

Economic Review

1H2022



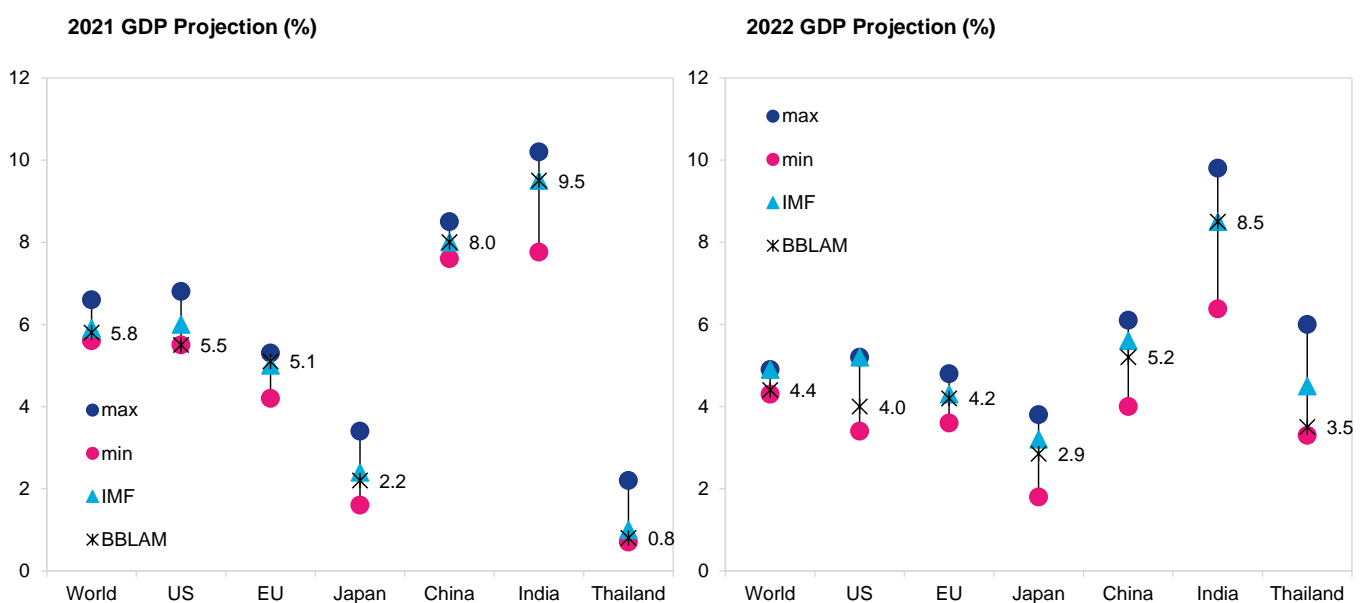
Core Macro Theme

When the world is full of uncertainty, don't count much on the economic outlook

นับตั้งแต่ปี 2008 เศรษฐกิจโลกเผชิญการเปลี่ยนแปลงในเชิงโครงสร้างมาหลายครั้งซึ่งส่งผลให้ปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจแตกต่างไปจากเดิม นอกจากนี้ ตลอดช่วงระยะเวลาดังกล่าวยังเกิดการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์การกำกับดูแลในภาคการเงินหลายครั้ง และนโยบายการเงินที่เปลี่ยนทิศทางไปมาอย่างรวดเร็วนับเป็นความท้าทายของนักเศรษฐศาสตร์ในการคาดการณ์แนวทางนโยบายของธนาคารกลางได้อย่างทันท่วงที โดยเฉพาะเมื่อทั่วโลกเผชิญวิกฤติ COVID-19 ในปี 2019 การประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจอย่างแม่นยำจึงแทบจะเป็นไปไม่ได้เลย เนื่องจากการเปิด/ปิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจตามสถานการณ์การแพร่ระบาดส่งผลให้การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอน ด้านตลาดแรงงาน และภาวะขาดแคลนปัจจัยการผลิตในช่วงที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจหยุดชะงักก็ยังไม่สามารถกลับเข้าสู่ภาวะปกติได้อย่างรวดเร็วแม้จะกลับมาเปิดเมืองแล้วก็ตาม นอกจากนี้ ผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ทั้งความก้าวหน้าด้านเทคโนโลยี, การเติบโตของตลาด Cryptocurrency, การหันมาใช้พลังงานสะอาด และความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศยิ่งทำให้ความไม่แน่นอนมีมากขึ้นในระยะข้างหน้า

ดังนั้นแล้ว ตัวเลขเศรษฐกิจจริงกับตัวเลขประมาณการ (GDP Projection) จึงสามารถแตกต่างกันได้อย่างสิ้นเชิง เราจึงต้องตระหนักถึงจุดนี้และใช้ตัวเลขประมาณการเศรษฐกิจปี 2022 อย่างรอบคอบ (ดังรูปด้านล่าง) เนื่องจากมีความเป็นไปได้สูงที่นักเศรษฐศาสตร์จะต้องปรับตัวเลขดังกล่าวตลอดทั้งปี

ประมาณการเศรษฐกิจปี 2021-22

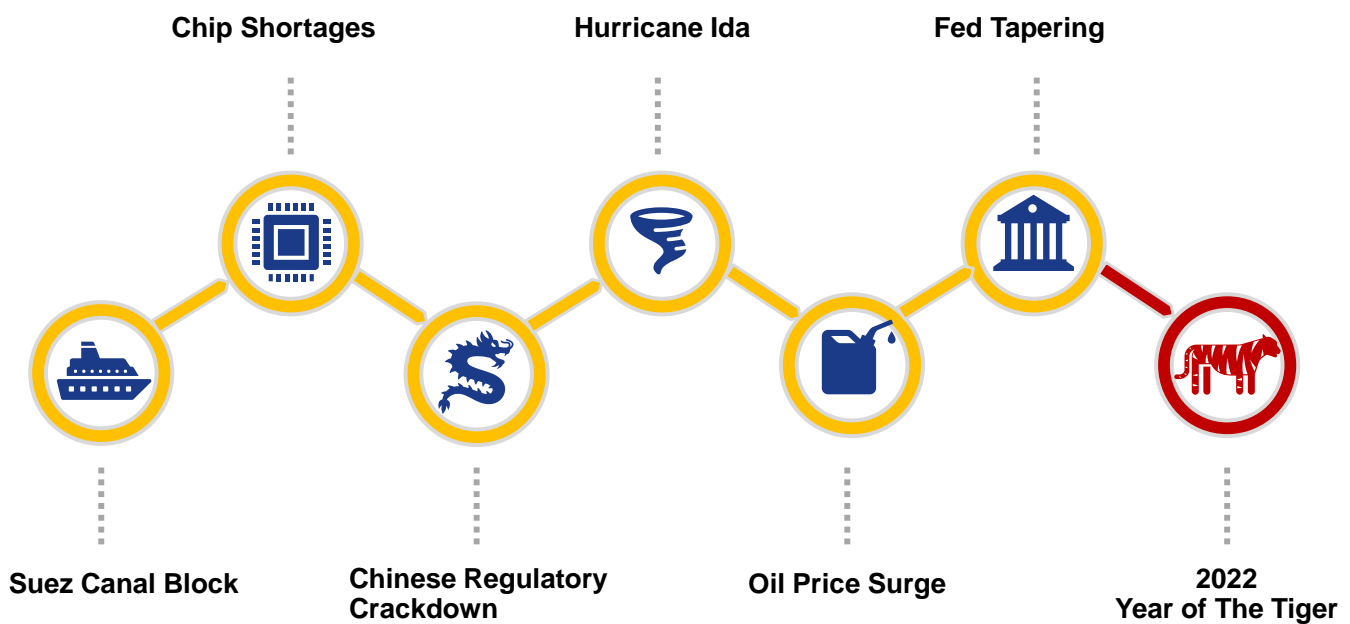


ที่มา: Various Sources ประมาณการโดยทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

ประเด็นเชิงเศรษฐกิจมหภาคที่ต้องจับตาในปี 2022

1. COVID-19 มิใช่เป็นเพียงการแพร่ระบาดของโรคและวิกฤติในเชิงสาธารณสุขเท่านั้น แต่ยังกระทบกับเศรษฐกิจโลกและตลาดเงินตลาดทุนอย่างมาก ทั้งจากรายได้ที่ลดลงของภาคครัวเรือน ผ่นวกกับการเพิ่มขึ้นของอัตราการว่างงาน และราคาพลังงาน รวมไปถึงผลกระทบต่อภาคการขนส่ง ภาคบริการและภาคอุตสาหกรรม ล้วนแล้วแต่เป็นผลสืบเนื่องจาก COVID-19 ซึ่งต้องยอมรับว่าการระบาดของโรคนี้นับเป็นต้นตอหลักของความเสียด้านเศรษฐกิจและการดำเนินนโยบายในระยะข้างหน้า การจัดการการแพร่ระบาดซึ่งน่าจะยังคงอยู่กับโลกนี้ต่อไป และจะเป็นงานที่ทำทนายของภาครัฐ โดยมาตรการเพื่อบรรเทาปัญหาจาก COVID-19 ต้องเป็นไปอย่างทันท่วงที และถูกที่ถูกลเวลา รวมถึงใช้งบประมาณอย่างเหมาะสมเนื่องจากสถานะทางการคลังของแต่ละประเทศเริ่มตึงตัว

COVID-19 นำไปสู่เหตุการณ์ไม่คาดฝันหลายอย่างในปี 2021

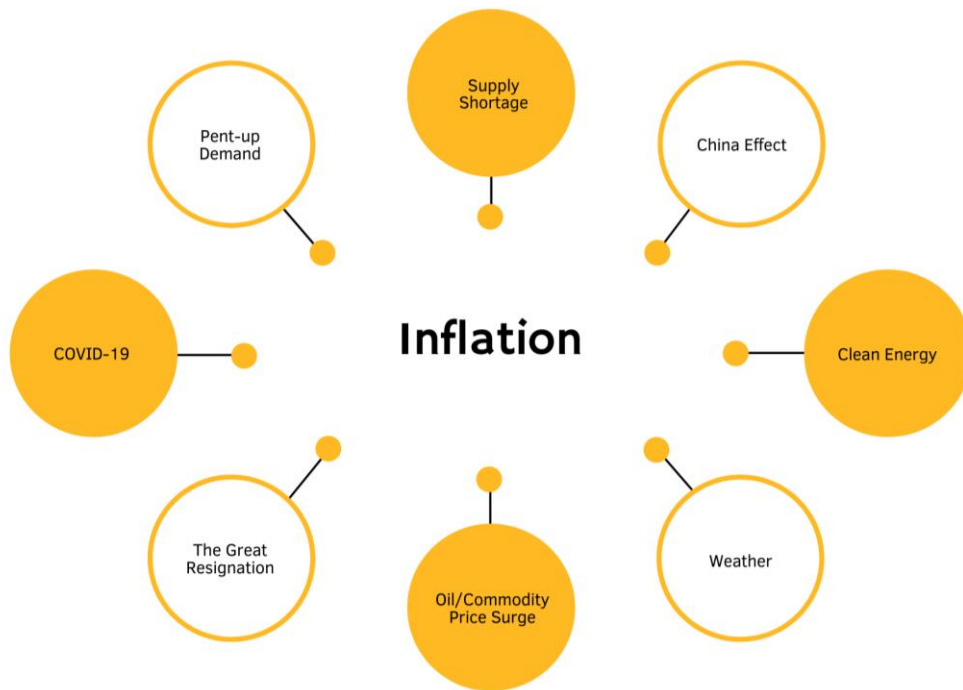


ที่มา: ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

2. **รัฐบาลเริ่มชะลอการใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ในช่วงปี 2019-2020 ที่ COVID-19 ระบาดทั่วโลก ทุกประเทศต่างงดนโยบายการคลังมาใช้เพื่อพยุงเศรษฐกิจ** ต่อเนื่องมาในปี 2021-2022 ทิศทางการดำเนินนโยบายคลังแต่ละประเทศมีความแตกต่างกันไปโดยฝั่งสหรัฐฯ ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ได้พยายามผลักดันแผนกระตุ้นเศรษฐกิจระยะยาวออกมา ด้านยุโรป พบว่าการถกเถียงเรื่องมาตรการรัดเข็มขัดที่เป็นประเด็นมาตลอดในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาอาจกลับมาเป็นประเด็นอีกครั้ง ขณะที่นายกรัฐมนตรีสหราชอาณาจักรเริ่มกล่าวถึงความรับผิดชอบของรัฐบาลในการลดการขาดดุลทางการคลังลง ส่วนญี่ปุ่น นายกรัฐมนตรีได้วางแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม แต่ขนาดของมาตรการเล็กกว่ามาตรการบรรเทาผลของ COVID-19 มาก ขณะที่จีน เริ่มระมัดระวังในการใช้จ่ายภาครัฐไปแล้ว แต่อาจกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมหลังเศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวในช่วงนี้ ทั้งนี้ เราจะเห็นได้ว่า แม้นโยบายของภาครัฐที่ออกมาเพื่อช่วยเหลือภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจจะมีส่วนสำคัญอย่างมากต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ เมื่อมองไปข้างหน้าในปี 2022 รัฐบาลแต่ละประเทศจะเริ่มระมัดระวังการใช้จ่ายมากขึ้นเนื่องจากต้องรักษาระดับของวินัยการคลัง Bloomberg ได้ประมาณการว่าการใช้จ่ายการคลังในปี 2022 มีแนวโน้มลดลงประมาณ 2.5 ppts ของ GDP โลก ซึ่งมากกว่าช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 ถึง 5 เท่า มาตรการรัดเข็มขัดนี้จึงอาจส่งผลให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า

