

## มุมมองล่าสุดเงินเฟ้อจาก IMF: จะเกินเป้าหมายกว่าคาด & สูงกว่าเดิมในอนาคต

กองทุนการเงินระหว่างประเทศ ล่าสุด ได้ให้ความเห็นต่อสถานการณ์เงินเฟ้อทั่วโลกในตอนนี้ และในอนาคตว่า 1. อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกยังคงจะเกินเป้าหมายไปอีกเป็นเวลาพักใหญ่ 2. จำเป็นต้องทำให้การบริหารจัดการระหว่างความเสี่ยงด้านระดับราคาและความเสี่ยงด้านเสถียรภาพด้านการเงินอยู่ในแบบสมดุล 3. อัตราเงินเฟ้อโลกหลังโควิด จะมีระดับสูงกว่าก่อนโควิดโดยเฉลี่ย และ 4. ธนาคารกลางน่าจะมีนโยบายการเงินที่เข้มขึ้นขึ้นกว่าในอดีต

### World Market Theme to Today's SET

ตลาดหุ้นภูมิภาค	วันที่ 29 มิ.ย. 23	วันที่ 30 มิ.ย. 23	คาดการณ์แนวโน้ม & ผลกระทบต่อวันนี้	Driver สำหรับคาดการณ์ดัชนีวันนี้
S&P500 4,450	+0.45%	+1.23%	Low	อัตราเงินเฟ้อ PCE สหรัฐเดือนพฤษภาคม ลดลงสู่ระดับ 3.8% โดยถือว่าลดลงมากกว่าคาด น่าจะส่งผลเชิงบวกต่อตลาดหุ้นสหรัฐต่อไป
Stoxx600 461	+0.13%	+1.16%	Low	ตัวเลขเงินเฟ้อยุโรปประจำเดือนมิถุนายน ลดลงเหลือ 5.5% น่าจะส่งผลดีต่อตลาดหุ้นยุโรปต่อเนื่อง
Nikkei225 33,189	+0.12%	-0.14%	Low	ตลาดหุ้นญี่ปุ่นน่าจะตอบรับเชิงบวก จากตัวเลขผลสำรวจ Tankan Survey ประจำไตรมาส 2 ที่น่าจะออกมาเกินคาดในวันนี้
Shanghai 3,202	-0.22%	+0.62%	Low	ว่าที่ผู้ว่าแบงก์ชาติจีนท่านใหม่ ดูมีความน่าเชื่อถือสูง น่าจะส่งผลเชิงบวกต่อตลาดหุ้นจีน
SET 1,503.10	+0.86%	+1.59%	High	ประเด็นการเลือกประธานสภาและความไม่แน่นอนในการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ คาดว่ายังกดดันตลาดหุ้นไทยในวันนี้

