

# Economic Review

2H2020



# Core Macro Theme

Markets follow liquidity, while economic recovery takes time

ในระหว่างที่กำลังเขียนบทความนี้ หลายประเทศทั่วโลกต่างทยอยประกาศตัวเลขการขยายตัวทางเศรษฐกิจในไตรมาส 1/2020 ซึ่งได้เริ่มสะท้อนระดับความรุนแรงของผลกระทบจากมาตรการล็อกดาวน์ การปิดพรมแดน รวมไปถึงมาตรการระยะห่างทางสังคม

เศรษฐกิจจีนหดตัว -6.8% YoY ส่วนเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรปปรับตัวลดลง -5.0% QoQ saar และ -3.8% QoQ sa ตามลำดับ ทั้งนี้ การแพร่ระบาดของไวรัสในจีนมีความรุนแรงมากที่สุดในเดือนก.พ. ก่อนเศรษฐกิจจะเริ่มฟื้นตัวอย่างช้าๆ หลังจากการผลิตสามารถกลับมาเปิดดำเนินการได้ตามปกติในเดือนมี.ค. ขณะที่ สหรัฐฯ และยุโรปนั้นมียอดผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในเดือนมี.ค. ทำให้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจมีแนวโน้มยืดเยื้อต่อเนื่องมาในไตรมาส 2 ด้านตัวเลขการจ้างงานต่างอยู่ในแดนลบ กดดันให้อัตราการว่างงานเพิ่มสูงขึ้นสู่ระดับเลข 2 หลัก โดยเฉพาะอัตราการว่างงานในสหรัฐฯ และในอีกหลายประเทศทั่วโลก

## GDP หดตัวแรงทั่วโลก

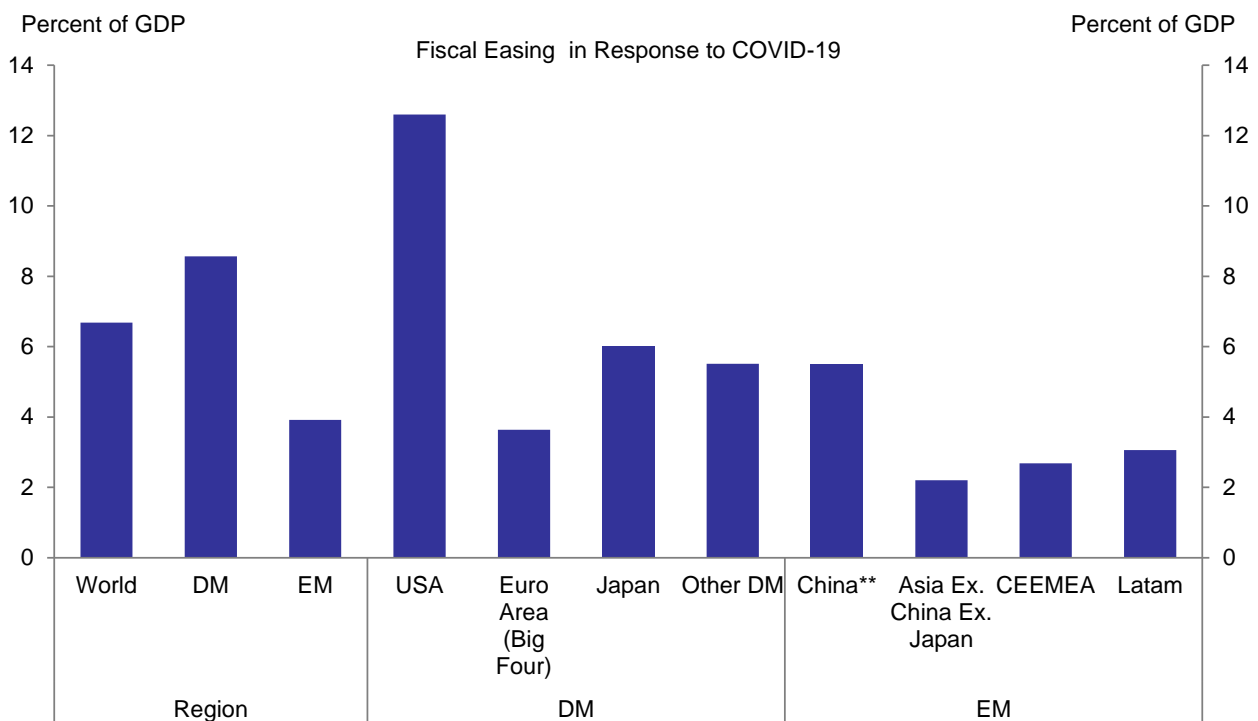
Market	Less than last quarter				Equal last quarter				Greater than last quarter				YoY unless state o.w.				
	Jun 2018	Sep 2018	Dec 2018	Mar 2019	Jun 2019	Sep 2019	Dec 2019	Mar 2020	Jun 2020	Sep 2020	Dec 2020	2018	2019	2020f	2019 vs 2018	2020vs 2019	
<b>Major Economies</b>																	
U.S.	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	2.1	2.1	-5.0				2.9	2.3	-6.0	↓	↓	
Euro area	2.2	1.6	1.2	1.5	1.2	1.3	1.0	-3.1				1.9	1.3	-8.0	↓	↓	
U.K.	1.3	1.6	1.4	2.0	1.4	1.3	1.1	-1.7				1.3	1.5	-14.0	↑	↓	
Russia	2.6	2.5	2.8	0.4	1.1	1.5	2.1	1.6				2.5	1.3	-6.6	↓	↓	
Japan	1.8	-3.3	2.3	2.6	2.1	0.0	-7.2	-2.2				0.3	0.7	-4.5	↑	↓	
China	6.9	6.7	6.5	6.4	6.2	6.0	6.0	-6.8				6.7	6.1	2.0	↓	↓	
Korea	3.1	2.4	3.1	1.8	2.1	2.0	2.3	1.4				3.1	2.3	-2.1	↓	↓	
India	7.1	6.2	5.6	5.7	5.2	4.4	4.1	3.1				7.3	4.2	-4.0	↓	↓	
<b>ASEAN 5</b>																	
Thailand	4.6	3.2	3.8	2.9	2.4	2.6	1.5	-1.8				4.2	2.4	-8.0	↓	↓	
Indonesia	5.27	5.17	5.18	5.07	5.05	5.02	4.97	2.97				5.2	5.0	-0.3	↓	↓	
Philippines	6.4	6.1	6.4	5.7	5.4	6.3	6.7	-0.2				6.3	6.0	-3.6	↓	↓	
Malaysia	4.7	4.4	4.8	4.5	4.8	4.4	3.6	0.7				4.7	4.3	-4.5	↓	↓	
Singapore	4.9	3.0	1.1	1.0	0.2	0.7	1.0	-0.7				3.5	0.7	-6.5	↓	↓	
Vietnam	6.79	6.88	7.30	6.79	6.73	7.31	6.97	3.82	0.36			7.1	0.0	2.0	↓	↑	
<b>Other EMs</b>																	
Argentina	-4.0	-3.4	-6.2	-5.9	0.4	-1.8	-1.1	-5.4				-2.6	-2.1	-9.9	↑	↓	
Brazil	1.05	1.54	1.22	0.59	1.08	1.19	1.67	-0.25				1.3	1.1	-7.0	↓	↓	
S.Africa	0.1	1.3	1.1	0.0	0.9	0.1	-0.5	-0.1				0.8	0.1	-6.8	↓	↓	
Turkey	5.64	2.30	-2.81	-2.28	-1.63	0.96	5.96	4.54				2.7	0.0	-5.0	↓	↓	
<b>Main EU (QoQ)</b>																	
Italy	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.2	-5.3				0.8	0.3	-9.2	↓	↓	
Germany	0.4	-0.1	0.2	0.5	-0.2	0.3	-0.1	-2.2				1.5	0.6	-7.1	↓	↓	
Spain	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	-5.2				2.4	2.0	-11.6	↓	↓	
France	0.2	0.3	0.6	0.5	0.3	0.2	-0.1	-5.3				1.8	1.5	-7.2	↓	↓	
World												3.60	3.0	-4.6	↓	↓	

ที่มา: Bloomberg, กองทุนบัวหลวง

## ทุกประเทศทั่วโลกต่างระดมงบประมาณทางการคลังเพื่อประคองเศรษฐกิจ

ในช่วงเวลาที่เครื่องจักรทางเศรษฐกิจดับลงทั้งหมด รัฐบาลและธนาคารกลางจำเป็นต้องระดมทุกสรรพกำลัง ทั้งในเชิงที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน เพื่อประคองเศรษฐกิจของประเทศไม่ให้ทรุดหนักลงไปกว่านี้ จริงอยู่ว่ารัฐบาลจำเป็นต้องดำรงวินัยทางการคลังไว้โดยจะต้องไม่ก่อหนี้ และไม่ขาดดุลทางการคลังมากเกินไป แต่ในช่วงที่โลกประสบวิกฤติรุนแรงเช่นนี้ รัฐบาลมีความจำเป็นที่จะต้องผ่อนเกณฑ์วินัยทางการคลังไปก่อน ดังจะเห็นได้จากข้อมูลที่รวบรวมโดย Goldman Sachs แสดงให้เห็นว่าในปีนี้รัฐบาลทั่วโลกได้ใช้เม็ดเงินคลังราว 6.5 พันล้านดอลลาร์ฯ หรือคิดเป็นสัดส่วน 7.0% ของ GDP โลก เป็นการกระตุ้นทางการคลังที่สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์

### ประมาณการการใช้จ่ายการคลัง (%ต่อ GDP)



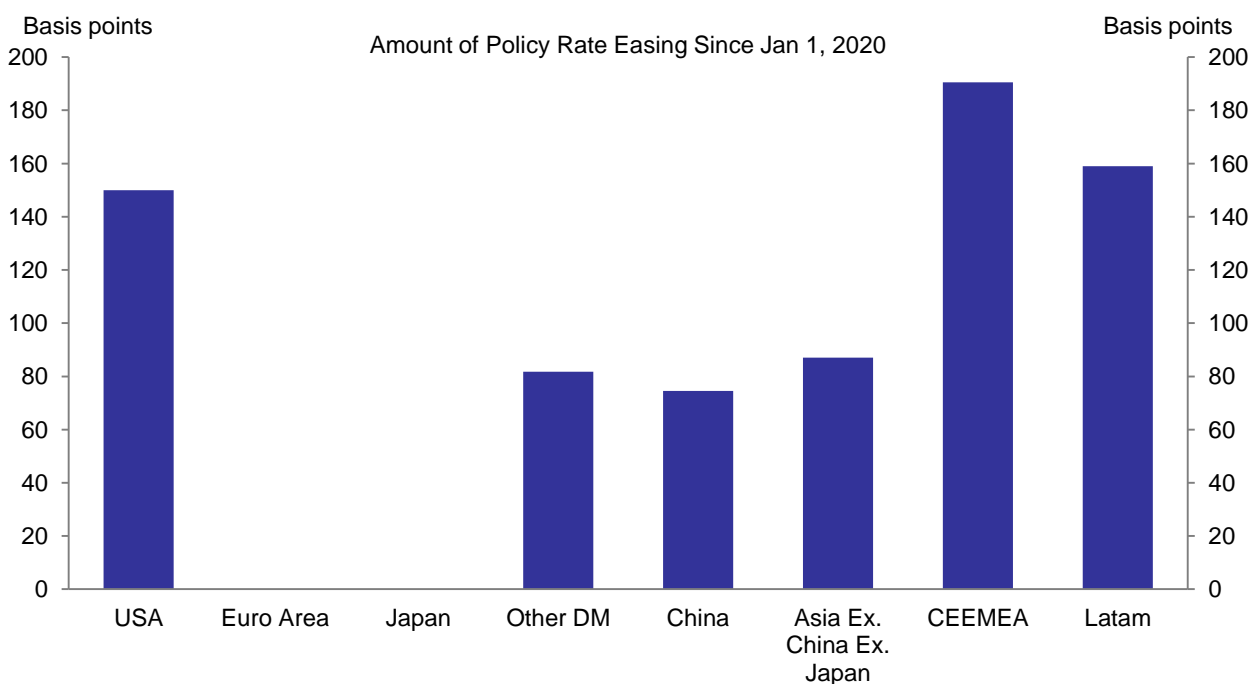
ที่มา: Goldman Sachs

### ...เช่นเดียวกับการผ่อนคลายทางการเงิน

ธนาคารกลางทั่วโลกใช้นโยบายการเงินเชิงรุกอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา เดือนเม.ย. นับเป็นเดือนที่ธนาคารแต่ละแห่งมีการประกาศขยายมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมออกมามากที่สุด โดยธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ประกาศเพิ่มการเข้าซื้อสินทรัพย์ และยกเลิกเพดานการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล พร้อมกับปรับเพิ่มวงเงินสูงสุดในการเข้าซื้อหุ้นภาคเอกชนถึง 4 เท่า นอกจากนี้ ทางฝั่งรัฐบาลก็มีการเพิ่มมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยล่าสุดสภาองเกรสของสหรัฐฯ อนุมัติวงเงิน

