HEALTHIER, LONGER,
BETTER LIVES

# “ปีแห่งการเปลี่ยนแปลง”

## —— 2023 Global Market Outlook

*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*

# เกริ่นนำ

> "เราคิดว่าจะมีโอกาสมากมายสำหรับกลุ่มสินทรัพย์ที่จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง"

**Shrikant Bhat**
**CEO, Investments-Linked and Pensions Business**

เงินเฟ้อที่ครั้งหนึ่งเคยถูกมองว่าจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว ระหว่างการปิดเมืองและข้อจำกัดจากโรคระบาดที่แพร่กระจายไปทั่วโลกในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ที่ทำให้ห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกหยุดชะงัก กลับกลายเป็นว่าเงินเฟ้อยังคงสูงอย่างต่อเนื่อง และยาวนานมากกว่าที่คิดไว้ในตอนแรก

เมื่อเวลาผ่านไป อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นได้เกาะแน่นมากขึ้นในระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกยังคงดำเนินต่อไป ประกอบกับอุปสงค์ในระดับสูงและความไม่แน่นอนด้านพลังงาน เป็นผลให้ธนาคารกลางสหรัฐ (เฟด) เริ่มลดปริมาณสินทรัพย์จากโครงการซื้อสินทรัพย์และกำหนดนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นเพื่อพยายามลดอัตราเงินเฟ้อ (ซึ่งเงินเฟ้อแตะระดับสูงสุดในรอบ 40 ปี)

เฟดเริ่มเปลี่ยนทิศทางและขึ้นอัตราดอกเบี้ยในเดือนมีนาคม 2022 ที่ 0.25% ก่อนจะปรับขึ้นอีก 0.50% ในเดือนพฤษภาคมแต่ดูเหมือนว่าระดับเงินเฟ้อยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ด้วยเหตุนี้ เฟดจึงปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างแข็งขันมากขึ้นที่ 0.75% ในการประชุม เฟดeral Open Market Committee (FOMC) 4 ครั้งถัดมา รวมเป็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3.75% ภายในระยะเวลาสั้นๆ เพียง 8 เดือน

ความเชื่อมั่นด้านความเสี่ยงดีขึ้นในเดือนหลังๆ ของปี 2022 เนื่องจากข้อมูลบ่งชี้ว่าอัตราเงินเฟ้ออาจถึงจุดสูงสุดแล้ว แม้ว่าอัตราเงินเฟ้ออาจอ่อนตัวลงจากระดับสูงสุด แต่ก็ดูเหมือนว่าจะยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าที่เราเคยเจอในทศวรรษที่ผ่านมา

ในการประชุม FOMC ครั้งสุดท้ายสำหรับปี 2022 ตลาดคาดว่าเฟดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่ 0.50% (ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2022 อยู่ที่ 4.25%-4.50%) อย่างไรก็ตาม เฟดยังคงคาดการณ์ว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องอีกในปี 2023 สู่ระดับ 5.1% และการปรับลดดอกเบี้ยจะเกิดขึ้นในปี 2024

ธนาคารกลางรายใหญ่ปฏิบัติตามเฟด (ยกเว้น Bank of Japan และ People's Bank of China) การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่องทำให้เห็นความผันผวนพุ่งสูงขึ้น โดยทั้งตราสารหนี้และตราสารทุนดิ่งลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งสวนทางกับภูมิปัญญาดั้งเดิมและทฤษฎีสหสัมพันธ์ ณ สิ้นปี 2022 ดัชนี MSCI World ลดลง 18.1% ในขณะที่ดัชนี Barclays Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return ลดลง 16.7%

เมื่อก้าวเข้าสู่ปี 2023 แรงกดดันจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดของธนาคารกลางรายใหญ่จะยังคงมีอยู่ต่อไป เนื่องจากนโยบายจะยังคงเข้มงวดเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อ เราคิดว่าการเติบโตของสหรัฐจะชะงัก กำไรของบริษัทจะลดลง และมาตรการลดค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องน่าจะนำไปสู่อัตราการว่างงานที่สูงขึ้น ซึ่งแปลว่ามีความเป็นไปได้สูงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วงประมาณกลางปี มูลค่าตราสารทุนอาจลงไปต่ำกว่าก่อนที่จะฟื้นตัว ในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 ในหน้าถัดไป เราจะเจาะลึกลงไปถึงโอกาสและความเสี่ยงข้างหน้าที่นักลงทุนควรคำนึง ในขณะที่พวกเขากำลังอยู่ในปีแห่งการเปลี่ยนแปลง

*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*

# เศรษฐกิจโลก – การดำเนินนโยบายการเงินที่ละเอียดอ่อนของเหล่าธนาคารกลาง

**เศรษฐกิจโลกมีความผันผวนตลอดช่วงสามปีที่ผ่านมา อันเป็นผลมาจากช่องว่างขนาดใหญ่ระหว่างอุปสงค์ที่เกิดจากการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลัง และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกที่ยืดเยื้อ**

ผลของอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวสูง กดดันให้บรรดาธนาคารกลางต้องปรับเปลี่ยนท่าทีการดำเนินนโยบายการเงิน จากนโยบายการเงินผ่อนคลาย (ธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ยังอัดฉีดเงินเข้าระบบเศรษฐกิจเมื่อต้นเดือนมีนาคม 2022) ไปสู่นโยบายการเงินที่เข้มงวดในระดับที่ "เพียงพอ" ที่จะควบคุมอัตราเงินเฟ้อได้ แต่คำว่า "เพียงพอ" หมายความว่าอย่างไร? คำตอบสำหรับคำถามนี้คือ: การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นไปสู่ระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral Rate) คำถามต่อมาจึงกลายเป็นว่า: อัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางอยู่ที่ระดับใด? ซึ่งไม่มีคำตอบที่ตรงไปตรงมา เนื่องจากมีวิธีในการคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางอยู่หลายวิธี ในมุมมองของเรา อัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางคืออัตราดอกเบี้ยที่สะท้อนถึงศักยภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจและการคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะยาว สำหรับสหรัฐฯ แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจระยะยาวน่าจะอยู่ที่ ~1.7% ต่อปี และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะยาวของตลาด (อ้างอิงจาก สวอปของอัตราเงินเฟ้อ 30 ปี) อยู่ที่ ~2.5% ณ สิ้นปี 2022 กล่าวอีกนัยหนึ่ง เราสามารถสันนิษฐานได้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลางของเฟดน่าจะอยู่ที่ระดับ ~4.2% ซึ่งเฟดเพิ่งจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาอยู่เหนือระดับนี้เมื่อเดือนธันวาคมที่ผ่านมา (เป็น 4.25%-4.50%) นั่นหมายความว่า เฟดยังต้องดำเนินการมากกว่านี้เพื่อควบคุมอุปสงค์ภายในประเทศอย่างมีประสิทธิภาพ

ในสรุปประมาณการเศรษฐกิจล่าสุด เฟด ส่งสัญญาณที่จะทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยรวมทั้งสิ้นอีก 0.75% เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยมาอยู่ในช่วง 5.00%-5.25% (ซึ่งทยอยปรับขึ้นในการประชุม 2-3 ครั้งถัดไป) และจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้จนถึงสิ้นปี 2023 แม้ว่าจะมีเหตุมากพอสมควรให้เฟดปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงครึ่งแรกของปี (เพื่อให้การควบคุมเงินเฟ้อเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ) แต่การคงอัตราดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปี ยังคงเป็นที่ถกเถียงกัน

ทั้งหมดนี้ขึ้นอยู่กับพัฒนาการของภาวะเงินเฟ้อและการจ้างงานในสหรัฐฯ สำหรับเงินเฟ้อ เฟดกังวลว่าค่าจ้างที่สูงขึ้นจะทำให้เงินเฟ้อทรงตัวอยู่สูงกว่าระดับเงินเฟ้อเป้าหมายยาวนานขึ้น

สมมติฐานคือการว่างงานจะยังคงอยู่ในระดับต่ำ (เฟดคาดการณ์อัตราการว่างงานอยู่ที่ระดับ 4.6% ณ สิ้นปี 2023 และ 2024) แต่จะเกิดอะไรขึ้น หากการว่างงานปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (ซึ่งมักเกิดขึ้นในช่วงภาวะถดถอย)

การปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินของเฟด จะมีความท้าทายมาก โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หากอัตราเงินเฟ้อปรับตัวลงมาอยู่ในระดับที่ไม่ไกลจากเป้าหมาย และในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ได้รับแรงหนุนมากขึ้นจากราคาสินค้าที่ปรับขึ้นตามมาภายหลัง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ที่พักอาศัย (คิดเป็น ~33% ของตะกร้า CPI) เราอาจกลับมาอยู่ในสถานการณ์ช่วงครึ่งหลังของปี 2023 ที่เงินเฟ้อกลับมาอยู่ในช่วง 3.0%-4.0% ในขณะที่อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้น ~2% มาอยู่ที่ระดับ 5.5%-6.0%

*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*

**เปรียบเทียบเงินเฟ้อแบบรวมที่อยู่อาศัย และเงินเฟ้อแบบไม่รวมที่อยู่อาศัย ของสหรัฐอเมริกา**

*Source: Macrobond, AIA*

**"หมายความว่า ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งปีหลังหรือไม่?**

## เห็นได้ชัดว่า สิ่งนี้เป็นการเปลี่ยนแปลงที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ยังไม่ได้พิจารณา ณ วันที่เตรียมรายงานฉบับนี้

อย่างเรก็ดี ถึงแม้ว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่เกิดขึ้นก่อนปี 2024 แต่ธรรมชาติของตลาดการเงินที่มักคาดการณ์ไปในอนาคตก็จะพิจารณาถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงินที่อาจจะมีขึ้น และเริ่มสะท้อนภาพการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2024 อย่างเร็วที่สุดในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 ซึ่งสิ่งนี้จะส่งผลดีต่อสินทรัพย์เติบโต (แม้ว่าเศรษฐกิจจะยังอยู่ในภาวะถดถอยก็ตาม)

จากข้อมูลสถิติในอดีต เราเห็นว่าหุ้นมักจะแตะระดับต่ำสุดในช่วงก่อนสิ้นสุดภาวะเศรษฐกิจถดถอย โดยมีเงื่อนไขว่าจะต้องเห็นนโยบายการเงินและนโยบายการคลังเข้ามากระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้น และสมมติว่าอัตราเงินเฟ้อเริ่มผ่อนคลาย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรฯ ณ ปัจจุบัน จะกลายเป็นการลงทุนที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุนระยะยาวอีกครั้ง โดยปัจจัยเสี่ยงด้านตลาดที่สำคัญคืออัตราเงินเฟ้อ (ว่าจะยืดเยื้อหรือไม่?) และผลกระทบที่ตามมาต่อการดำเนินนโยบายการเงิน

*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*

# จีน – ปีแห่งการเริ่มต้นใหม่

## ปี 2022 เป็นปีแห่งเหตุการณ์สำคัญในจีน โดยมีพัฒนาการที่โดดเด่น 2 ประการ ซึ่งส่งผลกระทบอย่างมากต่อมุมมองการลงทุนตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป คือ 1) จุดเปลี่ยนของนโยบาย Zero-Covid และ 2) บทสรุปของการประชุมสมัชชาแห่งชาติครั้งที่ 20 ของพรรคคอมมิวนิสต์จีน

ในมุมมองของเรา การผ่อนคลายนโยบาย Zero-Covid ของจีนจะช่วยขับเคลื่อนมุมมองการลงทุนในเชิงบวกของปีนี้ ในขณะที่ ผลจากการประชุมสมัชชาแห่งชาติของพรรคคอมมิวนิสต์จีน ครั้งที่ 20 ได้สนับสนุนมุมมองต่อแนวโน้มการเติบโตระยะยาวของจีนที่สมดุลมากขึ้น หลังจากปี 2023

## ในวันที่ 7 ธันวาคม 2022 รัฐบาลจีนประกาศผ่อนคลายนโยบาย Zero-Covid อย่างเป็นทางการ โดยคณะกรรมการสุขภาพแห่งชาติของจีนปรับลดระดับการจัดการ COVID-19 จากระดับ A เป็นระดับ B

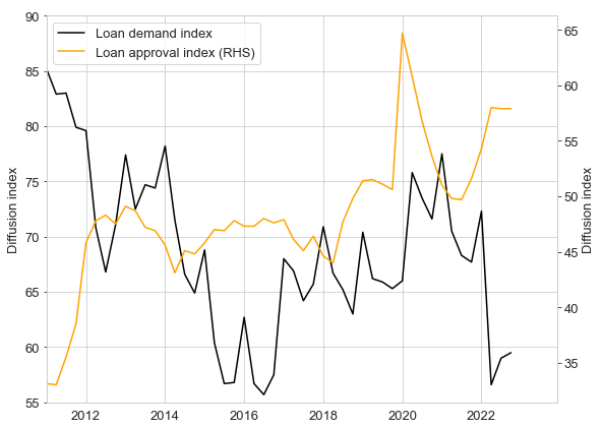
มาตรการกักตัวและล็อกดาวน์ในท้องถิ่นได้ถูกยกเลิกไปนับตั้งแต่วันที่มีการประกาศอย่างเป็นทางการ ในขณะที่การเปิดพรมแดนภายในประเทศและระหว่างประเทศค่อยๆ ดำเนินไป การยกเลิกนโยบาย Zero-Covid (อย่างที่ไม่มีใครคาดคิดมาก่อน) ทำให้เกิดการแพร่ระบาดครั้งใหญ่ในหัวเมืองใหญ่และเขตเมืองของจีน (ตามธรรมชาติการแพร่ระบาดของไวรัสสายพันธุ์ Omicron)

ในขณะที่เตรียมรายงานฉบับนี้ อัตราการติดเชื้อคาดว่าพุ่งสูงสุดในหัวเมืองใหญ่ที่มีการเคลื่อนย้ายประชากรฟื้นตัวอย่างโดดเด่น สำหรับในเมืองที่มีขนาดรองลงมาและพื้นที่ชนบทนั้น มีแนวโน้มจะพบอัตราการติดเชื้อสูงสุดที่ช้ากว่าในหัวเมืองใหญ่ ทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนอาจล่าช้าออกไปในระดับหนึ่ง ข้อมูลกิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนน่าจะแสดงถึงการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญภายหลังเทศกาลตรุษจีน (สัปดาห์สุดท้ายของเดือนมกราคม) ในขณะที่ราคาหุ้นจีนได้สะท้อนภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเข้าไปราคาหุ้นเรียบร้อยแล้ว โดย ณ สิ้นปี ดัชนี MSCI China Index ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง 30%+ จากระดับต่ำสุดเมื่อเดือนตุลาคม อย่างไรก็ดี ดัชนีหุ้นจีนยังปรับตัวลดลงมากกว่า 20% ในปี 2022

## ความต้องการที่ถูกกักไว้ (pent-up demand) มีแนวโน้มที่จะผลักดันการบริโภคภายในประเทศให้ฟื้นตัวในปี 2023 ซึ่งจะช่วยชดเชยกับกิจกรรมการผลิตเพื่อการส่งออกที่ชะลอตัวลง เนื่องจากอุปสงค์ในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วที่อ่อนแอลง

นอกจากนี้ รัฐบาลปักกิ่งยังได้ส่งสัญญาณการผ่อนคลายนโยบายอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับบริษัทแพลตฟอร์มอินเทอร์เน็ตและตลาดอสังหาริมทรัพย์ สำหรับภาคอสังหาริมทรัพย์ รัฐบาลได้ประกาศนโยบายสินเชื่อใหม่เพื่อส่งเสริมการขายที่อยู่อาศัย โดยขณะนี้ธนาคารได้รับอนุญาตให้ลดอัตราดอกเบี้ยจำนองสำหรับผู้ซื้อบ้านหลังแรกในเมืองที่ราคาบ้านลดลงเป็นเวลาอย่างน้อยสามเดือนติดต่อกัน นอกจากนี้ ยังมีรายงานจากสื่อบางแห่งว่ารัฐบาลอาจย้อนกลับหรือเลื่อนกำหนดเส้นตายของนโยบาย "เส้นสีแดงสามเส้น (three red lines)" ซึ่งออกแบบมาเพื่อป้องกันการก่อหนี้ของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่า สิ่งนี้จะเป็นการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของภาคอสังหาริมทรัพย์จีน) ทั้งนี้ รัฐบาลกลางของจีนกำลังพยายามแก้ไขปัญหาวงจรเศรษฐกิจขาลงด้วยมาตรการต่างๆ ข้างต้น กล่าวคือ การพยายามแก้ปัญหาการขาดแคลนอุปสงค์สินเชื่อมากกว่าการขาดแคลนอุปทานสินเชื่อ ซึ่งเป็นตัวฉุดรั้งการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปัจจุบัน

**ความต้องการเงินกู้และการอนุมัติสินเชื่อของจีน**



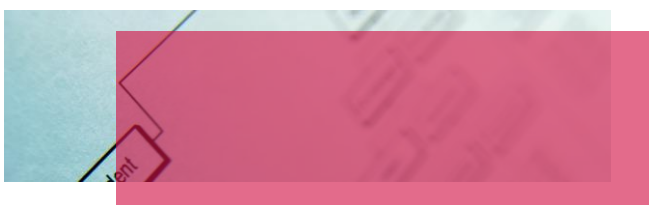

*Source: Macrobond, AIA*

## นโยบายการคลังและนโยบายการเงิน ยังมีแนวโน้มที่จะสนับสนุนเศรษฐกิจต่อไป อย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกของปี 2023

Liu Kun รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังกล่าวว่ากระทรวงจะยกระดับนโยบายการคลังเชิงรุกในปีนี้ผ่านการขยายรายจ่ายทางการคลัง ส่งเสริมการลงทุนพันธบัตรพิเศษ และโอนเงินจากส่วนกลางไปยังรัฐบาลท้องถิ่นมากขึ้น ในขณะที่ธนาคารกลางของจีน (PBoC) ย้ำถึงความตั้งใจที่จะใช้เครื่องมือนโยบายการเงินต่างๆ เพื่อรักษาสภาพคล่องให้เพียงพอในปี 2023 อีกทั้ง จะใช้มาตรการเพิ่มเติมเพื่อลดต้นทุนทางการเงิน เพิ่มความคาดหวังของตลาดเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยที่มากขึ้น และปรับลดอัตราส่วนสินทรัพย์สภาพคล่อง (Required Reserve Ratio: RRR) โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะยาวสำหรับลูกค้าชั้นดี 1 ปี (Loan Prime Rate: LPR) และ RRR อยู่ที่ 3.65% และ 11.0% ตามลำดับ ณ วันที่เตรียมรายงานฉบับนี้

## มุมมองระยะกลางถึงระยะยาวต่อจีน ค่อนข้างสมดุล โดยเน้นลงทุนด้วยความระมัดระวัง

การประชุมสมัชชาใหญ่ของพรรคครั้งที่ 20 นั้น เป็นเวทีที่ใช้ประกาศการแต่งตั้งผู้นำสูงสุด 7 คน ในคณะกรรมการประจำโปลิตบูโร ในขณะที่ นโยบายเศรษฐกิจและสังคมเฉพาะจะถูกประกาศในสภาประชาชนแห่งชาติ ที่จะจัดขึ้นครั้งต่อไปในเดือนมีนาคม 2023 ตลาดตีความว่า ภายใต้การนำของคณะกรรมการโปลิตบูโรชุดใหม่นี้ คือ ธีมหลักที่เคยถูกกำหนดไว้ในแผนพัฒนา 5 ปี (Five Year Plan: FYP) ครั้งที่ 14 ประจำปี 2021-2025 มีแนวโน้มที่จะดำเนินต่อไป โดยคาดว่าจะถูกขยายไปจนถึงแผนพัฒนา 5 ปี ในครั้งต่อๆ ไปด้วย สำหรับด้านการลงทุน ความเจริญรุ่งเรืองร่วมกัน (Common Prosperity) และการปรับปรุงจีนให้ทันสมัย (China Modernization) เป็นสองธีมหลักที่ถูกเน้นให้ความสำคัญ ในขณะเดียวกัน ความมั่นคงของประเทศและความมั่นคงทางสังคม (รวมถึงความปลอดภัยของห่วงโซ่อุปทาน) กลายเป็นสิ่งที่มีความสำคัญมากขึ้น ภายหลังการประชุมสมัชชาใหญ่ของพรรคครั้งที่ 20 ที่ผ่านมา



## "บ้านมีไว้เพื่อการอยู่อาศัย ไม่ใช่เพื่อการเก็งกำไร" เป็นแนวทางหลักของรัฐบาลจีนในการปรับโฉมหน้าของตลาดอสังหาริมทรัพย์ ราคาอสังหาริมทรัพย์ที่สูงจูงใจให้ภาคครัวเรือนประหยัดมากขึ้นเพื่อให้เพียงพอกับค่าที่อยู่อาศัย และยังทำให้คนหนุ่มสาวและผู้ย้ายถิ่นไม่มีกำลังทรัพย์เพียงพอที่จะหาซื้อบ้านได้

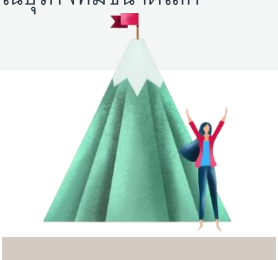
สิ่งนี้ขัดแย้งกับวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ของรัฐบาลกรุงปักกิ่งในความพยายามที่จะสร้างการเปลี่ยนผ่านไปสู่เศรษฐกิจที่ขับเคลื่อนด้วยการบริโภคภายในประเทศและความเจริญรุ่งเรืองร่วมกัน (Common Prosperity) ลดความไม่เท่าเทียมกันทางเศรษฐกิจลง ด้วยเหตุนี้ ผู้กำหนดนโยบายจึงพยายามอย่างแข็งขันในการที่จะปรับเปลี่ยนความคาดหวังและกลับสถานะของภาคอสังหาริมทรัพย์คืนสู่สถานะเดิม ซึ่งถูกนิยามว่าเป็นการซื้ออสังหาริมทรัพย์อย่างน้อยหนึ่งแห่งเพื่อเพิ่มมูลค่าเงินทุนแทนการสร้างรายได้จากค่าเช่า ซึ่งเป็นแนวปฏิบัติทั่วไปในจีนและเป็นตัวขับเคลื่อนหลักที่ทำให้ราคาอสังหาริมทรัพย์จีนปรับตัวสูงขึ้น ความรวดเร็วในการดำเนินนโยบายดังกล่าวในปี 2021 ประกอบกับอุปสงค์ที่ลดลงจากมาตรการ Zero-Covid ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนก้าวสู่ภาวะชะลอตัวอย่างรุนแรงในปี 2022 การล่มสลายของบรรดาโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และการขายที่ดินความสำคัญของระบบธนาคารเงา (Shadow Banking) ทำให้เกิดคำถามว่ารัฐบาลท้องถิ่นของจีนมีปัญหาทางการเงินซึ่งอาจก่อให้เกิดปฏิกิริยาลูกโซ่ต่อเศรษฐกิจในวงกว้าง ผ่านระบบการเงินแบบปิดของจีนหรือไม่?