### ดร.บุญธรรม รัตกัญญ์เลิศ

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

Analyst Registration No.110952

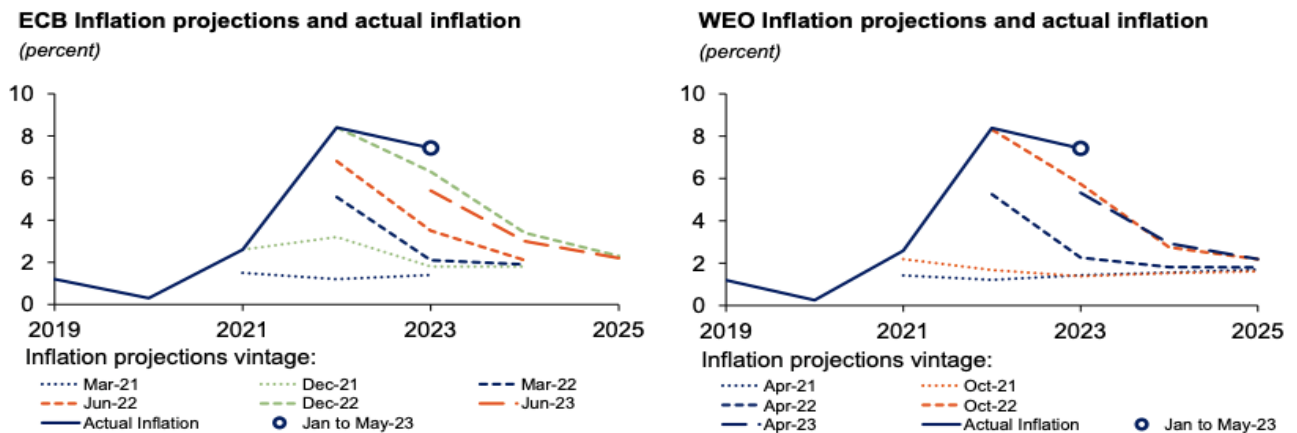
Boontham.R@liberator.co.th

**อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มยังคงเอาจลางมายาก แม้หลายฝ่ายยังคงไม่เชื่อก็ตาม:** จากการที่ค่าคาดการณ์เงินเฟ้อของยุโรปถูกปรับสูงขึ้นบ่อยครั้ง กระนั้นก็ดี ยังคงต่ำกว่าตัวเลขเงินเฟ้อที่ออกมาจริงโดยตลอด เนื่องจากการคาดการณ์ใช้แนวคิดอดีต จึงทำให้ธนาคารกลางยุโรปจำเป็นต้องหันมาแสดงความจริงจังกในการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

- **ยังต้องใช้เวลานานกว่าที่อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกจะกลับเข้าสู่ระดับเป้าหมาย:** จากรูป จะพบว่าค่าคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อยุโรปในอนาคตของทั้งธนาคารกลางยุโรป (อีซีบี) และไอเอ็มเอฟมีค่าที่ต่ำกว่าตัวเลขจริงที่ออกมา โดยตลอด นั่นคือหน่วยงานทั้งคู่ประเมินแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อยุโรปในอนาคตไว้ต่ำเกินไปมาโดยตลอดกว่า 3 ปีที่ผ่านมา
- **คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อผ่านตลาด Futures ยังให้ค่าคาดการณ์ในอนาคตที่ต่ำกว่า IMF:** ทำให้ไม่น่าแปลกใจว่าเราคงยังต้องใช้เวลานานกว่าที่อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกจะกลับเข้าสู่ระดับเป้าหมาย โดยที่เป็นเช่นนี้ เนื่องจากเราเห็นราคาพลังงานโลกที่ลดลงมาเรื่อยๆ ซึ่งทำให้อัตราเงินเฟ้อ Headline ก็ลดลงมาเรื่อยๆ กว่าอัตราเงินเฟ้อที่ไม่รวมราคาอาหารและพลังงานยังคงไม่แทบลดลงมาเลย นอกจากนี้ ยังสูงแบบกระจายไปทั่วในหมวดรายการต่างๆ ในส่วนของภาคบริการ รวมถึงส่วน non-housing ที่ไม่รวมราคาพลังงาน
- **เหตุผลที่อัตราเงินเฟ้อถึงทำให้ลดลงได้ยาก แกรมยังมีแนวโน้มกลับมาสูงขึ้นอีกในรอบนี้:** มีอยู่ 3 ประการ ได้แก่
  - ❑ เราได้เห็นแล้วว่าแม้ว่าอีซีบีจะขึ้นดอกเบี้ยในช่วงปีที่ผ่านมา 400 bp แล้ว ทว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจของยุโรปยังลดลงเพียงแค่น้อย โดยอัตราการว่างงานยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ อัตราการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างยังคงอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งแม้ว่าจะไม่สามารถทำให้เทรนด์ที่อยู่ในแนวโน้มขาลงในช่วง 2 ปีที่ผ่านมากลับมาเป็นขาขึ้นได้ก็ตาม

รูปแสดงค่าคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อยุโรปของอีซีบีและ IMF เทียบกับตัวเลขเงินเฟ้อจริงที่ออกมา

### Bringing inflation back to target has proved elusive



Sources: ECB Statistical Data Warehouse, IMF World Economic Outlook, and IMF staff calculations  
 Note: Inflation projections and actual inflation are annual, except Jan to May-23, which is the average of year-over-year inflation for the months of January to May 2023.