3. **เงินเพื่อที่พุ่งสูงนับเป็นรอยแผลลึกลับต่อเศรษฐกิจ จากการแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยเป็นผลจากทั้งปัจจัยฝั่งอุปสงค์และอุปทาน** ซึ่งในด้านอุปสงค์ การให้เงินช่วยเหลือของภาครัฐแก่ประชาชนท่ามกลางตัวเลือกในการใช้จ่ายที่จำกัดจากการควบคุมการแพร่ระบาด ทำให้ภาคบริการต้องหยุดดำเนินการชั่วคราว ส่งผลให้ผู้บริโภคมีความต้องการซื้อสินค้าคงทนอย่างรถยนต์และที่พักอาศัยเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และแม้อัตราเงินเฟ้อที่มาจากความต้องการซื้อสินค้าจะไม่น่ากังวลมากนัก เนื่องจากมีแนวโน้มชะลอตัวลงเมื่อผู้บริโภคชะลอการใช้จ่าย แต่เงินเฟ้อที่มาจากฝั่งอุปทานนั้นกลับแตกต่างไปเนื่องจากเป็นปัญหาเชิงโครงสร้าง ด้วยภาวะขาดแคลนแรงงานและวัตถุดิบการผลิต รวมทั้งการเพิ่มขึ้นของการใช้พลังงานทางเลือก (หนุนให้ราคาพลังงานปรับเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดด) ด้านประธาน Fed กล่าวว่าปัญหาด้านอุปทานยังไม่ได้รับการแก้ไขให้ดีขึ้นและมีที่ท่าว่าสถานการณ์จะแย่ลง ทั้งนี้ เงินเฟ้อจากปัจจัยด้านอุปทานมักใช้เวลาในการกลับสู่ภาวะปกติมากกว่าเมื่อเทียบกับเงินเฟ้อที่มาจากฝั่งอุปสงค์ ประธาน Fed จึงระบุว่า ความเสี่ยงด้านห่วงโซ่อุปทานและเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะเป็นปัญหาคอขวดไปนานกว่าที่เคยคาดไว้ ซึ่งจะยิ่งกดดันให้เงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น

แรงกดดันด้านเงินเฟ้อมาจากหลายปัจจัย



ที่มา: ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

4. ด้วยภาวะเงินเฟ้อที่กลายเป็นปัญหาเชิงโครงสร้างจากภาวะขาดแคลนอุปทาน ธนาคารกลางทั่วโลกต่างกำลังพิจารณาการดำเนินนโยบายการเงินให้เหมาะสมที่สุด ส่งผลให้เศรษฐกิจโลกซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างไม่สมดุลในแต่ละประเทศอยู่แล้วยังมีความแตกต่างกันมากขึ้นไปอีก โดยเราสามารถแบ่งกลุ่มแนวทางการใช้นโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกได้เป็น 3 กลุ่ม

กลุ่มแรกคือธนาคารกลางที่เริ่มใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัว อาทิ ธนาคารกลางออสเตรเลีย นิวซีแลนด์และนอร์เวย์ ซึ่งแม้ว่าจะเป็นการปรับดอกเบียขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป (Dovish Tightening) แต่ก็สะท้อนดอกเบียในทิศทางขาขึ้นอย่างชัดเจน

กลุ่มที่สอง นำโดยธนาคารกลางยุโรปหรือ ECB ที่รับรู้ว่าการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะอยู่นานกว่าที่คาด นำไปสู่ความกังวลต่อภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่ยังคงกลัวความเสี่ยงจากการใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวเร็วเกินไปเหมือนที่เคยเกิดขึ้นในช่วงหลังวิกฤติการเงินในปี 2008 ซึ่งนำไปสู่ความเสี่ยงเชิงลบมากกว่า ดังนั้นจึงดูเหมือนว่า ECB จะมีท่าทีที่ระมัดระวังและอดทนในการพิจารณาถอนนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย

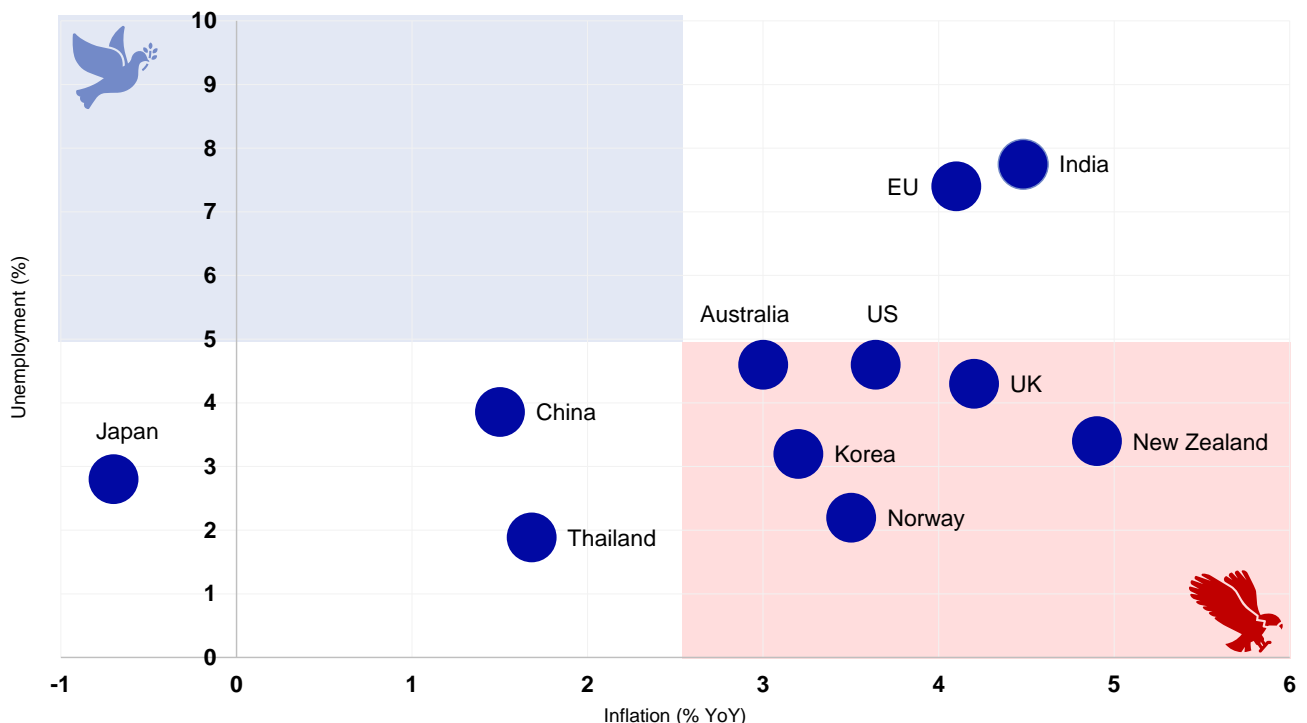
กลุ่มที่สามนับเป็นกลุ่มที่น่าสนใจมากที่สุด เนื่องจากมีธนาคารกลางสหรัฐฯหรือ Fed รวมอยู่ในกลุ่มนี้ด้วย โดยเป็นธนาคารกลางที่มีความจำเป็นในการลดการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายลง เริ่มด้วยการปรับลดการเข้า

ซื้อพันธบัตร (QE Tapering) ไปแล้ว แต่กรอบเวลาของการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังคงมีความไม่แน่นอน การจับจังหวะระหว่างการยุติการซื้อสินทรัพย์ ไปสู่การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายนับเป็นเรื่องที่ทำนายสำหรับกลุ่มนี้ เนื่องจากการปรับนโยบายที่ช้าไปหรือเร็วไปจะไปกระทบกับความน่าเชื่อถือของธนาคารกลางและจะส่งผลต่อความมีประสิทธิภาพของนโยบายการเงินด้วย

แนวทางการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางที่แตกต่างกัน เกิดขึ้นในเวลาที่เศรษฐกิจโลกต้องการที่พึ่งท่ามกลางความแตกต่างของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและสถานการณ์การแพร่ระบาด ทั้งนี้ โดยทั่วไปแล้วในช่วงเวลาเช่นนี้ ธนาคารกลางมักเป็นสถาบันที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดเนื่องจากมีความสามารถในการดำเนินนโยบายอย่างเป็นอิสระ และสามารถประสานกับนโยบายภาครัฐได้ แต่แล้วทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงินแต่ละประเทศเริ่มที่จะสวนทางกัน ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกก็จะไม่สมดุล และอาจจะทำให้โลกเข้าใกล้กับสถานการณ์ Dangerous Dispersion ที่ Gita Gopinath หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ของ IMF ได้กล่าวไว้ในการประชุมประจำปีครั้งล่าสุด

