

Economic Review

2H2021



Core Macro Theme

อัตราเร่งฉีดวัคซีนของแต่ละประเทศมีผลต่อเศรษฐกิจและการดำเนินนโยบาย

สำหรับในไตรมาสนี้ เราจะเห็นว่าทั้งข่าวดีและข่าวร้ายในประเด็นเรื่อง COVID-19 เริ่มจากด้านสหรัฐฯ ด้วยความคืบหน้าของการฉีดวัคซีนทำให้หลายรัฐกำลังจะกลับมาเปิดเมืองอีกครั้งในช่วงฤดูร้อนนี้ (เริ่มเดือน มิ.ย. เป็นต้นไป) ในทางตรงกันข้าม หลายประเทศทางฝั่งเอเชียและกลุ่มตลาดเกิดใหม่กลับยังเผชิญกับการแพร่ระบาดอยู่ อาทิ ไทย และอินเดีย ซึ่งความต่างเช่นนี้ย่อมส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในระยะข้างหน้า ในขณะที่ เศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่กำลังพยายามควบคุมการระบาดอยู่ เศรษฐกิจสหรัฐฯ กลับส่งสัญญาณฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง นอกจากนี้ ประธานาธิบดีโจ ไบเดนเริ่มที่จะเจรจาแผนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานระยะยาว รวมถึงแผนการปรับขึ้นภาษีเพื่อนำมาใช้สนับสนุนโครงการลงทุนดังกล่าวด้วย

การแพร่ระบาดของ COVID-19: ความท้าทายที่ประเทศตลาดเกิดใหม่กำลังเผชิญ

ขณะที่เราทราบข่าวดีมากมายในบางประเทศเกี่ยวกับความคืบหน้าของการฉีดวัคซีน อาทิเช่นสหรัฐฯ สหราชอาณาจักร และอิสราเอล ได้สะท้อนให้เห็นว่า การฉีดวัคซีนสามารถช่วยลดความรุนแรงของโรคลงได้ โดยสัดส่วนจำนวนผู้ป่วยหนักในโรงพยาบาลและอัตราการตายต่างอยู่ในระดับต่ำ

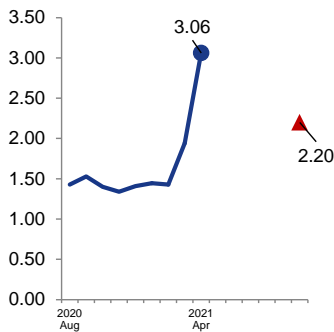
กระนั้น กลุ่มตลาดเกิดใหม่กลับไม่ได้ฉายภาพเดียวกัน โดยประเทศส่วนใหญ่มีการฉีดวัคซีนให้แก่ประชากร (อย่างน้อย 1 ครั้ง) ไม่ถึง 20% ของจำนวนประชากรทั้งหมด ซึ่งการจัดหาวัคซีนและการขนส่งนับเป็นอุปสรรคหลัก ทั้งนี้ ในปัจจุบันได้มีการระบาดระลอกใหม่ทั้งในละตินอเมริกา (อาร์เจนตินา บราซิล และโคลอมเบีย) กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาในยุโรป (ตุรกี) และเอเชีย (อินเดีย ฟิลิปปินส์ ไต้หวัน และไทย) ขณะที่สถานการณ์ในอินเดียนั้นนับว่าค่อนข้างน่ากังวล จากจำนวนผู้ติดเชื้อกว่า 4 แสนคนต่อวันในช่วงวันที่ 1 พ.ค.ผนวกกับภาวะขาดแคลนอุปกรณ์และเครื่องมือทางการแพทย์ ซึ่งนอกจากจะก่อความเสียหายต่อชีวิตและสุขภาพแล้ว เศรษฐกิจก็เผชิญแรงกดดันอีกครั้งหลังรัฐบาลประกาศใช้มาตรการล็อกดาวน์ในบางรัฐ ดังนั้น การทยอยฟื้นตัวของประเทศตลาดเกิดใหม่เพื่อให้ตามทันประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ อาจจะต้องช้าออกไปจนกว่าจะสามารถควบคุมการแพร่ระบาด รวมถึงเร่งฉีดวัคซีนให้เร็วขึ้นกว่าในปัจจุบัน

เงินที่เร่งตัวขึ้นทำให้ตลาดมีความกังวล

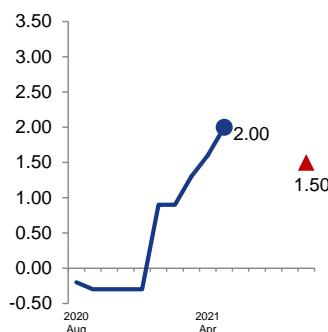
กิจกรรมทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่กลับมาดำเนินการได้ปกติในหลายประเทศ โดยเฉพาะประเทศที่มีการฉีดวัคซีนได้อย่างรวดเร็วอย่างสหรัฐฯ และจีน ส่งผลให้ความต้องการบริโภคสินค้าในประเทศพุ่งสูงขึ้น และทำให้การส่งออกทั่วโลกขยายตัวได้ดี และด้วยผลของปัญหาด้านการขนส่ง (อาทิ การขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ และเชมิคอนดักเตอร์) เรือสินค้าเกยตื้น ขวางคลองสุเอซ และค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น) ผนวกกับการขยายตัวของกาใช้จ่ายภาครัฐเพื่อฟื้นเศรษฐกิจหลังวิกฤต COVID-19 และนโยบายที่มุ่งเน้นเศรษฐกิจสีเขียวใส่ใจสิ่งแวดล้อม ส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์หลายรายการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น

อัตราเงินเพื่อปรับตัวเร่งสูงขึ้น

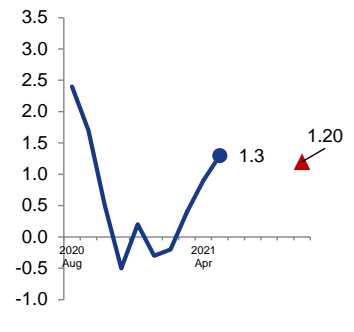
U.S. Current interest rate: 0-0.25%



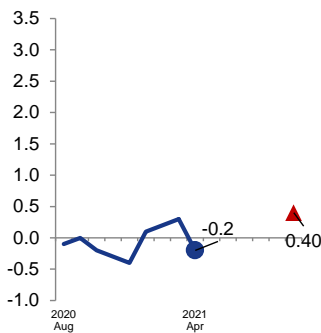
Euro Area Current interest rate: -0.5%



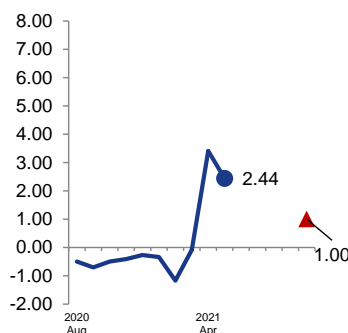
China Current interest rate: 4.35%



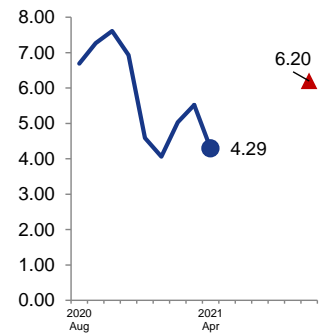
Japan Current interest rate: -0.1%



Thailand Current interest rate: 0.5%



India Current interest rate: 4.0%



ที่มา: Bloomberg รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

ราคาสินแร่เหล็ก (Iron Ore) ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตเหล็กกล้า แพลเลเดียมที่นำมาใช้ในการผลิตเครื่องฟอกไอเสีย ในรถยนต์ และไม้แปรรูปต่างพุ่งขึ้นแตะระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ด้านสินค้าเกษตรสำคัญ อาทิ ธัญพืช เมล็ดพืช น้ำมัน น้ำตาลและผลิตภัณฑ์จากนมก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยราคาข้าวโพดปรับตัวขึ้นไปอยู่เหนือระดับ 7 ดอลลาร์ต่อบุชเชล (น้ำหนักประมาณ 25.4 กก.) เป็นครั้งแรกในรอบ 8 ปี ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น เนื่องจากสินค้าดังกล่าวข้างต้น นับเป็นรายการสินค้าสำคัญในตะกร้าเงินเฟ้อของหลายประเทศ

ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อนับเป็นอีกหนึ่งประเด็นสำคัญที่มีผลต่อการบริหารเงินลงทุน โดยทั่วไป อัตราเงินเฟ้อ มักจะมีผลเชิงลบต่อการลงทุนในตราสารหนี้ เนื่องจากเมื่อเงินเฟ้อสูงขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงของตราสารหนี้ (Real Yield) ปรับตัวลดลง จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่อยู่ในระดับต่ำตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ธนาคารกลางยังคงให้อยู่ในระดับต่ำ สำหรับตลาดหุ้น ผลของเงินเฟ้อต่อตราสารทุนจะขึ้นอยู่กับความสามารถของบริษัทในการส่งผ่านราคาต้นทุนที่สูงขึ้นไปสู่ผู้บริโภค นอกจากนี้ ผลกระทบของเงินเฟ้อต่อผลตอบแทนการลงทุนขึ้นกับว่าอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นมานั้นจะเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวหรือจะเป็นการปรับขึ้นอย่างถาวร ซึ่งกว่าจะทราบผลก็ต้องรอให้ผลของฐานต่ำในปีนี้สิ้นสุดลง

ความท้าทายของการดำเนินนโยบายในระยะข้างหน้า

ในขณะที่นักลงทุนเกิดความกังวลเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ ธนาคารกลางก็มีความพยายามอย่างมากในการคลายความกังวลดังกล่าว ประธานธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ Fed ได้ออกมากล่าวว่า อัตราเงินเฟ้อนั้นเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และมองว่าจะเป็นเพียงสถานการณ์ชั่วคราว ด้านธนาคารกลางจีน (PBoC) ระบุว่า อัตราเงินเฟ้อผู้ผลิต (PPI) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในไตรมาส 2/2021 และ 3/2021 จากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น น้ำมัน แร่เหล็ก และทองแดง แต่มองว่าผลกระทบยังไม่น่ากังวล เนื่องจากเป็นการเพิ่มขึ้นจาก 1) ฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว และ 2) ภาวะขาดแคลนสินค้าที่เป็นปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น

แม้ว่าธนาคารกลางหลักของโลกอย่าง ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ธนาคารกลางยุโรป (ECB) และ ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังคงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นปกติตามเดิม แต่ธนาคารกลางบางแห่งทั่วโลกเริ่มส่งสัญญาณการเปลี่ยนแปลงทิศทางนโยบายเป็นแบบตึงตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป เริ่มจากธนาคารกลางนิวซีแลนด์ (RBNZ) และธนาคารกลางแคนาดา (BoC) ที่ส่งสัญญาณว่าจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นในปีหน้า (BoC ประกาศว่าจะลดการเข้าซื้อพันธบัตรลงเหลือ สัปดาห์ละ 3 พันล้านดอลลาร์แคนาดา จากเดิม 4 พันล้านดอลลาร์แคนาดา โดยเริ่มวันที่ 26 เม.ย.) ธนาคารกลางออสเตรเลียกำหนดให้เดือนก.ค. นี้เป็น Deadline ที่จะตัดสินใจว่าจะลดการเข้าซื้อพันธบัตรหรือไม่ ขณะที่ธนาคารกลางนอร์เวย์กำลังเริ่มเปลี่ยนทิศทางดอกเบี้ยนโยบายเป็นขาขึ้น ด้านประเทศกลุ่มตลาดเกิดใหม่ มีบางประเทศที่เปลี่ยนทิศทางนโยบายอย่างรวดเร็ว อาทิ ธนาคารกลางฮังการีที่กล่าวเมื่อวันที่ 26 พ.ค. ว่ามีความพร้อมในการใช้มาตรการทางการเงินแบบตึงตัวแล้ว ส่วนรัสเซีย ตุรกี และบราซิลได้มีการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายไปแล้วในช่วงก่อนหน้า โดยความแตกต่างของทิศทางนโยบายการเงินเช่นนี้สะท้อนว่าแต่ละธนาคารกลางสามารถรับมือกับการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อและมีหน้าตาสำหรับการเข้าซื้อสินทรัพย์ที่แตกต่างกัน