INTERNATIONAL MONETARY FUND  
 ที่มา: ECB, IMF

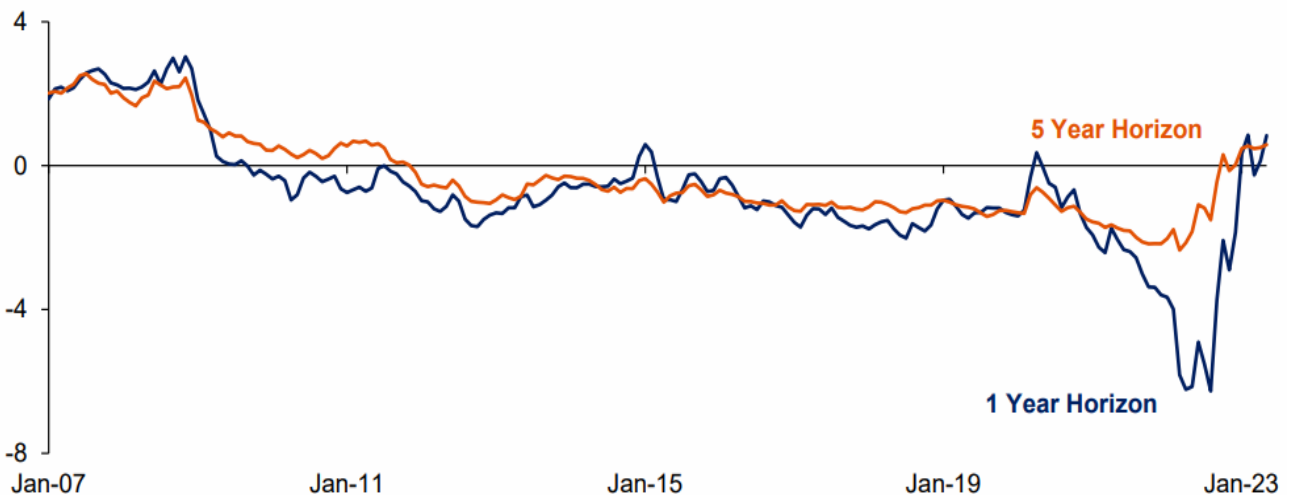
**สาเหตุที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อยุโรปยังคงสูงอย่างต่อเนื่อง:** หนึ่งในตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งส่งผลให้ค่าจ้างที่ไม่ลดลงและอัตราการว่างงานที่ต่ำ ผสมกับเงินเก็บจากช่วงโควิดที่ยังเหลือ ส่งผลให้เศรษฐกิจยุโรปยังเข้มแข็ง สอง ภาวะความตึงตัวทางการเงินของยุโรปมีน้อย ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังแทบไม่ติดลบ และ สาม บริษัทเอกชนยังเพิ่ม Profit Margin เพื่อชดเชยค่าจ้างที่จ่ายสูงขึ้น ส่งผลให้เงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูง

- ❑ **เศรษฐกิจยุโรปยังแข็งแกร่ง:** โดยการที่สภาพตลาดแรงงานยุโรปที่แข็งแกร่งดังกล่าว ผสมกับเงินเก็บของประชาชนที่รัฐบาลแจกช่วงวิกฤตโควิดยังคงใช้ไม่หมด จึงส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจยุโรปยังคงเติบโตในระดับหนึ่งได้
- ❑ **Financial condition ยังคงไม่ตึงตัว:** แม้ว่าอิตาลีจะขึ้นดอกเบี้ยไปเยอะแล้ว ทว่า financial condition ทั้งในตลาดบอนด์และตลาดหุ้นของยุโรปยังคงไม่ตึงตัวมากพอที่จะให้การขึ้นดอกเบี้ยของอิตาลีส่งผ่านไปถึงการลดระดับราคาสินทรัพย์ประเภทต่างๆในตลาดการเงินโดยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง ซึ่งใช้อัตราเงินเฟ้อเป็นค่าคาดการณ์ยังมีค่าค่อนข้างต่ำ ซึ่งหากใช้อัตราเงินเฟ้อแบบ CPI ในการคำนวณ จะพบว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของยุโรปยังมีค่าติดลบ ดังรูป
- ❑ **จาก Profit Margin ของบริษัท มาสู่ โหมدنโยบายการเงิน:** การที่อัตราค่าจ้างที่แท้จริงเริ่มกลับมาสูงขึ้น มีโอกาสที่บริษัทภาคเอกชนจะขึ้นราคาสินค้าและบริการเพื่อคง profit margin ให้ไม่เปลี่ยนแปลง นั่นจะกดดันให้อัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูงต่อไป สำหรับกลยุทธ์นโยบายการเงินของธนาคารกลางนั้น ควรจะขึ้นดอกเบี้ยไว้ให้เยอะไว้ก่อนดีกว่าน้อยเกินไป เนื่องจากต้นทุนทางเศรษฐกิจหากไม่สามารถจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อในรอบนี้ได้ให้สำเร็จมีอยู่สูงมาก

รูปแสดงอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระยะเวลา 1 ปี และ 5 ปี ตามอัตราเงินเฟ้อที่คาดหวังของยุโรป