นโยบายการเงินเริ่มมีทิศทางที่สวนทางกัน

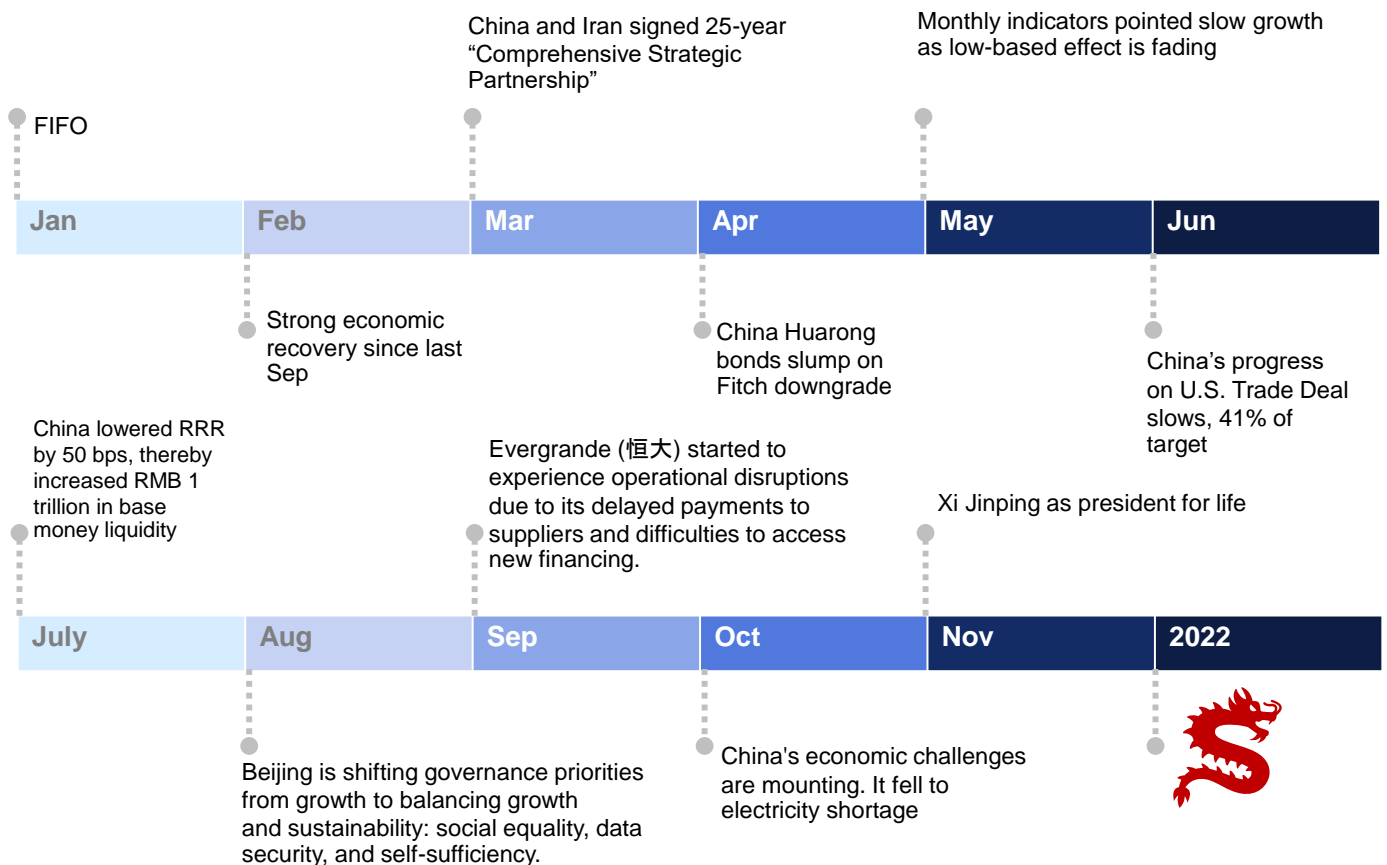
Inflation and Unemployment



ที่มา: ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

5. จีนถือเป็นปัจจัยพิเศษที่คาดเดาได้ยาก ในปีนี้เศรษฐกิจจีนเผชิญกับเหตุการณ์ที่คาดไม่ถึงหลายต่อหลายครั้ง โดยไม่ได้เกิดจากภาวะเศรษฐกิจ แต่เป็นผลจากรัฐบาลจีนเองที่ประกาศนโยบายและเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบสำคัญ เพื่อให้สอดคล้องกับวิสัยทัศน์ของรัฐบาลในการพัฒนาและยกระดับประเทศไปอีกขั้น อาทิ นโยบายที่มุ่งเน้นการเติบโตอย่างมีคุณภาพมากกว่าในด้านปริมาณ, การลดภาระหนี้สินในระบบ (Deleverage), การส่งเสริมการใช้พลังงานที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม และการยึดมั่นในนโยบายจีนเดียว (One-China Policy) เป็นต้น ทั้งนี้ เมื่อมังกรขยับตัว ทั้งโลกก็สั่นไหว ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบ รวมไปถึงความสัมพันธ์ที่เปราะบางของสหรัฐฯ ใต้หวัน และจีนที่ปัจจุบันยังนับเป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการเปลี่ยนแปลง ในปีหน้าเราจึงต้องจับตาดูว่ามังกรตัวนี้จะแผ่ฤทธิ์อะไรอีกบ้าง

ในช่วงปี 2021 จีนเป็นปัจจัยที่คาดเดาได้ยาก....ในปี 2022 เราน่าจะต้องให้ความระมัดระวังมากขึ้นเช่นกัน









ที่มา: ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

จากมุมมองภาวะเศรษฐกิจสู่ปัจจัยต่อการลงทุน

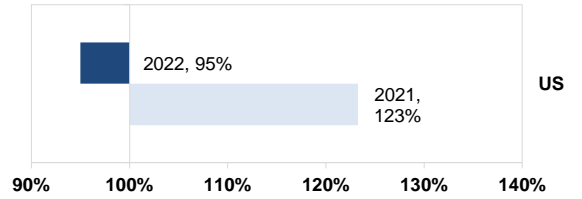
เมื่อมองไปในปี 2022 เราคาดว่าความไม่แน่นอนและความไม่สมดุลในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกยังคงมีอยู่ต่อไป ซึ่งเป็นความท้าทายต่อการประมาณการเศรษฐกิจได้อย่างแม่นยำ การแพร่ระบาดของ COVID-19 ยังเป็นความเสี่ยงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลก และตัวเลขชี้วัดทางเศรษฐกิจอื่นๆ โดยเราต้องจับตาและระมัดระวังการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อที่จะส่งผลกระทบต่อตลาดตราสารหนี้และตลาดหุ้นผ่านการปรับเพิ่มขึ้นของราคาวัตถุดิบ การคาดการณ์เงินเฟ้อ และนโยบายการเงิน ประกอบกับความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างประเทศที่อาจทวีความรุนแรงมากขึ้นเมื่อพรรคคอมมิวนิสต์จีนเปิดทางให้สีจิ้นผิงสามารถดำรงตำแหน่งผู้นำไปได้ตลอดชีวิต สำหรับปัจจัยรายประเทศดังแสดงด้านล่าง

ปัจจัยรายประเทศปี 2022

 Headwinds <ul style="list-style-type: none">• COVID-19• Supply disruption• Labor market remains fragile• Monetary policy normalization• Fiscal spending decreases Tailwinds <ul style="list-style-type: none">• Service spending	 Headwinds <ul style="list-style-type: none">• COVID-19• Supply disruption• Energy shortage Tailwinds <ul style="list-style-type: none">• Accommodative monetary policy• EU recovery fund	 Headwinds <ul style="list-style-type: none">• COVID-19• Supply disruption• Stagnant domestic demand• Regulations on share buy back program Tailwinds <ul style="list-style-type: none">• Accommodative monetary policy• Fiscal stimulus packages• Weak USD/JPY
 Headwinds <ul style="list-style-type: none">• COVID-19• Property market turbulence• Broad regulatory tightening• Geopolitical risks Tailwinds <ul style="list-style-type: none">• Monetary policy & credit flexibly easing• More local government bond issuance	 Headwinds <ul style="list-style-type: none">• COVID-19• Inflation pressure/Oil price surge• Fed policy normalization• Current account and USD/RUP Tailwinds <ul style="list-style-type: none">• Sector-specific story	 Headwinds <ul style="list-style-type: none">• COVID-19• Fiscal spending/ discipline• Foreign tourist arrivals• Household debt Tailwinds <ul style="list-style-type: none">• Low inflation environment• Monetary policy accommodation• Election rally

ที่มา: ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

Economic Score (12-month ago =100%)



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2022

เศรษฐกิจสหรัฐฯในปี 2021 ได้รับแรงหนุนจากเม็ดเงินการคลังขนาดใหญ่ซึ่งเป็นปัจจัยหลักผลักดันการบริโภคในประเทศ สะท้อนผ่านยอดขายรถยนต์และบ้านที่เร่งตัวแรงในช่วงไตรมาส 1-2 ของปี ในความเป็นจริงยอดขาย Big Ticket Items ทั้งคู่ควรจะไปได้ไกลกว่านี้หากไม่มีปัจจัยด้าน Supply Constraint มากกดดันจากการที่ผู้ขายไม่สามารถส่งมอบสินค้าได้ทัน เป็นผลให้มีลูกค้าบางส่วนเลี่ยงไปซื้อสินค้ามือสอง ระดับราคาของทั้งบ้านและรถทั้งมือแรกและมือสองจึงขยับขึ้นทั้งคู่

สำหรับมุมมองเกี่ยวกับเศรษฐกิจของสหรัฐฯในปี 2022 นั้นจะขยายตัวได้ที่ 4.0% เป็นอัตราการขยายตัวที่ชะลอลงจากปี 2021 ที่ 5.5% แต่ก็ยังเป็นอัตราการขยายตัวที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลัง โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯจะได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ภายในประเทศที่แข็งแกร่งผ่านการบริโภค, การลงทุนภาคเอกชน, และการผลิตสินค้าคงคลังทดแทนช่วงที่เกิด Supply Disruption ซึ่งมากพอจะชดเชยการชะลอตัวลงของการใช้จ่ายการคลัง

■ แนวทางด้านนโยบาย

แนวทางด้านนโยบายการคลัง อาจจะไม่ใช่พระเอกที่จะหนุนเศรษฐกิจสหรัฐฯในปีนี้ เนื่องด้วยเม็ดเงินการคลังค่อนข้างน้อยเมื่อเทียบกับปี 2020-2021 Nomura ได้ประมาณการว่าเม็ดเงินการคลังปี 2022 จะสร้างผลบวกต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯเพียง 0.4pp ของ Real GDP นอกเหนือจากนั้นพรรค Democrat และ Republican คงจะมุ่งความสนใจไปที่การเลือกตั้งกลางเทอม (Midterm Election) ซึ่งจะจัดขึ้นในเดือน พ.ย. ปี 2022 นี้ ณ วันที่เราจัดทำบทวิเคราะห์นี้พบว่า โพลความนิยมต่อประธานาธิบดีสหรัฐฯลดลงต่ำกว่า 50% เนื่องจากประชาชนสูญเสียความเชื่อมั่นจากความกังวลต่อเงินเฟ้อและการดำเนินนโยบายระหว่างประเทศ

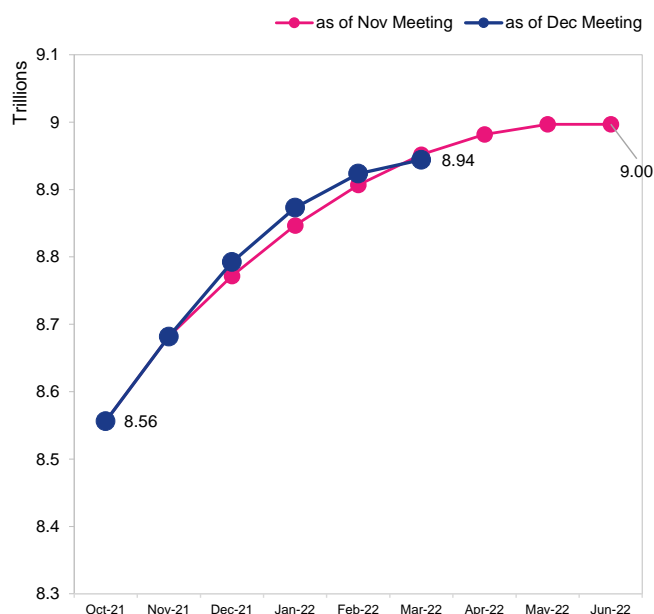
แนวทางด้านนโยบายการเงิน

สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed ในปี 2022 นั้น Fed ได้ปิดทิศทางการดำเนินนโยบายโดยได้ส่งสัญญาณว่าจะให้น้ำหนักกับประเด็นเรื่องเงินเฟ้อมาก่อนการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างในตลาดแรงงาน ขณะที่เศรษฐกิจสหรัฐฯสามารถรับมือกับ COVID-19 ได้แล้ว สะท้อนผ่านการการประชุมกรรมการนโยบายการเงินหรือ FOMC Meeting ประจำเดือน ธ.ค. ว่า Fed ได้ตัดสินใจระงับการทำ QE Tapering ให้จบเร็วขึ้นจากเดิมที่จะยุติในเดือน มิ.ย. เป็นเดือน มี.ค. 2022 ทำให้ในปี 2022 จะมีกรอบเวลาที่กระชั้นขึ้นสำหรับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และการลดขนาดงบดุล หรือ Balance Sheet Run-off ทั้งนี้ Dot Plot ประจำเดือน ธ.ค. สะท้อนว่า Fed

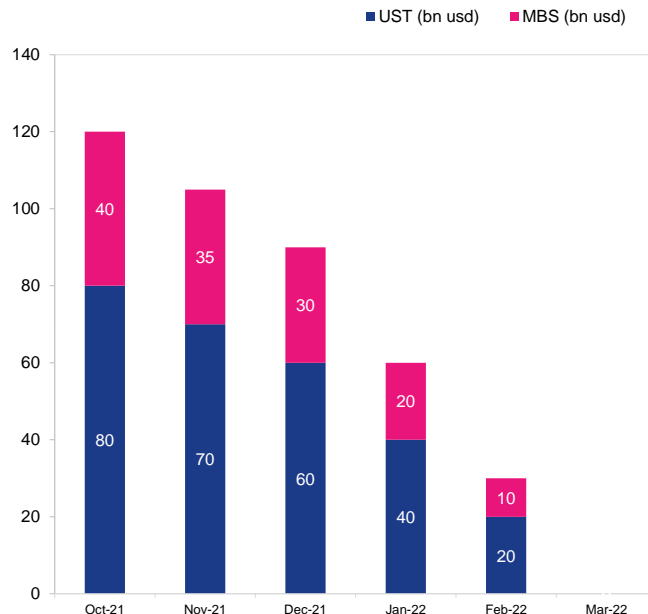
จะขยับดอกเบี้ยขึ้น 3 ครั้งในปี 2022 (0.875%), 3 ครั้งในปี 2023 (1.625%), และ 2 ครั้งในปี 2024 เป็นผลให้อัตราดอกเบี้ยจะไปอยู่ที่ 2.125%