ช่วยเหลือธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 มูลค่า 3.1 แสนล้านดอลลาร์ฯ ผ่านโครงการ Paycheck Protection Program หลังจากที่ก่อนหน้านี้อนุมัติมาตรการกระตุ้นวงเงินมูลค่า 3.5 แสนล้านดอลลาร์ฯ ซึ่งยังไม่รวมถึงมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ โดยการเข้าซื้อสินทรัพย์แบบไม่จำกัดวงเงินของ Fed ด้านธนาคารกลางยุโรป หรือ ECB ตัดสินใจออกโครงการปล่อยสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคารพาณิชย์เพิ่มเติมเป็นกรณีพิเศษ หรือที่เรียกว่า Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTROs) ซึ่งจะมีทั้งสิ้น 7 รอบ พร้อมกันนั้นยังได้ผ่อนคลายเงื่อนไขให้แก่ธนาคารพาณิชย์ที่ใช้โครงการ TLTROs III ที่ออกมาในช่วงก่อนหน้านี้ เพื่อกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจและประชาชน และในเดือน มิ.ย. ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยการเพิ่มวงเงินมาตรการ QE พิเศษ หรือ Pandemic Emergency Public Purchase (PEPP) อีก 6 แสนล้านยูโร เป็น 1.35 ล้านล้านยูโร และต่ออายุมาตรการดังกล่าวออกไปจนถึงสิ้นเดือน มิ.ย. 2021 ด้านธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีมติผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมกรอบการประชุม โดยออกโครงการเงินกู้ใหม่ (Fund-provisioning Program) เพื่อหนุนสภาพคล่องของธุรกิจขนาดกลางและย่อม (SMEs) โดยการจัดสรรเงินทุนให้แก่สถาบันการเงินเพื่อนำไปปล่อยกู้ ซึ่ง BoJ ประเมินมูลค่าโครงการที่ 30 ล้านล้านเยน ธนาคารกลางอื่นๆทั่วโลกต่างเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

### การปรับลดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางทั่วโลก (bps)



ที่มา: Goldman Sachs

## การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจขึ้นกับทิศทางการผ่อนคลายล็อกดาวน์และการแพร่กระจายของ COVID-19

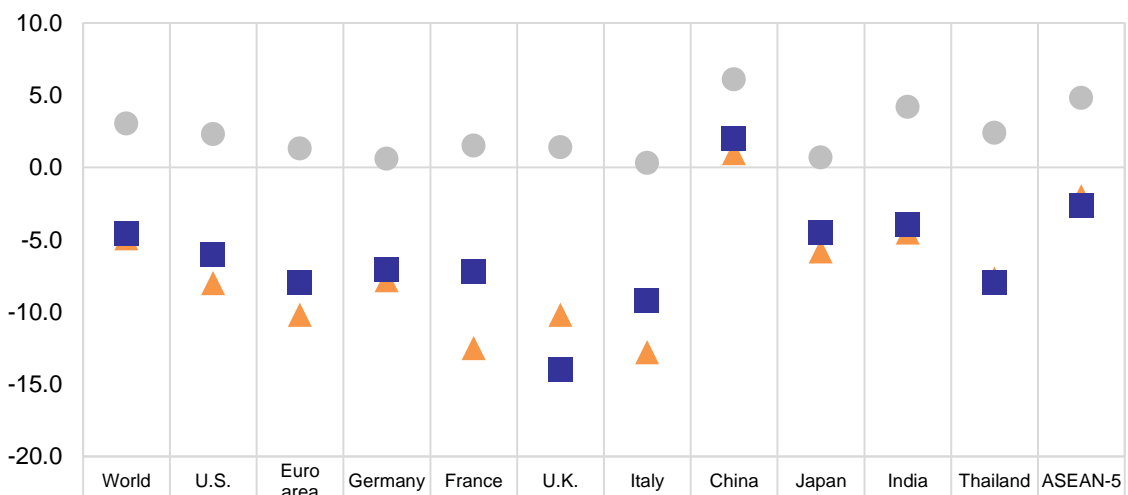
ในปัจจุบัน บางประเทศเริ่มมีการประกาศผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์แบบค่อยเป็นค่อยไป เราจึงมองว่าทิศทางเศรษฐกิจจะมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปเช่นเดียวกัน รัฐบาลประเทศในยุโรปเริ่มอนุญาตให้อุตสาหกรรมที่มีความสำคัญต่อเศรษฐกิจกลับมาดำเนินการได้ และให้ประชาชนสามารถออกไปที่สาธารณะเพื่อออกกำลังกายได้ ขณะที่หลายรัฐในสหรัฐฯ กำลังวางแผนที่จะปลดล็อกมาตรการล็อกดาวน์ ทั้งนี้ ความพร้อมของเครื่องมือในการตรวจหาเชื้อ COVID-19 และวิธีติดตามประวัติการสัมผัสผู้ติดเชื้ออย่างมีประสิทธิภาพถือเป็นสิ่งจำเป็นในช่วงนี้ เนื่องจากการแพร่ระบาดของไวรัสระลอกที่ 2 ยังเป็นความเสี่ยงสำคัญอยู่ สำหรับในเอเชีย รัฐบาลต่างขยายระยะเวลามาตรการล็อกดาวน์ออกไป แต่มีการผ่อนคลายมาตรการที่ให้ประชาชนอยู่แต่ในบ้าน (Stay-at-home) แต่ให้หลีกเลี่ยงกิจกรรมที่มีการรวมตัวของคนกลุ่มใหญ่

จุดเปลี่ยนที่จะทำให้ประชาชนสามารถกลับมาใช้ชีวิตได้ตามปกติเหมือนเดิมนั้นขึ้นอยู่กับ การแก้ไขปัญหาการระบาดด้วยวิธีการแพทย์หรือการใช้เทคโนโลยี โดยการฉีดวัคซีนอย่างแพร่หลายนับเป็นทางออกที่ดีที่สุด แต่คาดว่าจะใช้เวลาหลายเดือนหลังจากนี้ รัฐบาลจึงต้องค่อยๆ เปิดเศรษฐกิจเป็นระยะที่ละเดือน หรือทีละไตรมาส ซึ่งน่าจะเป็นการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ในประเทศก่อนที่จะผ่อนปรนการเดินทางระหว่างประเทศ โดยขึ้นอยู่กับระยะเวลาของการแพร่ระบาดในแต่ละประเทศทั่วโลก สะท้อนเส้นทางการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่น่าจะใช้เวลานาน สำหรับประมาณการเศรษฐกิจโลกในปี 2020 ดังแสดงดังตารางด้านล่าง

### ประมาณการเศรษฐกิจปี 2020 (%)

GDP Growth Projection (%)

▲ IMF 2020 Projection-as of June    ■ BBLAM 2020 Projection- as of June    ● 2019 Growth



ที่มา: IMF, Bloomberg, กองทุนบัวหลวง

**โดยสรุป** COVID-19 เป็นจุดเปลี่ยนของเศรษฐกิจโลกจากเดิมที่ขยายตัวในอัตราชะลอตัวอันเป็นผลจากความตึงเครียดด้านการค้าและภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risks) กลับกลายเป็นพลิกกลับมาหดตัวอย่างหนักเพื่อควบคุมการระบาดของไวรัสเป็นเหตุให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจหยุดชะงักในช่วงไตรมาส 1-2 ของปี 2020

สำหรับในช่วงครึ่งหลังของปี 2020 นี้ COVID-19 ก็ยังคงเป็นความเสี่ยงหลักและเป็นปัจจัยกำหนดทิศทางเศรษฐกิจโลก เรามองว่าเศรษฐกิจโลกปี 2020 จะหดตัวที่ -4.6% ก่อนที่จะฟื้นตัวจากฐานต่ำมาอยู่ในกรอบ 4-6% ในปี 2021 กิจกรรมทางเศรษฐกิจจะทยอยกลับมาเดินเครื่องได้บ้าง แต่ไม่น่าจะกลับไปเดินเครื่องเต็มรูปแบบได้เท่ากับปี 2019 รัฐบาลและธนาคารกลางจะเป็นผู้เล่นหลักในการประคองเศรษฐกิจผ่านการใช้เม็ดเงินทางการคลังและอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์และจะเป็นแบบนี้ต่อเนื่องไปถึงปี 2021 ซึ่งแม้ว่าเศรษฐกิจจะยังไม่ฟื้น แต่สภาพคล่องอันล้นเหลืออาจจะเป็นปัจจัยบวกสำหรับการลงทุนในปี 2020-21 นี้



## ■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2020-21

เครื่องชี้รายเดือนของสหรัฐฯในเกือบทุกหมวด (อาทิเช่น เครื่องชี้ด้านกิจกรรมทางเศรษฐกิจ, ตลาดแรงงาน, อัตราเงินเฟ้อ, ตลาดอสังหาริมทรัพย์, ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค, รวมทั้งการค้าระหว่างประเทศ) ทำจุดต่ำสุดในรอบหลายปี เป็นการสะท้อนถึงผลกระทบของมาตรการล็อกดาวน์เพื่อลดการระบาดของไวรัสต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างชัดเจน เป็นผลให้รัฐบาลและธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินนโยบายเพื่อประคับประคองเศรษฐกิจของประเทศ ในขณะที่แรงขับเคลื่อนของเศรษฐกิจ (Economic Drivers) ได้หยุดชะงักไปตั้งแต่รัฐบาลสหรัฐฯประกาศภาวะฉุกเฉินไปเมื่อเดือนมี.ค.

ในช่วงเวลาที่เรากำลังทำบทวิเคราะห์ฉบับนี้ รัฐบาลสหรัฐฯได้ผ่อนคลายมาตรการคุมเข้มเมื่อต้นเดือนพ.ค. และให้อำนาจในแต่ละรัฐกรอบช่วงเวลาการเปิดเมือง/ธุรกิจตามความเหมาะสม ซึ่งเมื่อเราวิเคราะห์ตามช่วงที่เกิดเหตุการณ์แพร่ระบาดของ COVID-19 ล่วงเลยมาถึงการประกาศใช้มาตรการล็อกดาวน์ และกรอบเวลาของการเริ่มผ่อนคลาย ทำให้เราคาดว่า GDP ของสหรัฐฯ น่าจะหดตัวต่อเนื่องใน ไตรมาส 1 และ ไตรมาส 2 ของปีนี้ (ทั้งนี้ GDP ไตรมาส 1 (ประมาณการครั้งที่ 2) ของสหรัฐฯ หดตัวที่ -5.0% QoQ saar<sup>1</sup> และเราคาดว่า GDP ไตรมาส 2 จะหดตัวแรงสุดเมื่อเทียบกับทั้ง สี่ไตรมาส) ก่อนที่จะทยอยฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงสองไตรมาสสุดท้ายของปี เป็นผลให้ GDP ทั้งปี 2020 ของสหรัฐฯ หดตัวที่ -6.0% ซึ่งถ้าหากไม่เกิด Second Wave ในสหรัฐฯ เราเชื่อว่า เศรษฐกิจในปี 2021 จะสามารถ Bottom-out ขึ้นมาที่ 5.0% ซึ่งเป็นอัตราที่ขยายตัวขึ้นจากฐานต่ำแต่ยังไม่สามารถกลับไปสู่ระดับปี 2019 ได้

## ■ แนวทางด้านนโยบาย

ตามที่ได้กล่าวไปข้างต้นว่า ในช่วงที่เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจดับหมด รัฐบาลและ Fed จำเป็นต้องรับบทสำคัญในการค้ำยันเศรษฐกิจของประเทศไว้ โดยนับตั้งแต่เดือน มี.ค. ทิศทางสหรัฐฯได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่สำคัญดังนี้

<sup>1</sup> เศรษฐกิจสหรัฐหดตัว -5.0% QoQ saar ต่ำกว่าประมาณการครั้งที่ 1 ที่ -4.8% QoQ saar ถูกจุดโดยการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนเป็นหลัก

## มาตรการทางการคลังของสหรัฐฯ

มาตรการ	วันที่	มูลค่า (ล้านดอลลาร์)	สัดส่วนต่อ GDP (%)	รายละเอียด	ล้านดอลลาร์
ระยะที่ 1	6/3/20	8,300	0.04%	Telegraph program for Medicare	500
				Stockpile medical supplies	3,100
				Government purchases of tests, vaccines and therapies	300
				Combating the spread of the virus overseas	1,250
				Low-interest loans to small businesses affected by the outbreak	3,150
ระยะที่ 2	19/3/2020	134,000	0.63%	Food stamp	10,000
				Paid sick leave up to 12 weeks	90,000
				Fiscal aid to states through the Medicaid program	29,000
				Other	5,000
ระยะที่ 3	27/3/2020	1,687,000	7.87%	Payroll Protection Program (PPP)	377,000
				Unemployment insurance: broadened eligibility	30,000
				Unemployment insurance: extended duration	12,000
				Unemployment insurance: extra \$600/wk benefit	175,000
				Recovery rebates	269,000
				Other individual tax provisions	18,000
				Employee retention tax credits	51,000
				Deferral of payroll taxes	211,000
				Net operating loss carryback	80,000
				Passthrough losses	74,000
				Other business tax provisions	10,000
				Medicare policies	18,000
				Airline grants	24,000
				State fiscal aid (Relief Fund)	150,000
				Hospital relief fund*	90,000
				Discretionary federal spending	90,000
Other	8,000				
ระยะที่ 3.5	22/4/2020	435,000	2.03%	Additional Payroll Protection Program (PPP) funding	321,000
				Other Small Business Administration (SBA) programs	62,000
				Additional hospital relief funding and other health spending	52,000
<b>รวม</b>		<b>2,264,300</b>	<b>10.57%</b>		