**Euro area: real interest rate, market-expectations-based**

(percentage points)



Sources: Bloomberg Finance L.P., and IMF staff calculations

ที่มา: Bloomberg, IMF

**ธนาคารกลางมีแนวโน้มจะเผชิญอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นกว่าในอดีต:** เรามองว่าความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่สูงขึ้น และ เส้นโค้งฟิลลิปส์ ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการว่างงานและอัตราเงินเฟ้อที่มีความชันสูงขึ้น จะทำให้อัตราเงินเฟ้อในอนาคตสูงกว่าก่อนโควิด นั่นก็จะทำให้ธนาคารกลางจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดกว่าในอดีตเช่นกัน

- **Financial Stress** ส่งผลกระทบต่อสมดุระหว่างเสถียรภาพด้านการเงินและเสถียรภาพด้านราคา: สำหรับในยุโรป โดยเฉพาะประเทศที่มีอัตราส่วนหนี้ภาครัฐต่อจีดีพีที่สูงๆ การขึ้นดอกเบี้ยจะมีโอกาสส่งผลให้ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพด้านการเงินสูงขึ้น จนส่งผลให้เกิด Financial Stress ในตลาดบอนด์ พอร์ตสินเชื้อของสถาบันการเงิน และตลาดหุ้น
- **ผลกระทบต่อด้านนโยบายการเงิน:** ด้านการตั้งตัวขึ้นของเสถียรภาพด้านการเงินถือได้ว่าเป็นการเทียบเท่ากับการขึ้นดอกเบี้ยได้เช่นกัน โดยหากตั้งตัว ก็สามารถใช้การปล่อยกู้ของแบงก์ชาติต่อสถาบันการเงินหรือใช้การเสริมสภาพคล่องต่อตลาดเงินได้เช่นกัน ทั้งนี้ หากเกิดวิกฤตด้านการเงินขึ้นมา ก็จำเป็นต้องใช้นโยบายการคลังแบบผ่อนคลายในการกู้วิกฤตเศรษฐกิจดังกล่าว
- **ธนาคารกลางมีแนวโน้มจะเผชิญกับระดับอัตราเงินเฟ้อในอนาคตที่สูงกว่าในช่วงก่อนโควิด:** โดยมีอยู่ 2 ปัจจัย ที่ทำให้ระดับอัตราเงินเฟ้อในอนาคตมีแนวโน้มสูงกว่าระดับเงินเฟ้อในช่วงก่อนโควิด ได้แก่
  - **ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ของโลกที่สูงขึ้น** น่าจะทำให้เกิดปรากฏการณ์ Friend-Shoring หรือการตั้งโรงงานที่จะผลิตส่วนประกอบหรือวัตถุดิบที่จะนำมาใช้สินค้าสำเร็จรูปให้อยู่ใกล้กับประเทศของตนเองให้มากที่สุด รวมถึงต้องเป็นประเทศที่เป็นเครือข่ายพันธมิตรในทางการเมืองของกันและกันอีกด้วย ซึ่งตรงนี้ จึงอาจทำให้ราคาของสินค้าที่ผลิตสูงขึ้น นั่นจะทำให้อัตราเงินเฟ้อหลังโควิดสูงขึ้นด้วย
  - **เส้นโค้งฟิลลิปส์ที่มีค่าความชันมากกว่าในอดีต:** ดังรูป จะทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและมากขึ้น หากอัตราการว่างงานลดลง นั่นคือโอกาสที่จะเห็นโลกที่มีอัตราเงินเฟ้อต่ำเหมือนช่วง 10 ปีก่อนโควิด น่าจะมีน้อยลง จึงส่งผลให้นโยบายการเงินของธนาคารกลางต้องฉับไวและมีความเป็นพลวัตต่ออัตราเงินเฟ้อหรือราคาพลังงานมากกว่าเดิม เพื่อบริหารจัดการเงินเฟ้อให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