กรอบเวลาการทำ QE Tapering

Projected Fed Balance Sheet (trn usd)



Projected Fed Tapering (bn usd)



ที่มา: Various Sources ประมาณการโดยทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

■ ความเสี่ยง

กรอบเวลาในการดำเนินนโยบายการเงินจะอยู่ในความสนใจของตลาดไปทั้งปี ขณะที่ความเสี่ยงด้านการเมืองจะค่อยๆเพิ่มมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ประเด็นเรื่องเพดานหนี้อาจจะกลับมาอีกในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2022 ส่วนผลการเลือกตั้งกลางเทอมภายหลังเดือน พ.ย. จะเป็นตัวกำหนดความเชื่อมั่นของตลาดที่มีต่อทิศทางทางการเมืองในช่วงสองปีสุดท้ายภายใต้การนำของประธานาธิบดี Joe Biden

■ BBLAM's View

ทั้งธนาคารกลางและรัฐบาลเตรียมถอนคันเร่งเชิงนโยบาย เป็นผลให้ปัจจัยเชิงมหภาคจะไม่ใช่ตัวหนุนหลักให้การลงทุนในตลาดสหรัฐฯ ในปี 2022 นักลงทุนอาจจะเผชิญกับความผันผวนเกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อ ความกังวลเกี่ยวกับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และการเมืองในช่วงท้ายปี การลงทุนในตลาดสหรัฐฯจะต้องอาศัยการวิเคราะห์เชิง Bottom-up Approach เพื่อคัดกรองหาธุรกิจที่สามารถต้านทานความผันผวนเชิงมหภาค

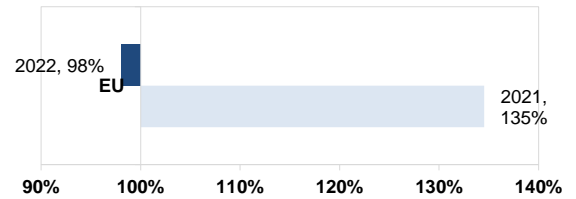
▪ Economic Projection

Indicator	2018	2019	2020	2021	2022
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	2.9	2.3	-3.4	5.5	4.0
Consumer Spending (YoY%)	2.9	2.2	-3.8	8.0	3.8
Government Spending (YoY%)	1.4	2.2	2.5	0.7	1.4
Private Investment (YoY%)	5.7	3.4	-5.5	7.9	5.7
Exports (YoY%)	2.8	-0.1	-13.6	4.0	5.0
Imports (YoY%)	4.1	1.2	-8.9	13.3	4.8
Industrial Production (YoY %)	3.2		-7.0	5.6	4.1
Price Indices					
CPI (YoY%)	2.5	1.8	1.2	4.7	4.2
PCE Price Index (YoY%)			1.2	5.3	2.6
Core PCE (yoy%)	2.0	1.7	1.4	4.4	2.7
Labor Market					
Unemployment (%)	3.9	3.7	8.1	5.4	3.9
Non Farm Payrolls (000s SA, monthly chg.)			-756.0	549.0	323.0
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	-2.1	-2.2	-3.0	-3.4	-3.3
Financial Balances					
Budget (% of GDP)	-4.2	-4.7	-15.6	-12.4	-6.4
Government Debt (% of GDP)	77.3	79.2	100.1	101.2	101.6
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	2.50	1.75	0.25	0.25	0.75
3-Month Rate (%)	2.81	1.91	0.24	0.21	0.69
2-Year Note (%)	2.49	1.57	0.12	0.58	1.12
10-Year Note (%)	2.69	1.92	0.92	1.57	2.04
Exchange Rates					
EURUSD	1.15	1.12	1.22	1.12	1.14

ที่มา: Bloomberg, IMF, FED, ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

Europe

Economic Score (12-month ago =100%)



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2022

เศรษฐกิจยูโรโซนฟื้นตัวต่อเนื่องนับตั้งแต่ไตรมาส 2/2021 หลังจากที่เผชิญภาวะ Double-recession โดยเป็นผลจากการใช้จ่ายของภาคครัวเรือนที่กลับมาเติบโตแข็งแกร่ง เนื่องจากหลายประเทศในภูมิภาคต่างทยอยเปิดเมืองหลังสถานการณ์การระบาดของ COVID-19 ดีขึ้น และสามารถฉีดวัคซีนให้ประชาชนได้มากขึ้น สอดคล้องกับตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญหลายตัวที่บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจยูโรโซนกลับมาฟื้นตัวดีตั้งแต่ไตรมาส 2 อาทิ PMI ภาคการผลิตของยูโรโซนขยับขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือนมิ.ย. ที่ผ่านมา ขณะที่ PMI ภาคบริการพุ่งขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 14 ปี สำหรับตัวเลขล่าสุดในไตรมาส 3/2022 GDP ขยายตัว 2.2% QoQ (3.9% YoY) โดยเป็นการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องแม้ยังอยู่ต่ำกว่าระดับก่อน COVID-19 ในรายประเทศ GDP ของฝรั่งเศสและอิตาลีออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ข้างมาก โดยได้แรงหนุนหลักจากการใช้จ่ายภาคครัวเรือน และยอดส่งออกสุทธิที่เป็นบวก ขณะที่ GDP ของเยอรมนีออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ จากปัญหาขาดแคลนอุปทาน โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมรถยนต์

ด้านอัตราเงินเฟ้อ ล่าสุดในเดือนพ.ย. เร่งตัวขึ้นถึง 4.9% YoY สูงสุดเป็นประวัติการณ์ จาก 4.1% ในเดือนก่อน และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาด จากราคาพลังงานเป็นหลักที่เร่งตัวขึ้นเป็น 27.4% YoY อันเป็นผลจากปัญหาขาดแคลนก๊าซธรรมชาติที่ยังไม่คลี่คลาย ประกอบกับฐานที่ต่ำจากช่วงเดียวกันปีก่อน การปรับเปลี่ยนน้ำหนักสินค้าในตระกร้าเงินเฟ้อ การเปิดเศรษฐกิจที่หนุนกิจกรรมภาคบริการอย่างการท่องเที่ยว รวมถึงปัญหาขาดแคลน Semiconductors ที่ยืดเยื้อ

แนวโน้มเศรษฐกิจในระยะใกล้ของยูโรโซน กองทุนบัวหลวงมองว่าสถานการณ์การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจยังเผชิญความไม่แน่นอนจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่กลับมาทวีความรุนแรงขึ้นอีกครั้ง หลายประเทศจึงต้องกลับมาใช้มาตรการควบคุมการระบาดอีกครั้ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับคนที่ยังไม่ได้ฉีดวัคซีน นอกจากนี้ ปัญหาขาดแคลนอุปทาน การขนส่งล่าช้า และการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานก็ยังเป็นปัจจัยกดดันภาคการผลิต โดยเฉพาะในเยอรมนี รวมถึงเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้นสูงในช่วงที่ผ่านมา มีแนวโน้มกดดันการใช้จ่ายของประชาชนในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตาม ในช่วงครึ่งหลังของปี 2022 เรามองว่าสถานการณ์เศรษฐกิจโดยรวมที่เกิดจากปัจจัยข้างต้นน่าจะปรับตัวไปในทิศทางที่ดีขึ้น ส่งผลให้เราประมาณการว่า เศรษฐกิจยูโรโซนจะขยายตัวได้ 5.1% ในปี 2021 และ 4.2% ในปี 2022

■ แนวทางด้านนโยบาย

นโยบายการเงิน

ในการประชุมธนาคารกลางยุโรป (ECB) เมื่อวันที่ 16 ธ.ค. คณะกรรมการนโยบายการเงินมีมติชะลอการเข้าซื้อพันธบัตรโครงการ Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) ในไตรมาส 1/2022 และจะยุติโครงการดังกล่าวในเดือนมี.ค. 2022 ตามกำหนด หลังจากนั้นจะเพิ่มการเข้าซื้อพันธบัตรภายใต้โครงการ Asset Purchase Programme (APP) จากเดิม 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนเป็น 4 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน โดยเริ่มในไตรมาส 2/2022 ก่อนจะลดวงเงินสู่ระดับ 3 หมื่นล้านยูโรในไตรมาส 3 และจะคงวงเงินที่ระดับ 2 หมื่นล้านยูโรตั้งแต่เดือน ต.ค. ปีหน้าเป็นต้นไปเป็นระยะเวลาสั้นเท่าที่จำเป็นเพื่อรักษาสภาพคล่องในตลาด

ในส่วนของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ECB ยังคงไว้ตามเดิมท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงถึง 4.9% ในเดือน พ.ย. 2021 ทั้งนี้ นาง Christine Lagarde ประธาน ECB กล่าวว่า การปรับอัตราดอกเบี้ยในปี 2022 มีโอกาสเป็นไปได้เล็กน้อย แม้ว่า ECB จะประมาณการอัตราเงินเฟ้อในปี 2022 ที่ 3.2% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมาย 2% ของ ECB แต่ ECB คาดว่าจะชะลอตัวลงมาที่ 1.8% ในปี 2023 และ 2024 เนื่องจากราคาพลังงานมีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบแคบในปีหน้า นอกจากนี้ยังระบุว่า ECB มีความยืดหยุ่นและมีทางเลือกในการใช้มาตรการกระตุ้นต่างๆ หากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในยุโรป

มาตรการทางการคลัง

อียูได้ตัดสินใจผ่อนปรนการบังคับใช้กฎการคลัง (Fiscal Rules) ที่กำหนดให้ประเทศสมาชิก 1) มีดุลการคลังที่ขาดดุลไม่เกิน 3% ของ GDP, และ 2) มีระดับหนี้สาธารณะไม่เกิน 60% ของ GDP ออกไปจนถึงปี 2023 ท่ามกลางเศรษฐกิจของกลุ่มที่ยังอ่อนแออย่างมากและการฟื้นตัวยังมีความไม่แน่นอนสูง ทั้งนี้ การตัดสินใจผ่อนปรนกฎการคลังจะช่วยหนุนให้แต่ละประเทศสมาชิกสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจประเทศของตนได้อย่างเต็มที่ โดยที่ไม่ต้องรีบรัดเข็มขัดเพื่อปฏิบัติตามกฎการคลังดังกล่าว อีกทั้งยังจะช่วยสนับสนุนการเบิกจ่ายโครงการ EU Recovery Fund วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโรให้ไปอย่างเต็มที่ โดยเฉพาะในส่วนที่เป็นเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (Loans) วงเงิน 3.6 แสนล้านยูโร

■ ความเสี่ยง

วิกฤติราคาพลังงาน การแพร่ระบาดของ COVID-19 และภาวะขาดแคลนปัจจัยการผลิต โดยเฉพาะ Semiconductors ที่กระทบภาคอุตสาหกรรมรถยนต์ นับเป็นความเสี่ยงหลักต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของยุโรป ในปี 2022 แม้ว่าตลาดจะคาดหวังว่าสถานการณ์จะคลี่คลายไปในทิศทางที่ดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง แต่เราคาดว่า สถานการณ์ต่างๆ ยังคงมีความไม่แน่นอนสูง สำหรับวิกฤติราคาพลังงานในยุโรป เรายังคงจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายของภาคครัวเรือนในระยะข้างหน้า เนื่องจากราคาสินค้าต่างๆ มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ขณะที่ กระแสต่อต้านมาตรการควบคุมการระบาด COVID-19 และมาตรการบังคับฉีดวัคซีน ท่ามกลางอัตราการผลิตที่

เพิ่มสูงเป็นอีกปัจจัยที่น่ากังวล โดยในช่วงที่ผ่านมา จะเห็นได้ว่าอัตราการฉีดวัคซีนในยุโรปเริ่มชะลอตัวลง และหากเกิดการแพร่ระบาดของสายพันธุ์ใหม่ในอนาคต อาจทำให้ยอดผู้เข้ารับการรักษาในโรงพยาบาลและยอดผู้เสียชีวิตเพิ่มสูงขึ้น