นอกจากการดำเนินนโยบายการเงินแล้ว การดำเนินนโยบายการคลังเพื่อหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจนั้นก็มักจะมาพร้อมกับความท้าทายด้านวินัยทางการคลังด้วย อาทิ รัฐบาลสหรัฐฯ ที่มีการใช้งบประมาณไปราว 29% ของ GDP เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ในขณะที่กำหนดเวลาการเจรจาปรับเพดานหนี้กำลังใกล้เข้ามา ฝั่งอินเดียกำลังเตรียมอนุมัติมาตรการช่วยเหลือเพิ่มเติมเฉพาะในกลุ่มธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และในขณะที่รัฐบาลไต้หวันกำลังพิจารณาเพิ่มวงเงินมาตรการกระตุ้นเป็น 6.3 แสนล้านดอลลาร์ไต้หวัน (2.26 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ) หรือเพิ่มขึ้นราว 50% ของวงเงินปัจจุบัน ฝั่งรัฐบาลไทยเองก็ประกาศพ.ร.ก. ฉุกเฉินกู้เงิน 5 แสนล้านบาท (1.6 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ) ให้กระทรวงการคลังมีอำนาจกู้เงินเพื่อแก้ไขปัญหาจากการระบาดของ COVID-19

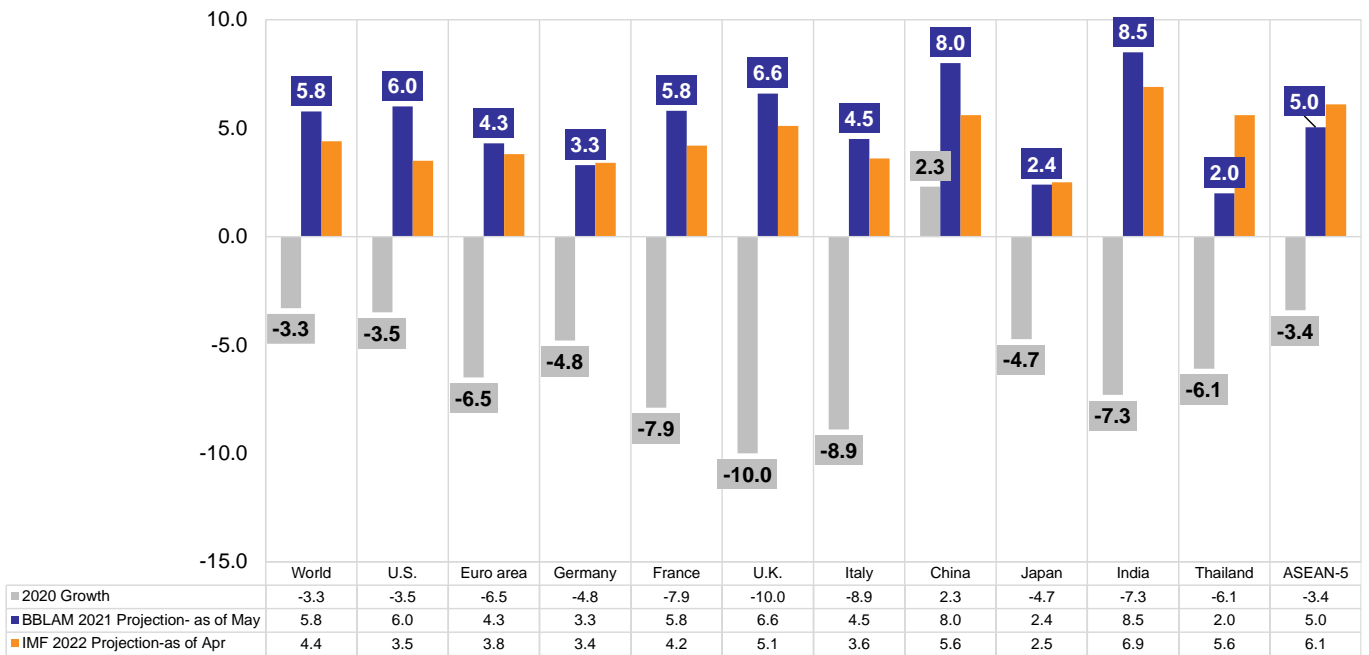
ทั้งนี้ วินัยทางการคลังอาจไม่ใช่ปัญหาสำหรับไต้หวันที่มีหนี้สาธารณะเพียง 32% ของ GDP เนื่องจากรัฐบาลยังสามารถกู้เงินเพิ่มเติมได้อีกถึงเพดานที่กำหนดไว้ตามกฎหมายที่ 40.6% แต่สำหรับในประเทศไทยที่รัฐบาลกู้เงินจนเกือบแตะเพดานหนี้ที่ระดับ 60% ของ GDP แล้ว การแก้ไขพระราชบัญญัติวินัยการเงินการคลังของรัฐ พ.ศ. 2561 นั้นมีความจำเป็นเพื่อเพิ่มความสามารถในการกู้เงินของรัฐบาลไทย อย่างไรก็ตามเนื่องด้วยสภาพคล่องในประเทศ ณ ปัจจุบัน มีอยู่ราว 3 แสนล้านบาท ([ข้อมูลจาก Bangkok Post ณ วันที่ 27 พ.ค.](#)) ทำให้ยังมีส่วนต่าง (Funding Gap) อยู่ที่ประมาณ 2 แสนล้านบาท สภาพคล่องในตลาดที่ไม่เพียงพออาจจะสร้างความกังวลให้กับรัฐบาลไทยในระยะข้างหน้า อีกทั้งประสิทธิภาพในการใช้จ่ายของภาครัฐสู่ภาคเศรษฐกิจก็เป็นอีกประเด็นที่ต้องให้ความสนใจ เพราะหากพิจารณาอ้างอิงจากการใช้งบประมาณ 1 ล้านล้านบาทในช่วงที่ผ่านมา จะพบว่างบประมาณส่วนใหญ่ได้ใช้จ่ายไปกับโครงการที่ให้ผลทวีคูณเชิงเศรษฐกิจที่จำกัด (Limited Multiplier Effects)

สำหรับแนวโน้มเศรษฐกิจในภาพรวม เรามองว่า ท่ามกลางความท้าทายทั้งหลาย เศรษฐกิจทั่วโลกยังสามารถเติบโตได้จากปีก่อน ผ่านการปรับตัวในการดำเนินชีวิตและใช้จ่ายใช้สอย แม้ผู้คนจะลดการออกจากบ้านลงก็ตาม แต่การใช้จ่ายมาตรการกระตุ้นทางการคลังในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ โดยเฉพาะสหรัฐฯ ก็มีมีส่วนช่วยสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจโลก เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัว 5.8% โดยเป็นผลจากการเติบโตในระดับสูงของสหรัฐฯ ที่ 6.0% ในส่วนของประเทศเศรษฐกิจพัฒนาแล้วอื่นๆ อย่างยุโรปโซน และญี่ปุ่นก็มีแนวโน้มขยายตัวที่ 4.3% และ 2.4% ตามลำดับ ด้านเศรษฐกิจจีนที่ฟื้นตัวขึ้นมา เราคาดว่าจะเติบโตได้ 8.0% ในปีนี้ ซึ่งเป็นตัวเลขที่สูงกว่าในช่วงก่อนการระบาดของ COVID-19 ในขณะที่อินเดียและไทย ซึ่งกำลังเผชิญกับการแพร่ระบาดอีกระลอกหนึ่ง GDP น่าจะเติบโตที่ 8.5% และ 2.0% ตามลำดับ

ประมาณการ GDP ปี 2021

GDP Growth Projection (%)

■ 2020 Growth ■ BBLAM 2021 Projection- as of May ■ IMF 2022 Projection-as of Apr



ที่มา: IMF ประมาณการโดยกองทุนบัวหลวง

- **ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2021**

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัว 6.4 % QoQ saar ในไตรมาสแรกต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนหน้าที่ 4.3 % QoQ saar หนุนโดยการบริโภคภาคเอกชน (11.3% QoQ saar จากไตรมาสก่อนที่ 2.3%) และการใช้จ่ายภาครัฐ (5.8% QoQ saar จากไตรมาสก่อนที่ -0.8%) สะท้อนให้เห็นว่าเศรษฐกิจในไตรมาส 1/2021 ของสหรัฐฯ ได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นทางการคลัง อาทิเช่น เช็คอุดหนุน เงินช่วยเหลือสำหรับแรงงานที่ว่างงาน และมาตรการด้านสินเชื่อที่เรียกว่า Paycheck Protection Program ภายใต้มาตรการการคลัง Coronavirus Response and Relief Supplemental Appropriations Act และ American Rescue Plan Act

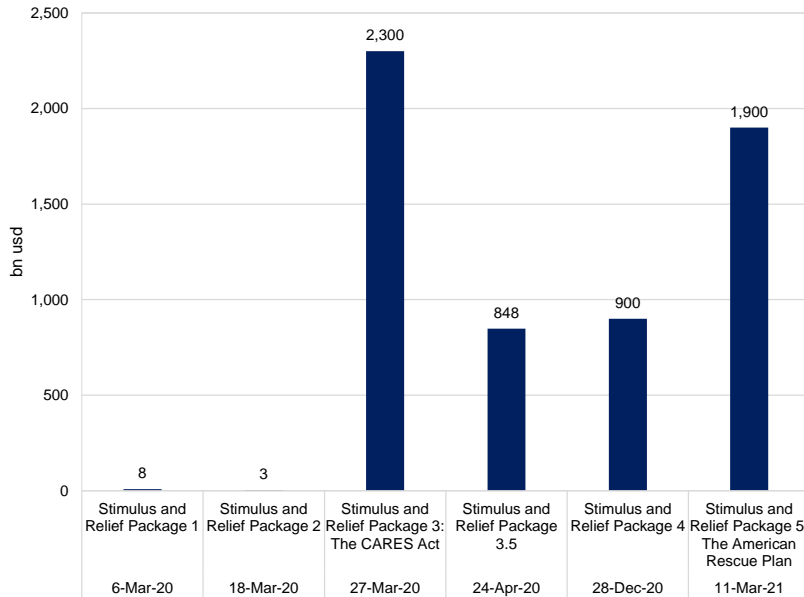
ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาเครื่องชี้เศรษฐกิจรายเดือนก็พบว่า รายได้ส่วนบุคคล ยอดค้าปลีก ยอดขายบ้าน ยอดขายรถยนต์ ต่างขยายตัวอย่างโดดเด่นเช่นเดียวกัน สะท้อนให้เห็นว่ามาตรการของรัฐมีส่วนช่วยกระตุ้นความต้องการใช้จ่ายสินค้าของประชาชนและได้ส่งผลไปยัง GDP อย่างมีนัยสำคัญ มองไปข้างหน้าเราคาดว่ารัฐบาลสหรัฐฯ จะยังใช้มาตรการทางการคลังเพื่อประคองเศรษฐกิจต่อไป เป็นผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ น่าจะขยายตัวได้ต่อเนื่อง ทำให้ GDP สหรัฐฯ ในปี 2021 น่าจะเติบโต 6.0% เป็นอย่างต่ำ