ที่มา: Goldman Sachs รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง



## มาตรการทางนโยบายการเงินของสหรัฐฯ

มาตรการด้านดอกเบี้ย		มาตรการอื่นๆ	
ณ ม.ค. 2020	ปัจจุบัน	ซื้อสินทรัพย์	โครงการ Credit Facilities
1.50 - 1.75%	0 - 0.25%	ประกาศทำ QE แบบไม่จำกัด	TALF, PMCCF, SMCCF, PDCF, CPFF, MMLF, FX Swap lines, FIMA, โดยมีรายละเอียดดังนี้
			Main Street Lending Program: ปลดปล่อยสินเชื่อระยะ 4 ปี ให้กับธุรกิจ SMEs ที่มีจำนวนพนักงานไม่เกิน 10,000 ราย และมีรายได้ไม่เกิน 2.5 พันล้านดอลลาร์ฯ ต่อปี โดยสินเชื่อดังกล่าวจะมีวงเงินอยู่ที่ 1 ล้าน-150 ล้าน ดอลลาร์ฯ ภายใต้วงเงิน 6 แสนล้านดอลลาร์ฯ
			Municipal Liquidity Facility: เข้าซื้อพันธบัตรระยะสั้นที่ออกโดยรัฐบาลของมลรัฐต่างๆ วงเงินรวม 5 แสนล้าน ดอลลาร์ฯ
			Paycheck Protection Program Liquidity Facility: ช่วยหนุนการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงินให้กับธุรกิจ SMEs ที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ภายใต้โครงการ Paycheck Protection Program (PPP) โดยในเฟสแรกกำหนดวงเงิน 3.77 แสนล้านดอลลาร์ฯ และภายหลังได้เพิ่มวงเงินอีก 3.21 แสนล้านดอลลาร์ฯ
			ขยายขอบเขตสินทรัพย์ที่สามารถนำมาใช้ค้ำประกันในมาตรการ Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) ซึ่งเป็นมาตรการหนุนสินเชื่อผู้บริโภคและธุรกิจให้รวมถึงตราสารที่มีหนี้เป็นหลักประกัน (Collateralized loan obligations) และตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์เป็นหลักประกัน (Commercial mortgage-backed securities) วงเงินรวม 1 แสนล้านดอลลาร์ฯ
			ขยายขอบเขตตราสารหนี้เอกชนที่สามารถเข้าซื้อได้ในมาตรการ Primary and Secondary Market Corporate Credit Facilities (PMCCF และ SMCCF) ให้รวมถึงสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงอย่างหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ (High-yield Bond) วงเงินรวม 7.5 แสนล้านดอลลาร์ฯ
			จัดตั้งโครงการ Primary Dealer Credit Facilities (PDCF) ให้สินเชื่อ 90-วัน กับ Dealer ในอัตราที่ซื้อลดหน้าตัว
			สนับสนุนการให้กู้ในระดับท้องถิ่นและชุมชน ผ่านการขยายขอบเขตโครงการเงินกู้กองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility :MMLF) ในวงเงิน 1 แสนล้านดอลลาร์ฯ และโครงการซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชนระยะสั้น (Commercial Paper Funding Facility : CPFF) ในวงเงิน 1 แสนล้านดอลลาร์ฯ
			จัดตั้งโครงการ US Dollar Swap Line เพื่อเสริมสภาพคล่องค่าเงินดอลลาร์ฯ ให้กับธนาคารกลางประเทศอื่นที่เข้าร่วมโครงการนี้
			จัดตั้งโครงการ FIMA Repo Facility ซึ่งเป็นโครงการ ซื้อคืนพันธบัตรเป็นการชั่วคราวกับธนาคารกลางต่างชาติ และหน่วยงานด้านการเงินระหว่างประเทศ

ที่มา: Tisco ESU, Various Sources รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

จากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่า การใช้มาตรการทั้งทางการคลังและการเงินของสหรัฐฯ ในครั้งนี้ รวมกันเป็นสัดส่วนต่อ GDP ราว 20% ของ GDP หรือราว 4 ล้านล้านดอลลาร์ฯ โดยแบ่งเป็นการกระตุ้นทางการคลังและการเงินอย่างละครึ่ง โดยมาตรการในครั้งนี้มีเป้าประสงค์หลักเพื่อ “ประคองเศรษฐกิจ” มากกว่าที่จะเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ อ้างอิงจากผลการศึกษาที่จัดทำโดย Congressional Budget Office พบว่า ทุกๆ 1 ดอลลาร์ฯ ที่อัดฉีดเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในช่วงที่เกิดวิกฤติ จะเป็น GDP ของสหรัฐฯ ได้ 0.2-0.8 ดอลลาร์ฯ นั้นหมายความว่า จะมีเม็ดเงินบางส่วนที่หล่นหายไป ยกตัวอย่างเช่นรัฐบาลสหรัฐฯ แจกเงินให้กับประชาชนเป็นจำนวน 1,000 ดอลลาร์ฯ แต่ประชาชนอาจจะไม่ได้นำไปใช้จ่ายทั้งหมด อาจจะนำไปเก็บออมบางส่วน นั้นหมายความว่า 1) เม็ดเงินที่อัดฉีดมีผลต่อ

เศรษฐกิจได้บ้างแต่ไม่ทั้งหมด, และ 2) หากรัฐบาลสหรัฐมองว่าเม็ดเงินที่ใส่เข้าไปยังไม่เพียงพอ ก็มีความเป็นไปได้ว่ารัฐบาลสหรัฐอาจจำเป็นต้องออกนโยบายในเชิงผ่อนคลายทางการคลังเพิ่มเติม

จากข้อมูล ณ เดือน พ.ค. สมาชิกแทนราษฎรสหรัฐได้อนุมัติร่างกฎหมายเงินช่วยเหลืออีก 3 ล้านล้านดอลลาร์หรือที่เรียกว่า Heroes Act (Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act) โดยในขั้นตอนถัดไปจะต้องได้รับการพิจารณาจากวุฒิสภา ทั้งนี้ Heroes Act นั้นจะให้ความช่วยเหลือในทุกๆ ด้านของเศรษฐกิจสหรัฐ รวมถึงการให้เงินช่วยเหลือ 5 แสนล้านดอลลาร์ กับรัฐบาลระดับรัฐต่างๆ, การจ่ายเงินโดยตรงอีกรอบให้กับประชาชนและครอบครัวเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ, รวมถึงการจ่ายค่าความเสี่ยงให้กับบุคลากรทางการแพทย์ และนอกจากนี้ ปธน.มีความตั้งใจที่จะผลักดันแผนการก่อสร้างพื้นฐานมูลค่า 1 ล้านล้านดอลลาร์ด้วย

ด้านนโยบายการเงิน Fed ได้ผ่อนคลายนโยบายอย่างเต็มที่ในช่วงที่ผ่านมา ทั้งการลดดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับใกล้ 0% (ดอกเบี้ย Federal Funds Rate อยู่ในช่วง 0-0.25%) การทำ QE อย่างไม่จำกัด และการออกมาตรการสนับสนุนสินเชื่อต่างๆ รวมถึงได้ออกโครงการพิเศษเพื่อสนับสนุนสภาพคล่องทางเครดิตผ่านกลไกต่างๆ ซึ่งถือว่าเป็นระดับการผ่อนคลายทางการเงินขั้นสุดแล้ว เราจึงไม่คิดว่า Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยลงเข้าสู่แดนลบในระยะข้างหน้า แต่อาจจะใช้เครื่องมือการเงินอื่นที่มีอย่างเต็มที่จนกว่าวิกฤติครั้งนี้จะผ่านพ้นและเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว

## ■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจสหรัฐได้แก่ 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจอาจใช้เวลา โดยประธาน Fed มองว่าระยะเวลาของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอาจจะทอดยาวไปถึงปลายปี 2021 และหากระยะเวลาทอดยาวไป ก็อาจเป็นความเสี่ยงให้ปัญหาขาดแคลนสภาพคล่องในภาคธุรกิจลุกลามไปสู่การล้มละลาย และการว่างงานถาวร อาจเพิ่มขึ้นตามลำดับ, และ 2) ประเด็นทางการเมืองทั้งในและนอกประเทศที่สหรัฐเข้าไปเกี่ยวข้องด้วยไม่ว่าจะเป็น การประท้วงภายในประเทศเนื่องจาก George Floyd ชายอเมริกันเชื้อสายแอฟริกันเสียชีวิต จากการใช้ความรุนแรงจับกุมโดยตำรวจผิวขาว ทำให้เกิดการประท้วงไปทั่วยุทธรัฐ และมีการประกาศเคอร์ฟิวในเกือบ 40 เมือง และประเด็นทางการเมืองระหว่างประเทศที่สหรัฐเข้าไปเกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นเรื่องความขัดแย้งกับ ตะวันออกกลางในช่วงต้นปี และการจัดซื้อวัคซีนระหว่างสหรัฐและจีนโดยตรงและผ่านกรณีของฮ่องกง ล้วนส่งผลต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองของสหรัฐ ซึ่งเมื่อเข้าสู่ช่วงหลังของปี เหตุการณ์ทางการเมืองเหล่านี้ก็จะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจของประชากรในสหรัฐ ว่าในปีที่เศรษฐกิจหดตัวเช่นนี้และสถานการณ์ทางการเมืองเป็นแบบนี้ ประชาชนส่วนใหญ่จะยังยินดีให้ ประธานาธิบดีคนปัจจุบันรั้งตำแหน่งต่อไปอีก 4 ปีหรือไม่ ทั้งนี้การเลือกตั้งสหรัฐจะมีขึ้นในวันที่ 3 พ.ย. ระหว่างนาย Donald Trump ประธานาธิบดีคนปัจจุบันสังกัดพรรค Republican และ นาย Joe Biden ตัวแทนจาก Democrat

■ BBLAM's View

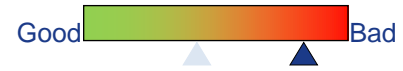
แม้ว่าภาพเศรษฐกิจของสหรัฐฯจะดูไม่ดี แต่ทางการสหรัฐฯมีหน้าที่ในการใช้นโยบายคลังและนโยบายทางการเงิน มากกว่าประเทศอื่นๆ นักลงทุนอาจจะมองข้ามเรื่องอื่นไป และเน้นลงทุนในสหรัฐฯ จากข้อได้เปรียบด้านสภาพคล่อง

■ Economic Projection

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Economic Activity</b>					
Real GDP (YoY%)	2.4	2.9	2.3	-6.0	5.0
Consumer Spending (YoY%)	2.6	3.0	2.6	-6.3	3.9
Government Spending (YoY%)	0.7	1.7	2.3	2.2	1.6
Private Investment (YoY%)	4.4	5.1	1.8	-9.8	5.4
Exports (YoY%)	3.5	3.0	0.0	-7.4	3.3
Imports (YoY%)	4.7	4.4	1.0	-9.8	4.2
Industrial Production (YoY %)	2.3	4.0	0.8	-7.4	2.3
Housing Starts (000s SAAR, monthly avg.)			1,271.0	1,195.0	1,276.0
<b>Price Indices</b>					
CPI (YoY%)	2.1	2.5	1.8	0.8	1.7
PCE Price Index (YoY%)			1.4	0.8	1.5
Core PCE (YoY%)	1.6	2.0	1.6	1.5	2.0
<b>Labor Market</b>					
Unemployment (%)	4.3	3.9	3.7	11.0	8.1
Non Farm Payrolls (000s SA, monthly chg.)			176.0	-1,015.0	389.0
<b>External Balance</b>					
Curr. Acct. (% of GDP)	-2.3	-2.4	-2.3	-2.1	-2.4
<b>Financial Balances</b>					
Budget (% of GDP)	-3.4	-4.2	-4.7	-15.5	-10.0
Government Debt (% of GDP)	76.0	77.4	79.2	99.3	104.7
<b>Interest Rates</b>					
Central Bank Rate (%)	1.50	2.50	1.75	0.25	0.25
3-Month Rate (%)	1.69	2.81	1.91	0.42	0.53
2-Year Note (%)	1.89	2.49	1.57	0.31	0.82
10-Year Note (%)	2.41	2.69	1.92	0.83	1.70
<b>Exchange Rates</b>					
EURUSD	1.20	1.15	1.12	1.12	1.16

ที่มา: Bloomberg, IMF, FED, กองทุนบัวหลวง

# Europe



## ■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2020-21

เศรษฐกิจยูโรโซนในไตรมาส 1/2020 หดตัว -3.6% QoQ รุนแรงที่สุดนับตั้งแต่มีการก่อตั้งยูโรโซนในปี 1999 จากการชะลอตัวของการบริโภคในประเทศ และการลงทุนเป็นหลักเนื่องมาจากมาตรการล็อกดาวน์เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในขณะที่การส่งออกก็ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของอุปสงค์โลก สำหรับในรายประเทศ GDP ของเยอรมนี ฝรั่งเศส อิตาลี และสเปนต่างหดตัว -2.2%, -5.3%, -5.3% และ -5.2% QoQ ตามลำดับ ส่งผลให้เยอรมนี ฝรั่งเศสและอิตาลีก้าวเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) อย่างเป็นทางการในไตรมาส 1/2020 เนื่องจาก GDP เมื่อเทียบรายไตรมาสหดตัวติดต่อกัน 2 ไตรมาส ส่วนในรายอุตสาหกรรม ภาคบริการที่เคยเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจยูโรโซนในปีที่ผ่านมากลับชะลอตัวรุนแรงหลังมีการใช้มาตรการล็อกดาวน์ โดยเฉพาะภาคการค้าปลีกค้าส่ง ร้านอาหาร และโรงแรม ส่งผลให้ PMI ภาคบริการปรับตัวลดลงถึงระดับ 12.0 ในเดือนเม.ย. นอกจากนี้ การชะลอตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจยังส่งผลให้หลายธุรกิจต้องเลิกจ้างงาน เราจึงเห็นตัวเลขอัตราการว่างงานเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน

สำหรับทิศทางเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปี เรามองว่า เนื่องจากการใช้มาตรการล็อกดาวน์อย่างเข้มงวดในหลายประเทศในยูโรโซนช่วงปลายเดือนมี.ค. ที่ผ่านมาจนถึงต้นเดือนพ.ค. ทำให้ GDP ในไตรมาส 2 น่าจะหดตัวในอัตราที่มากกว่าไตรมาส 1 ก่อนจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในครึ่งหลังของปี แต่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาคมีแนวโน้มไม่สมดุลกันระหว่างประเทศทางตอนเหนือที่มีเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่า อาทิ เยอรมนีและเนเธอร์แลนด์ กับประเทศทางตอนใต้อย่างอิตาลีและสเปนที่มีแนวโน้มฟื้นตัวช้ากว่าจากพื้นฐานเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และได้รับผลกระทบจาก COVID-19 มาก ซึ่งเราประมาณการว่าในปี 2020 GDP ยูโรโซนโดยรวมน่าจะหดตัวถึง -8.0% ก่อนจะกลับมาขยายตัว 5.2% ในปี 2021

## ■ แนวทางด้านนโยบาย

ในช่วงปลายปี 2019 ก่อนที่จะมีการแพร่ระบาดของ COVID-19 นั้น ECB ได้กลับมาใช้มาตรการเข้าซื้อสินทรัพย์ หรือ APP (Asset Purchase Program) อีกครั้งเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจยูโรโซนที่มีแนวโน้มชะลอตัว โดยกำหนดวงเงินไว้ที่เดือนละ 2 หมื่นล้านยูโร แต่หลังจากเกิดการระบาดของ COVID-19 ทำให้ในวันที่ 12 มี.ค. ECB ประกาศเข้าซื้อสินทรัพย์เพิ่มเติมเป็นการชั่วคราวอีก 1.2 แสนล้านยูโรไปจนถึงสิ้นปี 2020 เพื่อรับมือกับแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจถดถอยจากผลของ COVID-19 ก่อนที่ในวันที่ 18 มี.ค. ECB จะประกาศโครงการเข้าซื้อสินทรัพย์ภายใต้ชื่อ Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) เป็นกรณีพิเศษอีก 7.5 แสนล้านยูโรจนถึงสิ้นปี 2020 และล่าสุดในการประชุม ECB เมื่อวันที่ 4 มิ.ย. ที่ผ่านมา ECB ได้ประกาศเพิ่มวงเงิน PEPP อีก 9 แสนล้าน

ยูโร ซึ่งมากกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 5 แสนล้านยูโร ซึ่งเมื่อรวมกับก้อนแรก 7.5 แสนล้านยูโร ส่งผลให้วงเงิน PEPP รวมทั้งสิ้นสูงถึง 1.35 ล้านล้านยูโร นอกจากนี้ ECB ยังมีมติให้ขยายระยะเวลาการเข้าซื้อสินทรัพย์ภายใต้ PEPP ไปอีกอย่างน้อยจนถึงเดือนมิ.ย. 2021 รวมทั้งจะทำการลงทุนต่อในพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุ (Reinvestment) ไปจนถึงสิ้นปี 2022 ด้านโครงการปล่อยสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำแก่สถาบันการเงิน ECB ได้ประกาศโครงการเพิ่มเติมภายใต้ชื่อ Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations (PELTROs) ในเดือนเม.ย. ที่ผ่านมา เพื่อสนับสนุนสภาพคล่องในระบบการเงิน ทั้งนี้ ในระยะข้างหน้า เรามองว่า ECB จะเข้าสู่โหมด Wait and See โดยคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ตามเดิม และคงวงเงินโครงการ PEPP ไว้ที่ 1.35 ล้านล้านยูโร พร้อมทั้งประเมินประสิทธิผลของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาหากจะมีการใช้นโยบายเชิงผ่อนคลายเพิ่มเติม

### มาตรการทางการเงินของยูโรโซน

มาตรการด้านดอกเบี้ย		มาตรการอื่นๆ	
Main Refinancing Operations Rate	0.00%		A temporary increase in the Asset Purchase Program (APP) until the end of the year, adding additional net purchases of EUR120bn.
Deposit Facility Rate	-0.50%	12/3/2020	More favourable terms applied to all outstanding Targeted Longer-term Refinancing Operations (TLTROs) for the period of Jun 2020 to Jun 2021, intended to provide additional support through bank-lending to SMEs.
Marginal Lending Facility Rate	0.25%	18/3/2020	EUR750bn of Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)
		30/4/2020	New Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations (PELTROs)
		6/4/2020	Increase the Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) by EUR600bn to a total of EUR 1,350bn.
			Extend the horizon for net purchases under the PEPP to at least the end of June 2021.
			Reinvest the maturing principal payments from securities purchased under the PEPP until at least the end of 2022.

ที่มา: รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

ด้านนโยบายการคลัง รัฐบาลประเทศต่างๆ ในยูโรโซนต่างทยอยออกมาตรการเพื่อบรรเทาผลกระทบจากการระบาด COVID-19 อย่างต่อเนื่อง อาทิ การปรับปรุงระบบสาธารณสุขในประเทศ การให้เงินชดเชยลูกจ้างที่ได้รับผลกระทบ และการยกเว้นภาษีบางประเภทสำหรับนิติบุคคล เป็นต้น ในขณะเดียวกัน เมื่อวันที่ 27 พ.ค. ที่ผ่านมา คณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission: EC) ซึ่งเป็นองค์กรบริหารของEUได้เสนอมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงินรวม 1.85 ล้านล้านยูโรสำหรับงบประมาณระยะยาวของEU ซึ่งรวมถึงการจัดตั้งกองทุนฟื้นฟู (Recovery Fund) วงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร เพื่อช่วยเหลือเยียวยาเศรษฐกิจของชาติสมาชิก EU ซึ่งนับเป็นความร่วมมือครั้งสำคัญระหว่างประเทศสมาชิกในการออกนโยบายร่วมกัน โดยกองทุนฟื้นฟูดังกล่าวประกอบด้วยเงินให้เปล่าจำนวน 5 แสนล้านยูโร และเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ 2.5 แสนล้านยูโร โดยเงินทุนจะมาจากการออกพันธบัตรรัฐบาล

โดย EC ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมและลดภาระหนี้ให้กับประเทศที่มีปัญหา โดยเฉพาะอิตาลีและสเปนที่เราคาดว่าน่าจะเป็นประเทศที่ได้รับประโยชน์มากที่สุด ซึ่งหลังจาก EC ประกาศมาตรการดังกล่าว ส่งผลให้ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีและอิตาลี ซึ่งถือเป็นหนึ่งในมาตรวัดความวิตกกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจยูโรโซนปรับตัวลดลงมา

อย่างไรก็ดี เงื่อนไขของกองทุนฟื้นฟูยังมีความไม่แน่นอนอยู่มาก เนื่องจากความขัดแย้งของประเทศสมาชิก โดยเฉพาะประเด็นที่ว่าควรจะให้เงินประเทศสมาชิกในรูปของเงินให้เปล่า หรือในรูปของเงินกู้ รวมทั้งการกำหนดสัดส่วนว่าแต่ละประเทศควรจะได้รับเงินช่วยเหลือเท่าใด โดยออสเตรเลีย เนเธอร์แลนด์ เดนมาร์ก และสวีเดนยังคงต่อต้านการให้ความช่วยเหลือในรูปของเงินให้เปล่า ซึ่งอาจทำให้ขนาดและรูปแบบของกองทุนเปลี่ยนไปในระยะข้างหน้า

### มาตรการทางการคลังของยูโรโซน

มาตรการ	วงเงิน (ล้านยูโร)	มีผลบังคับใช้	สัดส่วนต่อ GDP	รายละเอียด	ล้านยูโร
ระยะที่ 1	540,000	มี.ค. 2020	4.50%	European Stability Mechanism (ESM) pandemic tool with light conditionality	240,000
				European Investment Bank (EIB) credit guarantees for SMEs	200,000
				Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) to help finance partial unemployment scheme	100,000
ระยะที่ 2	750,000	ยังอยู่ในขั้นตอนการพิจารณา	6.30%	Recovery and Resilience Fund (RRF) that will give grants and loans	560,000
				Top up cohesion funding to poorer countries, mainly in the East	55,000
				Just Transition Fund which will help countries with dirtier power industries	32,500
				Put in an instrument to take equity stakes in otherwise healthy firms	31,000
				A fund to make the EU more self reliant and resilient in strategic areas	15,000
				Rural development	15,000
				Investment in healthcare programs	9,400
				Others	32,100
				<b>รวม</b>	<b>1,290,000</b>

ที่มา: รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

## ■ ความเสี่ยง

ทิศทางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนยังต้องเผชิญความเสี่ยง จากความสามารถในการใช้นโยบายต่างๆ ทั้งนโยบายการคลังและการเงินเพื่อพยุงเศรษฐกิจ โดยหากขนาดของการกระตุ้นไม่เพียงพอที่จะประคองเศรษฐกิจ และเกิดภาวะการผิตนัดชำระหนี้ การล้มละลายในภาคธุรกิจ และอัตราว่างงานปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ก็จะทำให้เศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอยยาวนานขึ้น และส่งผลเสียเป็นวงกว้างมากขึ้น โดยเฉพาะในประเทศซึ่งมีระดับหนี้สูงอยู่แล้ว เช่น อิตาลี ที่สัดส่วนหนี้ต่อ GDP อาจเพิ่มขึ้นถึง 150% ได้ ในขณะที่นโยบายการเงินมีความเสี่ยงในประเด็นการเข้าซื้อสินทรัพย์ หลังจากเมื่อวันที่ 5 พ.ค. ที่ผ่านมา ศาลรัฐธรรมนูญเยอรมนีมีคำสั่งให้ธนาคารกลางเยอรมนี (Bundesbank) ยุติการซื้อพันธบัตรรัฐบาล ภายใต้โครงการ Public Sector Purchase Program หรือ PSPP ของ ECB ภายในระยะเวลา 3 เดือนข้างหน้า หาก ECB ไม่สามารถพิสูจน์ได้ว่าโครงการดังกล่าวมีความจำเป็นและสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้จริง โดยหากธนาคารกลางเยอรมนีต้องยุติการเข้าซื้อพันธบัตรตามโครงการ PSPP ย่อมส่งผลกระทบต่อการทำมาตรการ QE ของ ECB และอาจส่งผลกระทบต่อความรุนแรงต่อการฟื้นฟูเศรษฐกิจยูโรโซน เนื่องจากธนาคารกลางเยอรมนีถือเป็นหุ้นส่วนรายใหญ่ที่สุดของ ECB

## ■ BBLAM's View

ภาพเศรษฐกิจยูโรโซนในระยะข้างหน้ายังเผชิญความท้าทายในการฟื้นตัวอยู่มาก แม้ ECB ได้ยึดถือมาตรการทางการเงินอย่างต่อเนื่อง และมาตรการการคลังขนาดใหญ่จะส่งผลดีในระยะสั้นต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ แต่ในระยะยาวย่อมส่งผลให้หนี้สาธารณะสูงขึ้น จากการขาดดุลงบการคลังในระดับสูง ซึ่งส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน เนื่องจากปัญหาหนี้สาธารณะนับเป็นปัญหาใหญ่ของยูโรโซนมาโดยตลอด



■ Economic Projection

<b>Indicator</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Economic Activity</b>					
Real GDP (YoY%)	2.5	1.9	1.2	-8.0	5.2
Household Consumption (YoY%)			1.3	-10.0	6.0
Government Consumption (YoY%)			1.5	2.6	1.9
Gross Fixed Investment (YoY%)			6.8	-10.3	7.1
Exports (YoY%)			2.5	-12.0	7.0
Imports (YoY%)			4.5	-7.3	7.2
Industrial Production (YoY%)			-1.3	-9.8	6.4
<b>Price Indices</b>					
CPI (YoY%)	1.5	1.8	1.2	0.4	1.0
<b>Labor Market</b>					
Unemployment (%)	9.1	8.2	7.6	9.5	9.3
<b>External Balance</b>					
Curr. Acct. (% of GDP)	3.1	3.1	2.7	3.0	2.9
<b>Fiscal Balance</b>					
Budget (% of GDP)	-1.0	-0.5	-0.6	-9.5	-4.4
<b>Interest Rates</b>					
Central Bank Rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3-Month Rate (%)	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
2-Year Note (%)	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5
10-Year Note (%)	0.4	0.2	-0.2	-0.4	-0.1
<b>Exchange Rates</b>					
EURUSD	1.20	1.15	1.12	1.12	1.16

ที่มา: Bloomberg, IMF, ECB, กองทุนบัวหลวง

# Japan



## ■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา และทิศทางเศรษฐกิจปี 2020-21

เศรษฐกิจญี่ปุ่นเข้าสู่ภาวะถดถอยในไตรมาส 1/2020 ซึ่งเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2015 หลัง GDP หดตัว -0.6% sa QoQ (-2.2%QoQ saar) ต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 หลังจากที่ไตรมาสก่อนหน้าหดตัว -1.9%QoQ sa โดยทั้งการบริโภคภาคเอกชน การลงทุน การส่งออก การใช้จ่ายภาครัฐต่างชะลอตัว ส่วนอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับตัวลดลง และยังอยู่ห่างจากเป้าหมายเงินเฟ้อของ BoJ ที่ 2.0% อยู่มาก อย่างไรก็ตาม จากสถานการณ์ปัจจุบัน ทำให้เรามองว่าเป้าหมายของ BoJ อาจไม่ได้อยู่ที่การเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อ แต่เป็นการประคับประคองภาคธุรกิจ การจ้างงาน และลดความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจถดถอยยาวนาน

สำหรับทิศทางเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปี 2020 ไปจนถึง 2021 เราคาดว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ไตรมาส 3/2020 เป็นต้นไป โดย GDP ในไตรมาส 2/2020 มีแนวโน้มหดตัวถึง -5.0%QoQ sa ในระดับใกล้เคียงกับช่วงวิกฤตการเงินปี 2008 เนื่องจากในช่วงเดือนมี.ค. ถึงเม.ย. จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้รัฐบาลตัดสินใจประกาศภาวะฉุกเฉิน (State of Emergency) ในเดือนเม.ย. ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของไตรมาส 2 หยุดชะงักลง โดยเฉพาะภาคบริการซึ่งคิดเป็น 3 ใน 4 ของ GDP แต่หลังจากรัฐบาลประกาศยกเลิกภาวะฉุกเฉินไปในปลายเดือนพ.ค. เราจึงคาดว่า กิจกรรมทางเศรษฐกิจจะกลับมาฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยภาคการผลิตมีโอกาสฟื้นตัวเร็วกว่าภาคบริการ ทั้งนี้ การเลื่อนการจัดกีฬาโอลิมปิก ณ กรุงโตเกียวจากปี 2020 ไปเป็น 2021 ส่งผลให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นสูญเสียปัจจัยสนับสนุนการเติบโตในปีต่อไป และเราประมาณการว่า GDP ในปี 2020 จะหดตัวที่ -4.5% แต่จะถูกชดเชยในปีหน้า และทำให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวที่ 3.4%

## ■ แนวทางด้านนโยบาย

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ขยายมาตรการผ่อนคลายทางการเงินเพื่อบรรเทาผลกระทบต่อเศรษฐกิจในการประชุมนโยบายการเงินเดือนเม.ย. โดยยกเลิกวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลจากเดิมที่ 80 ล้านล้านเยนต่อปี เป็นสามารถเข้าซื้อไม่จำกัดจำนวน โดยมีเป้าหมายในการรักษาอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีให้อยู่ที่ระดับ  $0 \pm 0.2\%$  อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า BoJ จะไม่เข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเกินกว่าวงเงินเดิม เนื่องจากการซื้อพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างมาก ทำให้ยากแก่การรักษาเป้าหมาย Yield Curve Control และกดดันการทำกำไรของภาคสถาบันการเงินในประเทศ

ในการประชุมฉุกเฉินเมื่อวันที่ 22 พ.ค. BoJ ได้ประกาศโครงการเงินกู้โครงการใหม่ (Fund-Provisioning Program) เพื่อหนุนสภาพคล่องของธุรกิจขนาดกลางและย่อม (SMEs) โดยจะจัดสรรเงินทุนให้แก่สถาบันการเงิน เพื่อนำไปปล่อยกู้ต่อ โดย BoJ ประเมินมูลค่าโครงการไว้ที่ 30 ล้านล้านเยน พร้อมกับมีมติขยายระยะเวลาการเข้าซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชนออกไปจนถึงเดือน มี.ค. 2021 จากเดิมกำหนดจะเข้าซื้อจนถึงเดือน ก.ย. 2020 ในระยะข้างหน้า BoJ ระบุว่า จะติดตามสถานการณ์ COVID-19 อย่างใกล้ชิดและพร้อมที่จะผ่อนคลายมาตรการอื่นๆ เพิ่มเติมหากมีความจำเป็น โดยเราคาดว่า BoJ น่าจะรอประเมินสถานการณ์เศรษฐกิจหลังจากนี้ก่อน และยังไม่มีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม

ด้านมาตรการทางการคลัง ในวันที่ 12 มิ.ย. ที่ผ่านมา รัฐสภาญี่ปุ่นได้อนุมัติงบประมาณเพิ่มเติมเป็นครั้งที่ 2 มูลค่า 31.9 ล้านล้านเยน เพื่อใช้เป็นส่วนหนึ่งของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจรอบที่ 2 วงเงิน 117 ล้านล้านเยน โดยเมื่อนับรวมกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจรอบแรก ที่ออกมาก่อนหน้านี้ในเดือนเม.ย. และมีมูลค่า 117 ล้านล้านเยนเช่นเดียวกัน จะทำให้วงเงินรวมคิดเป็นมูลค่ากว่า 40% ของ GDP ซึ่งมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ โดยเน้นให้ความช่วยเหลือภาคครัวเรือนและธุรกิจที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 อาทิ การให้เงินช่วยเหลือประชาชนคนละ 1 แสนเยนอย่างถ้วนหน้าซึ่งคาดว่าจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายในประเทศ และสำหรับภาคธุรกิจจะได้รับการช่วยเหลือผ่านมาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ การเลื่อนการจ่ายภาษี และให้เงินอุดหนุน เป็นต้น

## มาตรการทางการเงินของญี่ปุ่น

มาตรการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดการเงิน	
วันที่	รายละเอียด
16/3/2020	Bolster USD funds supply based on swap lines among 6 central banks
27/4/2020	Further active purchase of JGBs
	Withdrawal of JPY80trn annual purchase guidline, purchase with no upper limit
โครงการเสริมสภาพคล่องภาคเอกชนเพื่อบรรเทาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของ COVID-19	
วันที่	รายละเอียด
27/4/2020	Increase and enhance program to purchase of commercial paper and corporate bonds (maximum amount outstanding is JPY20trn)
	Conduct additional purchases with the upper limit of the amounts outstanding of JPY7.5trn for each
	Eases restrictions on purchases and remaining maturity
27/4/2020	Introduction and enhancement of special funds-supplying operations to facilitate financing in response to COVID-19 (JPY25trn)
22/5/2020	Introduction of a new funds-providing measure to support financing mainly of SMEs (JPY30trn)
มาตรการเข้าซื้อ ETFs and J-REITs	
วันที่	รายละเอียด
16/3/2020	Double the annual upper limits of ETF and J-REITs purchases to JPY12trn and JPY180bn, respectively

## มาตรการทางการคลังของญี่ปุ่น

มาตรการ	มูลค่า (ล้านเยน)	มีผลบังคับใช้	สัดส่วนต่อ GDP	รายละเอียด	ล้านเยน
ระยะที่ 1	117,000,000	เดือนเม.ย. 2020	20.0%	Protecting employment and keeping business viable	88,800,000
				Making economic structure resilient	15,700,000
				Recovery of economic activities as a next phase	8,500,000
				Measures to prevent the spread of the infections	2,500,000
				Contingency funds	1,500,000
ระยะที่ 2	117,000,000	เดือนพ.ค. 2020	20.0%	Enhancing financial support	11,600,000
				Contingency funds	10,000,000
				Supporting medical treatment providers	3,000,000
				Rent support grant for SMEs	2,000,000
				Enhancing the Employment Adjustment Subsidy	500,000
				Other supports	4,700,000
				Unclassified	85,200,000
<b>รวม</b>	<b>234,000,000</b>		<b>40.0%</b>		

ที่มา: Goldman Sachs, รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

## ■ ความเสี่ยง

ข้อจำกัดในการใช้นโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ทั้งนโยบายการเงินจากแรงกดดันที่มีต่อการทำกำไรของภาคสถาบันการเงิน และนโยบายการคลังจากระดับหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูงอยู่แล้วของญี่ปุ่น (237% ของ GDP ในปี 2019) นับเป็นความเสี่ยงหลักของญี่ปุ่นในการระดมระดับเศรษฐกิจให้หลุดพ้นจากภาวะถดถอย นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนของการที่ COVID-19 จะกลับมาแพร่ระบาดในประเทศอื่นทั่วโลกเป็นรอบที่สอง และแนวโน้มภาวะเศรษฐกิจโลกถดถอยยาวนานนับเป็นอีกปัจจัยเสี่ยงต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น เนื่องจากจะส่งผลให้เงินปรับตัวแข็งค่าขึ้น ตามความต้องการถือสกุลเงินปลอดภัยที่มากขึ้น และกระทบการส่งออกซึ่งมีความสำคัญต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นมาก

## ■ BBLAM's View

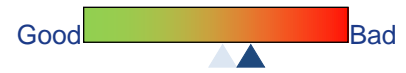
ด้วยสถานการณ์ยอของผู้ติดเชื้อในประเทศที่ยังไม่กลับมาเพิ่มสูงขึ้นหลังยกเลิกภาวะฉุกเฉิน รวมทั้งรัฐบาลให้ความหวังว่าเศรษฐกิจกำลังจะผ่านจุดต่ำสุดและมีแนวโน้มฟื้นตัวหลังจากนี้เป็นต้นไป ทำให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นมากขึ้น แต่จากความไม่แน่นอนของการเลือกตั้งในสหรัฐฯ และความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ทำให้ค่าเงินเยนมีแนวโน้มแข็งค่า บวกกับ BoJ ที่ ใกล้จะหมดกระสุนนโยบายการเงิน และระดับหนี้สาธารณะที่สูงและเป็นข้อจำกัดของการออกมาตรการทางการคลัง อาจทำให้ทิศทางการฟื้นตัวของญี่ปุ่นเป็นไปได้ช้ากว่าที่ตลาดคาด

■ Economic Projection

<b>Indicator</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Economic Activity</b>					
Real GDP (YoY%)	2.2	0.3	0.7	-4.5	3.4
Consumer Spending (YoY%)			0.5	-5.5	2.1
Public Consumption (YoY%)			1.9	2.0	1.0
Private Investment (YoY%)			2.0	-10.0	2.8
Exports (YoY%)			-2.0	-13.7	5.1
Imports (YoY%)			-0.6	-10.7	6.6
Industrial Production (YoY %)			-2.5	-7.6	4.1
Housing Starts (Mil, annualized)			0.9	0.8	0.8
<b>Price Indices</b>					
CPI (YoY%)	0.5	1.0	0.5	-0.4	0.3
Core CPI (YoY%)			0.6	-0.1	0.1
<b>Labor Market</b>					
Unemployment (%)	2.8	2.4	2.4	3.0	3.0
<b>External Balance</b>					
Curr. Acct. (% of GDP)	4.2	3.5	3.5	3.6	3.3
<b>Fiscal Balance</b>					
Budget (% of GDP)	-3.0	-2.4	-2.6	-8.0	-5.8
<b>Interest Rates</b>					
Central Bank Rate (%)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
3-Month Rate (%)	-0.02	-0.07	-0.05	-0.08	-0.05
2-Year Note (%)	-0.13	-0.14	-0.13	-0.14	-0.07
10-Year Note (%)	0.05	0.00	-0.01	-0.05	-0.03
<b>Exchange Rates</b>					
USDJPY	112.69	109.69	108.61	107.00	110.00
EURJPY	135.28	125.83	121.77	119.00	125.00

ที่มา: Bloomberg, IMF, BoJ, กองทุนบัวหลวง

# China



## ■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

เศรษฐกิจจีนเผชิญภาวะหดตัวแรงในช่วง 3 เดือนแรกของปีที่ -6.8% เนื่องจากการระบาดของ COVID-19 ซึ่งเป็นการสะท้อน Shock จากการระบาดระลอกแรก แต่หลังจากจีนประสบความสำเร็จในการควบคุมการแพร่ระบาด และเริ่มให้กิจกรรมต่างๆ กลับมาดำเนินได้อย่างปกติ ตัวเลขชี้วัดรายเดือนจึงเห็นสัญญาณการฟื้นตัว นำโดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายซื้อ (PMI) การขยายตัวของสินเชื่อ การผลิต และการลงทุน สำหรับในระยะข้างหน้า เราคาดว่าเศรษฐกิจจีนในไตรมาส 2 มีแนวโน้มกระเตื้องขึ้นจากไตรมาสที่แล้ว ขณะที่ตัวเลขเมื่อเทียบรายปีอาจจะยังติดลบ ทั้งนี้ แม้ว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนจะเผชิญความท้าทายจากภาคการค้าต่างประเทศ เราคาดว่าจะมีนโยบายเชิงผ่อนคลายเป็นอีกในอนาคต และมองว่าเศรษฐกิจจีนในปี 2020 จะเติบโตที่ 2.0% จาก 6.1% ในปี 2019 ก่อนที่กลับไป 7.5% ในปี 2021

## ■ แนวทางด้านนโยบาย

แนวทางนโยบายทางการคลังและการเงิน สะท้อนจากการแถลงการณ์ในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ (National People's Congress หรือ NPC) เมื่อเดือนพ.ค. มีประเด็นสำคัญดังนี้

1. นาย Li Keqiang นายกฯ จีน ระบุในแถลงการณ์ในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ (National People's Congress หรือ NPC) ว่า รัฐบาลจีนตัดสินใจไม่กำหนดเป้า GDP สำหรับปี 2020 ท่ามกลางเศรษฐกิจที่เผชิญความไม่แน่นอนสูงจากพัฒนาการของ COVID-19 แนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และการค้าระหว่างประเทศ โดยรัฐบาลจะให้ความสำคัญเรื่องการทำงานและความมั่นคงในการดำรงชีวิตของชาวจีนมากขึ้น ซึ่งนายกฯ จีนตั้งเป้าการทำงานในเขตเมืองเพิ่มขึ้น 9 ล้านตำแหน่ง (ลดลงจากปีก่อนที่ตั้งไว้ 11 ล้านตำแหน่ง) และตั้งเป้าอัตราการว่างงานในเขตเมืองที่ 6.0% (เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่ตั้งไว้ 5.5%) ขณะที่ตั้งเป้าเงินเฟ้อปีนี้ที่ 3.5%



เป้าหมายทางเศรษฐกิจของจีนจากการประชุม NPC ในเดือน พ.ค

	2018		2019		2020
	เป้าหมาย	ตัวเลขจริง	เป้าหมาย	ตัวเลขจริง	เป้าหมาย
GDP	~6.5%	6.7%	6-6.5%	6.1%	ไม่ตั้งเป้าหมาย
CPI	~3.0%	2.1%	~3%	2.9%	3.5%
M2	ใกล้เคียงปี 2017	8.1%	ใกล้เคียงปี 2018	8.7%	
TSF(Official)	ใกล้เคียงปี 2017	10.3%		10.7%	สูงกว่าปี 2019
Adjusted TSF credit growth (ex equity)	-	10.4%	-	10.9%	-
Non-financial sector debt (% of GDP)	ใกล้เคียงปี 2017	267%	อยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพ	271%	-
Urban new employment (million)	11	13.61	>11	13.52	9.0
New special local government bond quota (bn rmb)	1,350	1,350	2,150	2,150	3,750
Tax& fee cut (bn rmb)	1,100	1,300 (official est)	~2,000	2,360 (official est)	2,500 (official est)

