเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุอย่างเต็มรูปแบบในไม่ช้า และสัดส่วนการพึ่งพาที่สูงขึ้น เป็นปัจจัยที่ลดทอนความน่าสนใจในการลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติ เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน

Dependency Rate of Select Economies (inverted scale)



Thailand's FDI vs. Neighboring Countries



ที่มา: worldbank.org, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองว่า กนง. มีความจำเป็นน้อยลงที่จะต้องเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จากภาพเศรษฐกิจที่คาดว่าจะกลับมาเร่งตัวขึ้นได้ตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 เป็นต้นไป ในกรณีฐาน เราจึงเปลี่ยนมุมมองการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเหลือเพียง -25 bps ในปีนี้ (จากเดิมที่มอง -50bps)

ในการประชุม ณ วันที่ 10 เม.ย. คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมากที่ 5 ต่อ 2 ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.50% ขณะที่กรรมการ 2 ท่านโหวตให้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25 bps โดยรวม กนง. ส่งสัญญาณเชิงก้าวร้าวมากขึ้นจากการประชุมครั้งที่ผ่านมา และระบุว่าประสิทธิภาพของการดำเนินนโยบายการเงินนั้นมีผลจำกัดต่อการแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้าง ขณะเดียวกันยังต้องจับตามองความผันผวนของค่าเงินบาทอย่างใกล้ชิด ซึ่งเป็นการสะท้อนความกังวลต่อเสถียรภาพของค่าเงินบาทหาก กนง. เร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงก่อนธนาคารกลางหลักอื่นๆ โดยมีประเด็นสำคัญดังต่อไปนี้

- ด้านเศรษฐกิจ: กนง. คาดเศรษฐกิจไทยจะสามารถขยายตัวที่ 2.6% และ 3.0% ในปี 2024 และ 2025 ตามลำดับ ซึ่งได้รับแรงหนุนจาก 1) ภาคการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มที่ดีขึ้นทั้งจำนวนนักท่องเที่ยวและการใช้จ่ายต่อหัวที่เพิ่มขึ้น 2) การบริโภคภาคเอกชนคาดว่าจะขยายตัวต่อเนื่อง แม้อัตราการเติบโตจะต่ำกว่าปีที่ผ่านมา และ 3) การใช้จ่ายภาครัฐที่จะเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี อย่างไรก็ตาม ศักยภาพในการแข่งขันที่ลดลงทั้งในภาคการส่งออกและภาคการผลิตบวกกับกำลังการผลิตส่วนเกินของโลก เป็นปัจจัยจำกัดอานิสงส์ของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกต่อเศรษฐกิจไทย
- ด้านเงินเฟ้อ: กนง. คาดอัตราเงินเฟ้อทั่วไปอยู่ที่ 0.6% และ 1.3% ขณะที่คาดเงินเฟ้อพื้นฐาน 0.6% และ 0.9% ในปี

2024 และ 2025 ตามลำดับ โดยการปรับลดคาดการณ์เงินเฟ้อในครั้งนี้โดยหลักเป็นผลจากการลดลงของราคาอาหารสดในบางประเภทและราคาพลังงาน

- ด้านเสถียรภาพระบบการเงิน: กนง. มองว่าระบบการเงินโดยรวมยังคงมีเสถียรภาพ โดยสินเชื่อในภาคธุรกิจและครัวเรือนแม้จะเติบโตในอัตราค่อนข้างช้า แต่จำนวนการอนุมัติสินเชื่อใหม่ยังคงเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม กนง. ยังได้ระบุถึงธุรกิจ SMEs บางกลุ่ม และภาคครัวเรือนที่มีรายได้ต่ำมีสถานะการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น จากความยากลำบากในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ประกอบกับความสามารถในการชำระหนี้ที่ลดลง