- **แนวทางด้านนโยบาย**

แนวทางด้านนโยบายการคลัง นับตั้งแต่เกิดการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในช่วงไตรมาส 1/2020 สหรัฐฯ เป็นประเทศที่ใช้เม็ดเงินกระตุ้นทางการคลังมากที่สุดในโลกกว่า 6 ล้านล้านดอลลาร์ฯ หรือราว 29% ของ GDP ผ่านหลากหลายมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่โดยส่วนใหญ่แล้วรัฐบาลสหรัฐฯ จัดสรรเม็ดเงินไปกับมาตรการที่เกี่ยวข้องกับการแบ่งเบาภาระทางการเงินให้กับประชาชนที่เข้าเงื่อนไข โดยจะได้รับเงินในรูปแบบของเช็คจ่ายครั้งเดียว และเงินสนับสนุนรายสัปดาห์ คำนวณโดยคร่าวๆ พบว่าครอบครัวสหรัฐฯ ได้รับการสนับสนุนทางการเงินสืบเนื่องจากวิกฤติ COVID-19 ครั้งนี้ในหลักหมื่นดอลลาร์ฯ (หรือหลักแสนบาท) เฉยทีเดียว ถือว่าเป็นการอุดหนุนรายได้ครั้งใหญ่และมากกว่าสมัยวิกฤติ Subprime Mortgage Crises ในช่วงปี 2008-2009

เม็ดเงินกระตุ้นทางการคลังของสหรัฐฯจากวิกฤติ COVID-19

U.S. Stimulus Packages since Mar 2020 (28.8% of GDP)



Next policies to be pushed



2.25 trn usd American Jobs Plan (Buid Back Better 2/2) including funding strategy under "Made in America Tax Plan" that would raise corporate income taxes.



1.5 trn usd American Families Plan including child care/ education and healthcare. This plan will be financed by raise of personal income taxes (capital gain tax and estate tax)

ที่มา: รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

American Jobs Plan และ American Families Plan

American Jobs Plan

①
2,250

American Jobs Plan (10.7% GDP)
1\

American Families Plan

②
1,800

American Families Plan (8.6% GDP)
2\

Tax Plan

①
2,730

The Made in America Tax Plan
(13.0% GDP) 1\

②
1,500

Unit: USD, bn

Tax Reform that Rewards Work - Not Wealth (7.2% GDP) 2\

- ▶ (621bn) Transportation infrastructure
- ▶ (590bn) Domestic manufacturing, job training initiatives and R&D
- ▶ (400bn) Expand home care services and provide additional support for care workers
- ▶ (328bn) Improve housing, schools, childcare facilities, and federal buildings
- ▶ (311bn) Invest in broadband, the national electric grid, and clean drinking water

- ▶ (506bn) Education
 - Free universal pre-school for all 3 & 4 years old
 - Tuition-free 2-year community college
 - Increase Pell Grants for low-income students
- ▶ (495bn) Families & children
 - Make Childcare affordable, invest in high-quality care, and fund training for childcare providers
 - Create a national paid family and medical leave program
- ▶ (800bn) Enhancement of tax credits
 - Extend the increase in child tax credits through 2025

- ▶ (1,300bn) Raise corporate income tax rate from 21% to 28%
- ▶ (750bn) Strengthen the global minimum tax (GILTI) for US multinational corporations
- ▶ (400bn) Eliminate deduction for Foreign-Derived Intangible Income (FDII)
- ▶ (200bn) Enact a 15% minimum tax on corporate "book" income
- ▶ (50bn) Prevent U.S. corporations from inverting or claiming tax havens as their residence
- ▶ (30bn) Eliminate tax preferences for fossil fuels

- ▶ (780bn) Improve tax enforcement through audits, IT, information reporting for FIs, regulating paid preparers, and other measures
 - Increase funding for IRS enforcement (cost 80bn)
- ▶ (500bn) Increase capital gains & dividends taxes (tax as ordinary income on those earn > \$1mn, eliminate step-up basis above \$1mn, close carried interest and real estate loopholes)
- ▶ (200bn) Apply 3.8% Medicare tax to all income above \$400k
- ▶ (100bn) Increase top individual tax rate (earn > \$400k) from 37% to 39.6%

หมายเหตุ: 1\ Outlined on Mar 31, excl. an additional USD400bn in clean energy tax credits.

2\ Outlined on April 28.

ที่มา: Tisco ESU

ในระยะข้างหน้า ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ยังมีแผนที่จะผลักดันมาตรการสนับสนุนทางการคลังอีกได้แก่ 1) American Jobs Plan มุ่งเน้นการใช้จ่ายด้านโครงสร้างพื้นฐานในวงเงินกว่า 2 ล้านล้านดอลลาร์ (ราว 1% ของ GDP) ในช่วง 8 ปี เพื่อหวังเพิ่มการจ้างงานในหลักหลายสิบล้านตำแหน่ง เม็ดเงินจากมาตรการนี้จะกระจายไปยังโครงการต่างๆ โดยแหล่งเงินจะมาจากการเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคลเพิ่มขึ้นให้ได้ 2.75 ล้านล้านดอลลาร์ในช่วงระยะเวลา 8 ปี และ 2) American Families Plan ซึ่งจะเน้นการลงทุนในโครงการที่เกี่ยวข้องกับการดูแลเด็ก โรงเรียน และการดูแลสุขภาพ คาดว่าวงเงินจะอยู่ที่ราว 1.5 ล้านล้านดอลลาร์ โดยจะใช้เม็ดเงินจากการเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคลธรรมดา มาตรการทั้งคู่นี้จะได้รับการพิจารณาในช่วงเดือนมิ.ย.-ก.ค.

แนวทางด้านนโยบายการเงิน

จากการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินหรือ FOMC ในเดือนเม.ย. ที่ประชุมยังคงมีมติเป็นเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 0-0.25% โดยเฟดจะยังคงซื้อพันธบัตรตามมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) อย่างน้อย 1.2 แสนล้านดอลลาร์/เดือน โดยเฟดจะซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ วงเงิน 8 หมื่นล้านดอลลาร์/เดือน และซื้อตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อกู้ยืมเป็นหลักประกันการจำนอง (MBS) ในวงเงิน 4 หมื่นล้านดอลลาร์/เดือน แถลงการณ์ของเฟดระบุว่า กิจกรรมทางเศรษฐกิจและการจ้างงานได้เติบโตแข็งแกร่งขึ้น โดยได้แรงหนุนจากความคืบหน้าในการฉีดวัคซีน และการสนับสนุนด้านนโยบาย อย่างไรก็ตาม เฟดยังคงมุมมองเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจว่าจะยังเผชิญความเสี่ยงจากการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ซึ่งเฟดจะใช้เครื่องมือด้านนโยบายการเงินในการสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เพื่อให้มีการจ้างงานเต็มศักยภาพ และรักษาเสถียรภาพของราคา จากแถลงการณ์และการสัมภาษณ์ของประธานเฟดสาขาต่างๆ รวมทั้งสมาชิกใน FOMC ได้เน้นย้ำไปในทิศทางเดียวกันว่าจะยังคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายนี้ต่อไป แม้ว่าตลาดจะเริ่มคาดหวังว่าเฟดอาจจะเริ่มเปลี่ยนทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินจากอัตราเงินเฟ้อที่เร่งขึ้นก็ตาม กองทุนบัวหลวงจึงมองว่าเฟดจะยังคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายทั้งปี 2021 นี้ และจะเริ่มส่งสัญญาณถอนการผ่อนคลายทางการเงินในปี 2022

■ ความเสี่ยง

การใช้มาตรการกระตุ้นทางการคลังให้ผลทั้งด้านบวกและลบ ผลด้านบวกประกอบไปด้วย ความต้องการสินค้าปรับตัวมากขึ้นส่งผลให้การบริโภคปรับตัวเพิ่ม และเป็นผลทำให้เศรษฐกิจโดยรวมสามารถขยายตัวได้ดี อย่างไรก็ตาม การที่ความต้องการสินค้าที่ปรับตัวขึ้นแรงกว่า ความสามารถของผู้ผลิตที่จะตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้น ก็อาจจะเป็นผลด้านลบที่จะไปกดดันให้ระดับราคาปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อได้ ทั้งนี้หากมาตรการโครงการก่อสร้างพื้นฐานได้รับการอนุมัติและมีผลเบิกจ่ายได้ภายในปีนี้ ตลาดอาจจะต้องชั่งน้ำหนักระหว่าง แรงผลักดันด้านเศรษฐกิจผ่านช่องทางทางการลงทุนภาครัฐ และแรงกดดันจากการปรับขึ้นภาษีเงินได้นิติบุคคล

▪ BBLAM's View

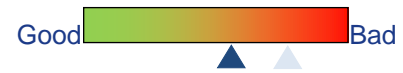
รัฐบาลเสี่ยงข้างมากภายใต้การนำของประธานาธิบดีโจ ไบเดน มีความได้เปรียบในเชิงการผลักดันนโยบายเศรษฐกิจที่สำคัญ ดังจะให้เห็นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ และแผนการกระจายวัคซีนที่รวดเร็วที่จะครอบคลุม 70% ของประชากรสหรัฐฯภายในวันที่ 4 ก.ค. นี้ ทำให้สหรัฐฯดูจะมีแต้มต่อเหนือประเทศอื่นๆ

▪ Economic Projection

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	2.3	3.0	2.2	-3.5	6.0
Consumer Spending (YoY%)	2.6	2.7	2.4	-3.9	7.6
Government Spending (YoY%)	0.9	1.8	2.3	1.1	1.9
Private Investment (YoY%)	3.5	6.3	1.7	-5.2	10.2
Exports (YoY%)	3.9	3.0	-0.1	-12.9	5.6
Imports (YoY%)	4.7	4.1	1.1	-9.3	13.7
Industrial Production (YoY %)	2.3	4.0		-7.0	6.0
Price Indices					
CPI (YoY%)	2.1	2.5	1.8	1.2	3.0
PCE Price Index (YoY%)				1.2	2.4
Core PCE (yoy%)	1.7	2.0	1.7	1.4	2.2
Labor Market					
Unemployment (%)	4.4	3.9	3.7	8.1	4.5
Non-Farm Payrolls (000s SA, monthly chg.)				-756.0	580.0
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	-1.9	-2.2	-2.2	-3.1	-3.6
Financial Balances					
Budget (% of GDP)	-3.4	-4.2	-4.7	-15.6	-14.6
Government Debt (% of GDP)	76.0	77.4	79.2	80.5	104.7
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	1.50	2.50	1.75	0.25	0.25
3-Month Rate (%)	1.69	2.81	1.91	0.24	0.25
2-Year Note (%)	1.89	2.49	1.57	0.12	0.31
10-Year Note (%)	2.41	2.69	1.92	0.92	1.88
Exchange Rates					
EURUSD	1.20	1.15	1.12	1.22	1.21

ที่มา: Bloomberg, IMF, FED, กองทุนบัวหลวง

Europe



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2021

เศรษฐกิจยูโรโซนในไตรมาส 1/2021 GDP หดตัว -0.3% QoQ sa ต่อเนื่องจาก -0.7% ในไตรมาสก่อน ส่งผลให้เข้าสู่ภาวะถดถอยซ้ำซ้อน (Double-dip Recession) หลังจากที่เผชิญภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 2020 ที่ผ่านมา และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีที่แล้ว GDP ยูโรโซนหดตัว -1.3% YoY (ลดลงจาก -4.7% ในไตรมาสก่อน) โดยเป็นผลจากการบังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์เพื่อควบคุมการระบาดของ COVID-19 และการแจกจ่ายวัคซีนที่ค่อนข้างล่าช้าในช่วงต้นปี