งบประมาณคลังของจีนในปีงบประมาณ 2020

	2018 ตัวเลขจริง	2019 จากงบ	2019 ตัวเลขจริง	2020 จากงบ
General government budget Revenue (bn rmb)	18,336	19,250	19,038	18,027
% of GDP	19.9%	19.5%	19.2%	17.8%
Expenditure (bn rmb)	22,091	23,524	23,887	24,785
% of GDP	24.0%	23.9%	24.1%	24.5%
General Budget deficit (accrual, % of GDP)	-2.6	-2.8	-2.8	-3.7
General Budget deficit (cash, % of GDP)	-4.1	-4.3	-4.9	-6.7
Government funds budget Revenue (bn rmb)	7,541	7,795	8,452	8,145
o/w land sales revenue (bn rmb)	6,510	6,708	7,252	7,041
Expenditure (bn rmb)	8,056	9,980	9,137	12,612
Govt fund budget deficit (accrual, % of GDP)	-0.6	-2.2	-0.7	-4.7
Govt fund budget deficit (cash, % of GDP)	-0.6	-2.2	-0.7	-4.4
Total govt revenue including funds (cash, % of GDP)	28.1	27.4	27.7	25.9
Total govt expenditure including funds (cash, % of GDP)	32.8	34.0	33.3	37.0
Overall deficit including funds budget (cash, % of GDP)	-4.6	-6.6	-5.6	-11.1

ที่มา: UBS

- ด้านนโยบายการคลัง รัฐบาลปรับเพิ่มเป้าขาดดุลการคลังปี 2020 ขึ้นเป็น -3.7% ของ GDP ซึ่งเพิ่มขึ้นจากปีก่อนอย่างมากที่ตั้งไว้ -2.8% นอกจากนี้ จะออกพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 1.0 ล้านล้านหยวน เพื่อหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและควบคุมการระบาดของ COVID-19 และเพิ่มโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ (Special Local Government Bond) เป็น 3.75 ล้านล้านหยวนในปี 2020 (vs. 2.15 ล้านล้านหยวน ปี

ก่อน) เพื่อหนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานโดยจะมุ่งเน้นการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐานสมัยใหม่ อาทิ เช่นระบบเครือข่ายโทรคมนาคม 5G

3. สำหรับทิศทางด้านนโยบายทางการเงินนั้น ทิศทางเงินยังคงทิศทางทางการเงินอย่าง “รอบคอบ” (Prudent) มากกว่าที่จะผ่อนคลายอย่างสุดโต่งเช่นประเทศมหาอำนาจอื่นๆ โดยจะมุ่งเน้นการผ่อนคลายทางการเงินผ่านการปรับลดอัตราดอกเบี้ย และการขยายสินเชื่อแต่จะไม่ผ่อนคลายเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

จากสี่ประเด็นหลักเราเห็นได้ว่าการใช้นโยบายของทางการเงินในรอบนี้ “อยู่ในทิศทางผ่อนคลาย แต่น้อยกว่า” เมื่อเทียบกับวิกฤติเศรษฐกิจในช่วงปี 2009 เนื่องด้วยในครั้งนี้นโยบายการเงินมุ่งใช้นโยบายแบบเจาะจงเป้าหมาย (Targeted Policies) มากกว่าที่จะใช้นโยบายสากลกระสุนอย่างที่นักลงทุนคาดหวัง นั่นเป็นเพราะทางการเงินเองก็มีข้อจำกัดด้านภาระทางการคลัง และทางการเงินก็พบบทเรียนจากการใช้นโยบายผ่อนคลายภาคอสังหาริมทรัพย์อย่างสุดโต่งซึ่งนำไปสู่ภาวะฟองสบู่ในอดีต รัฐบาลจีนจึงให้ความระมัดระวังในการใช้นโยบายมากขึ้นและในมุมมองของกองทุนบัวหลวงที่ติดตามการดำเนินนโยบายของจีนมานานเรามองว่า ทิศทางเงินตั้งใจจะดำเนินนโยบายอย่างถูกต้อง แม้จะไม่ถูกใจนักลงทุนก็ตาม

#### ■ ความเสี่ยง

เศรษฐกิจจีนยังคงเผชิญความเสี่ยงจากภาวะหนี้ของครัวเรือนและภาคธุรกิจด้วยเนื่องจากในช่วงปี 2018-19 จีนมีหุ้นกู้ภาคเอกชนที่ผิดนัดชำระหนี้ในรอบ 1.2-1.3 แสนล้านหยวนซึ่งเป็นระดับที่สูงที่สุดนับตั้งแต่การผิดนัดชำระหนี้ในปี 2014 นอกจากนี้จีนยังมีบาดแผลทางเศรษฐกิจที่ยังเป็นแผลเรื้อรังอยู่ อาทิเช่น 1) ผลจากสงครามการค้าที่ยืดเยื้อมาตั้งแต่สหรัฐฯ เริ่มประกาศเก็บภาษีจากจีนเมื่อกลางปี 2018, และ 2) ผลลึกลับจากโมเดลเศรษฐกิจแบบเก่าของจีน ซึ่งเมื่อผนวกกับ, 3) ผลสดจาก COVID-19 แล้ว ก็ถือเป็นงานท้าทายสำหรับทางการเงินในการหาทางออกเชิงมาตรการที่เหมาะสมกับภาวะที่เป็นอยู่ภายใต้ข้อจำกัดเชิงนโยบาย ขณะที่ประเด็นทางการเมืองระหว่างจีนและฮ่องกงก็ยังไม่จบสิ้น

#### ■ BBLAM's View

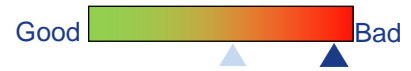
แม้ว่าประเทศจีนจะยังเผชิญกับความท้าทายนานับประการ แต่เรายังเชื่อว่ารัฐบาลจีนสามารถรับมือได้ เนื่องด้วยรัฐบาลจีนเป็นรัฐบาลในไม่กี่ประเทศของโลกที่มีอำนาจบริหารจัดการเชิงนโยบายได้อย่างเบ็ดเสร็จรวดเร็ว สะท้อนจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจจีนที่สามารถพลิกฟื้นจาก COVID-19 ได้ในระยะเวลาอันสั้นเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ นอกจากนี้การที่รัฐบาลจีนได้เน้นย้ำว่าจะเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานสมัยใหม่ (อาทิเช่นการลงทุนในเทคโนโลยี ระบบโทรคมนาคม 5G) ให้มากขึ้น ก็ทำให้กลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องได้รับความน่าสนใจในแง่ของการลงทุน

■ Economic Projection

<b>Indicator</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Economic Activity</b>					
Real GDP (YoY%)	6.9	6.7	6.1	2.0	7.5
Fixed Asset Investment (YoY%)			5.2	2.0	6.8
Industrial Production (YoY%)	6.6	6.1	5.5	1.5	8.0
Retail Sales (YoY%)			8.0	0.9	10.0
<b>Price Indices</b>					
CPI (YoY%)	1.6	2.1	2.9	3.0	2.5
PPI (YoY%)			-0.3	-1.9	1.1
<b>Labor Market</b>					
Unemployment (%)	3.9	3.8	3.6	4.4	4.2
<b>External Balance</b>					
Curr. Acct. (% of GDP)	1.6	0.2	1.2	0.5	0.8
Export Trade (YoY%)			0.0	-7.3	8.4
Import Trade (YoY%)			-4.0	-7.8	7.6
<b>Fiscal Balance</b>					
Budget (% of GDP)	-3.7	-4.1	-4.9	-6.3	-5.5
<b>Monetary Sector</b>					
Money Supply (M2, YoY%)			8.4	10.6	8.6
<b>Interest Rates</b>					
1-Year Best lending (%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
3-Month Rate (%)	4.91	3.35	3.02	1.78	2.04
2-Year Note (%)	2.75	2.76	2.63	1.69	1.58
10-Year Note (%)	3.90	3.31	3.14	2.61	2.66
<b>Exchange Rates</b>					
USDCNY	6.51	6.88	6.96	7.00	6.90

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง

# India



## ■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2020

เศรษฐกิจอินเดียขยายตัว 3.1% YoY ในไตรมาส 1/2020 ชะลอลงจาก 4.1% ในไตรมาส 4/2019 โดยเป็นผลมาจากมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาลที่เริ่มต้นในปลายเดือนมี.ค. เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 เห็นได้จากตัวเลขรายเดือนที่ออกมาในช่วงเดือนมี.ค-มิ.ย. อาทิ การส่งออก การผลิตภาคอุตสาหกรรม หดตัวค่อนข้างแรง นอกจากนี้ ตัวเลข GDP ใน 3 ไตรมาสก่อนหน้าตั้งแต่ไตรมาส 2-4/2019 ยังถูกปรับลดลงจาก 5.6%, 5.1% และ 4.7%YoY เป็น 5.2%, 4.4% และ 4.1%YoY ตามลำดับ สะท้อนภาพเศรษฐกิจที่ชะลอตัวต่อเนื่องตั้งแต่มีก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ส่งผลให้ในปีงบประมาณ 2019/2020 (เม.ย. 2019-มี.ค. 2020) เศรษฐกิจอินเดียขยายตัว 4.2% ลดลงจาก 6.1% ในปีงบประมาณ 2018/2019 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า GDP ในไตรมาส 1/2020 นี้มีแนวโน้มถูกปรับลดลงเช่นเดียวกัน เนื่องจากการเก็บข้อมูลในช่วงที่ผ่านมาได้รับผลกระทบจากมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาล

ส่วนในรายองค์ประกอบของ GDP นั้น นอกเหนือจากการใช้จ่ายของภาครัฐที่ขยายตัวถึง 13.6%YoY ทุกองค์ประกอบต่างชะลอตัวลง ได้แก่ การบริโภคภาคเอกชนที่เติบโตในอัตราลดลงที่ 2.7%YoY จากผลของมาตรการล็อกดาวน์ การลงทุนรวมที่หดตัว -6.5%YoY ขณะที่การส่งออกและการนำเข้าปรับตัวลดลง -8.5% YoY และ -7.0%YoY ตามลำดับ

จากภาพเศรษฐกิจดังกล่าว และหนี้สาธารณะที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้วันที่ 1 มิ.ย. ที่ผ่านมา Moody's ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของอินเดียลงจากระดับ Baa2 เป็น Baa3 ซึ่งเป็นขั้นที่ต่ำที่สุดของ Investment Grade รวมทั้งให้แนวโน้มเชิงลบ ทั้งนี้ เรายังไม่ตัดความเป็นไปได้ที่อินเดียจะถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลงต่ำกว่า Investment Grade หากทิศทางเศรษฐกิจยังคงถดถอยต่อเนื่อง และการขาดดุลทางการคลังพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

สำหรับในไตรมาส 2/2020 นี้ เรามองว่าเศรษฐกิจอินเดียมีแนวโน้มหดตัวแรง จากมาตรการล็อกดาวน์ที่ส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งภาคบริการและภาคการผลิตอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะในเดือนเม.ย. สะท้อนจากตัวเลขชี้วัดทางเศรษฐกิจรายเดือนในเดือนเม.ย. อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่เดือนพ.ค. รัฐบาลอินเดียเริ่มประกาศผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ในบางพื้นที่ของประเทศที่มียอดผู้ติดเชื้อลดลงอย่างต่อเนื่อง และจะทยอยผ่อนคลายเป็นระยะไปขึ้นอยู่กับการควบคุมการระบาด ทำให้เราเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวบ้างในตัวเลขรายเดือนของเดือนพ.ค. อาทิ ดัชนี PMI ภาคการผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 27.4 เป็น 30.8 ทั้งนี้ สำหรับในปีงบประมาณ 2020/21 เราคาดว่า เศรษฐกิจอินเดียมีแนวโน้มหดตัว -4.0% จาก 4.2% ในปีงบประมาณ

2019/20 ซึ่งจะทำให้เป็นครั้งแรกในรอบ 40 ปีที่เศรษฐกิจอินเดียหดตัวลง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อก็มีทิศทางชะลอตัวลงจาก 4.8% ในปีงบประมาณ 2019/20 เป็น 3.6% ในปีงบประมาณ 2020/21

#### ■ แนวทางด้านนโยบาย

ด้านนโยบายการเงิน เมื่อวันที่ 22 พ.ค. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางอินเดีย (Reserve Bank of India: RBI) ได้จัดการประชุมฉุกเฉินล่วงหน้าก่อนกำหนดการเดิมในวันที่ 3-5 มิ.ย. และประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 40bps จาก 4.40% เป็น 4.00% และปรับอัตราดอกเบี้ย Reverse Repo ลงเหลือ 3.35% เช่นเดียวกัน ซึ่งเป็นอัตราที่ต่ำที่สุดในรอบ 20 ปี หลังจากที่ก่อนหน้านี้ RBI ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงในการประชุมฉุกเฉิน เมื่อวันที่ 27 มี.ค. ถึง 75bps จาก 5.25% เป็น 4.40% และจากมุมมองของ RBI ที่มีต่อทิศทางการเติบโตทางเศรษฐกิจ ทำให้เราคาดว่ามีความเป็นไปได้ที่ RBI จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก 50bps ภายในสิ้นปีนี้ จาก 4.0% เป็น 3.50% เพื่อหนุนเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19