■ BBLAM's View

เศรษฐกิจยุโรปฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาส 2 และ 3 ของปี 2021 แม้การแพร่ระบาดของ COVID-19 จะกลับมาอีกครั้งในเดือนพ.ย. เป็นต้นมา ทำให้การเติบโตของเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวในช่วงไตรมาส 4 จนถึงต้นปีหน้า แต่เราคาดว่า สถานการณ์ต่างๆ น่าจะเริ่มดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังของปีหน้า ประกอบกับนโยบายการเงินและการคลังที่ยังผ่อนคลายต่อเนื่อง ส่งผลให้เรามองว่าตลาดยุโรปยังน่าสนใจในปีหน้า

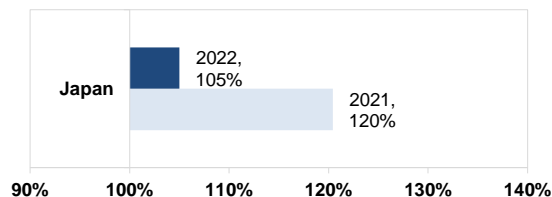
■ Economic Projection

Indicator	2018	2019	2020	2021	2022
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	1.8	1.6	-6.4	5.1	4.2
Household Consumption (YoY%)			-8.1	3.2	5.6
Government Consumption (YoY%)			0.7	3.4	1.6
Gross Fixed Investment (YoY%)			-9.3	4.3	4.3
Exports (YoY%)			-10.6	9.6	5.6
Imports (YoY%)			-9.9	7.0	5.4
Industrial Production (YoY%)			-9.2	7.6	3.2
Price Indices					
CPI (YoY%)	1.8	1.2	0.3	2.6	3.2
Labor Market					
Unemployment (%)	8.2	7.6	7.9	7.8	7.4
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	2.9	2.3	2.0	2.7	2.5
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-0.4	-0.6	-7.2	-7.3	-4.0
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3-Month Rate (%)	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5	-0.5
2-Year Note (%)	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
10-Year Note (%)	0.2	-0.2	-0.6	-0.2	0.1
Exchange Rates					
EURUSD	1.15	1.12	1.22	1.12	1.14

ที่มา: Bloomberg, IMF, ECB, ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

Japan

Economic Score (12-month ago =100%)



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา และทิศทางเศรษฐกิจปี 2022

ญี่ปุ่นเผชิญการแพร่ระบาดของ COVID-19 ถึง 3 ระลอกในปี 2021 ระหว่างช่วงเดือนม.ค. พ.ค. และส.ค. โดยยอดผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้นแตะระดับสูงที่สุดในระลอก 3 ถึงวันละ 2 หมื่นคน ส่งผลให้รัฐบาลต้องประกาศใช้มาตรการฉุกเฉินหรือ State of Emergency ซึ่งกระทบกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วง 3 ไตรมาสที่ผ่านมา นอกจากนี้ ภาวะขาดแคลน Semiconductors ทั่วโลก เมื่อผนวกกับภาวะขาดแคลนชิ้นส่วนยานยนต์และเครื่องจักรภายหลังสายการผลิตในอาเซียนหยุดชะงักเนื่องจากการระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้การผลิตภาคอุตสาหกรรมของญี่ปุ่นในไตรมาส 3 ชะลอตัวลงด้วยเช่นกัน โดยเราจะเห็นได้จากตัวเลข GDP ในไตรมาส 3/2021 ที่พลิกกลับมาหดตัว -3.6% QoQ, saar จากที่ขยายตัว 2.0% ในไตรมาสก่อนหน้า ด้านเงินเฟ้อ เรามองว่าเงินเฟ้อของญี่ปุ่นในระยะสั้นแม้จะถูกกดดันจากราคาพลังงานที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น แต่มาตรการลดค่าบริการโทรศัพท์ของรัฐบาลตั้งแต่วางกลางปี 2021 และมาตรการ Go To Travel ที่คาดว่าจะถูกนำกลับมาใช้ใหม่อีกครั้งในช่วงต้นปีหน้า จะช่วยยื้อเงินเฟ้อในญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ กระนั้น ด้วยปัจจัยเชิงโครงสร้าง และพฤติกรรมผู้บริโภค/ผู้ประกอบการในญี่ปุ่นทำให้เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อในอีก 2-3 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มต่ำกว่าเป้าหมายของธนาคารกลางญี่ปุ่นที่ 2.0% ต่อไป

ปัจจุบันสถานการณ์การแพร่ระบาดในญี่ปุ่นเป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้น ตัวเลขยอดผู้ติดเชื้อปรับลดลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่เดือนต.ค. เป็นต้นมา เนื่องจากการแจกจ่ายวัคซีนที่ทำได้อย่างรวดเร็ว โดยอัตราการฉีดวัคซีนต่อประชากรของญี่ปุ่นแซงหน้าสหรัฐฯ และยุโรปไปแล้ว ทำให้เราคาดว่าเศรษฐกิจในปี 2022 มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวจากอุปสงค์ในประเทศเป็นหลัก ขณะที่ ภาคการผลิตและการส่งออกคาดว่าจะกลับมาขยายตัวได้หลังผลกระทบจากปัญหา Supply Disruptions และการขาดแคลน Semiconductors บรรเทาลง นอกจากนี้ งบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่น่าจะมีส่วนช่วยหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในปีหน้า ทั้งนี้ เราประมาณว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเติบโต 2.2% ในปี 2021 ก่อนจะเร่งตัวขึ้นเป็น 2.9% ในปี 2022

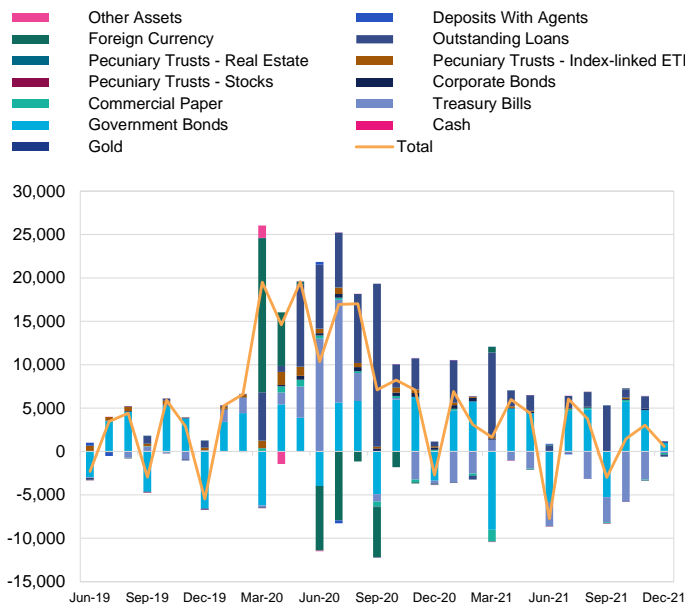
■ **แนวทางด้านนโยบาย**

นโยบายการเงิน

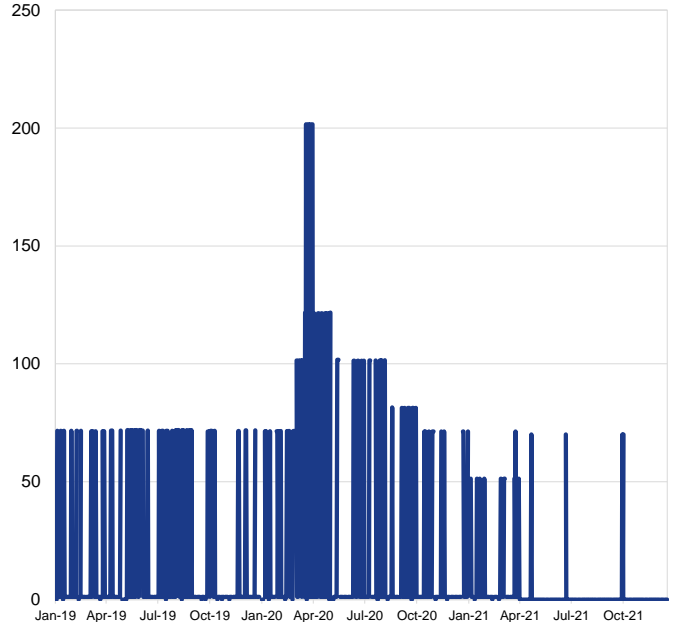
ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังคงนโยบายการเงินไว้ตามเดิม ทั้งอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control: YCC) ไว้ที่ประมาณ 0% และเคลื่อนไหวในกรอบ +/-0.25% รวมทั้งวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ โดยระบุจะเข้าซื้อเมื่อเห็นว่าเหมาะสมตามสภาวะตลาดอย่างไรก็ดี ในการประชุมเดือนธ.ค. 2021 BoJ ได้ปรับมาตรการช่วยเหลือภาคธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 โดยตัดสินใจลดการเข้าซื้อหุ้นกู้ (Corporate Bonds) และตราสารหนี้ภาคเอกชนระยะสั้น (Commercial Papers) ที่ออกโดยสถาบันการเงินขนาดใหญ่ ขณะที่ ขยายระยะเวลาโครงการให้เงินกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำกับสถาบันการเงินที่ขยายวงเงินกู้ให้กับธุรกิจ SMEs ที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 (Special Funds-Supplying Operations) ออกไปจนถึงเดือนก.ย. 2022 จากเดิมที่จะสิ้นสุดในเดือน มี.ค. 2022

BoJ เป็นธนาคารกลางที่มีความคิดสร้างสรรค์เชิงนโยบายมากที่สุด ที่สามารถทำให้นักลงทุนรู้สึกว่ นโยบายการเงินผ่อนคลายได้โดยไม่ต้องทำอะไรมาก สะท้อนจากการเพิ่มขึ้นของงบดุลและปริมาณการซื้อ ETF

Change in BoJ Balance Sheet (bn jpy)



BOJ ETF Purchase (bn jpy)



ที่มา: Bloomberg

ทั้งนี้ ในการประชุมเดือนธ.ค. BoJ ได้ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจของปีงบประมาณ 2021 (FY2021) ลงเล็กน้อย จาก 3.8% เป็น 3.4% เนื่องจากการประกาศสถานการณ์ฉุกเฉินและการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่

ยึดเยื่อในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งกดดันการบริโภคภาคเอกชน และจากปัญหาห่วงโซ่อุปทานที่ทำให้การส่งออกชะลอตัว ขณะที่คาดว่า GDP ปีงบประมาณ 2022 จะขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 2.9% จากเดิมที่คาด 2.7% ด้านประมาณการเงินเพื่อในปี 2021 และ 2022 ยังคงห่างไกลเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% อย่างมาก สะท้อนว่านโยบายการเงินของ BoJ มีแนวโน้มผ่อนคลายต่อเนื่องไปอีกระยะหนึ่ง

นโยบายภาครัฐ

หลังการเลือกตั้งทั่วไปเมื่อวันที่ 31 ต.ค. ที่ผ่านมา พรรค LDP ยังสามารถครองเสียงข้างมากในสภาไว้ได้เช่นเดิม และรัฐบาลได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ารวมราว 78.9 ล้านล้านเยนในเดือนพ.ย. โดยแบ่งเป็นเงินสนับสนุนทางการคลัง (Fiscal Spendings) 55.7 ล้านล้านเยน ซึ่งสูงกว่าที่ตลาดคาดที่ 30 ล้านล้านเยน โดยเป็นงบประมาณช่วยเหลือผู้ที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 เป็นหลัก รวมไปถึงงบประมาณสนับสนุนระบบสาธารณสุขและการฉีดวัคซีน, การให้เงินสนับสนุน SMEs, งบประมาณเพื่อรองรับราคาน้ำมันที่สูงขึ้น, มาตรการ Go to Travel และ Go to Eat, มาตรการสนับสนุนการใช้เทคโนโลยีเพื่อความมั่นคงทางเศรษฐกิจ, มาตรการสนับสนุนการผลิต Semiconductors ในประเทศ, การให้เงินช่วยเหลือแก่เด็กอายุต่ำกว่า 18 ปีคนละ 1 แสนเยน และปรับขึ้นค่าแรงให้กับพนักงานในกลุ่มพยาบาล และผู้ดูแลเด็กและผู้สูงอายุ เป็นต้น สำหรับในปี 2022 เราคาดว่า หากไม่มีการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่รุนแรง รัฐบาลน่าจะยังไม่ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจพิเศษเพิ่มเติม