ในรายประเทศ GDP เยอรมนีพลิกกลับมาหดตัว -1.8% QoQ sa หลังจากที่ยขยายตัว 0.5% ไตรมาสก่อน โดยการใช้จ่ายภาคเอกชนหดตัวอย่างมาก ขณะที่การส่งออกยังขยายตัวได้ ด้านอิตาลี GDP ขยายตัว 0.1% QoQ sa จาก -1.8% ไตรมาสก่อน ส่วน GDP สเปนหดตัว -0.5% QoQ sa จากที่ไม่ขยายตัว (0.0%) ในไตรมาสก่อน จากอุปสงค์ในประเทศ ทั้งการบริโภคเอกชนและการลงทุนที่หดตัว ขณะที่ยอดส่งออกสุทธิเป็นบวกจากการนำเข้าที่ลดลง สำหรับฝรั่งเศส GDP หดตัว -0.1% QoQ sa ต่อเนื่องจากที่หดตัว -1.5% ในไตรมาสก่อน จากอุปสงค์ในประเทศที่ยขยายตัวดีมาโดยการลงทุนและการบริโภคเอกชน แต่ยอดส่งออกสุทธิยังเป็นปัจจัยกดดัน

เมื่อมองไปข้างหน้า จากจำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในยูโรโซนที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง หลังการแจกจ่ายวัคซีนเร่งตัวขึ้นได้ดี ส่งผลให้หลายประเทศเริ่มผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ และคาดว่ายูโรโซนจะมี Herd Immunity (ประมาณ 70% ของประชากรที่ได้รับวัคซีน) ในช่วงไตรมาส 3/2021 นี้ ประกอบกับแรงหนุนจากการบริโภคที่น่าจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วหลังประชาชนไม่ได้ใช้จ่ายใช้สอยในช่วงล็อกดาวน์ (Pent-up Demand) และการเบิกจ่ายของกองทุน EU Recovery Fund ที่จะเริ่มในช่วงครึ่งหลังของปี รวมไปถึงอุปสงค์โลกที่ฟื้นตัว โดยเฉพาะในประเทศคู่ค้าหลักอย่างสหรัฐฯ ทำให้เรามองว่า เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นชัดเจนในไตรมาส 2/2021 เป็นต้นไป โดยสะท้อนผ่านดัชนีชี้ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMI ซึ่งตลาดคาด GDP ในไตรมาส 2/2021 นี้จะพลิกกลับมาเป็นบวกได้เมื่อเทียบกับไตรมาส 1/2021 กองทุนบัวหลวงประมาณการว่า เศรษฐกิจยูโรโซนจะขยายตัว 4.3% ในปี 2021

■ แนวทางด้านนโยบาย

นับตั้งแต่การประชุมธนาคารกลางยุโรป (ECB) ในเดือนธ.ค. 2020 ที่ผ่านมา ECB มีมติขยายโครงการเข้าซื้อสินทรัพย์ที่เรียกว่า Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) อีก 5 แสนล้านยูโร รวมเป็นวงเงินทั้งหมด 1.85 ล้านล้านยูโร รวมทั้งยังได้ขยายระยะเวลาการเข้าซื้อพันธบัตรตามโครงการดังกล่าว ซึ่งเดิมกำหนด

ใช้ถึงเดือนมิ.ย. 2021 ออกไปจนถึงเดือนมี.ค. 2022 นอกจากนี้ ECB ยังระบุด้วยว่า จะเดินหน้าซื้อพันธบัตรอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ระดับต่ำ จนกว่าจะเห็นแนวโน้มเงินเฟ้อฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งและมีแนวโน้มกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายในระดับใกล้เคียง 2%

ทั้งนี้ ด้วยภาพเศรษฐกิจยูโรโซนที่ยังขยายตัวต่ำกว่าช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 เราจึงคาดว่า แม้ว่า ECB จะเริ่มลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงในระยะข้างหน้าเนื่องจากเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังคงเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านโครงการ PEPP ไปจนครบวงเงิน และหลังจบโครงการ PEPP ในเดือนมี.ค. 2022 เราคาดว่า ECB อาจปรับเพิ่มวงเงินการเข้าซื้อภายใต้โครงการเข้าซื้อสินทรัพย์ หรือ Asset Purchase Program (APP) ที่ประกาศใช้มาก่อนหน้าการแพร่ระบาดของ COVID-19 ซึ่งปัจจุบันอยู่ที่ 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เพื่อไม่ให้สภาพคล่องในระบบลดลงอย่างรวดเร็วจนเกินไป

สำหรับมาตรการทางการคลัง เรามองว่า เม็ดเงินจากกองทุนฟื้นฟูเศรษฐกิจหลังวิกฤติ COVID-19 ของอียู (EU Recovery Fund) วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร จะมีส่วนสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนทั้งในปีนี้และปี 2022 ซึ่งคาดว่าประเทศสมาชิกจะได้รับเงินให้เปล่าและเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำจากอียูในช่วงเดือนส.ค. 2021 หากอียูสามารถอนุมัติแผนนโยบายที่แต่ละประเทศนำเสนอได้ตามกำหนด โดยปัจจุบัน ทุกประเทศได้นำเสนอแผนฯ ไปยังอียูแล้ว และแผนการใช้เงินดังกล่าวจะเน้นไปที่การลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทนและเศรษฐกิจดิจิทัลเป็นหลักตามเงื่อนไขของอียู ทำให้เรามองว่าธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องจะได้รับผลประโยชน์จากนโยบายดังกล่าว ทั้งนี้ ในประเด็นด้านหนี้สาธารณะ European Commission (EC) ระบุว่า การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของแต่ละประเทศสมาชิกจะทำให้หนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้นแต่ระดับสูงสุดที่ 102% ในปีนี้ จาก 100% ณ สิ้นปี 2020 ก่อนที่จะชะลอลงเล็กน้อยเป็น 101% ในปี 2022 อย่างไรก็ตาม กฎการคลังของอียูที่กำหนดให้ประเทศสมาชิกมีระดับหนี้สาธารณะไม่เกิน 60% ของ GDP และขาดดุลการคลังไม่เกิน 3% ของ GDP จะถูกผ่อนปรนออกไปอีกจนถึงสิ้นปี 2022 ซึ่งเอื้อให้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐยังไม่ถูกจำกัดในอีก 1-2 ปีข้างหน้า

■ ความเสี่ยง

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนขึ้นอยู่กับความคืบหน้าในการฉีดวัคซีนที่จะช่วยควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 ดังนั้น ความเสี่ยงสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อฟื้นตัว คือการกลายพันธุ์ของไวรัส และเหตุการณ์ที่ทำให้การฉีดวัคซีนช้าออกไปกว่าที่คาด ซึ่งจะกระทบกับภาคบริการเป็นหลัก ส่วนอุตสาหกรรมการผลิตกำลังเผชิญความเสี่ยงจากปัญหาการขาดแคลนชิป ซึ่งส่งผลกระทบต่อการผลิตรถยนต์ โดยเฉพาะในเยอรมนี ผู้นำอุตสาหกรรมรถยนต์ในยูโรโซน สำหรับในด้านนโยบาย แม้ว่ากองทุนฟื้นฟู Recovery Fund จะมีบทบาทในการผลักดันเศรษฐกิจ แต่ด้วยเงื่อนไขของการให้เงินกู้ดอกเบี้ยต่ำอาจทำให้บางประเทศสมาชิกไม่ประสงค์ขอรับเงินกู้ในส่วนนี้ และทำให้เม็ดเงินเพื่อช่วยเหลือประเทศสมาชิกอาจไม่ได้ถูกนำไปใช้เต็มวงเงินที่ตั้งไว้

■ BBLAM's View

เศรษฐกิจยูโรโซนกลับมาฟื้นตัวได้เร็วกว่าคาดหลังจากในช่วงต้นปีที่การฉีดวัคซีนช้ากว่ากำหนด แต่หลังจาก
รัฐบาลสามารถเร่งฉีดวัคซีนได้ในช่วงเดือนเม.ย. ทำให้ผู้ประกอบการและประชาชนต่างมีมุมมองที่เป็นบวกต่อการ
ฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า ขณะเดียวกันมาตรการต่างๆ ของทั้ง ECB และรัฐบาลก็ยังผ่อนคลาย
ต่อเนื่องสนับสนุนให้การฟื้นตัวยังมีแนวโน้มแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น

■ Economic Projection

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	2.6	1.9	1.3	-6.6	4.3
Household Consumption (YoY%)				-8.1	3.2
Government Consumption (YoY%)				0.7	3.1
Gross Fixed Investment (YoY%)				-9.3	5.3
Exports (YoY%)				-10.6	8.4
Imports (YoY%)				-9.9	7.1
Industrial Production (YoY%)				-9.2	8.9
Price Indices					
CPI (YoY%)	1.5	1.8	1.2	0.3	1.7
Labor Market					
Unemployment (%)	9.1	8.2	7.6	8.0	8.4
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	3.2	3.0	2.3	2.2	2.5
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-0.9	-0.5	-0.6	-7.2	-7.0
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3-Month Rate (%)	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5
2-Year Note (%)	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.6
10-Year Note (%)	0.4	0.2	-0.2	-0.6	-0.2
Exchange Rates					
EURUSD	1.20	1.15	1.12	1.22	1.21

ที่มา: Bloomberg, IMF, ECB, กองทุนบัวหลวง

Japan



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา และทิศทางเศรษฐกิจปี 2021

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 1/2021 หดตัว -3.9% QoQ saar จากที่ขยายตัว 11.7% ในไตรมาสก่อนหน้า และเมื่อเทียบรายปียังหดตัวที่ -1.6% YoY โดยการบริโภคภาคเอกชนพลิกกลับมาหดตัว -5.8% QoQ saar (เมื่อเทียบกับ 9.0% ไตรมาสก่อน) จากผลของการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินของรัฐบาลในช่วงต้นปีเพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 ด้านการลงทุนภาคเอกชนที่มีชี้อายุอาศัย (Private Non-Residential Investment) หดตัว -4.6% QoQ saar สะท้อนว่านักลงทุนยังมีความกังวลต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ส่วนการใช้จ่ายภาครัฐ (Public Demand) พลิกกลับมาหดตัว -3.8% QoQ saar โดยการบริโภคภาครัฐหดตัว -4.5% ขณะที่การลงทุนภาครัฐหดตัว -2.1% ทั้งนี้ การส่งออกนับเป็นแรงหนุนหลักของเศรษฐกิจในไตรมาสนี้ โดยขยายตัว 9.2% QoQ saar จากแรงหนุนของความต้องการซื้อรถยนต์และเครื่องจักรของจีนที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ในระยะข้างหน้า เรามองว่า การบริโภคและการลงทุนของญี่ปุ่น น่าจะทยอยกลับมาเติบโตได้เมื่อสถานการณ์การแพร่ระบาดในประเทศดีขึ้นจนรัฐบาลยกเลิกการใช้ประกาศสถานการณ์ฉุกเฉิน ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในไตรมาส 3/2021 การส่งออกจะเป็นเครื่องยนต์สำคัญต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี นี้ โดยมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะจากการส่งออกสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและเครื่องจักร รวมทั้งสินค้ายานยนต์ แต่ปัญหาด้านการขาดแคลนของชิปและเซมิคอนดักเตอร์อาจทำให้การผลิตรถยนต์ชะลอตัวลงได้ในระยะสั้น เราประมาณการว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเติบโต 2.4% ในปี 2021