เรามองว่า จุดยืนโดยรวมของ กนง. มีความแข็งแกร่งกว่าที่คาดไว้ โดยมีมติด้วยคะแนนเสียงข้างมากที่ 5 ต่อ 2 เช่นเดียวกับการประชุมครั้งก่อน อย่างไรก็ตาม เหตุผลหลักในการคงอัตราดอกเบี้ยยังคงเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ได้แก่งบประมาณการคลังที่กำลังจะสามารถเบิกจ่ายได้ในช่วงที่เหลือของปี, ภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวต่อเนื่องทั้งในแง่จำนวนและค่าใช้จ่ายต่อคนที่สูงกว่าคาด และการบริโภคภาคเอกชนคาดว่าจะขยายตัวต่อเนื่อง แม้อัตราการเติบโตจะต่ำกว่าปีที่ผ่านมา

โดยสรุป เรามองว่า กนง. มีความจำเป็นน้อยลงที่จะต้องเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จากภาพเศรษฐกิจที่คาดว่าจะกลับมาเร่งตัวขึ้นได้ตั้งแต่ไตรมาสที่ 2 เป็นต้นไป ในกรณีฐาน เราจึงเปลี่ยนมุมมองการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเหลือเพียง -25 bps ในปีนี้ (จากเดิมที่มอง -50bps) โดยคาดว่าจะการปรับลดจะเกิดขึ้นในไตรมาสที่ 4/2024 ซึ่งเป็นการปรับเปลี่ยนมุมมองให้สอดคล้องกับทิศทางนโยบายการเงินของธนาคารกลางหลักในต่างประเทศ และภาวะเศรษฐกิจที่จะฟื้นตัวได้ดีขึ้น

## แผนภาพที่ 62: ผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน ครั้งที่ 2/2567 กนง. มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามคาด



ธนาคารแห่งประเทศไทย  
BANK OF THAILAND

คณะกรรมการฯ มีมติ 5 ต่อ 2 ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ร้อยละ 2.50 ต่อปี  
โดย 2 เสียง เห็นควรให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 0.25 ต่อปี

- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวในอัตราที่สูงขึ้นจากปีก่อน โดยจะมีแรงสนับสนุนต่อเนื่อง แต่ยังมีแรงกดดันจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง
- อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับต่ำจากปัจจัยด้านอุปทานและมาตรการภาครัฐ แต่จะทยอยเพิ่มขึ้นเข้าสู่กรอบเป้าหมายภายในปลายปีนี้
- ภาวะการเงินโดยรวมทรงตัว ปริมาณสินเชื่อปล่อยใหม่ยังขยายตัว ขณะที่ธุรกิจขนาดเล็กบางกลุ่มและครัวเรือนรายได้น้อยเผชิญภาวะการเงินตึงตัว
- อัตราดอกเบี้ยปัจจุบันยังสอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจ รวมทั้งเอื้อต่อการรักษาเสถียรภาพในระยะยาว

คณะกรรมการฯ จะติดตามพัฒนาการเศรษฐกิจโดยเฉพาะภาคการส่งออกที่อาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยเชิงโครงสร้างเพิ่มขึ้น และพิจารณานโยบายการเงินให้เหมาะสมกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า

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

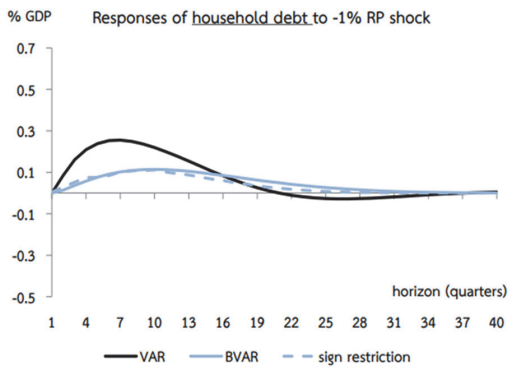
กนง. ระบุว่ามีความกังวลต่อภาวะหนี้ครัวเรือนที่มีสัดส่วนต่อ GDP สูง และต้องการให้ดำเนินการปรับโครงสร้างหนี้ และลดสัดส่วนของหนี้ต่อไป (Debt De-leveraging)

การศึกษาแบบจำลองของ กนง. เพื่อประเมินผลกระทบของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ต่อหนี้ครัวเรือน และการขยายตัวทางเศรษฐกิจ โดยผลกระทบจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1% จะส่งผลให้หนี้ครัวเรือนของไทยปรับสูงขึ้นในระยะสั้น ซึ่งการเพิ่มขึ้นของมูลหนี้ จะก่อให้เกิดการเร่งตัวของเศรษฐกิจตามมาในระยะสั้น ขณะที่หากมองผลกระทบที่เกิดขึ้นในช่วงระยะกลาง พบว่าภาวะดอกเบี้ยจ่ายที่จะเพิ่มขึ้นจาก

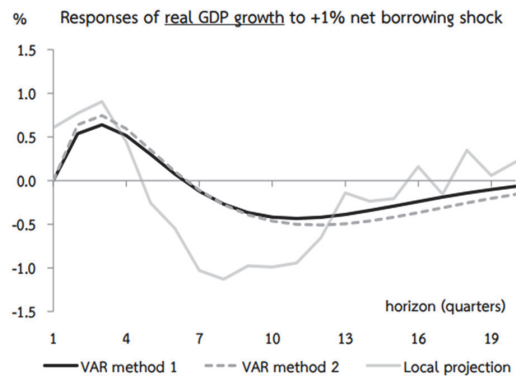
มูลหนี้ที่เกิดขึ้น จะส่งผลกระทบในเชิงลบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจและรายได้ของคนในประเทศ ซึ่งจะกีดกันการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาว ดังนั้น จากแบบจำลองดังกล่าวที่ กนง. ได้มีการศึกษา สามารถสรุปได้ว่า กนง. ได้มีการชั่งน้ำหนักระหว่างผลได้ - ผลเสีย ที่เกิดขึ้นจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ทั้งในระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาวแล้ว และพบว่า ผลเสียที่เกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจไทยในระยะกลางถึงยาว มีมากกว่าผลได้ที่เกิดขึ้นในระยะสั้น ดังนั้น เรามองว่าผลการศึกษาดังกล่าว เป็นการตอกย้ำว่าภายใต้กรอบสถานการณ์เศรษฐกิจ ณ ปัจจุบัน กนง. ยังไม่เห็นความจำเป็นที่จะต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

**แผนภาพที่ 63: แบบจำลองในการประเมินผลกระทบจากการปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย ต่อหนี้ครัวเรือน และการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทย**

**Response of Household Debt to -1% RP Shock <sup>1\</sup>**



**Response of Real GDP growth to +1% net borrowing**



*Note: 1\ model specification according to Fagereng et al. (2022). Variables in the model are output gap, new borrowing, debt service, and Interest rate. Data from 1994 to 2023, Variables in VAR method (1) are real GDP growth, new borrowing, debt service, and interest rate. Variables in VAR method (2) are real GDP growth, inflation, new borrowing, debt service, and interest rate. Variables in Local projection are real GDP growth, inflation, new borrowing, debt service, and interest rate. Data from 1994 to 2023*

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

เรามองว่าการประเมินรายรับจากภาคการท่องเที่ยวของ กนง. มีโอกาสถูกปรับสูงขึ้น (Upside Risk) ในการรายงานการคาดการณ์เศรษฐกิจในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน ครั้งที่ 4/2567 ในช่วงเดือน ส.ค.