■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงหลักของญี่ปุ่นคือการแพร่ระบาดของ COVID-19 อีกครั้ง โดยหากมีการแพร่ระบาดระลอกใหม่ที่รุนแรง ก็จะทำให้การฟื้นตัวยังช้าออกไป ขณะที่ผลของภาวะขาดแคลน Semiconductors ก็เป็นอีกปัจจัยกดดันภาคการผลิตยานยนต์ในประเทศ และการส่งออก แต่คาดว่าจะคลี่คลายได้ในช่วงปลายปีหน้า ด้านเงินเฟ้อ ญี่ปุ่นนับเป็นประเทศที่ยังไม่น่ากังวลในประเด็นนี้ โดยนาย Haruhiko Kuroda ประธาน BoJ กล่าวว่ามีความเสี่ยงเพียงเล็กน้อยที่อัตราเงินเฟ้อของประเทศจะเร่งตัวขึ้นในลักษณะเดียวกับที่ประเทศอื่นๆ ในโลก เช่น สหรัฐฯ และยุโรปโซนกำลังเผชิญ ส่วนหนึ่งเนื่องจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศยังไม่กลับมาอย่างเต็มที่ นอกจากนี้ ในด้านการเมือง มีความเสี่ยงจากการเลือกตั้งสมาชิกวุฒิสภาในเดือนก.ค. 2022 ซึ่งแม้ว่าเราจะมองว่า พรรค LDP จะยังได้เสียงข้างมากเช่นเดิม และมีแนวทางนโยบายที่ต่อเนื่อง แต่ก็ยังมีความเสี่ยงเชิงลบหากเกิดเหตุการณ์ที่ส่งผลต่อคะแนนนิยมของพรรค และทำให้เกิดการเปลี่ยนนายกรัฐมนตรีอีกครั้งเหมือนปีที่ผ่านมา

■ BBLAM's View

เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มฟื้นตัวเร่งขึ้นในปี 2022 โดยการจับจ่ายใช้จ่ายของประชาชนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังรัฐบาลผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID-19 นับตั้งแต่ไตรมาส 4/2021 เป็นต้นมา ส่วนภาคการผลิตและการส่งออกน่าจะได้อานิสงส์จากวัฏจักรการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ในขณะที่ อัตราเงินเฟ้อซึ่งยังอยู่ในระดับต่ำ

ต่อเนื่องน่าจะทำให้ BoJ เป็นธนาคารกลางหลักท้ายๆ ของโลกที่จะกลับทิศทางการใช้นโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติ

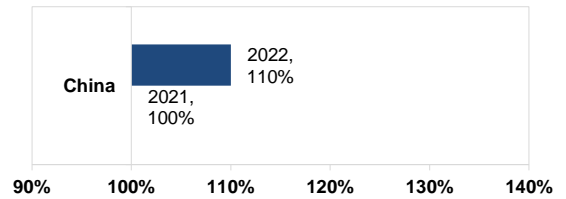
▪ Economic Projection

Indicator	2018	2019	2020	2021	2022
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	0.6	-0.2	-4.6	2.2	2.9
Consumer Spending (YoY%)			-6.0	1.1	3.6
Public Consumption (YoY%)			2.7	2.3	1.6
Private Investment (YoY%)			-6.0	0.0	4.1
Exports (YoY%)			-12.4	11.3	5.3
Imports (YoY%)			-6.8	5.8	4.4
Industrial Production (YoY %)			-10.3	6.0	4.6
Housing Starts (Mil, annualized)			0.8	0.9	0.9
Price Indices					
CPI (YoY%)	1.0	0.5	0.0	-0.2	0.7
Core CPI (YoY%)			-0.2	-0.2	0.7
Labor Market					
Unemployment (%)	2.4	2.4	2.8	2.8	2.6
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	3.5	3.4	3.2	3.0	3.0
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-2.5	-2.9	-10.1	-8.5	-6.1
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00
3-Month Rate (%)	-0.07	-0.05	-0.08	-0.08	-0.07
2-Year Note (%)	-0.14	-0.13	-0.12	-0.09	-0.06
10-Year Note (%)	0.00	-0.01	0.02	0.07	0.13
Exchange Rates					
USDJPY	109.69	108.61	103.25	114.00	115.00
EURJPY	125.83	121.77	126.18	130.00	132.00

ที่มา: Bloomberg, IMF, BoJ, ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

China

Economic Score (12-month ago =100%)



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2022

เศรษฐกิจจีนสูญเสียโมเมนตัมการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปี 2021 จากนโยบายคุมเข้มจากทางการจีนที่ส่งผลให้ภาคอสังหาริมทรัพย์หดตัวแรง เกิดแรงกระเพื่อมไปสู่เครื่องใช้ต่างๆ เช่น การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและยอดขายบ้าน ด้วยเหตุนี้ เศรษฐกิจจีนจึงชะลอมาอยู่ที่ 4.9 % YoY ในไตรมาสที่ 3/2021 จากไตรมาสก่อนหน้าที่ 7.9 % YoY ส่งผลให้การขยายตัวทั้งสามไตรมาสอยู่ที่ 9.8% YoY YTD โดยที่การบริโภคขั้นสุดท้ายคิดเป็น 64.8% ของการเติบโตของ GDP สำหรับปี 2021 รัฐบาลจีนได้กำหนดเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงกว่า 6% โดยเรามองว่าเศรษฐกิจจีนในปี 2021 นี้จะอยู่ที่ 8.0% และในปี 2022 นี้เศรษฐกิจจีนจะขยายตัวในกรอบ 5.0-6.0 %

■ แนวทางด้านนโยบาย

แนวทางด้านนโยบายการคลัง

ภายหลังจากที่ทางการจีนคุมเข้มเชิงนโยบายในช่วงไตรมาส 2/2021 จนไปกระทบกับเศรษฐกิจในภาพกว้างในช่วงเดือน ธ.ค. ทางการจีนจึงเริ่มส่งสัญญาณว่าอาจจะผ่อนคลายนโยบายการคลังเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ ดังที่ได้สะท้อนจากประเด็นสำคัญจากการประชุม Central Economic Work Conference ในวันที่ 7 ธ.ค. ว่าทางการจีนกำหนดให้ เสถียรภาพทางเศรษฐกิจหรือ Economic Stabilization เป็นเป้าหมายหลัก ซึ่งในการที่จะบรรลุเป้าหมายดังกล่าวได้ ทางการจีนจะมุ่งเน้นนโยบายกระตุ้นการใช้จ่ายและการลงทุนในประเทศ อีกทั้งยังมีแผนที่จะออกโครงการบ้านเอื้ออาทรหรือ Social Housing Construction โดยที่จะทำไปพร้อมกับที่จะสร้างความแข็งแกร่งให้กับภาคอสังหาริมทรัพย์ในประเทศ นอกจากนี้ทางการจีนจะกำหนดนโยบายเชิงโครงสร้างเศรษฐกิจระยะยาว เพื่อส่งเสริมเสถียรภาพทางพลังงาน, ทรัพย์สินทางปัญญา, การสร้างสรรคทางนวัตกรรม โดยที่จะไม่ละทิ้งการคุ้มครองทางสังคม เพื่อให้ประชากรทั้งประเทศอยู่ดีกินดีโดยไม่ทอดทิ้งใครไว้เบื้องหลัง ทั้งนี้ทางการจีนยังได้อนุมัติโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นที่ 1.46 ล้านล้านหยวน (2.3 แสนล้านดอลลาร์ฯ) เป็นการปล่อยโควตาล่วงหน้าเพื่อที่เปิดทางให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถระดมทุนได้ตั้งแต่เดือน ม.ค. 2022 เป็นต้นไป Citi มองว่าการเปิดโควตาเร็วตั้งแต่ตอนนี้เป็นการส่งสัญญาณเชิงรุกว่าจีนน่าจะเปิดกรอบโควตาสำหรับพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นได้มากขึ้นเป็น 3.8 ล้านล้านหยวนในปี 2022 จากปีนี้ที่ 3.65 ล้านล้านหยวน

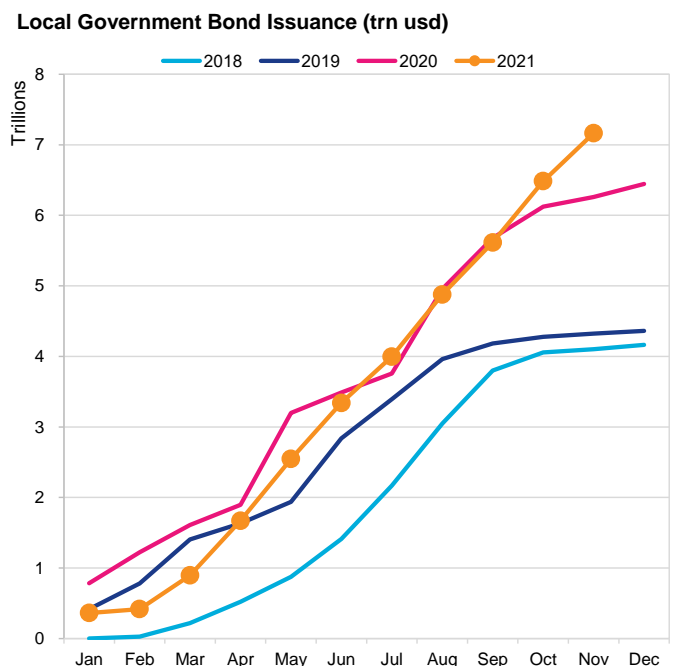
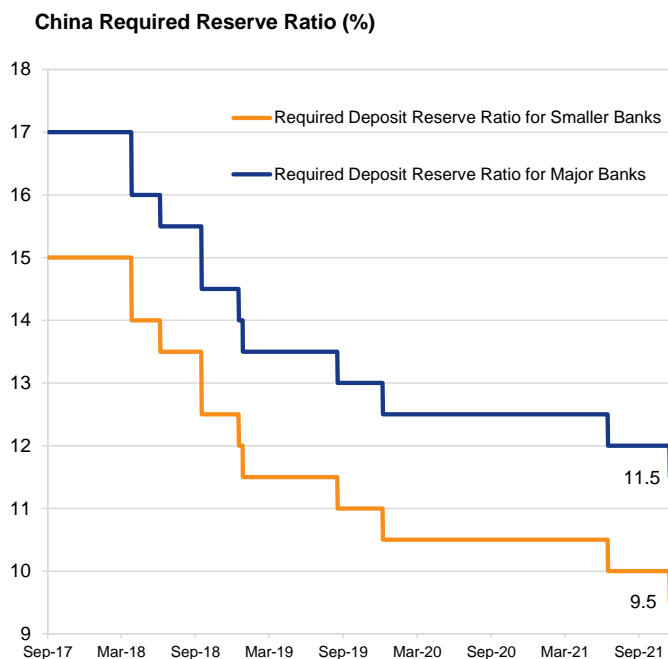
แนวทางด้านนโยบายการเงิน

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศเมื่อวันที่ 6 ธ.ค. ว่าจะปรับลดอัตราส่วนสำรองขั้นต่ำ (Required Reserve Ratio, RRR) 50 bps โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 15 ธ.ค. เป็นต้นไป ทำให้สภาพคล่องต่อระบบเพิ่มขึ้น 1.2 ล้านล้านหยวน โดยส่วนหนึ่งจะเป็นการทดแทนเงินเชื่อ MLF ที่จะครบกำหนดในเดือน ธ.ค. จำนวน 9.5 แสนล้านหยวน และในส่วนที่เหลือจะไปเพิ่มส่วนของทุนให้กับธนาคารพาณิชย์จีน การปรับลด RRR ครั้งนี้ มีส่วนช่วยลดต้นทุนการระดมทุนของธนาคารพาณิชย์ลงปีละ 1.5 หมื่นล้านหยวนต่อปี ภายหลังจากการประกาศลด RRR แล้ว อัตรา RRR ของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ของจีนจะอยู่ที่ 11.5% ในขณะที่ธนาคารขนาดกลางและขนาดเล็กจะอยู่ที่ 8.5% และ 5% ตามลำดับ

การผ่อนคลายเชิงนโยบายทางการเงินของจีนได้ดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง โดยเมื่อวันที่ 20 ธ.ค. PBoC ได้ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดี (Loan Prime Rate: LPR) ประเภท 1 ปีลง 0.05% จากระดับ 3.80% จากระดับ 3.85% โดยการปรับลดอัตราดอกเบี้ย LPR ประเภท 1 ปีในวันนี้ถือเป็นครั้งแรกในรอบ 20 เดือน หรือนับตั้งแต่เดือนเม.ย. 2020 โดยมีเป้าหมายที่จะสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเพิ่มสภาพคล่องในระบบการเงิน