ด้านอัตราเงินเฟ้อล่าสุดปรับตัวลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 9 ส่วนหนึ่งมาจากผลของการปรับค่าโทรศัพท์เคลื่อนที่ลงตามที่ภาครัฐได้ขอความร่วมมือจากผู้ให้บริการ ทำให้เงินเฟ้อยังอยู่ต่ำกว่าเป้าหมายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ซึ่งกำหนดไว้ที่ระดับ 2% ตอกย้ำความท้าทายที่ BoJ ต้องเผชิญในการผลักดันเงินเฟ้อขึ้นสู่ระดับเป้าหมาย เราคาดว่า ผลกระทบจากการลดลงของค่าบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่นั้นจะยังคงดำเนินต่อไปจนถึงไตรมาส 3/2021 และเงินเฟ้อจะกลับมาขยายตัวได้หลังจากนั้น อย่างไรก็ตาม เนื่องจากผู้ประกอบการที่กำลังเผชิญกับต้นทุนที่สูงขึ้นจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น มีแนวโน้มที่จะไม่ส่งต่อต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้บริโภค ทำให้อัตราเงินเฟ้อผู้บริโภคในญี่ปุ่นไม่ถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้นเหมือนกับในประเทศอื่น

■ แนวทางด้านนโยบาย

ด้านนโยบายการเงิน ในการประชุมธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ในเดือนมี.ค. ที่ผ่านมา BoJ ได้ประกาศผลของการทบทวนนโยบายทางการเงินต่างๆ ในประเด็นด้านประสิทธิภาพ และความยั่งยืนของการดำเนินนโยบาย ซึ่งผลสรุปคือ BoJ ตัดสินใจขยายกรอบการเคลื่อนไหวของดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ให้กว้างขึ้นจาก -0.20% ถึง +0.20% เป็น -0.25% ถึง +0.25% เพื่อให้สามารถคงอัตราดอกเบี้ยระยะยาวให้อยู่ในระดับต่ำต่อไป พร้อมกับลดแรงกดดันต่อการทำกำไรของสถาบันการเงิน นอกจากนี้ BoJ ได้ยกเลิกเป้าหมายการเข้าซื้อ ETF จากเดิมที่ระบุว่า จะเข้าซื้อปีละ 6 ล้านล้านเยน โดยเปลี่ยนเป็น จะทำการเข้าซื้อต่อเมื่อตลาดปรับตัวลดลงแรงเท่านั้น แต่ยังคงกรอบวงเงินสูงสุดในการเข้าซื้อสำหรับ ETF ไว้ที่ 12 ล้านล้านเยน และ J-REITs ในวงเงิน 1.8 แสนล้านเยน ดังเดิม ทั้งนี้ BoJ กล่าวว่าจะเข้าซื้อเพียง ETF ของตลาด Topix จากเดิมที่เข้าซื้อทั้ง Topix และ Nikkei225 เพื่อกระจายการลงทุนให้ไม่กระจุกในบางบริษัทมากเกินไป เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด Topix มีจำนวนมากกว่า Nikkei225 มาก

การประกาศของ BoJ ในครั้งนี้ นับว่าเป็น Timing ที่ดี เนื่องจากปัจจุบันค่าเงินเยนได้อ่อนค่าลงมากจากในช่วงต้นปี 2021 ทำให้การปรับกรอบดอกเบี้ยระยะยาว และการยกเลิกเป้าหมายการเข้าซื้อ ETF ไม่ส่งผลให้ค่าเงินเยนแข็งค่าลงไปต่ำกว่า 100 เยนต่อดอลลาร์ฯ อย่างที่ BoJ กังวลมาตลอด เนื่องจากการแข็งค่าของเยนจะส่งผลกระทบต่ออย่างหนักต่อภาคการส่งออกซึ่งมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นและตลาดหุ้นญี่ปุ่น ในระยะข้างหน้า เราคาดว่า BoJ จะขยายระยะเวลาในการใช้มาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการจากวิกฤติ COVID-19 ต่อไปอีก หลังจากกำหนดเดิมที่จะสิ้นสุดในเดือนก.ย. นี้ ในขณะที่ยังคงเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง แต่อาจลดขนาดการเข้าซื้อลง หลังจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ปรับตัวลดลง และทรงตัวอยู่ในระดับ 0.1%

ด้านนโยบายภาครัฐ เนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอลตัวลงหลังได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 เราคาดว่า รัฐบาลกำลังพิจารณาออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมผ่านการใช้งบประมาณเพิ่มเติม (Supplementary Budget) โดยเฉพาะในช่วงก่อนการเลือกตั้ง ซึ่งรัฐบาลจะหมดวาระลงในเดือนต.ค. และมีความเป็นไปได้ที่รัฐบาลจะประกาศยุบสภาและจัดการเลือกตั้งในเดือนก.ย. หลังการเป็นเจ้าภาพการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกในเดือนก.ค.-ส.ค.

■ ความเสี่ยง

แนวโน้มเศรษฐกิจของญี่ปุ่นยังคงมีความไม่แน่นอนสูงและมีความเสี่ยงขาลงจากปัจจัยการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในประเทศเป็นสำคัญ ปัจจุบัน รัฐบาลญี่ปุ่นมีการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินใน 10 จังหวัด และพิจารณาขยายระยะเวลาออกไปอีกจนถึง 20 มิ.ย. ซึ่งจะส่งผลให้การเติบโตของเศรษฐกิจในไตรมาส 2/2021 อาจหดตัวอีกครั้ง เกิดเป็นภาวะเศรษฐกิจถดถอยซ้ำซ้อน (Double-dip Recession) ทั้งนี้ ความเร็วในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจขึ้นอยู่กับว่ารัฐบาลจะสามารถประกาศยกเลิกสถานการณ์ฉุกเฉินได้เมื่อไร ในส่วนของการแจกจ่ายวัคซีน

ปัจจุบันญี่ปุ่นยังคงตามหลังประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ อยู่มาก ส่งผลให้ประชาชนออกมาต่อต้านการเป็นเจ้าภาพกีฬาโอลิมปิกของญี่ปุ่นในช่วงปลายเดือนก.ค. เนื่องจากมองว่าอาจทำให้การแพร่ระบาดกลับมารุนแรงอีกครั้ง อย่างไรก็ตาม ทางคณะกรรมการจัดงานยังคงยืนยันที่จะจัดต่อไปท่ามกลางเสียงคัดค้าน และนำไปสู่ความไม่แน่นอนด้านการเมืองที่จะมีการเลือกตั้งในเดือนก.ย.หรือเดือน ต.ค. นี้ โดยปัจจุบันคะแนนนิยมของพรรค LDP ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลลดลงแตะระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ นายซูกะ เข้ามาดำรงตำแหน่งต่อจากนายอาเบะในช่วงเดือนก.ย. 2020 ประกอบกับผลการเลือกตั้งซ่อมสมาชิกวุฒิสภาเมื่อวันที่ 25 เม.ย. ที่ผ่านมา ที่ผู้สมัครจากพรรคฝ่ายค้านได้รับชัยชนะไปทั้งหมด (3 ที่นั่ง) เนื่องจากประชาชนมีความไม่พอใจกับมาตรการรับมือกับวิกฤติ COVID-19 ของรัฐบาล และมีความเป็นไปได้ที่จะส่งผลกระทบต่อจำนวนที่นั่งที่คาดว่าพรรค LDP จะได้รับในการเลือกตั้งทั่วไปปีนี้

■ BBLAM's View

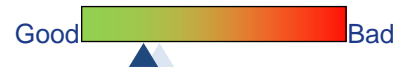
เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวช้ากว่าประเทศหลักอื่นอย่างสหรัฐฯ ยูโรโซนและจีน จากความคืบหน้าในการฉีดวัคซีนที่ช้ากว่า โดยจะส่งผลต่อภาคบริการเป็นหลัก ในขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกจะเป็นเครื่องยนต์หลักในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ บวกกับอัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง แม้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์จะปรับขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้ญี่ปุ่นน่าจะเป็นประเทศท้ายๆ ที่ดึงสภาพคล่องออกจากตลาด และกลับทิศทางการใช้นโยบายการเงินและการคลังเข้าสู่ภาวะปกติ

■ Economic Projection

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	1.7	0.6	0.0	-4.7	2.4
Consumer Spending (YoY%)				-6.0	1.2
Public Consumption (YoY%)				2.7	2.3
Private Investment (YoY%)				-6.0	0.9
Exports (YoY%)				-12.4	12.3
Imports (YoY%)				-6.8	4.9
Industrial Production (YoY %)				-10.3	9.0
Housing Starts (Mil, annualized)				0.8	0.8
Price Indices					
CPI (YoY%)	0.5	1.0	0.5	0.0	0.1
Core CPI (YoY%)				-0.2	0.0
Labor Market					
Unemployment (%)	2.8	2.4	2.4	2.8	2.6
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	4.1	3.5	3.4	3.2	3.5
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-2.9	-2.3	-2.6	-10.5	-8.0
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
3-Month Rate (%)	-0.02	-0.07	-0.05	-0.08	-0.08
2-Year Note (%)	-0.13	-0.14	-0.13	-0.12	-0.09
10-Year Note (%)	0.05	0.00	-0.01	0.02	0.11
Exchange Rates					
USDJPY	112.69	109.69	108.61	103.25	109.50
EURJPY	135.28	125.83	121.77	126.18	132.50

ที่มา: Bloomberg, IMF, BoJ, กองทุนบัวหลวง

China



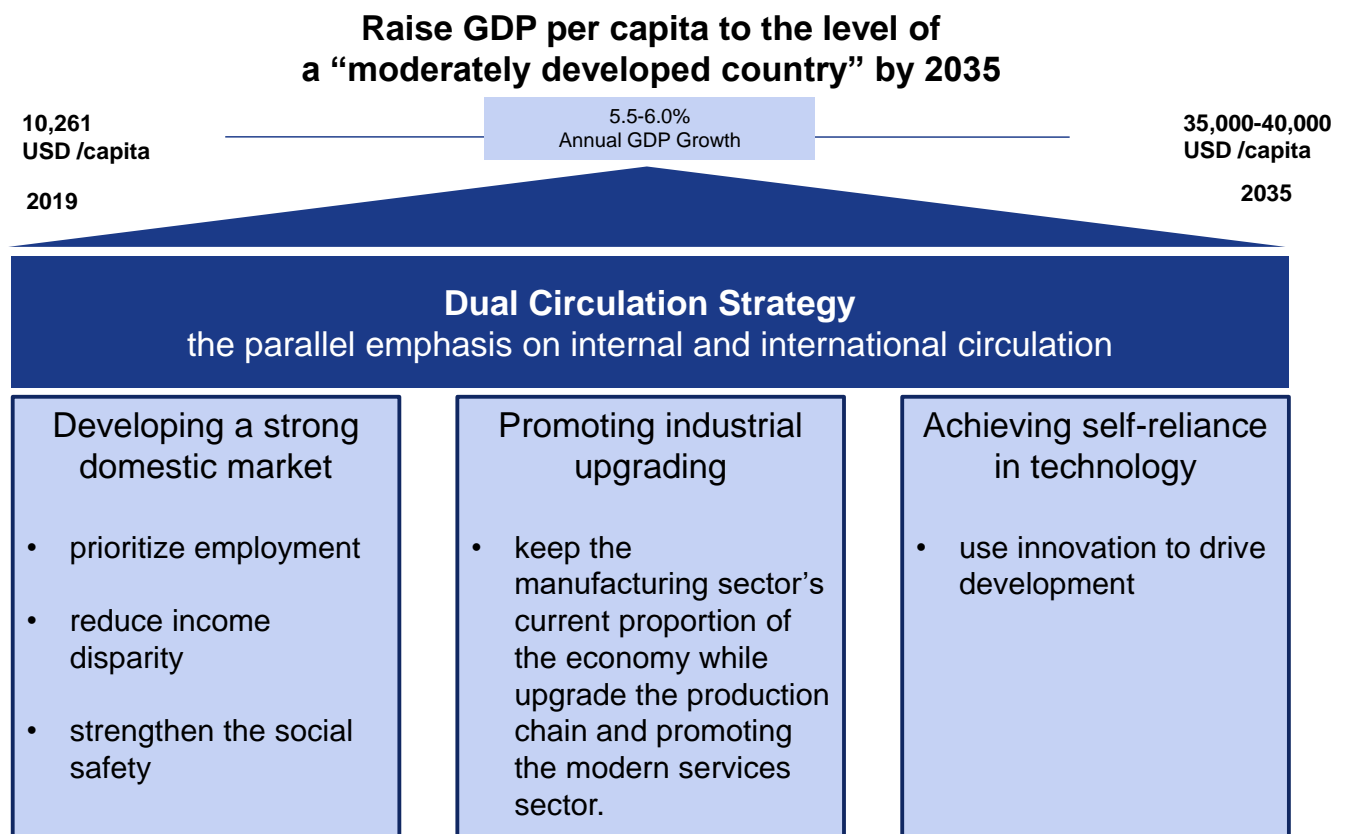
■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2021