## การผ่อนคลายมาตรการเหล่านี้มีขึ้นเพื่อหยุดยั้งการชะลอตัวที่มีความรุนแรงอย่างต่อเนื่องในตลาดอสังหาริมทรัพย์ ท่ามกลางความต้องการที่อยู่อาศัยที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ

อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ปกติที่เราคาดว่าเป็นไปได้ (base case) คือการปรับลดปริมาณหนี้สินของตลาดที่อยู่อาศัยของจีนจะยังคงดำเนินต่อไป เมื่อความเชื่อมั่นในตลาดที่อยู่อาศัยกลับมามีเสถียรภาพอีกครั้ง ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของรัฐวิสาหกิจมีแนวโน้มที่จะเป็นตัวแทนสำคัญของการปฏิรูปในครั้งนี้ โดยร่วมมือกับรัฐบาลกลางในการประสานงานและปฏิบัติตามนโยบายสาธารณะ ซึ่งเป็นโครงสร้างที่เห็นได้ชัดในประเทศเศรษฐกิจที่ก้าวหน้ากว่า อาทิ สิงคโปร์ นอกจากนี้ ควรให้ความสำคัญกับการปรับปรุงคุณภาพที่อยู่อาศัยและความสามารถในการจับจ่ายซื้อได้ ผ่านกลไกราคาค่าเช่าที่อยู่อาศัยที่เหมาะสม อีกทั้ง ลดแรงจูงใจในการกู้ยืมเงินในภาคอสังหาริมทรัพย์ (และเมื่อตลาดมีเสถียรภาพมากขึ้น ควรนำเรื่องภาษีทรัพย์สินกลับมาพิจารณาอีกครั้ง)

การเติบโตในระยะยาวของจีนมีแนวโน้มลดลงตามจำนวนประชากรผู้สูงอายุที่เพิ่มมากขึ้นเช่นเดียวกับประเทศอื่นๆ การลดการพึ่งพิงภาคอสังหาริมทรัพย์จะช่วยให้การจัดสรรทรัพยากรมีประสิทธิภาพมากขึ้น (ทั้งในส่วนของแรงงานและเงินทุน) ช่วยให้ภาคการบริโภคภายในประเทศกลายเป็นกลไกหลักของการเติบโตทางเศรษฐกิจ ในขณะเดียวกัน การพัฒนาอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเพิ่มสูง (value-added industry) และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับพลังงานหมุนเวียนจะช่วยเพิ่มผลิตผลโดยรวมของประเทศ และสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาว การมีส่วนร่วมของทุนรัฐในอุตสาหกรรมเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญ (ที่ช่วยสนับสนุนวัตถุประสงค์ของรัฐบาลกลาง) จะเพิ่มมากขึ้น (ตัวอย่างหนึ่งคือส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มมากขึ้นของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นรัฐวิสาหกิจ)

นัยสำคัญต่อภาพการลงทุนโดยรวม คือการเติบโตของเศรษฐกิจจีนจะช้าลงในระยะยาว และจะเน้นที่คุณภาพมากกว่าปริมาณ ตลาดการเงินจะมีประสิทธิภาพมากขึ้นในการจัดสรรทรัพยากรทางการเงินไปสู่ภาคธุรกิจและบริษัทที่มีประสิทธิผลสูง รัฐวิสาหกิจของจีนในหลากหลายธุรกิจจะกลับมาอยู่ในสายตาของเหล่านักลงทุนอีกครั้ง โดยนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในบริษัทที่มีการเติบโตที่สูง จะต้องมองหาการลงทุนในธุรกิจที่มีขนาดเล็ก



*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*

# อาเซียน (ASEAN)

**อาเซียน** ตลาดหุ้นในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกวันออกเฉียงใต้ หรืออาเซียน สามารถยืนหยัดต่อสถานการณ์ความผันผวนในปี 2022 ได้เป็นอย่างดี ประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคอาเซียนได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลังจากที่ได้มีการเปิดเมืองอีกครั้งหลังจากสถานการณ์ Covid-19 สำหรับกลุ่มประเทศผู้ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ (อาทิ มาเลเซียและอินโดนีเซีย) ได้รับอานิสงส์จากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2022 ส่งผลให้มูลค่าการส่งออกปรับตัวสูงขึ้น

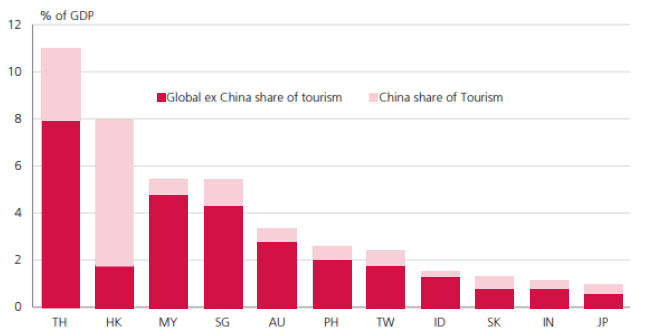
เงินเฟ้อในภูมิภาคอาเซียนปรับตัวสูงขึ้นในช่วงปี 2022 เฉกเช่นเดียวกับแนวโน้มเงินเฟ้อทั่วโลก อย่างไรก็ดี ธนาคารกลางของแต่ละประเทศสามารถรับมือและควบคุมเงินเฟ้อได้อย่างทันท่วงที ผ่านการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายหลายครั้ง ในขณะที่การส่งผ่านนโยบายการคลังผ่านการให้เงินอุดหนุนและเงินชดเชยต่างๆ ช่วยบรรเทาผลกระทบจากภาวะเงินเฟ้อสูงต่อการบริโภคภายในประเทศ ดังนั้น หุ้นอาเซียนจึงปรับตัวลดลงน้อยกว่าหุ้นในภูมิภาคอื่นๆ แม้ว่าอาจจะได้รับผลกระทบจากสกุลเงินดอลล่าร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นมาก (หากเปรียบเทียบกับสกุลเงินต่างๆ ในกลุ่มประเทศอาเซียน) อย่างไรก็ดี เราคาดว่าจะเห็นแนวโน้มนี้กลับคืนสู่สภาวะปกติในปี 2023

สำหรับปี 2023 นี้ เรายังคงมุมมองที่ให้น้ำหนักการลงทุนตามปกติ (neutral view) ในหุ้นอาเซียน โดยจะเน้นเลือกลงทุนเฉพาะในบางกลุ่มประเทศ โดยหากพิจารณาปัจจัยเชิงบวกการเปิดเมืองของจีน จะช่วยส่งเสริมให้เกิดความมั่นใจในการลงทุนภายในภูมิภาคเพิ่มขึ้นอย่างแน่นอน ประเทศไทยเป็นประเทศหลักที่จะได้รับประโยชน์จากการกลับมาของนักท่องเที่ยวชาวจีน และประเทศที่ได้รับอานิสงส์รองลงมา ได้แก่ สิงคโปร์ และตามมาด้วยประเทศอื่นๆ ภายในภูมิภาค การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของจีน จะช่วยขับเคลื่อนให้เกิดการค้าระหว่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยคาดว่าจะเห็นผลในช่วงครึ่งหลังของปี 2023 เนื่องจากตัวเลขเศรษฐกิจของจีนยังอยู่ในระดับต่ำ หลังจากเพิ่งออกจากนโยบาย Zero-Covid อีกทั้ง ยังมีปัจจัยเรื่องการชะลอตัวด้านอุปสงค์ของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

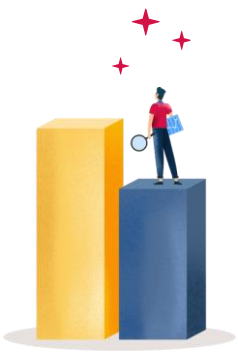
ในขณะที่สหรัฐฯ กำลังก้าวเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย เราคาดว่าความต้องการบริโภคของกลุ่มประเทศพัฒนาและการค้าทั่วโลกที่ชะลอตัวลง จะส่งผลมากกว่า การฟื้นตัวของความต้องการการนำเข้าสินค้าของจีน ส่งผลกดดันต่อเศรษฐกิจอาเซียนได้ ในขณะที่แนวโน้มการเปิดเมืองดูจะดำเนินต่อไปในปี 2023

นอกจากนั้น ธนาคารกลางของบางประเทศยังอยู่ในรอบวัฏจักรของการปรับอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นอยู่ ซึ่งนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดว่าจะจบวัฏจักรการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงไตรมาส 2/2023 – ไตรมาส 3/2023 ดังนั้น ผลกระทบจากต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นจะปรากฏเด่นชัดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ส่งผลกดดันต่อการลงทุนและการบริโภค

**ไทยคาดว่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุด จากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีน**