ซึ่งแม้ว่าทั้ง PBoC และทางการจะเน้นย้ำถึงท่าทีการดำเนินนโยบายการเงินที่ "รอบคอบ" ดังที่เคยกล่าวไว้มาตลอด แต่เรามองว่าการปรับลด RRR/LPR และการเพิ่มโควตาการระดมทุนให้กับรัฐบาลท้องถิ่นในครั้งนี้เป็น การส่งสัญญาณว่าทางการจีนจะเพิ่มความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังมากขึ้นในระยะข้างหน้า

นโยบายของจีนเริ่มมีท่าทีที่ผ่อนคลายมากขึ้น



ที่มา: Bloomberg

- ความเสี่ยง

ความเสี่ยงขาลงหรือ Downside Risk มาจากการชะลอตัวเร็วกว่าที่คาดไว้ในภาคอสังหาริมทรัพย์และผลกระทบต่อภาคส่วนอื่น ๆ รวมถึงความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและธุรกิจที่อาจจะถูกกระทบ ขณะที่อัตราเงินเฟ้อ PPI มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นเนื่องจาก Supply Disruption ซึ่งอาจจะมีผลกระทบต่อเนื่องไปยังการเติบโตของกำไรภาคอุตสาหกรรมและแนวโน้มของ Capex ในอนาคต

- BBLAM's View

แม้ว่าเศรษฐกิจจีนจะยังคงเผชิญ Downside Risk ที่มีผลต่อการขยายตัวต่อเศรษฐกิจ แต่ในแง่ของการลงทุนเรามองว่าตลาดได้สะท้อนความกังวลดังกล่าวไปมากแล้ว ในระยะถัดไปเรามองว่าการลงทุนในจีนมีความน่าสนใจทั้งจาก Valuation ที่ค่อนข้างถูก ผสมกับสภาพแวดล้อมด้านนโยบายน่าจะยืดหยุ่นไปในทางที่ผ่อนคลายมากขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2021

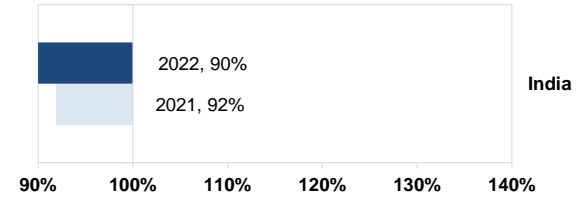
- Economic Projection

Indicator	2018	2019	2020	2021	2022
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	6.7	6.0	2.3	8.0	5.3
Fixed Asset Investment (YoY%)			3.0	5.7	5.2
Industrial Production (YoY%)	6.1		2.5	9.8	5.0
Retail Sales (YoY%)			-3.8	12.8	6.5
Price Indices					
CPI (YoY%)	2.1	2.9	2.5	1.1	1.8
PPI (YoY%)			-1.9	8.1	4.0
Labor Market					
Unemployment (%)	3.8	3.6	4.2	3.8	3.7
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	0.2	0.7	1.5	1.6	1.5
Export Trade (YoY%)			3.2	27.0	5.5
Import Trade (YoY%)			-0.9	28.3	5.8
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-4.1	-4.9	-6.2	-5.0	-4.4
Monetary Sector					
Money Supply (M2, YoY%)			10.5	8.6	8.5
Interest Rates					
1-Year Best lending (%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
3-Month Rate (%)	3.35	3.02	2.76	2.55	2.58
2-Year Note (%)	2.76	2.63	2.71	2.47	2.48
10-Year Note (%)	3.31	3.14	3.15	2.91	2.98
Exchange Rates					
USDCNY	6.88	6.96	6.53	6.41	6.46

ที่มา: Bloomberg, IMF, ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

India

Economic Score (12-month ago =100%)



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2022

หลังจากการระบาดของ COVID-19 ระลอก 2 ในอินเดียอย่างหนักจนจำนวนผู้ติดเชื้อต่อวันพุ่งเกิน 4 แสนคนในเดือนพ.ค. ปัจจุบันเศรษฐกิจอินเดียกำลังฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง หลังจำนวนผู้ติดเชื้อลดลง และการฉีดวัคซีนที่ถือว่า มีพัฒนาการที่ดี (ปัจจุบันอัตราการฉีดครบ 2 โดสครอบคลุมประชากรกว่า 55%) ส่งผลให้ตัวเลขชี้วัดทางเศรษฐกิจ ต่างๆ ฟื้นตัวต่อเนื่องนับตั้งแต่เดือนมิ.ย. อาทิ ดัชนี PMI, ยอดค้าปลีก, ยอดขายรถยนต์, ผลผลิตภาคเกษตร การก่อสร้าง และส่งออก เป็นต้น สำหรับอัตราการว่างงานก็ปรับตัวชะลอลงมาอยู่ที่ 7.4% ส่งผลให้เศรษฐกิจในไตรมาส 3/2021 หรือไตรมาส 2 ของปีงบประมาณ 2021/22 เติบโตถึง 8.4% YoY ซึ่งเมื่อเทียบเป็นรายไตรมาสจะพบว่า เศรษฐกิจอินเดียขยายตัวดีขึ้นจาก -17.0% QoQ ในไตรมาสก่อนเป็น 10.4% QoQ และปัจจุบันเศรษฐกิจ ค่อยๆ ฟื้นตัวจนใกล้เคียงกับระดับก่อนการระบาด COVID-19 แล้ว โดยแรงขับเคลื่อนหลักมาจากภาคการส่งออก และใช้จ่ายของภาครัฐ ในขณะที่ อุปสงค์ในประเทศอย่างการใช้จ่ายของภาคเอกชนและการลงทุนฟื้นตัวได้ช้ากว่า

มองไปในระยะข้างหน้า เราคาดว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง และกระจายเป็นวงกว้างมากขึ้น กระจุกตัว น้อยลง โดยเราประมาณการว่า GDP ในปีงบประมาณ 2021/22 จะขยายตัว 9.5% และขยายตัว 8.5% ใน ปีงบประมาณ 2022/23 เนื่องจากการลดลงของยอดผู้ติดเชื้อ COVID-19 เป็นหลัก และยังไม่เห็นสัญญาณของ การแพร่ระบาดระลอก 3 หลังจากก่อนหน้านี้ตลาดมีความกังวลว่าจะเกิดการระบาดระลอก 3 ประกอบกับการ เร่งฉีดวัคซีน และการเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับผู้ป่วย COVID-19 ของโรงพยาบาล ขณะที่ การจ้างงาน กำลังกลับมาสู่ภาวะปกติได้เร็วกว่าในการระบาดรอบแรก เนื่องจากในการระบาดระลอก 2 รัฐบาลประกาศปิด เมืองในบางพื้นที่ที่เกิดการระบาดหนัก ต่างจากการระบาดระลอกแรกที่เปิดเมืองทั้งประเทศทำให้เศรษฐกิจไม่บอบ ข้ำเท่ากับในรอบแรก นอกจากนี้ การลงทุนในประเทศทั้งของภาครัฐและภาคเอกชนก็มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกัน ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก

■ แนวทางด้านนโยบาย

นโยบายการเงิน

ธนาคารกลางอินเดีย (Reserve Bank of India: RBI) มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งได้แก่ Repo Rate และ Reverse Repo Rate ไว้ที่ 4.0% และ 3.35% ตามลำดับในการประชุมล่าสุดเมื่อวันที่ 8 ธ.ค. ที่ผ่านมา ขณะเดียวกันยังมีมติที่จะคงนโยบายเชิงผ่อนคลายเป็นเวลานานเท่าที่จำเป็นเพื่อสนับสนุนและรักษาโมเมนตัมการเติบโตของเศรษฐกิจ รวมถึงรักษาอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในเป้าหมาย โดยคณะกรรมการ RBI มีมุมมองว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยังคงเปราะบาง ด้านผู้ว่า RBI กล่าวว่า การฟื้นตัวจากการระบาดระลอกสองยังไม่แข็งแกร่งพอที่จะหนุนให้ระยะข้างหน้าเศรษฐกิจเติบโตได้อย่างยั่งยืน ซึ่งทั้งหมดนี้สะท้อนท่าทีที่ Dovish ต่อเนื่องของ RBI อย่างไรก็ดี แม้ว่า RBI ยังมีท่าที Dovish แต่ RBI กลับส่งสัญญาณว่าจะลดการอัดฉีดสภาพคล่องลง โดยได้ประกาศยุติการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลภายใต้โครงการ Government Securities Acquisition Program (GSAP) เมื่อเดือนต.ค. ที่ผ่านมา

ทั้งนี้ เรามองว่า อัตราเงินเฟ้อนับเป็นปัจจัยสำคัญต่อทิศทางนโยบายการเงินในช่วงนี้ โดยสถานการณ์วิกฤติราคาพลังงาน ทั้งในส่วนของราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และภาวะขาดแคลนถ่านหินนับเป็นความท้าทายของ RBI ในการดำเนินนโยบาย แต่เรามองว่า RBI ยังไม่มีความจำเป็นที่ต้องปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นในช่วงไตรมาส 4 นี้ โดยน่าจะขยับไปเป็นในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2022

นโยบายการคลัง

เราคาดว่า งบประมาณปี 2022/23 (เริ่มเดือนเม.ย. 2022) มีแนวโน้มขาดดุลลดลง จากที่ประมาณการว่าจะขาดดุล 6.8% ต่อ GDP ในปีงบประมาณ 2021/22 โดยรัฐบาลจะพิจารณากำหนดเป้าหมายขาดดุลของปีงบประมาณ 2022/23 ในเดือนก.พ. ที่จะถึงนี้ ส่งผลให้เราคาดว่า แรงกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐของอินเดียในปี 2022 มีแนวโน้มน้อยลงเมื่อเทียบกับ 2 ปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ รัฐบาลได้เลือกใช้วิธีเพิ่มการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ รวมทั้งการปฏิรูปภาษี เพื่อหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาวเป็นหลัก โดยในส่วนของโครงการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานนั้น นายกรัฐมนตรีได้ประกาศแผนลงทุนมูลค่า 100 ล้านล้านรูปี หรือประมาณ 1.35 ล้านล้านดอลลาร์ฯ เพื่อสร้างงาน และเพิ่มผลผลิตในภาคอุตสาหกรรม ตลอดจนเพิ่มการใช้พลังงานสะอาด เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของประเทศเรื่องปัญหาการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ

■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงหลักของเศรษฐกิจอินเดียคือ การระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ใหม่ในอนาคตที่แพร่กระจายอย่างรวดเร็วเป็นวงกว้าง และ/หรือต่อต้านวัคซีน และความเสี่ยงจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาพลังงาน เนื่องจากจะส่งผลต่อดุลการค้า และอัตราเงินเฟ้อของอินเดีย ที่จะทำให้ค่าเงินรูปีผันผวนได้ นอกจากนี้ การที่ Fed จะปรับทิศทางนโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะปกติก็เป็นอีกปัจจัยที่กดดันตลาดอินเดีย โดยจะส่งผลต่อการดำเนินนโยบาย

ของ RBI โดยเฉพาะในช่วงปลายปี 2022 ที่คาดว่า Fed น่าจะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และส่งผลให้เกิดการไหลออกของเงินทุนจากตลาดอินเดียได้

■ **BBLAM's View**

การกลับมาเปิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ หลังสถานการณ์การระบาดเริ่มคลี่คลายลง รวมทั้งความคืบหน้าในการแจกจ่ายวัคซีน คือ ปัจจัยที่หนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอินเดียต่อจากนี้ โดยในปีหน้าอินเดียจะเป็นประเทศที่ขยายตัวสูงเป็นอันดับต้นๆ ในบรรดาประเทศเศรษฐกิจหลักของโลก อย่างไรก็ตาม เรามองว่าตลาดอินเดียในระยะสั้นน่าจะมีความผันผวนจากการปรับนโยบายของ Fed และการระบาดของ COVID-19 สายพันธุ์ใหม่ทั่วโลก แต่ยังคงน่าสนใจสำหรับการลงทุนในระยะยาว