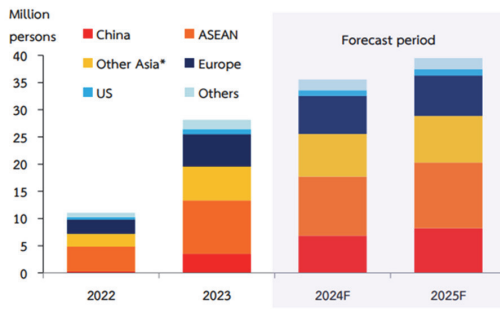
จากการคาดการณ์ตัวเลขนักท่องเที่ยวที่ระดับ 35.5 ล้านคน และรายรับจากภาคการท่องเที่ยวที่ราว 1.4 ล้านล้านบาท จะเทียบเท่ากับคาดว่าจะจ่ายต่อคนของนักท่องเที่ยวต่างชาติจะอยู่ที่ราว 39,437 บาทต่อคน ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับตัวเลขเบื้องต้นที่กองเศรษฐกิจการท่องเที่ยวและกีฬาเปิดเผย จำนวนนักท่องเที่ยวในไตรมาสที่ 1 ที่ราว 9.37 ล้านคน โดยมีรายรับทั้งสิ้นราว 0.45 ล้านล้านบาท เทียบเท่ากับรายจ่ายต่อคนของนักท่องเที่ยว

ที่ 48,520 บาทต่อคน ซึ่งมีความแตกต่างค่อนข้างมาก โดยเรามองว่าสัดส่วนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เป็นนักท่องเที่ยวระยะยาวได้กลับเข้ามาเป็นสัดส่วนเพิ่มขึ้น มีแนวโน้มจะทำให้รายจ่ายต่อคนของนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวได้ดีขึ้นในปีนี้ ดังนั้น มองว่ามีโอกาสที่ กนง. จะปรับประมาณการเศรษฐกิจขึ้นมาใกล้เคียงกับประมาณการของเราได้ในการประชุมรอบเดือน ส.ค. เพื่อสะท้อนภาพการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่ดีขึ้น ปัจจัยดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อประมาณการทิศทางการดอกเบี้ยนโยบายของไทยในช่วงที่เหลือของปี และอาจส่งผลให้ความจำเป็นของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีลดลง และมีความเสี่ยงสูงขึ้นที่ กนง. จะไม่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้ 🌀



**แผนภาพที่ 64: การคาดการณ์การเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยว และรายได้จากภาคการท่องเที่ยวจาก กนง.**

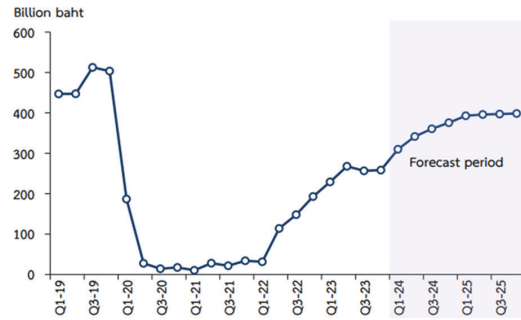
**Projection of foreign tourist arrivals by nationalities**



Note: \* Includes Middle East  
Source: Ministry of Tourism and Sports and BOT forecast

Million persons	2023	2024F	2025F
Foreign tourist arrivals projection	28.2	35.5	39.5

**Total travel receipts**



Trillion baht	2023	2024F	2025F
Total travel receipts projection	1.0	1.4	1.6

**1Q24 arrivals = 9.37 Mil, with receipt = THB 454 Bil. = 48,520 THB/head**

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



---

## Our Team

---



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



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



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



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



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



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

## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป  
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

### สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

<b>เปิดทำการทุกวัน</b>	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3 : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3456
	เซ็นทรัลเวสต์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360
	เมกาบางนา ชั้น 1 : 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4 : 02 193 8080
	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G : 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2 : 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5 : 02 550 1335	พารามานาด ชั้น 3 : 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168		
<b>จันทร์ - ศุกร์</b>	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารภคินท์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	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	โลตัส โคราช : 044 012 000	สุรินทร์ : 044 068 000
อุดรธานี : 042 155 000	อุบลราชธานี : 045 995 000	ตรัง : 075 825 000	ภูเก็ต : 076 635 000
ถนนรัชฎา ภูเก็ต : 076 354 545	สงขลา : 074 815 000	ถนนนิพัทธ์อุทิศ 2 หาดใหญ่ : 074 238 855	
สุราษฎร์ธานี : 077 275 633			