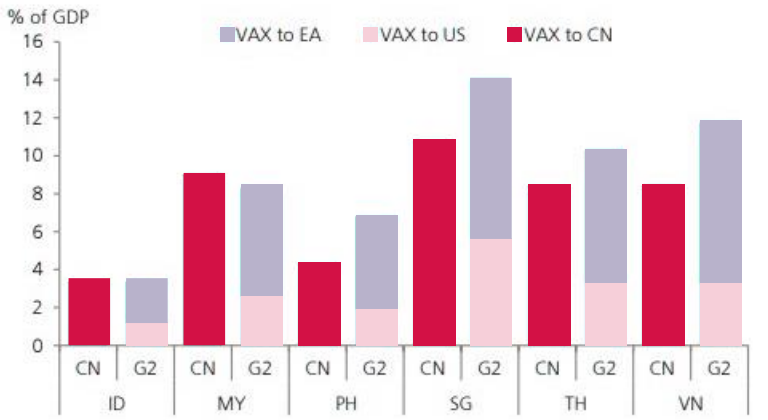



Source: UBS estimates, Bloomberg



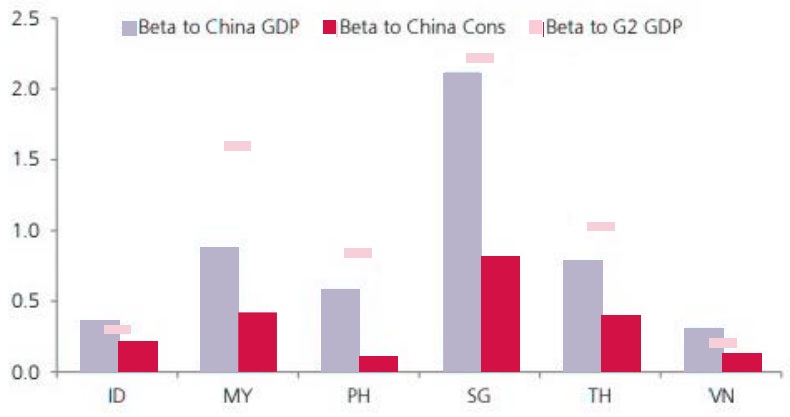
*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*

## สัดส่วนการส่งออกสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่ม (value-added) ที่ถูกนับรวมอยู่ในอุปสงค์ขั้นสุดท้าย




Source: OECD TiVA 2021, UBSe. Note: We assume constant shares of domestic VA exports per unit of foreign final demand as the OECD TiVA database has data up to 2018, and re-weight VA exports by UBS' forecasts of foreign final demand in 2023.

- VAX = Value added exports, VA = Value added, EA = Euro area



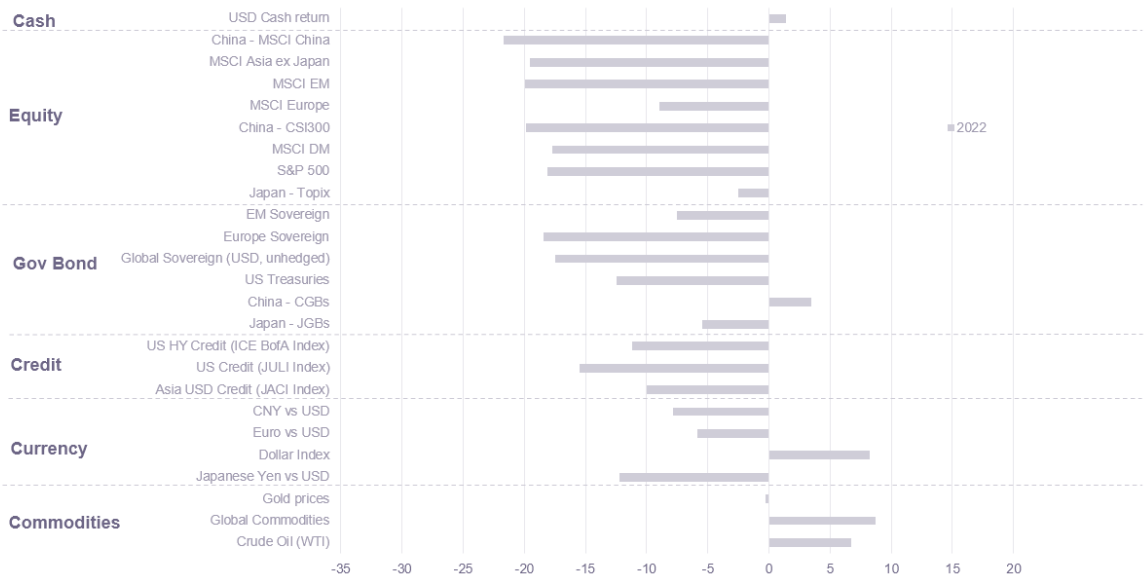

Source: Haver, UBSe

## ความอ่อนไหวของเศรษฐกิจอาเซียนต่อเศรษฐกิจจีนและการบริโภคของจีน

# มุมมองการลงทุนที่สำคัญ

**ปี 2022 เป็นปีที่การจัดสรรสินทรัพย์การลงทุน ไม่สามารถหาสินทรัพย์ใดมาเป็นหลุมหลบภัยหรือซ่อนตัวได้เลย เนื่องจากสินทรัพย์หลักๆ ส่วนใหญ่ล้วนปรับตัวลดลงอย่างมากตลอดทั้งปี**

เราประเมินว่าปี 2023 จะเป็นปีของการรวม "จุดเปลี่ยนแปลง 3 ด้าน" ไม่ว่าจะเป็น จุดเปลี่ยนแปลงของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ จุดเปลี่ยนแปลงของการปรับทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ และจุดเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นของสินทรัพย์ต่างๆ (หากเปรียบเทียบกับปี 2022) อย่างไรก็ดี ในทุกช่วงเปลี่ยนผ่านของการเปลี่ยนแปลง มักจะต้องมีช่วงเวลาที่อ่อนตัวลงมาก่อนเสมอ เราประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเติบโตอย่างชะลอตัวลง ผลกำไรบริษัทจดทะเบียนจะปรับตัวลดลง นอกจากนั้น การตัดลดค่าใช้จ่ายต่างๆ คาดว่าจะส่งผลให้อัตราการว่างงานเพิ่มสูงขึ้น และโอกาสที่เศรษฐกิจจะถดถอยก็มีมากขึ้นในช่วงประมาณกลางปี



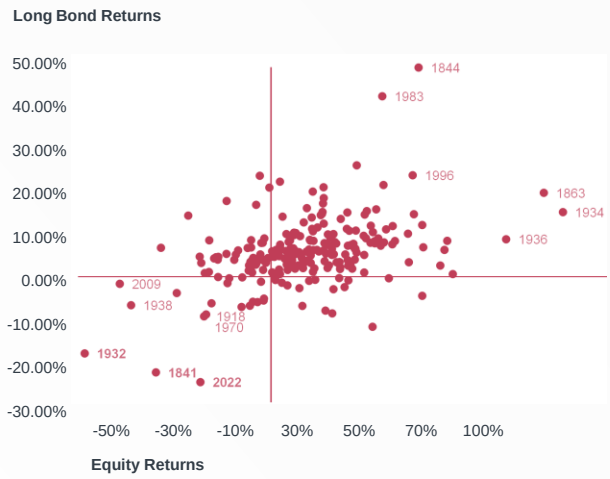

*Source: Bloomberg, AIA*
*Regional indices(e.g. MSCI EM, Global sovereign) denominated in USD, aggregated from unhedged local returns. As of 15 Dec 2022*

**เมื่อเงินเฟ้อเริ่มปรับลดลงอย่างรวดเร็ว และปรับตัวลงมาใกล้กับเป้าหมายเงินเฟ้อของธนาคารกลางสหรัฐฯ มากขึ้น (แม้จะยังอยู่สูงกว่าระดับเป้าหมายที่ 2%) ความสมดุลในการจัดลำดับความสำคัญของธนาคารกลางสหรัฐฯ จะเริ่มปรับเปลี่ยนมาเป็นการดูแลเศรษฐกิจแบบองค์รวมมากขึ้น ส่งผลต่อการดำเนินนโยบายการเงินต่อไปในอนาคต**

หมายความว่า ท่ามกลางเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างชะลอตัวลง และอัตราการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น เราประเมินว่า ธนาคารกลางสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะปรับเปลี่ยนการดำเนินนโยบายการเงินให้ตึงตัวน้อยลง กดดันอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นให้ปรับตัวลดลง ส่งผลให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (yield curve) กลับมาชันขึ้นอีกครั้ง