เศรษฐกิจจีนในช่วงไตรมาส 1/2021 ที่ผ่านมาย้ายตัวได้อย่างดีที่ 18.3% YoY (จากไตรมาสก่อนที่ 6.5%) สะท้อนผ่านเครื่องชี้ด้านการผลิต, การลงทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์, และการส่งออกที่ขยายตัวต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2020 โดยอัตราขยายตัวของการส่งออกแรงตัวเพิ่มขึ้นเรื่อยๆจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก หนุนโดยคำสั่งซื้อสินค้าประเภท WFH เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ เป็นผลให้ปัจจัยสนับสนุนด้านอุปทานจะเป็นแรงส่งสำคัญให้เศรษฐกิจจีนขยายตัวได้ 8.0% ในปีนี้

■ แนวทางด้านนโยบาย

แนวทางด้านนโยบายการคลัง

รัฐบาลประสบความสำเร็จในการบริหารจัดการการแพร่กระจายของ COVID-19 เป็นผลให้เศรษฐกิจสามารถกลับมาขยายตัวอย่างก้าวกระโดด ขณะที่การเผชิญหน้าระหว่างสหรัฐฯและจีนแม้จะยังมีอยู่แต่จะไม่รุนแรงเท่าสมัยประธานาธิบดีคนก่อน นับตั้งแต่จีนประกาศเป้าหมายเศรษฐกิจไปเมื่อเดือนมี.ค. 2021 เราก็เริ่มเห็นว่ารัฐบาลจีนได้ผลักดันนโยบายเพื่อมุ่งเน้นการบรรลุเป้าหมายเชิงโครงสร้างในระยะยาวตามที่ได้ระบุไว้ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจฉบับที่ 14 หรือ 14th Five-year Plan (2021-2025) อาทิเช่น 1) ปรับลดกำลังการผลิตเหล็กและโลหะอื่นๆ ที่สร้างมลพิษต่อสิ่งแวดล้อม 2) ผลักดันการใช้ Digital Yuan และทำความเข้าใจกับธนาคารกลางประเทศต่างๆ เช่น ไทย, ฮองกง, และ UAE ในการพัฒนาโครงการศึกษา Cross-border Payment ผ่านการใช้เงินดิจิทัล 3) เดินหน้ากำหนดเกณฑ์เพื่อลดการผูกขาดและการครอบงำตลาดในธุรกิจกลุ่มเทคโนโลยี ตัวอย่างทั้งสามที่ได้กล่าวไปข้างต้นเป็นเพียงส่วนหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นว่า ทิศทางจีนมีความตั้งใจที่จะปรับโครงสร้างของเศรษฐกิจประเทศให้เข้าสู่วงจรคู่ขนานหรือ Dual Circulation อย่างแท้จริง



ที่มา: Various Sources รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

แนวทางด้านนโยบายการเงิน

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้สื่อความค่อนข้างชัดว่า เศรษฐกิจขยายตัวแต่ยังไม่ทั่วถึงและยังเผชิญความเสี่ยงจากภายนอกเนื่องด้วยประเทศอื่นๆยังคงอยู่ในสถานการณ์ทำหายจาก COVID-19 โดย PBoC ระบุว่าจะใช้นโยบายทางการเงินที่ยืดหยุ่น, ชัดเจน, สมเหตุสมผล, และเหมาะสม (Flexible, Targeted, Reasonable, and Appropriate) ผ่านการกำหนดปริมาณเงิน สภาพคล่อง และการปล่อยสินเชื่อในระบบ ให้ไปในทิศทางเดียวกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ ขณะที่ต้องรักษาระดับหนี้ไว้ที่ระดับที่มีเสถียรภาพต่อภาพรวมเศรษฐกิจ

ธนาคารกลางจีนได้เน้นย้ำว่าการดำเนินนโยบายการเงินไม่เพียงแต่ต้องรักษาเสถียรภาพของสภาพคล่องในระบบเพียงอย่างเดียว แต่ต้องกำหนดแนวทางเชิงนโยบายเพื่อประคับประคองธุรกิจขนาดเล็ก (Micro and Small Businesses: MSBs) โดย PBoC ได้กำหนดเกณฑ์ให้ธนาคารพาณิชย์ผ่อนปรนการชำระหนี้ให้แก่ธุรกิจขนาดเล็ก พร้อมทั้งกระตุ้นให้สถาบันการเงินท้องถิ่นเปิดให้บริการทางการเงินที่ครอบคลุมเข้าถึงผู้ประกอบการในท้องถิ่นที่ต้องการความช่วยเหลือด้วย พร้อมทั้งนี้ PBoC จะพัฒนาวิธีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้อ้างอิงกลไกตลาด และพัฒนาช่องทางส่งผ่านของอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่อัตราดอกเบี้ยอื่นๆ เช่น เกณฑ์การคำนวณอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่สมเหตุสมผล นอกจากนี้ PBoC จะปรับปรุงระบบอัตราแลกเปลี่ยนเงิน RMB ให้

มีความยืดหยุ่นตามกลไกของตลาด ซึ่งตามที่กล่าวไปทั้งหมดจะต้องเป็นไปในทิศทางที่สอดคล้องกับเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่รัฐบาลจีนประกาศจากการประชุม Central Economic Work Conference และ 14th Five-year Plan

■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงข้างต่อเศรษฐกิจจีนในปี 2021 ค่อนข้างที่จะอยู่ในระดับที่ทางการบริหารจัดการได้ เนื่องด้วยความเสี่ยงภายนอกประเทศ (External Downside Risks) น่าจะบรรเทาลงจากการที่พรรคเดโมแครตชนะเลือกตั้งประธานาธิบดีในการเลือกตั้ง เนื่องด้วย วิธีการดำเนินนโยบายด้านความสัมพันธ์ระหว่างประเทศของพรรคเดโมแครตจะไม่สร้างความขัดแย้งรุนแรงเท่ากับพรรครีพับลิกัน อีกทั้ง ทั้งคู่ไม่ว่าจะเป็นสหรัฐฯหรือจีน ก็มีกิจการภายในที่ต้องบริหารจัดการท่ามกลางประเด็นเรื่อง COVID-19 ที่ยังเป็นความท้าทายใหญ่ของโลก ทำให้เรามองว่าในปี 2021 นี้ และต่อไปข้างหน้า คงจะไม่เห็นสงครามทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ(ที่มุ่งเน้นการใช้การกีดกันทางภาษีและการกำหนดโควตานำเข้าในสินค้านำเข้าสำคัญ) ที่โจ่งแจ้งอย่างในสมัยประธานาธิบดีคนก่อน แต่ถ้าหากจะมีประเด็นความขัดแย้งทางการค้าเกิดขึ้น ก็น่าจะเป็นการกีดกันในเชิงคุณภาพ (Non-tariffs Trade Barriers) เช่นการกำหนดเกณฑ์การผลิตของวัตถุดิบและสินค้า เกณฑ์การบริหารจัดการแรงงานมากกว่า นอกจากนี้ทางการจีนได้แสดงท่าทีค่อนข้างชัดเจนว่าต้องการจะเข้าสู่การเจรจาการค้าภายใต้กรอบ Comprehensive and Progressive Agreement of Trans-Pacific Partnership (CPTPP) ก็เป็นการสะท้อนถึงความตั้งใจของจีนที่จะเข้าร่วมและพร้อมปรับตัวเข้าสู่เวทีการค้าระดับโลก

นอกเหนือไปกว่านั้น เรายังมองว่าเศรษฐกิจจีนในปี 2021 จะมีโอกาสเติบโตจากความเสี่ยงขาขึ้น (Domestic Upside Risks) เนื่องด้วยเงินบริหารจัดการโรคระบาดได้ดี ทั้งจีนเองยังมีความสามารถในการพัฒนาวัคซีนเพื่อป้องกันการแพร่ระบาดในอนาคต ซึ่งในขณะที่ประเทศอื่นๆกำลังค่อยๆฟื้นตัว จีนจะเป็นประเทศแรกๆที่ยืนระยะได้ก่อน และพร้อมดำเนินหน้าเปิดไลน์การผลิตเพื่อรับคำสั่งซื้อจากประเทศคู่ค้า

อย่างไรก็ดี บางกลุ่มธุรกิจจีนอาจจะเผชิญกับความเสี่ยงข้าง (Domestic Downside Risks) หากทางการจีนลดการผ่อนคลายเชิงนโยบายลงภายหลังจากที่เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวเข้าสู่ภาวะปกติ ธุรกิจเหล่านั้นอาจจะไม่สามารถเข้าถึงแหล่งสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำได้เช่นเคย ตัวอย่างเช่น ธุรกิจในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่จะเผชิญความท้าทายทั้งจากนโยบายการเงินโดยรวม และเกณฑ์การควบคุมเฉพาะกลุ่มธุรกิจ เนื่องด้วย กระทรวงที่อยู่อาศัยฯ ของจีนได้ประกาศใช้เกณฑ์ Three Red Lines¹ เพื่อควบคุมการใช้สินเชื่อของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เกณฑ์ดังกล่าวจะไปส่งผลกระทบต่อ Developer ที่ประสบกับปัญหาสภาพคล่องเป็นผลให้ Developer จะต้องปรับตัว

¹ เกณฑ์ Three Red Lines นี้เป็นเกณฑ์ที่กระทรวงที่อยู่อาศัยและพัฒนาตัวเมืองกับชนบท ได้ประกาศในเดือน ส.ค. 2020 และจะมีผลบังคับใช้ในปี 2021 เพื่อกำหนดเกณฑ์การเข้าถึงสินเชื่อของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property Developer) โดยจะพิจารณาจาก 1) สัดส่วนของ Adjusted Liabilities/Assets ไม่เกิน 70%, 2) สัดส่วนของ Net Debt/Equity ไม่เกิน 100%, และ 3) สัดส่วนของ Net Liquidity/Short-term Debt ไม่เกิน 1x เท่า โดยทางการจะใช้อัตราส่วนการเงินทั้งสามข้อนี้เพื่อพิจารณาว่า Developer จะสามารถใช้สินเชื่อได้เท่าไร เช่น หาก Developer นั้นๆผ่านเกณฑ์ทั้งหมด 3 ข้อ ก็จะใช้สินเชื่อได้เพิ่มขึ้น 15% จากสินเชื่อคงค้างต่อปี แต่ถ้าหากผ่านเกณฑ์ 2 ข้อจะใช้สินเชื่อได้เพิ่มขึ้น 10% ของสินเชื่อคงค้างต่อปี และถ้าผ่านเกณฑ์ 1 ข้อจะใช้สินเชื่อได้เพิ่มขึ้น 5% ของสินเชื่อคงค้างต่อปี แต่ถ้าไม่ผ่านเกณฑ์ทั้งสามข้อจะไม่สามารถขอสินเชื่อเพิ่มได้