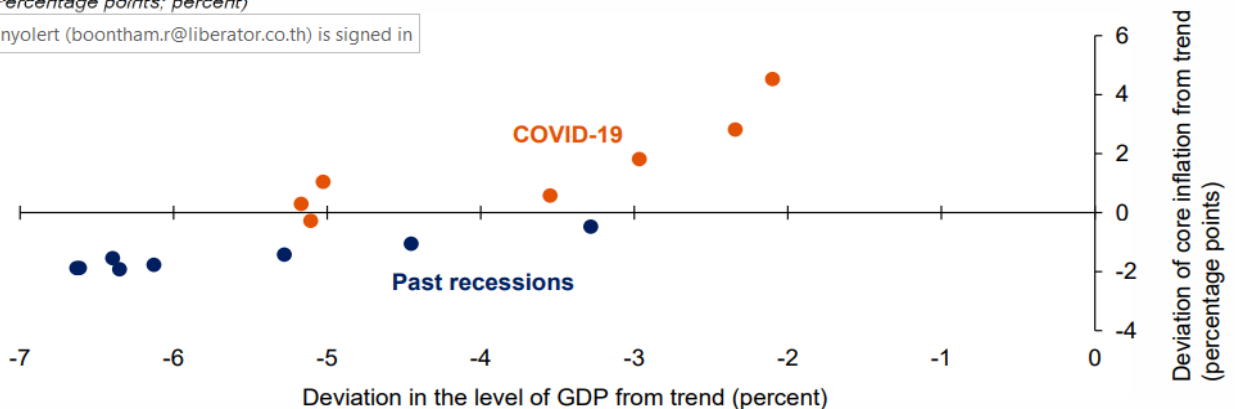
รูปแสดงเส้นโค้งฟิลลิปส์ของเศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้วช่วงถดถอยในอดีต และช่วงหลังโควิด

### The Phillips curve steepened rapidly post-COVID-19

Advanced economies: Deviations of core inflation and GDP from trend

(Percentage points; percent)

ajitpinyolert (boontham.r@liberator.co.th) is signed in



Sources: Gudmundsson and others (forthcoming), Haver, IMF staff estimates.

ที่มา: Haver, IMF

## Disclosures & Disclaimer

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ นักลงทุนควรตระหนักเสมอว่า ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวผันผวน เพิ่มขึ้น และลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนการวิเคราะห์เชิงเทคนิค และทางปัจจัยพื้นฐาน อาจมีความแตกต่างกันได้ การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางพื้นฐาน อาจแตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงเทคนิคซึ่งจะขึ้นกับปัจจัยทางด้านราคา(Price) และปริมาณการซื้อขาย(Volume) ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานซึ่งประเมินมาจากการคาดการณ์ผลการดำเนินงานบริษัท ดังนั้น ผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ ขณะที่ผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่อ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก บล.ลิวเบอเรเตอร์ ดังนั้นผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง บล.ลิวเบอเรเตอร์ และ เจ้าหน้าที่, กรรมการ, และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรง หรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล, ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ในบทวิเคราะห์นี้ อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ด้วยการใช้คำเหล่านี้ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ อาจมีการอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้าดังกล่าวนี้ จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน โดยหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป บล.ลิวเบอเรเตอร์ ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากจะมีข้อมูลใหม่ หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดเกิดขึ้น

บล.ลิวเบอเรเตอร์ รวมถึงเจ้าหน้าที่, กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ บล.ลิวเบอเรเตอร์ มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ, เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ บล.ลิวเบอเรเตอร์ ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ ถูกทำขึ้นเพื่อลูกค้าของ บล.ลิวเบอเรเตอร์ และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก บล.ลิวเบอเรเตอร์ เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ บล.ลิวเบอเรเตอร์ จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ได้ห้ามไว้ดังกล่าว

นิยาม : บล.ลิวเบอเรเตอร์ กำหนดคำแนะนำการลงทุนด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานไว้ 3 ระดับ ดังต่อไปนี้

ซื้อ (BUY) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาหุ้นในปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) มากกว่า 10%

ถือ (HOLD) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ระหว่าง -10% ถึง +10%

ขาย (SELL) ใช้สำหรับหุ้นที่ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่าจะให้ผลตอบแทนคาดหวัง ระหว่างส่วนต่างราคาในหุ้นปัจจุบัน กับราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน (Capital gain) ตดลบมากกว่า 10% ขึ้นไป

โดยคำแนะนำด้วยการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐานนี้ อาจ “เหมือน” หรือ “แตกต่าง” กับคำแนะนำทางเทคนิครายวัน หรือคำแนะนำในเชิงกลยุทธ์ได้ นักลงทุนควรพิจารณาคำแนะนำในบทวิเคราะห์หรืออย่างรอบคอบร่วมกับ ลักษณะพฤติกรรมกรรมการลงทุน และความสามารถในการรับความเสี่ยงได้ของนักลงทุน ก่อนตัดสินใจลงทุน