*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*

**ผลการดำเนินงานของหุ้นเปรียบเทียบกับตราสารหนี้ในแต่ละปีปฏิทิน**




*Source: Bloomberg, AIA*

ด้วยจุดเปลี่ยนต่างๆ เหล่านี้ เราประเมินว่ามีโอกาสเพิ่มขึ้นที่ผลตอบแทนของสินทรัพย์ต่างๆ จะฟื้นตัวกลับมา โดยเริ่มจากพันธบัตรรัฐบาล (โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะสั้น) ตามมาด้วยสินทรัพย์เสี่ยงอื่นๆ อาทิ หุ้นทั่วโลก หุ้นเอเชีย และหุ้นกู้ผลตอบแทนสูง (high-yield) โดยสินทรัพย์ต่างๆ อาจไม่จำเป็นต้องฟื้นตัวกลับมาในช่วงเวลาเดียวกัน ดังนั้นการกลับเข้าสู่ภาวะปกติของสินทรัพย์แต่ละประเภทและความสัมพันธ์กันของราคาสินทรัพย์ต่างๆ ในตลาดการเงิน จะไม่เหมือนกับที่เราได้เจอเมื่อปี 2022

## การปรับตัวของตลาดหุ้นตลอดปี 2022 ที่ผ่านมา ส่วนใหญ่เป็นผลจากการตอบสนองต่อแรงกดดันของภาวะเงินเฟ้อ การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ และทิศทางอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาล

เส้นอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ (yield curve) ปรับตัวสูงขึ้น และอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ระยะสั้นยังอยู่ในสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ระยะยาว (inverted) ในขณะที่ตราสารทุนปรับตัวลดลงจากการประเมินมูลค่าที่ลดลงเนื่องจากอัตราดอกเบี้ย (อัตราคิดลด) ที่ปรับตัวสูงขึ้น สำหรับปี 2023 เราประเมินว่าตลาดการเงินจะถูกขับเคลื่อนด้วยความกังวลเรื่องเงินเฟ้อน้อยลง แต่จะเปลี่ยนมาขับเคลื่อนด้วยความกังวลต่อแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจมากกว่า นั่นหมายความว่า ธุรกิจและอุตสาหกรรมที่สามารถทนทานต่อเศรษฐกิจที่ชะลอตัวได้ อาทิ บริษัทที่มีผลการดำเนินงานค่อนข้างสม่ำเสมอโดยไม่คำนึงถึงสภาพเศรษฐกิจ (defensive) และบริษัทที่ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (non-cyclicals) คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วงครึ่งแรกของปี ในขณะที่บริษัทที่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (cyclicals) และบริษัทเติบโตสูงคาดว่าจะฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

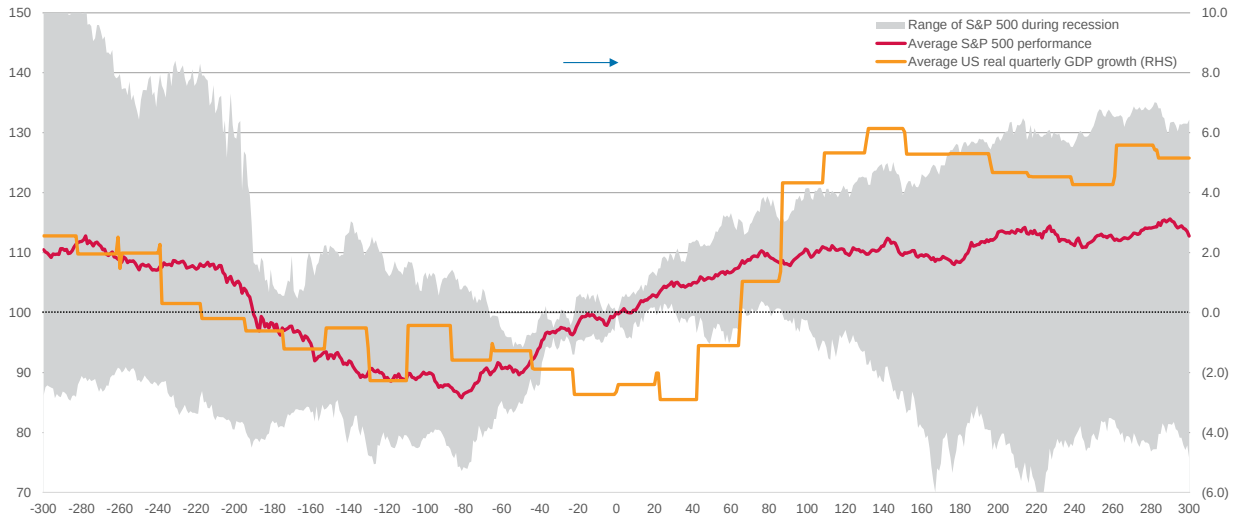
ในมุมมองการจัดสรรสินทรัพย์ เรายังให้น้ำหนักการลงทุนในหุ้นน้อยกว่าปกติ โดยการเปลี่ยนจากความกังวลเรื่องเงินเฟ้อสูงมาเป็นความกังวลเรื่องการเติบโตทางเศรษฐกิจยังไม่ได้เปลี่ยนมุมมองที่เรามีต่อหุ้น ซึ่งแตกต่างจากมุมมองที่เรามีต่อพันธบัตรรัฐบาล ในเชิงกลยุทธ์ระยะสั้น เราเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวเพื่อรับประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะปรับตัวลดลงจากระดับปัจจุบัน (กล่าวคือ ราคาของตราสารหนี้ที่ถือครองอยู่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น เมื่ออัตราผลตอบแทนปรับตัวลดลง)

นอกจากนั้น ภาวะเงินเฟ้อสูงยังส่งผลให้เงินสดและสินทรัพย์เทียบเท่ามีความน่าลงทุนมากขึ้น เนื่องจากปัจจุบันเงินสดให้ผลตอบแทนสูงมากกว่า 4% (สำหรับกองทุนตราสารเงินส่วนใหญ่) ดังนั้น ในการจัดสรรการลงทุนเชิงกลยุทธ์ระยะยาว จึงเหมาะสมที่จะแบ่งสัดส่วนการลงทุนส่วนหนึ่งมาลงทุนในเงินสด ซึ่งให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างสูงและแทบจะไม่มีความเสี่ยงขาลงเลย

พันธบัตรรัฐบาล (โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว) ยังน่าลงทุน หลังจากที่ yield ปรับตัวขึ้นหนือระดับ 4% เมื่อเดือนตุลาคมที่ผ่านมา (ซึ่งเป็นระดับที่ไม่ได้เห็นมา นับตั้งแต่วิกฤติการเงินโลกเมื่อปี 2008) เราเชื่อว่าปี 2023 จะเป็นปีที่เงินเฟ้อปรับตัวลดลง และจากการคาดการณ์ที่เชื่อว่าเงินเฟ้อจะปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วท่ามกลางการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ถดถอย ทั้งในระดับเศรษฐกิจมหภาคของสหรัฐฯ และในระดับบริษัทจดทะเบียน เราจึงประเมินว่า เส้นอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ (Yield Curve) ของสหรัฐฯ จะค่อยๆกลับมาปรับตัว

โดยอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรฯ คาดว่าจะปรับตัวต่ำลงในทุกช่วงอายุของตราสารหนี้ อีกทั้ง อัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ระยะสั้นจะปรับตัวลดลงมากกว่าตราสารหนี้ระยะยาว ทำให้เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) กลับมาชันขึ้นอีกครั้ง สะท้อนท่าทีของธนาคารกลางสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะพลิกกลับมาเป็นการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้น