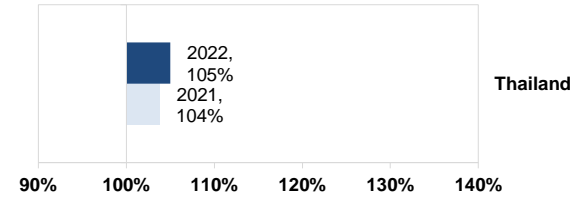
■ **Economic Projection**

Indicator	FY18/19	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	6.5	4	-7.3	9.5	8.5
Gross Fixed Investment (YoY%)	9.9	5.4	-10.9	12.7	7.8
Industrial Production (YoY%)	5.2		-9.1	11.6	5.9
Price Indices					
CPI (YoY%)	3.7	6.6	6.2	5.4	4.8
WPI (YoY%)		1.5	1.3	9.5	4.0
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	-1.0	1.3	1.0	-1.2	-1.4
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP) (H:CY F:FY)	-4.4		-9.5	-6.8	-6.0
Monetary Sector					
Money Supply (M3, YoY%) (H:CY F:FY)				9.9	10.5
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	6.30	4.40	4.00	4.25	4.50
2-Year Note (%)	6.86	5.04	3.87		
10-Year Note (%)	7.37	6.14	4.54	6.73	7.2
Exchange Rates					
USDINR	69.77	71.38	73.07	74.80	75.0

ที่มา: Bloomberg, IMF, RBI, ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

Thailand

Economic Score (12-month ago =100%)



ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2022

ในช่วงไตรมาส 3/2021 เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบรุนแรงจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 และมาตรการควบคุมการระบาดที่เข้มงวด ทั้งนี้ เครื่องชี้การบริโภคภาคเอกชนอ่อนแอลงสะท้อนกำลังซื้อที่ถูกกระทบ ขณะที่การส่งออกสินค้าชะลอตัวบ้าง จากการแพร่ระบาดในต่างประเทศรุนแรงขึ้นที่ทำให้อุปสงค์ประเทศคู่ค้าชะลอตัว สำหรับเครื่องชี้การลงทุนภาคเอกชนและการผลิตภาคอุตสาหกรรมลดลงตามภาวะอุปสงค์ โดยการผลิตบางส่วนได้รับผลกระทบจากปัญหา Supply Disruption และเมื่อผ่านเข้าไตรมาสสุดท้ายของปี ซึ่งเป็นช่วงที่รัฐบาลได้ผ่อนคลายล็อกดาวน์ก็เริ่มเห็นบางเครื่องชี้ได้ส่งสัญญาณการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจได้บ้าง

สำหรับภาพรวมของการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2021 และปี 2022 นั้นเราคาดว่า GDP ไทยจะขยายตัวที่ 0.8% และ 3.5% ตามลำดับ โดยปัจจัยที่มีส่วนสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจมาจากการใช้จ่ายในประเทศที่เริ่มทยอยฟื้นตัวต่อเนื่องหลังการผ่อนคลายมาตรการควบคุมการระบาด ขณะที่สถานการณ์น้ำท่วมในเดือนต.ค.กระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวมไม่มากนัก โดยภาครัฐมีมาตรการช่วยเหลือเยียวยาเกษตรกรที่ได้รับ ความเสียหายบางส่วนในระยะต่อไป สถานการณ์การระบาดที่ดีขึ้นและแนวโน้มการกระจายวัคซีนได้ตามเป้าหมายของรัฐบาลที่ 70% ณสิ้นปี 2021 จะช่วยให้ความเสี่ยงของเศรษฐกิจปรับลดลงและ สามารถเปิดรับนักท่องเที่ยวได้ ทั้งนี้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติคงจะทยอยฟื้นตัวอย่างช้าๆ เนื่องจากนักท่องเที่ยวเอเชียที่เดินทางระยะใกล้ (Short-haul) และเป็นกลุ่มนักท่องเที่ยวหลักยังต้องถูกกักตัวเมื่อกลับจากไทยไปอีกระยะหนึ่ง รวมถึงประเทศจีนยังไม่เปิดให้นักท่องเที่ยวจีนเดินทางออกนอกประเทศ จึงคาดว่าแนวโน้มจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติคงจะยังไม่ถึงช่วงก่อน COVID-19 ด้านการส่งออกจะขึ้นกับเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าเป็นหลัก

ด้านอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะยังอยู่ในกรอบเป้าหมาย แต่มีความเสี่ยงด้านสูงหากสถานการณ์ราคาพลังงานโลกและข้อจำกัดด้านอุปทานในต่างประเทศมีแนวโน้มยืดเยื้อ สำหรับการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อจะยังคงเคลื่อนไหวในกรอบเป้าหมายของ ธปท. ที่ 1.0%-3.0% ทั้งนี้ทิศทางของอัตราเงินเฟ้อไทยปี 2022 ในช่วงปลายไตรมาส 1/2022-ไตรมาส 2/2022 อาจจะมีความเป็นไปได้ที่จะกระชากสูงจากปัจจัยฐานต่ำจากช่วงเดียวกันของปี 2021 จากการที่รัฐบาลได้มีมาตรการช่วยเหลือค่าน้ำค่าไฟฟ้า

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้าเริ่มได้ขึ้นจากท่องเที่ยว แต่ยังเปราะบางและไม่แน่นอน โดยจะต้องติดตาม 1) พัฒนาการของการระบาดหลังการเปิดประเทศ ซึ่งการฟื้นตัวและการจ้างงานในระยะถัดไปจะแตกต่างกันทั้งในมิติของธุรกิจและพื้นที่, 2) ความต่อเนื่องของมาตรการภาครัฐ หลังจากมาตรการที่ออกมาในช่วงก่อนหน้า

ทยอยสิ้นสุดลง ,และ 3) การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังราคาสินค้า โดยหากราคาพลังงานโลกอยู่ในระดับสูงนานกว่าที่ประเมินไว้ หรือ Global Supply Disruption ยืดเยื้อกว่าคาด หรือต้นทุนการผลิตหลายประเภทเพิ่มขึ้นพร้อมกัน อาจทำให้ผู้ผลิตปรับขึ้นราคาสินค้าได้

■ แนวทางด้านนโยบาย

แนวทางด้านนโยบายการคลัง

มาตรการภาครัฐและการประสานนโยบายมีความสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยมาตรการสาธารณสุขเพื่อควบคุมการระบาดที่เอื้อให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่องยังมีความสำคัญ โดยเฉพาะหลังการเปิดประเทศ มาตรการการคลังที่ดีจะสามารถสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยเน้นการสร้างรายได้และเร่งเตรียมมาตรการเพื่อฟื้นฟูและยกระดับศักยภาพทางเศรษฐกิจ ซึ่งรัฐบาลมีความพยายามที่จะบริหารจัดการการใช้จ่ายอย่างเต็มที่เนื่องด้วยมีความจำเป็นที่จะต้องผ่านถ่ายเม็ดเงินการคลังไปสู่ประชาชนที่ต้องการความช่วยเหลือ ขณะที่กรอบการใช้จ่ายเม็ดเงินคลังเริ่มเผชิญกับข้อจำกัดเชิงวินัยทางการคลัง ดังนั้นในการบริหารจัดการงบประมาณปี 2022 นี้ (ที่วงเงิน 3.1 ล้านล้านบาท) รัฐบาลจึงได้ขยายเพดานหนี้สาธารณะเป็น 70% ต่อ GDP (จากเดิมที่ 60% ต่อ GDP ทั้งนี้ภาระหนี้การคลัง ณ เดือน ต.ค. อยู่ที่ 58.76%) อีกทั้งยังได้ปรับรายละเอียดของเพดานหนี้ภายใต้มาตรา 28 ตาม พ.ร.บ.วินัยการเงินการคลังของภาครัฐ ในส่วนการก่อกหนี้ภาครัฐต่อสัดส่วนงบประมาณจากเดิมที่กำหนดไว้ที่ 30% เป็น 35% เป็นเวลาชั่วคราว 1 ปี เพื่อเปิดทางให้รัฐบาลกู้เงินได้เพิ่มอีกประมาณ 155,000 ล้านบาท โดยส่วนหนึ่งของการกู้ครั้งนี้เพื่อใช้ในโครงการจ่ายเงินประกันรายได้ให้กับเกษตรกร

แนวทางด้านนโยบายการเงิน

ธนาคารแห่งประเทศไทยหรือ ธปท. ค่อนข้างที่จะให้สัญญาณที่ชัดเจนว่าดอกเบี้ยนโยบายของไทยคงจะไม่ปรับลดลงไปกว่านี้ จากมุมมองของคณะกรรมการนโยบายการเงินหรือ กนง. ที่มองว่าเศรษฐกิจไทยเริ่มจะ Bottoming-out อีกทั้งมาตรการด้านการเงินและสินเชื่อที่ตรงจุดนั้นจะให้ประสิทธิภาพที่มากกว่า หากสามารถเร่งกระจายสภาพคล่องไปสู่ผู้ได้รับผลกระทบโดยตรงเพื่อลดภาระหนี้ ควบคู่กับการผลักดันให้สถาบันการเงินเร่งปรับปรุงโครงสร้างหนี้ช่วยเหลือลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบอย่างยั่งยืน ดังนั้นเราจึงมองว่าทั้งปี 2022 นี้ อัตราดอกเบี้ยไทยจะยังคงอยู่ที่ระดับปัจจุบันที่ 0.5%

■ ความเสี่ยง

รายได้จากการท่องเที่ยวเคยเป็นจุดแข็งบัดนี้กลับกลายเป็นจุดอ่อนที่สร้างความเปราะบางให้กับเศรษฐกิจของประเทศ แม้ว่าการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยรวมทั้งหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจะพยายามเซ็นแคมเปญดึงดูดให้นักท่องเที่ยวจากต่างชาติกลับมา แต่ช่วงโหวนนี้ก็ยังไม่สามารถเติมเต็มได้เมื่อสถานการณ์ COVID-19 ยังไม่คลี่คลาย ขณะเดียวกันประชาชนไทยมีภาระหนี้ในสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับรายได้ ซึ่งสัดส่วนของหนี้ปรับสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยเฉพาะในช่วง COVID-19 ความสามารถในการใช้จ่ายที่ลดลงนี้อาจจะไปกดดันการใช้จ่ายภาค

ครัวเรือนในระยะข้างหน้าและยิ่งทำให้โครงสร้างทางเศรษฐกิจของไทยมีความเปราะบางมากขึ้น เป็นความเสี่ยงต่อประเทศในระยะยาว

อย่างไรก็ตามสำหรับปัจจัยเสี่ยงเฉพาะปีหน้าจะมุ่งเน้นไปที่การเมือง รัฐบาลชุดปัจจุบันจะมีกำหนดครบวาระในเดือนส.ค. 2023 แต่ตลาดมีความคาดหวังว่าอาจจะมีการจัดการเลือกตั้งเร็วกว่านั้นซึ่งหากเป็นเช่นนั้นจริงๆ ก็จะเป็น Upside Risk ให้กับตลาดในปีหน้าเนื่องด้วยโดยทั่วไป Election Year จะเป็นปีที่สร้างความหวังให้กับตลาดหุ้นได้ในเชิงบวก

▪ BBLAM's View

ประเด็นที่เราจะติดตามอย่างใกล้ชิดจะประกอบไปด้วย 1) การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวไทย (มีผลต่อ GDP), 2) ประสิทธิภาพในการบริหารจัดการโรคระบาดของรัฐบาล (มีผลต่อค่าเงินบาท), และ 3) กรอบเวลาในการกำหนดการเลือกตั้ง (มีผลต่อ Market Sentiment) สามปัจจัยจะเป็นประเด็นสำคัญต่ออารมณ์ของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหุ้นไทยในปี 2022

▪ Economic Projection

Indicator	2018	2019	2020	2021	2022
Economic Activity					
Real GDP (YoY%)	4.2	2.3	-6.1	0.8	3.5
CPI (YoY%)	1.1	0.7	-0.8	1.2-1.5	1.25-2.0
Unemployment (%)	1.1	1.0	1.7	1.5	1.0
External Balance					
Curr. Acct. (% of GDP)	5.6	7.0	3.7	-1.5	1.0
Fiscal Balance					
Budget (% of GDP)	-2.5	-1.9	-5.2	-5.1	-4.0 to -5.0
Interest Rates					
Central Bank Rate (%)	1.75	1.25	0.50	0.50	0.50
3-Month Rate (%)	1.86	1.37	0.62	0.61	0.56
2-Year Note (%)	1.75	1.16	0.37	0.64	0.83
10-Year Note (%)	2.48	1.47	1.32	1.93	2.15
Exchange Rates					
USDTHB	32.33	29.71	29.96	32.0-34.50	31.50-34.0

ที่มา: Bloomberg, IMF, ทีมวิจัยเศรษฐกิจ กองทุนบัวหลวง