หากไม่สามารถเข้าถึงสินเชื่อได้เช่นเดิม นอกจากนี้ สำนักงานควบคุมกฎระเบียบตลาดแห่งรัฐของจีน (State Administration for Market Regulation: SAMR) ได้เปิดเผยแนวทางเกี่ยวกับมาตรการต่อต้านการผูกขาดตลาด โดยมีเป้าหมายเพื่อป้องกันไม่ให้นักเทคโนโลยียักษ์ใหญ่เข้ามาผูกขาดตลาดอินเทอร์เน็ต ทำให้บริษัทคู่แข่งที่มีขนาดเล็กกว่าไม่สามารถเข้ามาแข่งขันได้ เกณฑ์ที่เข้มขึ้นอาจจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจของบรรดาเจ้าตลาดรายใหญ่ๆในกลุ่มนี้ได้

■ BBLAM's View

เศรษฐกิจจีนดูดีที่สุดในปี 2021 แต่ต้องระมัดระวังความเสี่ยงด้านนโยบายการเงินที่อาจจะทยอยลดระดับการผ่อนคลายเข้าสู่ภาวะปกติและการใช้เกณฑ์เฉพาะอุตสาหกรรมที่อาจจะกระทบบางธุรกิจได้

■ Economic Projection

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	6.9	6.7	6.0	2.3	8.0
Fixed Asset Investment (YoY%)				3.0	7.4
Industrial Production (YoY%)	6.6	6.1		2.5	9.2
Retail Sales (YoY%)				-3.8	14.3
Price Indices					
CPI (YoY%)	1.6	2.1	2.9	2.5	1.2
PPI (YoY%)				-1.9	4.2
Labor Market					
Unemployment (%)	3.9	3.8	3.6	4.2	3.8
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	1.5	0.2	0.7	1.5	1.7
Export Trade (YoY%)				3.2	13.8
Import Trade (YoY%)				-0.9	11.8
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-3.7	-4.1	-4.9	-6.2	-5.2
Monetary Sector					
Money Supply (M2, YoY%)				10.5	9.0
Interest Rates					
1-Year Best lending (%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.30
3-Month Rate (%)	4.91	3.35	3.02	2.76	2.79
2-Year Note (%)	2.75	2.76	2.63	2.71	2.80
10-Year Note (%)	3.90	3.31	3.14	3.15	3.21
Exchange Rates					
USDCNY	6.51	6.88	6.96	6.53	6.45

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง

India



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2021

ในไตรมาส 1/2021 หรือ ไตรมาส 4 ของปีงบประมาณ 2020-21 เศรษฐกิจอินเดียเติบโต 1.6%YoY ซึ่งสูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ และเพิ่มขึ้นจาก 0.5% ในไตรมาสก่อนหน้า นำโดยภาคการผลิตและการก่อสร้าง ส่วนใน GDP ด้านรายจ่าย การบริโภคภาคเอกชนพลิกกลับมาเป็นบวกได้เนื่องจากฐานที่ต่ำในปีก่อนหน้า ขณะที่การลงทุนขยายตัวต่อเนื่องที่ 10.9% YoY จาก 2.6% ในไตรมาสก่อนหน้า ส่วนการใช้จ่ายภาครัฐขยายตัวสูงถึง 28.3% YoY ทำให้ทั้งปีงบประมาณ 2020-21 (เม.ย. 2020- มี.ค. 2021) GDP อินเดียหดตัว -7.3% ชะลอลงจาก 4.0% ในปีงบประมาณก่อน

สำหรับในปีงบประมาณ 2021-22 (เริ่ม 1 เม.ย. 2021) นี้ เราคาดว่าเศรษฐกิจอินเดียมีแนวโน้มขยายตัว 8.5% ลดลงจากประมาณการเดิมที่ 10.5% เนื่องจากการกลับมาระบาดของ COVID-19 เป็นระลอกที่สองในอินเดีย นับตั้งแต่เดือนเม.ย. เป็นต้นมา ซึ่งยอดผู้ติดเชื้อต่อวันพุ่งสูงขึ้นไปแตะกว่า 4 แสนรายต่อวันในช่วงต้นเดือนพ.ค. แต่ล่าสุดการติดเชื้อลดลงมาอยู่ที่ราว 1 แสนรายต่อวันซึ่งยังนับว่าอยู่ในระดับสูง ทั้งนี้ ผลกระทบจากการระบาดได้สะท้อนผ่านตัวเลขดัชนี PMI ทั้งภาคการผลิตและบริการที่ชะลอตัวลง แต่ดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมยังบ่งชี้ถึงการขยายตัวที่ดี ซึ่งส่วนหนึ่งมาจากฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว ประกอบกับการส่งออกที่ยังขยายตัวได้ ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์ทั่วโลก ด้านตลาดแรงงาน ด้วยมาตรการล็อกดาวน์ในบางรัฐส่งผลให้อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นมาเป็น 10% ในปัจจุบัน โดยเฉพาะการว่างงานในเขตเมืองที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากตามการระบาดที่สูงกว่าในเมืองใหญ่อย่างกรุงเดลีและมุมไบ

อย่างไรก็ดี เราคาดว่า เศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 3-4 ของปีงบประมาณ 2021-22 มีแนวโน้มกลับมาขยายตัวได้ดีอีกครั้ง หลังการเร่งฉีดวัคซีนในประเทศโดยส่วนหนึ่งได้รับความช่วยเหลือจากต่างชาติ ปัจจุบันอินเดียฉีดวัคซีนให้ประชาชนไปแล้วกว่า 220 ล้านโดส หรือราว 8% ของประชากร บวกกับการใช้มาตรการล็อกดาวน์ในบางรัฐ ส่งผลให้ยอดผู้ติดเชื้อมีแนวโน้มทยอยปรับตัวลดลงต่อเนื่อง และเราคาดว่า รัฐบาลจะสามารถกลับมาเปิดเมืองได้อีกครั้งในช่วงครึ่งปีหลังของปีนี้ เราจึงมองว่าเศรษฐกิจอินเดียในปีงบประมาณ 2021-22 (เม.ย. 2021- มี.ค. 2022) จะขยายตัวได้ 8.5%

■ แนวทางด้านนโยบาย

ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่า ธนาคารกลางอินเดีย (RBI) จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Repo Rate) ที่ระดับ 4.0% และอัตราดอกเบี้ย Reverse Repo ที่ระดับ 3.35% ไว้ตามเดิม รวมทั้งผ่อนคลายนโยบายทางการเงินต่อเนื่องไปอย่างน้อยจนถึงไตรมาส 3/2021 ท่ามกลางความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเกินกรอบของ RBI ที่ 2-6% ตามการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงาน และสินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ เนื่องจากปัจจุบัน RBI ให้ความสำคัญกับการใช้มาตรการทางการเงินเชิงผ่อนคลายน้อย เพื่อหนุนเศรษฐกิจที่เผชิญความเสี่ยงด้านลบในช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของระลอกสอง มากกว่าจะเน้นควบคุมอัตราเงินเฟ้อ โดย RBI มีแนวโน้มประกาศเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มเติมผ่านโครงการ Government Securities Acquisition Program (GSAP) 2.0 เพื่อลดให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปียังอยู่ในระดับราว 6.0% ต่อไป อย่างไรก็ตาม เมื่อเศรษฐกิจกลับมาฟื้นตัวได้ในช่วงปลายปี เราคาดว่า RBI น่าจะกลับมาให้ความสำคัญกับการควบคุมเงินเฟ้อมากขึ้น และ RBI อาจต้องเข้าสู่การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เพื่อลดความร้อนแรงของเงินเฟ้อ แต่ในการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล เราคาดว่า RBI จะยังต้องเข้าซื้อต่อเนื่องเพื่อหนุนการกู้ยืมของรัฐบาล

ในส่วนของนโยบายภาครัฐ นายกรัฐมนตรีโมดีไม่ได้มีการประกาศลือคตาวนนี้ทั่วทั้งประเทศเหมือนการระบาดครั้งที่แล้ว เนื่องจากมองว่าจะทำให้เศรษฐกิจได้รับผลกระทบอย่างหนักเป็นวงกว้าง จึงอนุมัติเพียงให้แต่ละรัฐบาลท้องถิ่นประกาศลือคตาวนในพื้นที่ของตัวเองตามความเหมาะสม ในขณะที่รัฐบาลกลางกำลังเตรียมประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า แต่ด้วยดุลการคลังที่ขาดดุลในระดับสูงตั้งแต่ปีที่แล้ว ส่งผลให้ขนาดของมาตรการน่าจะไม่ใช่ใหญ่มากเมื่อเทียบกับ GDP โดยเรามองว่า รัฐบาลน่าจะมุ่งเน้นการช่วยเหลือไปที่ธุรกิจและประชาชนที่ได้รับผลกระทบจากการระบาดเป็นหลัก โดยล่าสุด รัฐบาลประกาศขยายระยะเวลาโครงการให้สินเชื่อกับธุรกิจที่ได้รับผลกระทบอย่างสายการบิน และโรงพยาบาลไปจนถึง 30 ก.ย. 2021 หรือจนกว่าจะหมดทั้งวงเงิน 3 ล้านล้านรูปี ซึ่งจนปัจจุบัน มีการให้สินเชื่อไปแล้วกว่า 2.5 ล้านล้านรูปี

■ ความเสี่ยง

แนวโน้มสถานการณ์ผู้ติดเชื้อในอินเดียน่าจะเริ่มดีขึ้น จากการลือคตาวน และเคอร์ฟิวในบางรัฐ แต่ยอดผู้ติดเชื้อที่ยังอยู่ในระดับที่สูง นับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อทิศทางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่บอบช้ำมานาน รวมทั้งด้วยจำนวนประชากรของอินเดีย การฉีดวัคซีนเพื่อให้เกิด Herd Immunity นั้นต้องใช้งบประมาณจำนวนมาก และหากเกิดการระบาดอีกครั้งเป็นระลอกที่สามอาจทำให้การฟื้นตัวของอินเดียยิ่งล่าช้าออกไป นอกจากนี้ เราคาดว่า ดุลการคลังของอินเดียในปีงบประมาณ 2021-2022 มีแนวโน้มขาดดุลถึง -7.2% ของ GDP ความสามารถในการออกมาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ของรัฐบาลจึงมีข้อจำกัดอยู่มาก และเพิ่มความเสี่ยงในการถูกปรับอันดับความน่าเชื่อถือ หากรัฐบาลก่อหนี้มากเกินไป

■ BBLAM's View

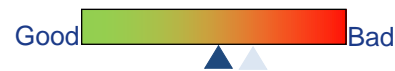
ปัจจุบัน เรามองว่าสถานการณ์การระบาดของ COVID-19 ระลอกสองในอินเดียน่าจะผ่านจุดสูงสุดของยอดผู้ติดเชื้อรายวันไปแล้ว และมีมุมมองที่เป็นบวกต่อแนวโน้มการเปิดเมืองในระยะข้างหน้า แต่ด้วยผลกระทบในครั้งนี้อูเหมือนว่าจะกินวงกว้างมากกว่าคราวก่อน จากการระบาดที่กระจายตัวออกไปนอกเมืองมากขึ้นจึงส่งผลกระทบต่อภาคเกษตรกรรมด้วย นอกเหนือไปจากภาคการผลิตและบริการ ประกอบกับผู้ประกอบการต้องแบกภาระต้นทุนจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกที่สูงขึ้น ความรวดเร็วในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจึงมีความไม่แน่นอนสูง อย่างไรก็ตาม หากล่วงในระยะยาว เรายังมีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดอินเดียจากหลายปัจจัย อาทิ ความพยายามในการปฏิรูปด้านต่างๆ ของรัฐบาล ทั้งภาคการเกษตร ภาคการผลิตอุตสาหกรรม กฎหมายแรงงาน และการเอื้อให้ต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศมากขึ้น รวมไปถึงอินเดียยังเป็นประเทศกำลังพัฒนาที่มีพื้นที่ให้เติบโตเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วได้อีกมาก

■ Economic Projection

Indicator	FY17/18	FY18/19	FY19/20	FY20/21	FY21/22
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	6.8	6.5	4	-7.3	8.5
Gross Fixed Investment (YoY%)	7.8	9.9	5.4	-11.8	10.0
Industrial Production (YoY%)	5.2			-9.1	11.7
Price Indices					
CPI (YoY%)	4.0	3.7	6.6		4.9
WPI (YoY%)	4.3			0.9	6.0
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	-2.4	-1	1.3	0.9	-0.9
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-3.6	-4.4		-9.5	-7.2
Monetary Sector					
Money Supply (M3, YoY%)				11.4	11.0
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	6.50	5.15	4.00	4.00	4.25
2-Year Note (%)	6.86	5.77	3.87		
10-Year Note (%)	7.37	6.55	5.87	6.38	6.7
Exchange Rates					
USDINR	69.77	71.38	73.07	73.85	74.0

ที่มา: Bloomberg, IMF, RBI, กองทุนบัวหลวง

Thailand



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2021

ตัวเลขเศรษฐกิจไทยในช่วงไตรมาส 2/2021 เริ่มสะท้อนผลจาก COVID-19 ระลอก 3 ส่งผลให้เครื่องชี้การบริโภคภาคเอกชนลดลงจากไตรมาสก่อนในทุกหมวดการใช้จ่าย ส่วนเครื่องชี้การลงทุนภาคเอกชนปรับลดลงตามการลงทุนหมวดเครื่องจักรและอุปกรณ์ ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวยังไม่ฟื้นตัว จากมาตรการจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศที่ยังมีอยู่ แม้ว่าเศรษฐกิจภายในประเทศจะเกิดภาวะชะงักงัน แต่การส่งออกสินค้ากลับปรับดีขึ้นต่อเนื่องตามอุปสงค์ประเทศคู่ค้า คำสั่งซื้อสินค้าส่งออกจึงมีส่วนช่วยพยุงการผลิตภาคอุตสาหกรรมได้ระดับหนึ่ง

ด้านเสถียรภาพเศรษฐกิจ พบว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเริ่มเร่งตัวขึ้นในช่วงเดือนเม.ย. 2021 เป็นต้นมา เนื่องจากมาตรการลดค่าไฟฟ้าและน้ำประปาของภาครัฐสิ้นสุดลง ประกอบกับผลจากฐานต่ำของราคาพลังงานที่ต่ำในระยะเวลาเดียวกันปีก่อน

สำหรับดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยนั้นขาดดุลต่อเนื่องตั้งแต่เดือนพ.ย. 2020 ทำให้เราคาดว่าดุลบัญชีเดินสะพัดทั้งปี 2021 อาจจะอยู่ในกรอบ 0.4-0.6% ต่อ GDP เป็นผลให้เรามองว่าค่าเงินบาทจะเคลื่อนไหวในกรอบ 31-33 บาทต่อดอลลาร์ฯในปี 2021

เราคาดว่าผลกระทบจาก COVID-19 จะสะท้อนไปยังตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่สองของปีเป็นต้นไป ผ่านมาตรการคุมเข้มตาม Zoning ที่จำกัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจตามอัตราการแพร่ระบาดในจังหวัดต่างๆ ก่อนที่เศรษฐกิจจะค่อยๆ ฟื้นตัวในช่วงท้ายปี เราจึงคาดว่า GDP ไทยปีนี้จะขยายตัว 2.0% จากปีก่อนที่ -6.1%

แนวทางด้านนโยบาย

แนวทางด้านนโยบายการคลัง

เม็ดเงินกระตุ้นทางการคลังถือเป็นเครื่องมือสำคัญที่สุดในช่วงที่เศรษฐกิจไทยชะงักงันจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 นับตั้งแต่ปีงบประมาณ 2020 รัฐบาลไทยได้ออก พรก.เงินกู้ 1 ล้านล้านบาทเพื่อเยียวยาประชาชน โดยได้จัดสรรงบราว 60% เพื่อกระตุ้นการบริโภคและชดเชยรายได้ผ่านมาตรการต่างๆ และในปีงบประมาณ 2021-2022 นี้รัฐบาลไทยมีแผนที่จะกู้เงินเพิ่มผ่านพรก. เงินกู้ 5 แสนล้านบาทเพื่อสนับสนุน 3 แผนงานหลัก คือ

1. แผนงานหรือโครงการที่มีวัตถุประสงค์เพื่อแก้ไขปัญหาการระบาดระลอกใหม่ของ COVID-19 วงเงิน 30,000 ล้านบาท

2. แผนงานหรือโครงการที่มีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือเยียวยาหรือชดเชยให้แก่ประชาชนและผู้ประกอบการ ซึ่งได้รับผลกระทบจากการระบาดระลอกใหม่ของ COVID-19 วงเงิน 300,000 ล้านบาท, และ
3. แผนงานหรือโครงการที่มีวัตถุประสงค์เพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจและสังคมที่ได้รับผลกระทบจากการระบาดระลอกใหม่ของ COVID-19 วงเงิน 170,000 ล้านบาท

รัฐบาลกล่าวว่า พรก.กู้เงินฉบับใหม่นี้จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจราว 0.8-1.5% ของ GDP และจะเป็นแรงขับเคลื่อนหลักที่จะประคองเศรษฐกิจไทยให้ผ่านพ้นวิกฤติในครั้งนี้ กระนั้น แผนการกู้เงินดังกล่าวอาจจะส่งผลกระทบต่อระยะในเชิงการลงทุนสองส่วนได้แก่ 1) หนี้สาธารณะคงค้างอาจจะขยับขึ้นไปใกล้เพดานหนี้การคลัง (เพดานหนี้ทางการคลังอยู่ที่ 60% ของ GDP) ภายในสิ้นปีงบประมาณ 2021 และอาจจะทะลุเพดานหนี้ทางการคลังในปีงบประมาณถัดไป 2) ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในระยะต่อไปมีแนวโน้มสูงขึ้น โดยประเมินว่าในปีงบประมาณ 2022 จะมีความต้องการระดมทุนจากการออกพันธบัตรรัฐบาลราว 500,000-700,000 ล้านบาท นักลงทุนจึงอาจจะเห็นแรงกระทบจากฝั่งอุปทานในตลาดตราสารหนี้ไทยได้ในปีงบประมาณ 2022 นี้ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (Public Debt management Office: PDMO) จะเป็นผู้ตัดสินใจหลักในการที่จะกำหนดสัดส่วนและกรอบเวลาในการกู้ผ่านเครื่องมือต่างๆ เพื่อให้การบริหารหนี้สาธารณะเป็นไปอย่างราบรื่นที่สุดท่ามกลางความต้องการใช้งบประมาณคลังที่ทะยานสูงขึ้นเรื่อยๆ

แนวทางด้านนโยบายการเงิน

จากการประชุมครั้งล่าสุดในเดือน พ.ค. คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ได้มีมติเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.50% ทั้งนี้ กนง. ย้ำว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจมีความเชื่อมโยงกับการเร่งฉีดวัคซีนในประเทศ และการให้ความช่วยเหลือเชิงนโยบายที่ตรงจุดแก่กลุ่มเป้าหมาย พร้อมทั้งเน้นย้ำถึงความสำคัญของมาตรการทางการคลังในการประคองเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งเป็นสิ่งที่ กนง. ได้เน้นย้ำในการประชุมทุกครั้งรวมถึงครั้งล่าสุด ทำให้เรามองว่า กนง. มองว่าอัตราดอกเบี้ย ณ ระดับปัจจุบันที่ 0.5% มีความเหมาะสมแล้ว

- **ความเสี่ยง** ต่อเศรษฐกิจไทยประกอบไปด้วย 1) การจัดหาและกระจายวัคซีน รวมถึงประสิทธิผลของวัคซีนที่จะส่งผลกระทบต่อระยะเวลาที่จะเกิดภูมิคุ้มกันหมู่ (Herd Immunity) และการเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ 2) การฟื้นตัวที่แตกต่างกันและไม่ทั่วถึงมากขึ้นจากการระบาดระลอกใหม่ส่งผลให้ ตลาดแรงงานเปราะบางมากขึ้นจากแรงงานบางส่วนที่ว่างงานนานขึ้น ซึ่งจะกระทบศักยภาพการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาวหลังการระบาดสิ้นสุดลง (Scarring Effects) 3) สถานะการเงินที่เปราะบางเพิ่มเติม โดยเฉพาะธุรกิจ SMEs และธุรกิจท่องเที่ยวที่มีความสามารถในการชำระหนี้ลดลงตามรายได้ที่ลดลง อีกทั้ง บางธุรกิจที่สถานะการเงินเปราะบางอยู่ก่อนแล้วและถูกซ้ำเติมจากการระบาดระลอกใหม่อาจมีสภาพคล่องไม่เพียงพอ และ 4) ความต่อเนื่องของแรงสนับสนุนจากมาตรการภาครัฐ

■ BBLAM's View

ประเทศไทยเป็น Laggard เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆในแง่ของเศรษฐกิจมหภาค ดังนั้นก็น่าจะมี Upside ภายหลังจากเศรษฐกิจกลับมาฟื้นตัวได้อีกหลังจากที่เศรษฐกิจประเทศอื่นๆได้ฟื้นตัวนำหน้าไปก่อนแล้ว ปัจจัยที่จะสนับสนุนเศรษฐกิจจะมาจากการใช้เม็ดเงินกระตุ้นภาครัฐ และการเร่งระดมฉีดวัคซีนขึ้นตั้งแต่เดือนมิ.ย. โดยปัจจัยทั้งคู่จะมีส่วนหนุนให้ประเทศไทยสามารถเริ่มกลับมาเปิดเมืองได้ในช่วง 2H2021 เป็นต้นไป ด้วยความเป็น Laggard เราจึงเห็นว่าประเทศไทยยังมีความน่าสนใจในเชิงของการลงทุนรับ Re-opening Theme ได้

■ Economic Projection

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	4.2	4.2	2.3	-6.1	2.0
CPI (YoY%)	0.7	1.1	0.7	-0.8	1.0
Unemployment (%)	1.2	1.1	1.0	1.7	1.6
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	9.6	5.6	7.0	3.7	0.4-0.6
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-3.5	-2.5	-1.9	-5.2	-4.9
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	1.50	1.75	1.25	0.50	0.50
3-Month Rate (%)	1.57	1.86	1.37	0.62	0.62
2-Year Note (%)	1.46	1.75	1.16	0.37	0.58
10-Year Note (%)	2.32	2.48	1.47	1.32	2.05
Exchange Rates					
USDTHB	32.57	32.33	29.71	29.96	31-33.0

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง



Bualuang Fund[®]
BBL Asset Management