จากภาพเศรษฐกิจมหภาคที่ได้กล่าวมาข้างต้น เราจึงยังมีมุมมองที่ไม่ได้สดใสมากนักต่อหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในช่วงครึ่งแรกของปี อย่างไรก็ดี เราคิดว่าหุ้นจะมีจุดเปลี่ยนในการปรับตัวขึ้นประมาณช่วงกลางปีนี้ โดย Forward P/E ณ ปัจจุบัน ยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยแท้จริงที่คาดว่าจะทรงตัวอยู่ในระดับสูงกว่า 1% ตลอดปีนี้ ทำให้เราเชื่อว่าราคาหุ้นน่าจะถูกกดดันให้ปรับตัวลดลงอีกจากระดับราคาปัจจุบัน ข้อสังเกตที่สำคัญคือ หุ้นมักปรับตัวลดลงอย่างมากเกือบทุกครั้งในช่วงกึ่งกลางภาวะเศรษฐกิจถดถอย ซึ่งเป็นช่วงที่บรรยากาศการลงทุนในตลาดหุ้นปกคลุมไปด้วยการคาดการณ์ในแง่ร้ายอย่างมากที่สุด และโดยปกติแล้ว หุ้นจะฟื้นตัวอีกครั้งหลังจากที่นักลงทุนเริ่มมองเห็นโอกาสที่สดใสของบริษัทจดทะเบียนมากขึ้น



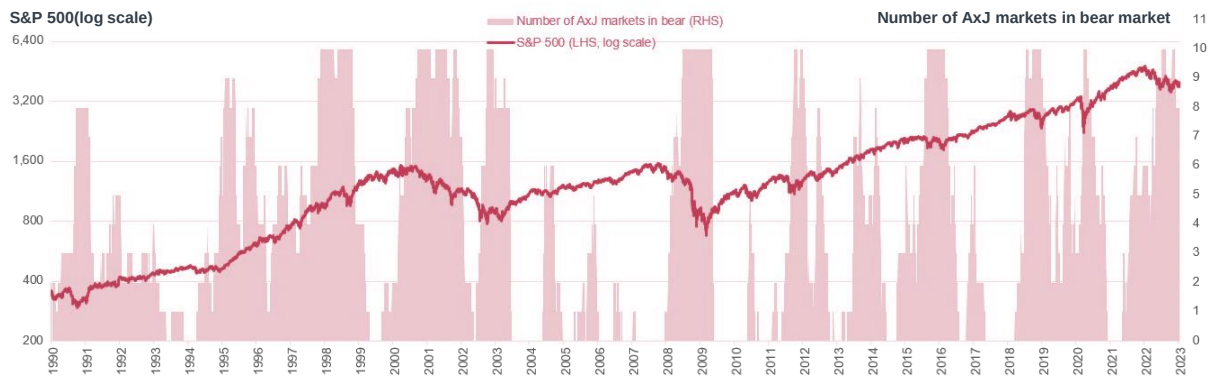

*Source: Bloomberg, AIA*

## สำหรับการลงทุนในหุ้น เราชอบการลงทุนในหุ้นเอเชีย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหุ้นจีนมากกว่าหุ้นกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

หุ้นจีนคาดว่าจะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากการเปิดเมืองและการผ่อนคลายนโยบายด้านอื่นๆ ที่เด่นชัดมากขึ้น แม้ว่าหุ้นจีนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในไตรมาส 4/2022 (ทั้งหุ้นจีน onshore และ offshore) แต่ก็เพิ่งจะกลับมาแตะระดับเดียวกันกับที่เคยเห็นในไตรมาส 3/2022 ปัจจุบัน หุ้นจีนซื้อขายกันที่ระดับ ~12 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง (~13.5 เท่า) และยังห่างไกลจากระดับราคาที่เคยเป็นที่ต้องการของนักลงทุนมากนัก การปรับลดคาดการณ์ผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนเริ่มเข้าใกล้จุดต่ำสุดแล้ว ทั้งในแง่อัตรากำไรต่อหุ้นและการปรับประมาณการ และเริ่มเป็นแนวโน้มขาขึ้นจากจุดต่ำสุดอีกครั้ง แนวโน้มหุ้นขาขึ้นนี้ คาดว่าจะถูกสนับสนุนด้วยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมหภาค อย่างไรก็ดี เนื่องจากหุ้นจีนปรับตัวขึ้นมาอย่างรวดเร็วตั้งแต่เดือนธันวาคม เราคาดว่าจะเห็นการปรับฐานลงบ้างและจะมีความผันผวนสูงขึ้นในระยะใกล้นี้ ขณะเดียวกัน ตลาดก็ปรับตัวสอดรับกับตัวเลขเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น ในช่วง 2-3 เดือนข้างหน้า

สำหรับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชีย ได้หวันและเกาหลี คาดว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ท้าทายในภาวะที่เศรษฐกิจสหรัฐฯและยุโรปชะลอตัว เนื่องจากตลาดหุ้นของประเทศเหล่านี้ มีความเชื่อมโยงและพึ่งพิงกับวัฏจักรเทคโนโลยี ในขณะที่ภูมิภาคอาเซียนยังสามารถยืนหยัดต้านทานการชะลอตัวของสหรัฐฯ และยุโรปได้ เนื่องจากได้รับอานิสงส์เชิงบวกจากการเปิดประเทศของจีน (โดยไทยคาดว่าจะได้รับอานิสงส์เชิงบวกมากที่สุดจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวตามมาด้วย มาเลเซีย)

อย่างไรก็ดี จากการศึกษาของเรา แสดงให้เห็นว่าตลาดหุ้นเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น) ยังเผชิญกับความท้าทายในการสร้างผลตอบแทนให้ดีกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในยามที่สหรัฐฯ กำลังอยู่ในช่วงตลาดขาลง ดังนั้น เรายังแนะนำสถานะการลงทุนตามปกติ (neutral) สำหรับหุ้นเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น) ในการจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์หลากหลายประเภท (ในขณะที่ เราให้น้ำหนักการลงทุนมากกว่าปกติในหุ้นเอเชีย หากเปรียบเทียบกับหุ้นกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว) จากความเสี่ยงที่มีโน้มเอียงไปในเชิงขาขึ้น




*Source: Factset, AIA*

# การจัดสรรการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ

| | Key Calls | Insights |
|---|---|---|
| | **ให้น้ำหนักการลงทุนในหุ้นน้อยกว่าปกติ ท่ามกลางการดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวและการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง** | ● การดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัวอย่างรวดเร็วของธนาคารกลางสหรัฐฯ และธนาคารกลางอื่นๆ ทำให้เกิดการคาดการณ์ว่าสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 2023 ค่อนข้างแน่นอน แม้ว่าเงินเฟ้อคาดว่าจะปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว<br>● ความเสี่ยงขาลงของหุ้น คาดว่ามาจากการประเมินมูลค่าหุ้นที่ปรับตัวลดลงและจากผลประกอบการณ์ที่อ่อนแอลง<br>● การปรับตัวลดลงของค่า P/E ในช่วงที่ผ่านมา เป็นการสะท้อนภาพการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่า ภาพแนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัว/หรือถดถอย และยังอยู่ในระดับที่สูงกว่า ค่า P/E ในช่วงตลาดหุ้นขาลงตามปกติเป็นอย่างมาก |
| | **ชอบหุ้นเอเชีย(ไม่รวมญี่ปุ่น) มากกว่าหุ้นโลก แต่ให้น้ำหนักการลงทุนตามปกติ (หากเปรียบเทียบกับดัชนีชี้วัด)** | ● หุ้นจีนคาดว่าจะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากการกลับมาเปิดเศรษฐกิจของจีน และการผ่อนคลายนโยบายด้านอื่นๆ เริ่มปรากฏชัดเจนมากขึ้น ถึงแม้ว่าหุ้นจีนจะปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในไตรมาส 4/2022 (ทั้งหุ้นจีน on-shore และ off-shore) แต่ก็เพิ่งกลับมาอยู่ในระดับที่เคยเห็นในไตรมาส 3/2022 เพียงเท่านั้น<br>● หุ้นจีนอาจมีความผันผวนมากในระยะสั้น อย่างไรก็ดี ราคาของหุ้นจีนถือว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสม อีกทั้งการปรับประมาณการผลกำไรบริษัทจดทะเบียนก็คาดว่าจะถูกปรับขึ้นด้วย<br>● ผลการดำเนินงานของตลาดหุ้นเอเชียเหนือ (ไม่รวมจีน) ยังมีความท้าทาย ท่ามกลางภาวะที่สหรัฐฯ และยุโรป กำลังอยู่ในช่วงเศรษฐกิจขาลง<br>● หุ้นอาเซียน คาดว่ายังสามารถทนแรงต้านทานได้ จากการได้รับอานิสงส์จากการเปิดประเทศของจีน อย่างไรก็ดี ผลบวกต่อเนื่อง อาจถูกกดดันจากความต้องการบริโภคที่ชะลอตัวจากกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว |
| | **ให้น้ำหนักการลงทุนมากกว่าปกติในตราสารหนี้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวน่าจะเข้าใกล้ระดับสูงสุดแล้ว** | ● อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวน่าจะเข้าใกล้ระดับสูงที่สุดแล้ว: อัตราดอกเบี้ยนโยบายก็ใกล้แตะระดับสูงสุด เงินเฟ้อก็ใกล้แตะระดับสูงสุด รวมทั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจก็อ่อนตัวลง<br>● อัตราผลตอบแทนพันธบัตรฯ เริ่มปรับตัวลดลงบ้างแล้ว และอาจปรับตัวลดลงอีกในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย |
| | **ให้น้ำหนักการลงทุนตามปกติในหุ้นกู้ระดับลงทุน** | ● ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (credit spread) คาดว่าจะปรับตัวกว้างขึ้น ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนที่อ่อนแอลง<br>● กรอบส่วนต่างอัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ส่งผลให้ผลตอบแทนจากหุ้นกู้ยังมีความท้าทายในระยะอันใกล้ อย่างไรก็ดี เราสามารถบรรเทาความเสี่ยงนี้ได้จากการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้น |
| | **ให้น้ำหนักการลงทุนมากกว่าปกติในหุ้นที่มีความผันผวนกับตลาดต่ำ (อาทิ หุ้นผันผวนต่ำ หุ้นปันผลสูง และหุ้นคุณภาพดี) และให้น้ำหนักการลงทุนมากกว่าปกติเล็กน้อยในหุ้นคุณค่า (value)** | ● จัดสรรการลงทุนเพิ่มขึ้นในหุ้นที่ผันผวนกับตลาดต่ำ (อาทิ หุ้นปันผล หุ้นผันผวนต่ำ) ซึ่งคาดว่าจะให้ผลตอบแทนดีกว่าดัชนีหลัก ภายใต้สถานการณ์เศรษฐกิจที่ชะลอตัว การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ เฟด และความไม่แน่นอนที่อยู่ในระดับสูง<br>● ชอบหุ้นคุณค่า (value) เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยแท้จริงคาดว่าเริ่มทรงตัวได้ แต่ยังอยู่เหนือระดับสูงกว่า 0% เล็กน้อย |

# คำสงวนสิทธิ์

***บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน เอไอเอ (ประเทศไทย) จำกัด***

*เอกสาร/เอกสารประกอบการนำเสนอฉบับนี้ ได้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น และไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับวัตถุประสงค์ในการลงทุน สถานการณ์ทางการเงิน และตอบสนองความต้องการของบุคคลใดบุคคลหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจง ไม่อาจตีความได้ว่าเป็นคำเสนอ, คำแนะนำ หรือคำชักชวนให้เข้าทำธุรกรรมหรือเป็นการยอมผูกพันตามธุรกรรมเพื่อป้องกันความเสี่ยง, การซื้อขาย หรือกลยุทธ์การลงทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือเครื่องมือทางการเงินอื่นใดซึ่งออกหรือบริหารจัดการโดยบริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุน เอไอเอ (ประเทศไทย) จำกัด ("บลจ.เอไอเอ") หรือบริษัทในเครือ ("กลุ่มบริษัท เอไอเอ") ที่อยู่ในเขตอำนาจตามกฎหมายของประเทศซึ่งไม่ได้รับมอบอำนาจให้ทำข้อเสนอดังกล่าวต่อบุคคล ไม่มีส่วนใดๆ ในเอกสาร/เอกสารประกอบการนำเสนอฉบับนี้ จะถูกตีความได้ว่าเป็นคำแนะนำในการลงทุน ภาษีอากร กฎหมาย หรือคำแนะนำอื่นๆ การอ้างอิงถึงหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่งโดยเฉพาะเจาะจงที่ปรากฏในเอกสาร ทำขึ้นเพื่อแสดงให้เห็นถึงการประยุกต์ใช้ซึ่งปรัชญาในการลงทุนของเราเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำแนะนำจากกลุ่มบริษัทเอไอเอ*

*ข้อมูลที่อยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ควรใช้เป็นหลักเพื่อการตัดสินใจลงทุน เอกสาร/เอกสารประกอบการนำเสนอฉบับนี้ ไม่ใช่เอกสารงานวิจัยและไม่ได้จัดทำขึ้นตามกฎหมายเพื่อส่งเสริมการพึ่งพาตนเองในการวิจัยเกี่ยวกับการลงทุน ข้อคิดเห็น และการกล่าวถึงหลักทรัพย์รายตัว เป็นไปเพื่อยกตัวอย่างประกอบการอธิบายเท่านั้น และไม่ได้เป็นตัวแทนของความเห็นจากทุกหน่วยงานในกลุ่มบริษัทเอไอเอ นอกจากนี้ บลจ.เอไอเอ ไม่รับรองหรือไม่รับประกันความน่าเชื่อถือ, ความถูกต้อง,และความครบถ้วนของข้อมูลแต่อย่างใด ความคิดเห็น, การคาดคะเน, การประมาณการ และข้อมูลอื่นๆ ในเอกสาร/เอกสารประกอบการนำเสนอฉบับนี้ เป็นของกลุ่มบริษัทเอไอเอ นับแต่วันที่ที่ลงในเอกสาร/เอกสารประกอบการนำเสนอฉบับนี้ และอาจถูกเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้โดยไม่ต้องบอกกล่าวล่วงหน้า*

*กลุ่มบริษัท เอไอเอ อาจมีส่วนได้เสียในหลักทรัพย์หรือตราสารที่กล่าวถึงในเอกสาร/เอกสารประกอบการนำเสนอฉบับนี้ การคาดคะเนใดๆ หรือเนื้อหาที่เกี่ยวกับเหตุการณ์ในอนาคตหรือผลการดำเนินงานของประเทศ, ตลาด, หรือบริษัทต่างๆ ไม่ได้แสดงถึง หรืออาจแตกต่างจากเหตุการณ์ หรือผลที่เกิดขึ้นจริง*

*ผลการดำเนินงานในอดีต และแนวโน้มหรือการคาดการณ์ทางเศรษฐกิจและตลาดใดๆ ไม่ได้แสดงถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของแผนการหรือสินทรัพย์ที่ลงทุน การลงทุนมีความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงความเสี่ยงที่อาจจะสูญเสียเงินต้น*

*บลจ.เอไอเอ และกลุ่มบริษัทเอไอเอ ซึ่งรวมถึงเจ้าหน้าที่และพนักงานของบริษัท จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายหรือสูญหายใดๆ รวมถึงการสูญเสียผลกำไร ไม่ว่าทั้งทางตรงและทางอ้อม ที่เกิดขึ้นจากการใช้หรือการอ้างอิงข้อมูลใดๆ ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะเป็นผลมาจากความประมาทเลินเล่อของ บลจ.เอไอเอ หรือไม่ก็ตาม*

*ท่านสามารถขอคำแนะนำเพิ่มเติมจากที่ปรึกษาการลงทุนก่อนทำการตัดสินใจลงทุน รวมถึงพิจารณาศึกษาอย่างรอบคอบถึงรูปแบบการลงทุนที่เหมาะสมกับท่าน อาทิ ทักษะด้านการลงทุน เงินทุน รูปแบบการลงทุนทั้งหมด*

*ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จะต้องไม่ถูกเปิดเผย ใช้ หรือเผยแพร่ ไม่ว่าทั้งหมด หรือบางส่วน รวมถึงต้องไม่ถูกทำซ้ำ คัดลอก หรือทำให้บุคคลอื่นเข้าถึงข้อมูลได้*

*เอกสาร/เอกสารประกอบการนำเสนอ ฉบับนี้ อาจจะถูกใช้ และ/หรือ รับมอบ ทั้งนี้เป็นไปตามกฎหมายที่ใช้บังคับในเขตอำนาจตามกฎหมายของประเทศของท่าน*



*ฉบับแปลภาษาไทย [แหล่งข้อมูล: AIA Investments]*