#### นโยบายการเงินของอินเดียเพื่อรับมือกับ COVID-19

มาตรการด้านดอกเบี้ย			มาตรการอื่นๆ	
ณ เดือน	ปัจจุบัน		รายละเอียด	พันล้านรูปี
ม.ค. 2020				
Repo Rate	5.15%	4.00%	<b>RBI 1.0</b>	27/3/2020
Reverse Repo Rate	4.90%	3.35%	Liquidity measures	
			TLTRO (Targeted Long Term Repo Operations)	1,000
			CRR reduced by 100bps to 3%	1,370
			Reduced minimum CRR daily balance maintenance limit from 90% to 80%	
			MSF overnight borrowing limit increased to 3% of SLR from 2%	1,370
			Existing policy rate corridor widened from 50bps to 65bps	
			Regulatory and supervision	
			Moratorium on term loans by all lending institution for three months	
			Deferment of interest of three months on payment of working capital facilities	
			Easing of working capital financing	
			Deferment of implementation of net stable funding ratio to 2/10/2020	
			Deferment of last tranche of CCB of 0.625% to 31/3/2020	
			Financial markets	
			Permitting banks to deal in offshore NDF rupee market from June 2020	
<b>รวม</b>				<b>3,740</b>

มาตรการอื่นๆ		พินลันรูปปี
รายละเอียด		
<u>RBI 2.0</u>	17/4/2020	
<b>Liquidity measures</b>		
	TLTRO 2.0	500
	Special refinancing facilities to All India Financial Institutions (AIFIs) to meet sectoral credit needs	
	Special refinance facilities to National Bank for Agriculture and Rural Development (NABARD) for refinancing regional rural banks (RRBs), cooperative banks and micro finance institutions (MFIs)	250
	Special refinance facilities to Small Industrial Development Bank of India (SIDBI) for on-lending and refinancing Scheduled Commercial Banks and financial entities who sanction loans to MSMEs.	150
	Special refinance facilities to National Housing Bank for supporting housing finance companies	100
<b>Regulatory and supervision</b>		
	The payment moratorium periods relating to COVID-19 outbreak can be excluded by banks from number of days past due for the purpose of asset classification under the Income Recognition and Asset Classification (IRAC) norms.	
	Banks will have to maintain a higher provision of 10% on all such accounts under standstill.	
	Threshold period for banks to provide additional provision of 20% for the resolution plan to be implemented increased by 90 days to 300 days.	
	Liquidity coverage ratio brought down from 100% to 80% with immediate effect.	
<b>รวม</b>		<b>1,000</b>

ที่มา: BNP Paribas

สำหรับด้านนโยบายการคลัง เมื่อวันที่ 13 พ.ค. ที่ผ่านมา รัฐบาลอินเดียได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่เมื่อรวมกับมาตรการก่อนหน้านี้ที่ประกาศเมื่อเดือนมี.ค. และมาตรการของ RBI ทำให้มีขนาดรวมถึง 10% ของ GDP ซึ่งมากกว่าที่ตลาดคาดไว้ แต่เมื่อดูในรายละเอียดจะพบว่า เม็ดเงินส่วนใหญ่ของนโยบายเป็นการอัดฉีดสภาพคล่องผ่าน RBI (38%) และการให้เงินกู้ยืม ในขณะที่การใช้จ่ายจริงของภาครัฐที่เพิ่มขึ้นมามีสัดส่วนราว 14% ของขนาดงบประมาณทั้งหมด หรือคิดเป็น 1.5% ของ GDP เท่านั้น นอกจากนี้ นโยบายส่วนใหญ่ได้ให้ความสำคัญกับการปฏิรูปภาคส่วนต่างๆ ซึ่งเป็นนโยบายในระยะยาวมากกว่าที่จะเป็นมาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 ทำให้เราคาดว่า รัฐบาลอินเดียน่าจะประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจออกมาอีกระลอก โดยที่ผ่านมารัฐบาลได้ปรับเพิ่มเพดานการใช้งบประมาณเพิ่มเติมของ State Government ขึ้นจาก 3% เป็น 5% ของ GDP รัฐนั้นๆ ซึ่งจะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการออกมาตรการต่างๆ ได้

ทั้งนี้ เราประมาณการว่ามาตรการที่จะออกมาเพิ่มเติมหลังจากนี้ เมื่อรวมกับมาตรการเดิมจะทำให้ขนาดของการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งหมดอยู่ที่ประมาณ 3% ของ GDP และทำให้การขาดดุลทางการคลังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเป็น -7.3% ของ GDP

### มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจโดยรวมของอินเดีย

มาตรการ	วันที่ประกาศ	รายละเอียด	วงเงิน (พันล้านรูปี)	สัดส่วนต่อ GDP
ระยะที่ 1	26/3/2020	Direct cash transfers and food security measures for poor households	1,928	0.94%
ระยะที่ 2	13/5/2020	Measures providing relief to MSMEs, EPFO, NBFCs/HFCs/MFIs, DISCOMS	5,946	2.92%
ระยะที่ 3	14/5/2020	Measures to support migrants, poor households and farmers	3,100	1.52%
ระยะที่ 4	15/5/2020	Infrastructure, capacity building, administrative reforms	1,500	0.74%
ระยะที่ 5	16/5/2020	Policy reforms and social infrastructure	81	0.04%
ระยะที่ 6	17/5/2020	Increase in allocation for MGNREGS to provide employment boost	400	0.20%
<b>รวมมาตรการทางการคลัง</b>			<b>12,955</b>	<b>6.36%</b>
<b>มาตรการทางการเงินของ RBI</b>			<b>8,016</b>	<b>3.94%</b>
<b>รวม</b>			<b>20,971</b>	<b>10.30%</b>

หมายเหตุ MSMEs คือ Micro, Small and Medium Enterprises  
 EPFO คือ Employee Provident Fund Organization  
 NBFCs คือ Non-Banking Financial Companies  
 HFCs คือ Housing Finance Companies  
 MFIs คือ Micro-Finance Institutes  
 DISCOMS คือ Electricity Distribution Companies  
 MGNREGS คือ Mahatma Gandhi National Rural Employment Guarantee Scheme

ที่มา: รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

### ■ ความเสี่ยง

หากรัฐบาลอินเดียไม่สามารถควบคุมการแพร่ระบาดในประเทศได้ และทำให้การผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ในระยะต่อไปต้องใช้เวลาที่ยาวนานขึ้น ย่อมส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจต่างๆ ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง และอาจจะขยายเป็นวงกว้างมากขึ้น รวมถึงผลกระทบจากภาวะการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น และหาก NPLs ปรับเพิ่มสูงขึ้นจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวในช่วงนี้ ก็อาจส่งผลให้สถาบันการเงินชะลอการปล่อยสินเชื่อในช่วงข้างหน้า และทำให้เศรษฐกิจในระยะกลางถึงยาวใช้เวลาในการฟื้นตัวนานขึ้น นอกจากนี้ การใช้งบประมาณเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่นำไปสู่การขาดดุลงบประมาณในระดับสูง อาจทำให้อินเดียถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลงเป็นระดับต่ำกว่า Investment Grade ได้



■ BBLAM's View

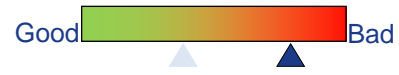
ด้วยจำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในอินเดียที่พุ่งสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และยังไม่มีความเห็นว่าจะสามารถควบคุมได้ในระยะเวลาอันใกล้ แม้ว่ารัฐบาลจะเริ่มมีการผ่อนปรนมาตรการล็อกดาวน์แล้วก็ตาม ทำให้เรายังมีมุมมองเชิงลบต่อภาพรวมเศรษฐกิจอินเดีย อย่างไรก็ตาม แม้จะสามารถควบคุมการแพร่ระบาดได้แล้ว แต่เราคาดว่ายังต้องใช้เวลาอีก 1-2 ปีในการฟื้นฟูเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเมื่อขีดความสามารถในการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลมีจำกัด แต่ในระยะยาว ความพยายามในการปฏิรูปด้านต่างๆ ของรัฐบาล และแนวโน้มการย้ายฐานการผลิตจากจีนเข้ามาในอินเดียมากขึ้นเพื่อกระจายความเสี่ยง และลดปัญหาการชะงักงันของ Supply Chain ทำให้ตลาดอินเดียมีความน่าสนใจมากขึ้น

■ Economic Projection

Indicator	FY16/ 17	FY17/ 18	FY18/ 19	FY19/ 20	FY20/ 21	FY21/ 22
<b>Economic Activity</b>						
Real GDP (YoY%)	8.3	7	6.1	4.2	-4.0	6.0
Gross Fixed Investment (YoY%)	8.5	7.2	9.8	-2.8	-3.8	7.3
Industrial Production (YoY%)	4.6	4.4	3.9	-0.5	-3.7	5.6
<b>Price Indices</b>						
CPI (YoY%)	4.5	3.6	3.4	4.8	3.6	3.8
WPI (YoY%)	1.8	2.9	4.3	1.6	2.0	2.7
<b>External Balance</b>						
Curr. Acct. (% of GDP)	-0.7	-1.8	-2.1	-0.9	-0.2	-0.8
<b>Fiscal Balance</b>						
Budget (% of GDP)	-3.5	-3.5	-3.4	-3.8	-7.3	-4.5
<b>Monetary Sector</b>						
Money Supply (M3, YoY%)				10.6	8.6	
<b>Interest Rates</b>						
Central Bank Rate (%)	6.25	6.00	6.25	4.40	3.50	3.50
2-Year Note (%)	6.45	6.85	6.54	5.22		
10-Year Note (%)	6.68	7.40	7.35	6.14	6.00	
<b>Exchange Rates</b>						
USDINR	64.85	65.18	69.16	75.63	73.00	72.5

ที่มา: Bloomberg, IMF, RBI, กองทุนบัวหลวง

# Thailand



## ■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2020

ประเทศไทยอยู่ในภาวะเศรษฐกิจซบเซามาตั้งแต่ปี 2019 โดยองค์ประกอบของ GDP ในไตรมาส 4/2019 -1/2020 ต่างเติบโตในอัตราที่ชะลอลงหรือไม่ถึงหดตัว ด้วยภาพดังกล่าวทำให้เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลงต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงต้นปี 2020 ที่ผ่านมา จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ และการส่งออกมีทิศทางจะหดตัวสูงในปีนี้ ขณะที่ ยอดผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในเดือนมี.ค. ด้วยสถานการณ์เช่นนี้ส่งผลให้รัฐบาลประกาศใช้ พรก. ฉุกเฉินทั่วราชอาณาจักร เพื่อจำกัดการเดินทางของประชาชน และการรวมตัวของคนจำนวนมาก

การชะลอลงอย่างรวดเร็วของกิจกรรมทางเศรษฐกิจส่งผลให้ไทยมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 2020 ไม่นับปัญหาใหญ่อื่นๆ ที่เศรษฐกิจไทยกำลังเผชิญทั้งจากการชะลอลงของการค้าระหว่างประเทศ ภัยแล้งในพื้นที่เกษตร รวมทั้งความล่าช้าของการผ่านร่าง พ.ร.บ. งบประมาณปี 2020 ทั้งหมดนี้ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และภาคธุรกิจ ซึ่งมีแนวโน้มปรับตัวลดลงตามการเพิ่มขึ้นของยอดผู้ติดเชื้อในประเทศ เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะหดตัวที่ -8.0% ในปี 2020 และ 6.5% ในปี 2021 จาก 2.4% ในปี 2019

## ■ แนวทางด้านนโยบาย

ภาวะเศรษฐกิจไทยที่ซบเซาแสดงให้เห็นถึงความจำเป็นของนโยบายการคลังและการเงินเพื่อสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ ทั้งนี้ ในวันที่ 7 เม.ย. 2020 ที่ผ่านมา รัฐบาลได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะที่ 3<sup>2</sup> มูลค่า 1.9 ล้านล้านบาท เพื่อบรรเทาการชะลอลงทางเศรษฐกิจจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 มาตรการนี้ได้แก่ การให้เงินกู้ดอกเบี้ยต่ำแก่ขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) การให้เงินเยียวยาลูกจ้าง และการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดการเงิน ด้านธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่า 9 แสนล้านบาท เพื่อสนับสนุนตลาดเงินและตลาดทุน รวมถึงภาคธุรกิจ และปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับ 0.5% ไปเมื่อวันที่ 21 พ.ค. ทั้งนี้ เราคาดว่า ธปท. จะใช้นโยบายทางการเงินอย่างเต็มที่เพื่อประคองการเติบโตของเศรษฐกิจ โดยมีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้อีกหากเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปียังไม่ดีขึ้น สำหรับมาตรการด้านเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาของรัฐบาลไทยดังได้แสดงตามตารางด้านล่าง

<sup>2</sup> ก่อนหน้านี้ รัฐบาลได้ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะที่ 1 และ 2 ออกมา โดยระยะที่ 1 ประกาศใช้เมื่อวันที่ 4 มี.ค. 2020 มูลค่า 1 แสนล้านบาท เพื่อให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) รวมทั้งมาตรการลดหย่อนภาษี และการให้เงินช่วยเหลือแก่ประชาชน ในขณะที่มาตรการระยะที่ 2 ประกาศใช้เมื่อวันที่ 24 มี.ค. 2020 มูลค่า 1.17 แสนล้านบาท เน้นไปที่การยกระดับมาตรการระยะที่ 1 และขยายเวลาการยื่นแบบชำระภาษีเงินได้นิติบุคคล และบุคคลธรรมดา

## สรุปมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศไทย

สรุปมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศไทย		วงเงินรวม (ล้านบาท)
ประมาณการ		1,100,000-1,200,000
มาตรการระยะที่ 1	10/3/2020	
1) คืนเงินประกันการใช้ไฟฟ้า		
2) จัดเตรียมงบกลาง รายการเงินสำรองจ่ายเพื่อกรณีฉุกเฉินหรือจำเป็น		20,000
<b>มาตรการภาษี</b>		
1) มาตรการคืนสภาพคล่องให้แก่ผู้ประกอบการในประเทศ		
2) มาตรการภาษีเพื่อลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของผู้ประกอบการตามมาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ		
3) มาตรการส่งเสริมเสถียรภาพของการจ้างงานในสถานการณ์การระบาดของโรคติดเชื้อไวรัส COVID-19		
4) มาตรการเร่งคืนภาษีมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ประกอบการภายในประเทศ		
<b>มาตรการด้านการเงิน</b>		
1) เห็นชอบมาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำเพื่อช่วยเหลือผู้ประกอบการที่ได้รับผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมจากภาวะระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา (COVID-19) ผ่านสินเชื่อธนาคารออมสิน ให้แก่สถาบันการเงินและสำนักงานธนาคุณเคราะห์ โดยคิดดอกเบี้ยอัตรา 0.01% ต่อปี		150,000
2) ให้สถาบันการเงินให้สินเชื่อแก่ผู้ประกอบการในอัตรา 2% ต่อปี ระยะเวลา 2 ปี วงเงินสินเชื่อสูงสุดต่อรายไม่เกิน 20 ล้านบาท		
3) มาตรการสร้างความเชื่อมั่นในระบบตลาดทุน โดยให้ประชาชนทั่วไปสามารถหักลดหย่อนค่าซื้อหน่วยลงทุนในกองทุนรวมเพื่อการออม (Super Saving Fund หรือ SSF)		
มาตรการระยะที่ 2	24/3/2020	
<b>มาตรการเยียวยาสำหรับกลุ่มแรงงานทั้งในและนอกระบบ</b>		
1) สำหรับกลุ่มแรงงาน ลูกจ้างชั่วคราว อาชีพอิสระที่ไม่อยู่ระบบประกันสังคม แต่ได้รับผลกระทบจากการสั่งปิดกิจการชั่วคราว ที่เสี่ยงต่อการระบาดของเชื้อไวรัสโคโรนา-19 จะได้รับการสนับสนุนเงินคนละ 5,000 บาทต่อเดือน นอกจากนี้สำหรับกลุ่มที่อยู่ในระบบประกันสังคมจะได้รับสิทธิเพิ่มกรณีว่างงาน 50% ของค่าจ้าง จากกรณีที่นายจ้างไม่ให้ทำงาน รับเงินไม่เกิน 180 วัน หรือ กรณีรัฐสั่งหยุด จะรับเงินไม่เกิน 90 วัน		
2) สินเชื่อพิเศษรายละ 50,000 บาท ในอัตราดอกเบี้ย 0.35% ต่อเดือน โดยต้องมีหลักประกัน รัฐบาลค้ำประกัน สำหรับมาตรการนี้เป็นจำนวน 20,000 ล้านบาท		20,000
3) สินเชื่อฉุกเฉิน 10,000 บาท ต่อราย ในอัตราดอกเบี้ย 0.1% ต่อเดือน โดยไม่ต้องมีหลักประกัน กรอบวงเงินรวม 40,000 ล้านบาท		40,000
4) สำนักงานธนาคุณเคราะห์ รับจำนำดอกเบี้ยต่ำ โดยคิดดอกเบี้ยจากประชาชนในอัตราไม่เกิน 0.125% ต่อเดือน รวมเป็นวงเงินที่เตรียมสนับสนุน 2,000 ล้านบาท		2,000
5) การยืดระยะเวลาการเสียภาษีบุคคลธรรมดาออกไปเป็นเดือนส.ค. 2020		
6) การปรับเพิ่มวงเงินลดหย่อนค่าเบี้ยประกันสุขภาพจาก 15,000 บาท เป็น 25,000 บาท		
7) การยกเว้นเงินได้สำหรับค่าเสียภัยให้บุคลากรทางการแพทย์		
8) การฝึกอบรม เพิ่มทักษะอาชีพ หรือจัดกิจกรรมเพื่อสังคมรวมถึงนักศึกษาที่ยังหางานไม่ได้ รวมถึงขยายฝึกอบรมผ่านภาคีเครือข่ายต่าง ๆ		
<b>มาตรการเยียวยาผู้ประกอบการ</b>		
1) ให้สินเชื่อรายย่อยไม่เกิน 3 ล้านบาทต่อราย ในอัตราดอกเบี้ย 3% ใน 2 ปีแรก โดยธนาคารพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดูแลในวงเงินสินเชื่อรวม 10,000 ล้านบาท		10,000
2) ขยายระยะเวลาในการเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลออกไป เช่น ก.ย.ค. จากเดิมภายในเดือน พ.ค. ไปเป็นภายใน 31 ส.ค. 2020 และ ก.ย.ค. 51 จากเดิมในเดือน ส.ค. ขยายออกไปภายใน 30 ก.ย. 2020		
3) ยืดการเสียภาษีสรรพสามิตให้ผู้ประกอบการอุตสาหกรรมน้ำมันและผลิตภัณฑ์น้ำมัน เป็นระยะเวลา 3 เดือน		
4) เลื่อนกำหนดเวลาขึ้นแบบและชำระภาษีทุกประเภทเป็นระยะเวลา 1 เดือน		
5) ยกเว้นอากรขาเข้าสินค้าที่ใช้รักษาโรคและป้องกันโรคโควิด-19 เป็นระยะเวลา 6 เดือนถึงช่วงก.ย. 2020		
6) เลื่อนการขึ้นแบบภาษีและชำระภาษีสถานบริการออกไปอีก 3 เดือน ตั้งแต่ 1 มี.ค. - 31 พ.ค. 2020 โดยให้เสียภาษี 15 ก.ค. 2020 แทน		
7) ยกเว้นภาษีและลดค่าธรรมเนียมการปรับปรุงโครงสร้างหนี้		

สรุปมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศไทย			วงเงินรวม (ล้านบาท)
มาตรการระยะที่ 3	7/4/2020	คณะรัฐมนตรีมีมติเห็นชอบ	1,000,000
		1) ร่าง พ.ร.ก. ให้อำนาจกระทรวงการคลังกู้เงินเพื่อแก้ไขปัญหา เยียวยา และฟื้นฟูเศรษฐกิจและสังคมที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (ร่าง พ.ร.ก. กู้เงินฯ) โดยมีวงเงินกู้ไม่เกิน 1,000,000 ล้านบาท	
		1.1) วงเงิน 600,000 ล้านบาท เพื่อช่วยเหลือ และเยียวยาประชาชนที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 และด้านการแพทย์และสาธารณสุข เพื่อแก้ไขปัญหาการระบาดจาก COVID-19 เช่น มาตรการเยียวยาแรงงาน ลูกจ้าง และผู้ประกอบการอาชีพอิสระและเกษตรกร เด็ก คนพิการ และผู้สูงอายุ	
		1.2) วงเงิน 400,000 ล้านบาท โดยครอบคลุมการเพิ่มศักยภาพ และยกระดับการค้า การผลิต และการบริการ ในสาขาเศรษฐกิจที่สำคัญของประเทศและในระดับพื้นที่ รวมถึงการพัฒนาการโครงสร้างพื้นฐานในชุมชน และการส่งเสริมและกระตุ้นการบริโภคภาคครัวเรือนและเอกชน	
		2) ร่าง พ.ร.ก. การให้ความช่วยเหลือทางการเงินแก่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา โดย ธปท. จะจัดสรร Soft Loan วงเงิน 500,000 ล้านบาท ในอัตราดอกเบี้ย 0.01% ต่อปี ให้แก่ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินเฉพาะกิจ เพื่อให้นำไปปล่อยสินเชื่อให้แก่ธุรกิจ SMEs ที่ดำเนินธุรกิจในประเทศและมีวงเงินสินเชื่อไม่เกิน 500 ล้านบาท และมีสถานะผ่อนชำระปกติ (ยังไม่เป็น NPL ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2019) อีกทั้งเห็นชอบการเลื่อนกำหนดการชำระหนี้ (ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย) สำหรับธุรกิจ SMEs (ที่มีวงเงินสินเชื่อไม่เกิน 100 ล้านบาท) เป็นระยะเวลา 6 เดือน โดยไม่นับว่าเป็นการเสียประวัติข้อมูลเครดิต เพื่อช่วยให้ SMEs มีสภาพคล่อง	ให้อำนาจ ธปท. บริหารจัดการ
		3) ร่าง พ.ร.ก. การสนับสนุนสภาพคล่องเพื่อดูแลเสถียรภาพตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน โดย ธปท. และกระทรวงการคลังเห็นควรจัดตั้งกองทุนเสริมสภาพคล่องตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน (BSF: Corporate Bond Stabilization Fund) วงเงิน 400,000 ล้านบาท เพื่อเป็นแหล่งเงินสำรองชั่วคราว (Bridge Financing) สำหรับเข้าไปซื้อตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทที่มีคุณภาพดี ที่มีตราสารหนี้ครบกำหนดชำระในช่วงปี 2020-21	ให้อำนาจ ธปท. บริหารจัดการ
		นอกจากนี้ กรม. ยังได้เห็นชอบในมาตรการเพิ่มเติม	
		1) ปรับลดอัตรานำส่งเงินสมทบกองทุนฟื้นฟู (FIDF) เป็นการชั่วคราว จากเดิมที่ 0.46% ของฐานเงินฝาก เหลือ 0.23% เป็นระยะเวลา 2 ปี เพื่อให้สถาบันการเงินไปปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่กู้ยืมแก่ภาคเอกชนทันที	
		2) ขยายวงเงินคุ้มครองเงินฝากที่ระดับ 5 ล้านบาท ไปจนถึงวันที่ 10 ส.ค. 2021 และ	ให้ ธปท. และ
		3) สนับสนุนให้อำนาจออมสินปล่อยสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำสำหรับผู้ประกอบการที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (Non-banks)	หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง บริหารจัดการ

ที่มา: Various Sources รวบรวมโดยกองทุนบัวหลวง

## ■ ความเสี่ยง

หากวิเคราะห์โครงสร้างทางเศรษฐกิจมหภาคของประเทศไทยจะพบว่า ไทยมีการส่งออกและการท่องเที่ยวเป็นแรงขับเคลื่อนหลัก ทั้งสองส่วนรวมกันมีมูลค่าราว 9.4 ล้านล้านบาทหรือคิดเป็นสัดส่วนกว่าครึ่งของ GDP ประเทศ หากในปีใดที่เศรษฐกิจโลกขยายตัวดี เศรษฐกิจไทยจะได้รับอานิสงส์ตามไปด้วย แต่หากเศรษฐกิจโลกหดตัว ประเทศไทยซึ่งถือว่าเป็นประเทศขนาดเล็กและมีระบบเศรษฐกิจเปิด (Small-opened Economy) ก็จะพลอยฟ้าพลอยฝนตามไปด้วย

ในช่วงสองสามปีที่ผ่านมาโลกประสบกับสถานการณ์ทางการเมืองที่เกินคาดเดา ไม่ว่าจะเป็นเหตุการณ์สงครามทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯในปี 2018 และสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ในปี 2020 ทั้ง

สองเหตุการณ์กระทบกับกลไกหลักของเศรษฐกิจไทยเข้าอย่างจัง การปิดประเทศในช่วงเดือน เม.ย. ในปี 2020 ส่งผลให้ไม่มีนักท่องเที่ยวและไม่มีเม็ดเงินท่องเที่ยวจากต่างประเทศ จากปกติที่ประเทศไทยจะได้รับเม็ดเงินจากการท่องเที่ยวประมาณ 2 แสนล้านบาทต่อเดือน สองปรากฏการณ์ข้างต้นถือว่าการตั้งคำถามใหญ่ให้กับรัฐบาลว่า โครงสร้างเศรษฐกิจที่ “พึ่งพิง” ประเทศอื่นมากเกินไป เหมาะสมกับบริบทของโลกในขณะนี้หรือไม่ รัฐบาลจะขับเคลื่อนนโยบายเศรษฐกิจให้ไปในทิศทางใดเพื่อที่จะให้แน่ใจว่าในวันที่โลกเกิดความวุ่นวาย เศรษฐกิจไทยจะยังแข็งแกร่งพอที่จะสามารถยืนด้วยขาตัวเอง

#### ■ BBLAM's View

เรามองว่ารัฐบาลคือความหวังเดียวที่จะช่วยกำหนดทิศทางของเศรษฐกิจไทยภายหลัง COVID-19 เราอยากเห็นนโยบาย/มาตรการในรายอุตสาหกรรมที่เป็นรูปธรรมและมุ่งไปสู่การเติบโตและแข็งแกร่งจากภายใน เพื่อให้ประเทศมีสมดุลย์ทางเศรษฐกิจไม่พึ่งพาต่างประเทศมากเกินไป

#### ■ Economic Projection

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Economic Activity</b>					
Real GDP (YoY%)	4.1	4.2	2.4	-8.0	6.5
CPI (YoY%)	0.7	1.1	0.7	-0.5	0.5
Unemployment (%)	1.2	1.1	1.0	2.2	1.5
<b>External Balance</b>					
Curr. Acct. (% of GDP)	9.6	5.6	6.8	3.1	5.4
<b>Fiscal Balance</b>					
Budget (% of GDP)	-3.5	-2.5	-2.8	-5.9	-3.9
<b>Interest Rates</b>					
Central Bank Rate (%)	1.50	1.75	1.25	0.50	0.50
3-Month Rate (%)	1.57	1.86	1.37	0.41	0.43
2-Year Note (%)	1.46	1.75	1.16	0.18	0.29
10-Year Note (%)	2.32	2.48	1.47	-0.66	-0.75
<b>Exchange Rates</b>					
USDTHB	32.57	32.33	29.71	31-32.5	31-32.5

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง

