Global Economic Review

JUNE 2014

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 1/2014 หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี โดย Fed ชี้ว่าตลาดบ้านที่ไม่ฟื้นตัวตามคาดเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ
- เศรษฐกิจยูโรโซนไตรมาส 1/2014 ขยายตัวต่ำกว่าคาด โดยมีบางประเทศเศรษฐกิจกลับไปหดตัวอีกครั้ง
- ภาพรวมทางเศรษฐกิจของจีนอยู่ในช่วงชะลอตัว อีกทั้งภาคอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะตลาดบ้านยังคงซบเซา
- ปริมาณความต้องการบริโภคสินค้าล่วงหน้าในญี่ปุ่น (Front-loaded Demand) ก่อนมาตรการปรับขึ้นภาษี VAT นั้นมีมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์เอาไว้
- เศรษฐกิจไทยในไตรมาส 1/2014 หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤตน้ำท่วมใหญ่ในไตรมาส 4/2011 จากผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นสำคัญ
- อินเดียมีรัฐบาลใหม่ที่มีอำนาจเด็ดขาดในสภาหลังการเลือกตั้งครั้งใหญ่ในเดือนที่ผ่านมา ซึ่งนักลงทุนต่างให้ความเชื่อมั่นว่าจะพัฒนาเศรษฐกิจไปได้มาก

TISCO Economic Strategy Unit

JUNE 2014

Global Economic Review

Contents

- สรุปภาวะและแนวโน้มเศรษฐกิจ 3
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ 4
- เศรษฐกิจยูโรโซน 9
- เศรษฐกิจจีน 13
- เศรษฐกิจญี่ปุ่น 16
- เศรษฐกิจไทย 20
- อินเดียหลังการเลือกตั้ง 24

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ
คมศร ประกอบผล
ศรันต์ สุนันท์สถาพร
อภิชาติ วิศิษฏ์กิจการ
วี โกวิทยา
สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน
พิมลพรรณ ประวังสุข

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th
www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

สรุปภาวะและแนวโน้มเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 1/2014 หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี โดย Fed ชี้ว่าตลาดบ้านที่ไม่ฟื้นตัวตามคาดเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามเรายังคงคาดครึ่งปีหลังฟื้นตัวทั้งเศรษฐกิจโดยรวมและในตลาดบ้าน

เศรษฐกิจยูโรโซนไตรมาส 1/2014 ขยายตัวต่ำกว่าคาด โดยมีบางประเทศเศรษฐกิจกลับไปหดตัวอีกครั้ง นอกจากนี้ ตัวเลขการผลิตภาคอุตสาหกรรมในช่วงสองเดือนแรกของไตรมาส 2/2014 ก็ชี้ว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มแผ่วลง ขณะที่ภาวะเงินเฟ้อต่ำและการแข็งค่าของเงินยูโรยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ฉุดรั้งการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะถัดไป ส่งผลทำให้ธนาคารกลางยุโรปมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้นในเดือน มิ.ย. นี้

ภาพรวมทางเศรษฐกิจของจีนอยู่ในช่วงชะลอตัว อีกทั้งภาคอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะตลาดบ้านยังคงซบเซาแต่ราคาบ้านที่ลดลงอาจเป็นปัจจัยที่ดึงดูดให้ผู้บริโภคมีอุปสงค์ต่อการซื้อบ้านเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามยังคงมีปัจจัยที่ช่วยพยุงเศรษฐกิจไว้อยู่ ได้แก่การส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าหลัก และรัฐบาลจีนออกนโยบายเพื่อปฏิรูปเศรษฐกิจให้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยให้ความสำคัญต่อการเติบโตอย่างมั่นคงและมีเสถียรภาพ ทั้งนี้เรามองว่าเศรษฐกิจจีนในไตรมาส 2/2014 จะปรับตัวดีขึ้น

ปริมาณความต้องการบริโภคสินค้าล่วงหน้าในญี่ปุ่น (Front-loaded Demand) ก่อนมาตรการปรับขึ้นภาษี VAT นั้นมีมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์เอาไว้ ส่งผลทำให้ GDP ไตรมาส 1/2014 ออกมาดีกว่าคาด โดยที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 1 สามารถขยายตัวได้ 5.9% (ตลาดคาดขยายตัว 4.2%) ทั้งนี้ DB คาดว่าผลกระทบเชิงลบจากการหดตัวของการบริโภคที่เกิดขึ้นในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. จะส่งผลทำให้เศรษฐกิจหดตัวเพียงระยะเวลาอันสั้นเท่านั้น อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะสามารถฟื้นกลับมาขยายตัวได้อีกครั้งในไตรมาส 3 ของปีนี้

เศรษฐกิจไทยในไตรมาส 1/2014 หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤตน้ำท่วมใหญ่ในไตรมาส 4/2011 จากผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นสำคัญ อย่างไรก็ดี ภาวะเศรษฐกิจเดือน เม.ย. เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยรวมทรงตัวจากเดือนก่อนหน้า ทั้งอุปสงค์ภาคเอกชนในประเทศ รวมถึงภาคการผลิตและการส่งออก ขณะที่แรงกดดันเงินเฟ้อยังคงเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง

อินเดียมีรัฐบาลใหม่ที่มีอำนาจเด็ดขาดในสภาหลังการเลือกตั้งครั้งใหญ่ในเดือนที่ผ่านมา ซึ่งนักลงทุนต่างให้ความเชื่อมั่นว่าจะพัฒนาเศรษฐกิจไปได้มาก สะท้อนจากตลาดหุ้นและค่าเงินที่ตอบรับผลการเลือกตั้งอย่างดี อย่างไรก็ตาม รัฐบาลยังคงต้องเผชิญความท้าทายในการแก้ปัญหาเศรษฐกิจอีกหลายประการ ซึ่งอาจแบ่งการดำเนินนโยบายออกเป็นระยะสั้นและระยะกลาง เพื่อช่วยให้เศรษฐกิจอินเดียขับเคลื่อนไปได้อีกครั้ง

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 1/2014 หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี โดย Fed ชี้ว่าตลาดบ้านที่ไม่ฟื้นตัวตามคาดเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามเรายังคงคาดครึ่งปีหลังฟื้นตัวทั้งเศรษฐกิจโดยรวมและในตลาดบ้าน

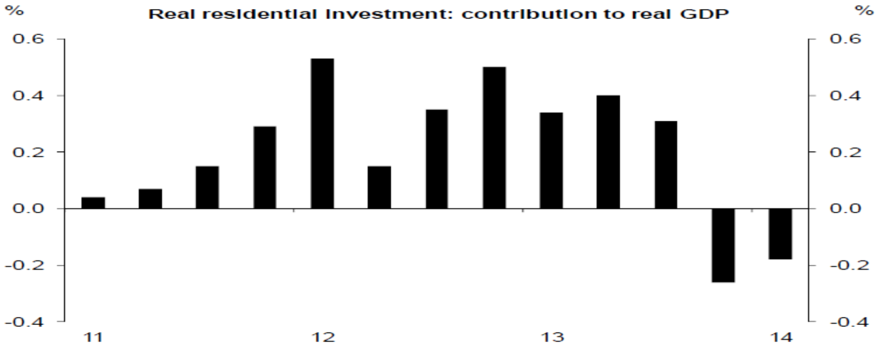
เศรษฐกิจสหรัฐฯ หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี

รายงานเศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 1/2014 ครั้งที่สอง ปรับลดลงเป็น -1.0% QoQ saar จากในรายงานครั้งแรกที่ 0.1% QoQ (vs. 2.6% ในไตรมาส 4/2013) และหดตัวกว่าที่ตลาดคาด นับเป็นการหดตัวครั้งแรกตั้งแต่ไตรมาส 1/2011

สินค้าคงคลัง (Inventories) เป็นตัวฉุดที่สำคัญ โดยถูกปรับลดลงเป็น 4.9 หมื่นล้านดอลลาร์ (จาก 8.7 หมื่นล้านฯ) ฉุด GDP ลง -1.6pts (จากเดิมฉุด GDP เพียง -0.5pts) นอกจากนี้ การก่อสร้างที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัย (-7.5% vs. +0.2% prev) และการนำเข้า (+0.7% vs. -1.4%) ฉุด GDP ลง -0.3pts ด้านกำไรของบริษัทในสหรัฐฯ ลดลง 9.8% QoQ ต่ำกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนถึง 3.0%

มองไปข้างหน้า เรามองว่าไตรมาส 2/2014 จะมีกิจกรรมทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นชดเชยไตรมาส 1 ที่ซบเซาจากผลของอากาศหนาวเย็น ประกอบกับรายงานตัวเลขเบื้องต้นของเดือน เม.ย. อาทิ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และการว่างงานที่ปรับตัวดีขึ้น DB จึงยังคงมองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวได้ 4.2% ในไตรมาส 2/2014 และขยายตัวมากกว่า 3% ในครึ่งปีหลัง

แผนภาพที่ 1: การลงทุนในที่อยู่อาศัยเป็นแรงฉุด GDP ในสองไตรมาสที่ผ่านมา



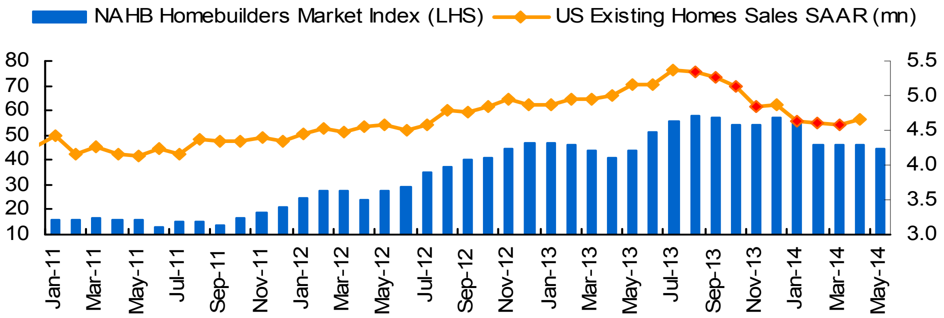
Source: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Fed มองตลาดบ้านชะลอตัว เป็นความเสี่ยงใหม่ต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

หลังจากที่ประธาน Fed นาง Janet Yellen กล่าวถึงความกังวลต่อตลาดแรงงานที่แม้จะฟื้นตัว แต่ยังคงมีปัญหา (Labor Slack) (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมใน GER เดือน เม.ย. 56) ในรายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินครั้งล่าสุด รวมทั้งการแถลงการณ์ของนาง Yellen ต่อคณะกรรมการทางเศรษฐกิจ (Joint Economic Committee) ยังได้ระบุว่า การฟื้นตัวของตลาดบ้านที่ไม่ดีเท่าที่ควร เป็นความเสี่ยงใหม่ต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ และอาจเป็นสัญญาณว่าอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอาจจะชะลอกว่าในระยะก่อน ซึ่งเป็นข้อสนับสนุนในการใช้นโยบายแบบผ่อนคลายต่อไปอีก ทั้งนี้ ความเสี่ยงในตลาดอสังหาฯเป็นความเสี่ยงที่ Fed ต้องจับตามอง

ยอดขายบ้านมือสอง ลดลงถึง 7 เดือนในรอบ 9 เดือนที่ผ่านมา และดัชนีความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้านไม่ฟื้นตัว

แผนภาพที่ 2: ยอดขายบ้านมือสอง ลดลงถึง 7 เดือนในรอบ 9 เดือนที่ผ่านมา และดัชนีความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้านไม่ฟื้นตัว

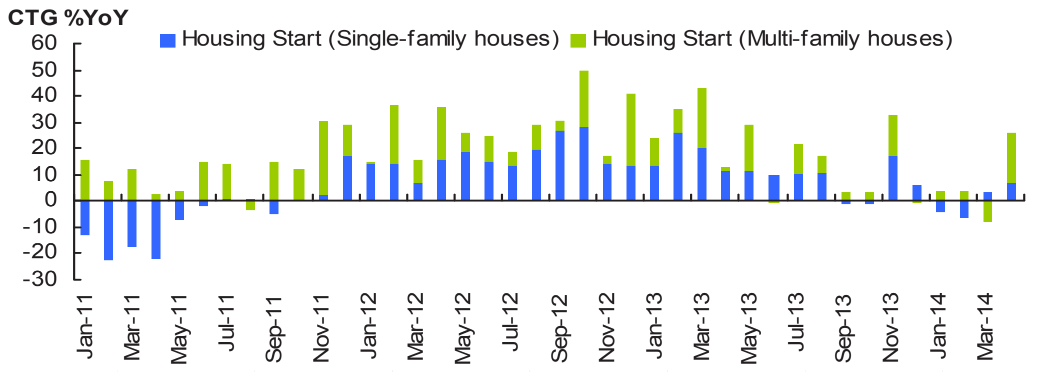


Source: US National Assoc. of Realtors, National Assoc. of Home Builders, US Census Bureau, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

หลักฐานที่แสดงสัญญาณอ่อนแอในภาคอสังหาริมทรัพย์ อาทิ ยอดขายบ้านมือสอง (Existing Home Sales) ที่มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มิ.ย. ปีก่อน อีกทั้งดัชนีความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้านยังคงลดลงจนถึงเดือน พ.ค. (ลดลงสู่ระดับ 45 หลังจากเดือนก่อนที่ปรับลดลงเช่นกัน) และต่ำกว่าคาด ส่งสัญญาณว่าผู้สร้างบ้านมีมุมมองเชิงลบต่อตลาด แม้ว่าจะเริ่มเข้าสู่ฤดูใบไม้ผลิที่มักเป็นช่วงที่มีกิจกรรมการซื้อขายมากในรอบปีก็ตาม

แม้ว่ายอดขายบ้านใหม่และยอดขออนุญาตปลูกสร้างจะกลับมาสูงขึ้น แต่เป็นผลจากส่วนของบ้านสำหรับหลายครอบครัว (Multi-Family Houses) ซึ่งมีความผันผวนมากกว่า

แผนภาพที่ 3: การเพิ่มขึ้นของยอดขายบ้านใหม่เดือนล่าสุด ส่วนมากเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของบ้านสำหรับหลายครอบครัว



Source: US National Assoc. of Realtors, National Assoc. of Home Builders, US Census Bureau, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดขายบ้านใหม่ เดือนแรกของฤดูใบไม้ผลิ (เม.ย.) เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง 13.2% MoM (vs. +2% เดือนก่อน และ 3.7% ที่ตลาดคาด) สู่ระดับ 1.07 ล้านยูนิต ส่วนยอดขออนุญาตปลูกสร้าง เพิ่มขึ้น 8% (vs. -1.1% เดือนก่อน และ +1.3% ที่ตลาดคาด) ซึ่งเริ่มสอดคล้องกับที่ DB คาดว่าจะมียอดสร้างบ้านใหม่ 1.3 ล้านยูนิตในสิ้นปีนี้

โดยยอดสร้างบ้านใหม่สำหรับหลายครอบครัว (Multi-Family) เพิ่มขึ้นถึง 39.6% MoM (64.6% YoY) ขณะที่บ้านสำหรับครอบครัวเดี่ยวเพิ่มขึ้นเพียง 0.8% (+9.8% YoY) ด้านยอดขออนุญาตปลูกสร้างบ้านสำหรับหลายครอบครัว เพิ่มขึ้น 19.5% ขณะที่สำหรับครอบครัวเดี่ยวเพิ่มขึ้นเพียง 0.3%

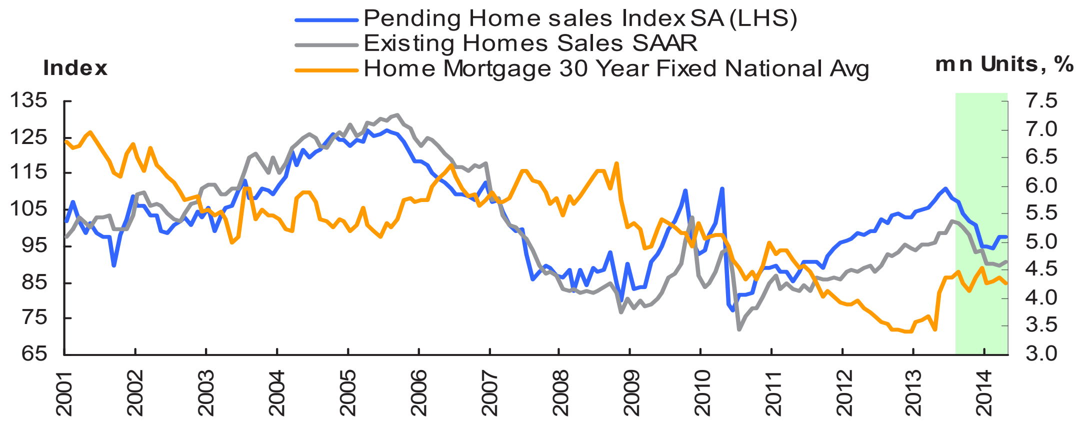
ทั้งนี้ เนื่องจากรายงานการปลูกสร้างบ้านสำหรับหลายครอบครัวมักจะมีความผันผวนมากกว่า เราจึงจับตามองรายงานสำหรับเดือนหน้าเพื่อจะยืนยันว่าตลาดอสังหาฯปรับตัวดีขึ้นในฤดูใบไม้ผลิ ช่วงเดือน เม.ย.- ส.ค. ซึ่งเป็นช่วงที่มีกิจกรรมการซื้อขายคึกคักที่สุดในรอบปี

นอกจากนี้ ยอดสร้างบ้านใหม่สำหรับครอบครัวเดี่ยว มักมีความน่าเชื่อถือมากกว่าในการใช้บ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจ เนื่องจากสามารถสะท้อนถึงความเชื่อมั่นผู้บริโภคต่อเศรษฐกิจและความมั่นคงของกระแสรายได้ในอนาคต ขณะที่การก่อสร้างบ้านสำหรับหลายครอบครัว (เช่น อพาร์ตเมนต์) อาจเป็นผลจากการเก็งกำไรของนักลงทุนหรือผู้ให้เช่า หรือการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีอาคาร

ตลาดที่ยังอ่อนแอคาดว่าเป็นผลต่อเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยกู้ซื้อบ้านที่สูงขึ้นในช่วงปลายปีก่อน ซึ่งผลกำลังค่อยๆหายไป

เรามองว่าปัจจัยต่างๆที่ส่งผลลบต่อตลาดบ้าน อาทิ ผลจากฤดูหนาวที่หนาวเย็น อัตราดอกเบี้ยที่พุ่งขึ้นช่วงปลายปี ภาวะอุปทานขาดแคลน และผลจากอัตราการสร้างครอบครัว (Household Formation) ที่ต่ำ กำลังค่อยๆ หายไป

แผนภาพที่ 4: ยอดบ้านมือสองรอปิดการขายที่เพิ่มขึ้นชี้ว่ายอดขายบ้านมือสองกำลังสูงขึ้น ซึ่งฟื้นตัวเร็วกว่าในอดีต



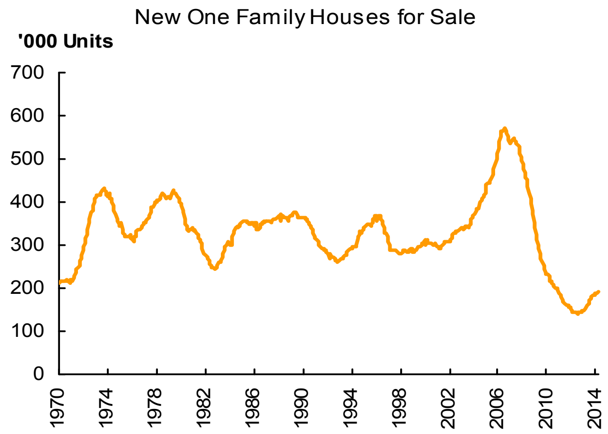
Source: US National Assoc. of Realtors, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ จากการศึกษาของ DB พบว่าดัชนีในตลาดบ้าน อาทิ ความสามารถในการซื้อ (Affordability) ยอดขายบ้านใหม่ ยอดสร้างบ้านใหม่ และยอดขออนุญาตปลูกสร้าง จะอ่อนตัวลง 3-4 ไตรมาสหลังดอกเบี้ยซื้อบ้านสูงขึ้น

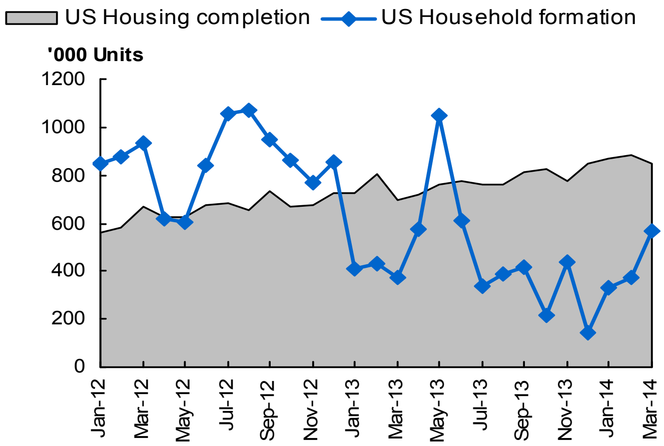
อย่างไรก็ตาม ตลาดบ้านในปีนี้มีความแตกต่างจากอดีต โดยดัชนีฯ ส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยมาก เช่นเดียวกับที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์เช่นกัน ขณะที่กำลังซื้อของผู้บริโภคอยู่ในระดับสูง เราจึงเชื่อว่าในครั้งนี้ ตลาดบ้านจะได้รับผลกระทบจากการที่ดอกเบี้ยสูงขึ้นในปีก่อนน้อยกว่าในครั้งก่อนๆ และจะฟื้นตัวได้เร็วกว่า

DB เชื่อว่าตลาดอสังหาฯจะเป็นตัวช่วยหนึ่งในการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปีนี้

แผนภาพที่ 5: อุปทานลดลงกลับไปสู่ระดับก่อนวิกฤต



แผนภาพที่ 6: อัตราการสร้างครอบครัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในปีนี้จะช่วยเพิ่มความต้องการบ้านใหม่



Source: Bloomberg Industries, US Census Bureau, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สภาวะตลาดในปัจจุบัน ดัชนีฯส่วนใหญ่ด้านอุปทานกลับมาอยู่ในระดับก่อนวิกฤต อาทิ ปริมาณบ้านเดี่ยวเพื่อขายอยู่ในระดับเกือบต่ำสุดในประวัติศาสตร์ และอัตรายูนิตที่ว่างก็ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จนส่งผลให้ตลาดบ้านในช่วงปีก่อนฟื้นตัวได้ช้าลงเนื่องจากอุปทานขาดแคลน แสดงถึงฝั่งอุปทานที่อยู่ในกระบวนการฟื้นตัวได้จนเกือบเป็นปกติ ล่าสุด จำนวนบ้านเพื่อขาย (Inventory) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น +18.6% สู่ระดับแข็งแกร่งที่ 2.29 ล้านยูนิต เราจึงน่าจะได้เห็นการฟื้นตัวเนื่องจากปัญหาอุปทานขาดแคลนค่อยๆคลี่คลาย

ด้านอุปสงค์ อัตราการสร้างครอบครัวใหม่ (Household Formation) กลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งหลังจากลงไปอยู่ในระดับเกือบต่ำสุด และน่าจะรักษาระดับได้ต่อไป ทำให้อุปสงค์ของบ้านมีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นในอนาคตอันใกล้

ดังนั้น มองไปข้างหน้า เรามองว่าตลาดบ้านจะปรับตัวดีขึ้นได้ จากยอดบ้านที่สร้างเสร็จ (Housing Completion) อยู่ในระดับต่ำ (7.62 แสนยูนิตในปีก่อน) ซึ่งไม่เพียงพอหากการสร้างครอบครัวเพิ่มขึ้นกว่า 1 ล้านครอบครัวในช่วงปีนี้ ซึ่งจะเป็นตัวผลักดันให้กิจกรรมการสร้างบ้านใหม่เพิ่มขึ้นได้ (แผนภาพที่ 6)

ประกอบกับความสามารถในการซื้อ (Affordability) ยังอยู่ในระดับสูง (แม้จะลดลงบ้างเนื่องจากราคาบ้านและอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น) และความคุ้มค่าของการซื้อบ้านเมื่อเทียบกับการเช่า รวมถึงภาคธนาคารที่กำลังจะผ่อนปรนการให้สินเชื่อมากขึ้น DB จึงมองว่าอุปสงค์จะช่วยดึงให้ตลาดบ้านมีส่วนในการขยายตัวโดยรวมของเศรษฐกิจปีละ 0.3-0.4ppt (สูงกว่าค่าเฉลี่ย) ไปอีก 2-3 ปี หลังจากหดตัว -5.8% QoQ ในไตรมาสแรกของปี

Box: เจาะลึกข้อมูลตลาดบ้านสหรัฐฯ

- **ยอดสร้างบ้านใหม่ (Housing Start)**
  - นับจำนวนบ้านที่เริ่มปลูกสร้างใหม่ทั้งหลัง ไม่รวมการก่อสร้างหอพักและโรงแรม
  - เป็นข้อมูลรายเดือนโดยรายงานเป็นอัตราต่อปี (Annual Rate)
  - ใช้เป็นตัวชี้วัดเศรษฐกิจได้ดี เนื่องจากการก่อสร้างที่อยู่อาศัย (คิดเป็นราว 5% ของ GDP) เป็นกิจกรรมทางเศรษฐกิจตัวแรกๆที่จะยุติหากเศรษฐกิจเริ่มถดถอย และจะเป็นภาคแรกที่ฟื้นตัว ทั้งนี้ เพราะเป็นภาคที่อุปสงค์และอุปทานอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย และยังเป็นภาคที่ส่งผลกระทบออกไปสู่กิจกรรมและอุตสาหกรรมอื่นๆเป็นวงกว้าง (Multiplier Effects) อาทิ การสร้างบ้านเพิ่มขึ้นจะเพิ่มความต้องการเหล็ก ไม้ ไฟฟ้า แก้ว พลาสติก ท่อและสายไฟ และคอนกรีต รวมทั้งยังเพิ่มการจ้างงานแรงงานมีฝีมือ
  - จากการศึกษาของนักเศรษฐศาสตร์ พบว่า บ้านสำหรับครอบครัวเดี่ยว (Single-Family) ทุกๆ 1000 ยูนิต จะเพิ่มการจ้างงานเต็มเวลาได้ 2500 ตำแหน่ง และสร้างรายได้ราว 100 ล้านดอลลาร์
  - รายงานยอดสร้างบ้านใหม่เป็นดัชนีของการก่อสร้าง ซึ่งจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจก่อสร้างต่อแนวโน้มการซื้อบ้านได้มากกว่าความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายของผู้บริโภค
  - **ข้อเสีย**: แม้จะรายงานแบบปรับผลของฤดูกาล แต่การก่อสร้างบ้านมักผันผวนมากในช่วงฤดูหนาว ดังนั้นจึงควรพิจารณาข้อมูลเป็นช่วง 3-4 เดือน เพื่อทราบแนวโน้มที่แท้จริง
- **ยอดขออนุญาตปลูกสร้าง (Building Permit)**
  - เป็นรายงานยอดขออนุญาตเพื่อเริ่มการก่อสร้างบ้านใหม่ ซึ่งต้องยื่นขอก่อนการเริ่มสร้างบ้าน ซึ่งสามารถเป็นตัวส่งสัญญาณถึงกิจกรรมการก่อสร้างในอนาคตได้ดี จึงถูกนำเข้าเป็น 1 ใน 10 ขององค์ประกอบของดัชนีชี้เศรษฐกิจโดยรวม (Leading Index)
- **ยอดขายบ้านใหม่ (New Home Sales)**
  - นับสัญญาจะซื้อจะขายบ้านในเดือนก่อนหน้า จึงบ่งชี้ภาวะเศรษฐกิจได้เร็ว
  - ยอดขายบ้านใหม่มักเป็นดัชนีที่ตามยอดสร้างบ้านใหม่ และเป็นดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและเศรษฐกิจได้ดีอีกดัชนีหนึ่ง เนื่องจากการซื้อบ้านเป็นการใช้จ่ายใหญ่ที่สุดของครอบครัว ผู้บริโภคจึงต้องมีความมั่นใจต่อรายได้และแนวโน้มการจ้างงานในอนาคตว่าจะมั่นคงเพื่อชำระค่าบ้านได้ในระยะยาว ดังนั้น หากความเชื่อมั่นผู้บริโภคเริ่มลดลง ดัชนีนี้จะเป็นสัญญาณแรกที่จะแสดงถึงผลกระทบต่อภาคอื่น อาทิ ลดการลงทุน การก่อสร้างบ้าน การจ้างงานในอุตสาหกรรมก่อสร้าง และเศรษฐกิจถดถอยในที่สุด
  - การซื้อบ้านอาจทำให้เกิดการใช้จ่ายในการซื้อเฟอร์นิเจอร์และเครื่องใช้ในบ้านไปจนถึง 12-18 เดือนให้หลัง
- **ยอดขายบ้านมือสอง (Existing Home Sales)**
  - ราว 80% ของการซื้อขายบ้านเป็นการซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดบ้านมือสอง
  - การขายบ้านมือสองไม่มีผลทางตรงต่อเศรษฐกิจเหมือนกับการก่อสร้างบ้านใหม่ เนื่องจากไม่มีการลงทุนที่แท้จริง เป็นเพียงการโอนความเป็นเจ้าของเท่านั้น
  - อย่างไรก็ตามยังคงมีผลทางอ้อมที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ อาทิ กำไรจากการขายบ้านอาจถูกนำไปซื้อบ้านหลังใหม่ ทำให้การใช้จ่ายสินค้าคงทน (Durable Goods) เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะในหมวดเฟอร์นิเจอร์และเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน นอกจากนี้ยังเป็นการสร้างรายได้แก่ธนาคาร บริษัทขนย้าย และนายหน้าขายบ้าน รวมทั้งเป็นสัญญาณบ่งชี้ความเชื่อมั่นของผู้ซื้อบ้านต่องานและรายได้ในอนาคตของตนซึ่งสะท้อนจากเศรษฐกิจโดยตรงอีกด้วย
  - ตลาดบ้านมือสองอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยเช่นกัน จากการศึกษาพบว่าทุกๆ 1% ของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ยอดขายบ้านมือสองลดลง 250,000 ยูนิต
  - **ข้อเสีย**: รายงานยอดขายบ้านมือสองจะรายงานเมื่อปิดสัญญาซื้อขาย ซึ่งมักเกิดภายหลังจากผู้บริโภคตัดสินใจซื้อถึง 2-3 เดือน จึงเป็นดัชนีที่มีความล่าช้าในการบ่งชี้แนวโน้มเศรษฐกิจ ดังนั้นทางสมาคมนายหน้าค้าบ้านของสหรัฐฯ (National Association of Realtors: NAR) จึงเริ่มประกาศใช้ **ยอดบ้านมือสองรอปิดการขาย (Pending Home Sales)** ซึ่งเป็นรายงานการขายบ้านมือสองเมื่อเกิดการทำสัญญา แต่ยังไม่จำเป็นต้องปิดสัญญาได้ จึงเป็นตัวชี้วัดตลาดบ้านมือสองได้รวดเร็วกว่ายอด Existing Home Sale
- **ดัชนีความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้าน (NAHB Homebuilder Sentiment)**
  - แสดงผลสำรวจความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้านต่อตลาดบ้านในปัจจุบันและใน 6 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นผู้ที่มีข้อมูลและมุมมองต่อแนวโน้มตลาดบ้านในอนาคตได้ดี รวมถึงรายงานในเดือนเดียวกับที่สำรวจ จึงเป็นดัชนีที่มีความรวดเร็วมากกว่ารายงานอื่นๆ
  - อย่างไรก็ตาม ดัชนีนี้กลับส่งผลกระทบต่อตลาดน้อยกว่าดัชนีอื่นๆที่กล่าวมาข้างต้น เนื่องจากมีกลุ่มตัวอย่างเพียง 400 รายจากสมาชิก 72,000 ราย และเป็นรายงานเดียวที่ไม่สามารถแบ่งข้อมูลตามภูมิภาค ทำให้ไม่สามารถบอกแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานในพื้นที่ต่างๆของสหรัฐฯได้

ที่มา: Bernard Baumohl, *The Secrets of Economic Indicators (2nd Edition)*, (2009)
TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยูโรโซน

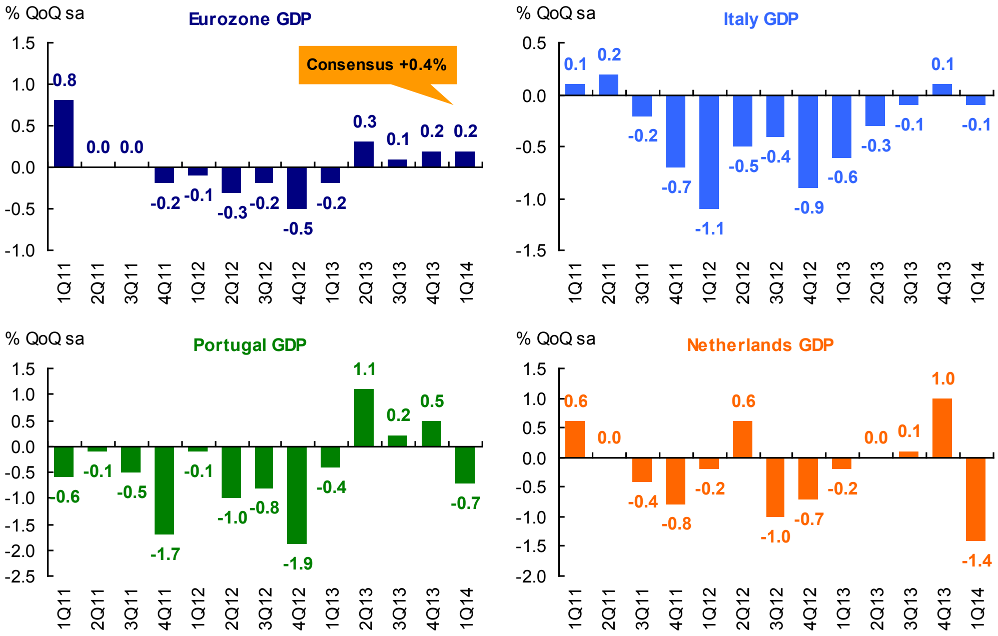
เศรษฐกิจไตรมาส 1/2014 ขยายตัวต่ำกว่าคาด โดยมีบางประเทศเศรษฐกิจกลับไปหดตัวอีกครั้ง นอกจากนี้ ตัวเลขการผลิตภาคอุตสาหกรรมในช่วงสองเดือนแรกของไตรมาส 2/2014 ก็ชี้ว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มแผ่วลง ขณะที่ภาวะเงินเฟ้อต่ำและการแข็งค่าของเงินยูโรยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ฉุดรั้งการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะถัดไป ส่งผลทำให้ธนาคารกลางยุโรปมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้นในเดือน มิ.ย. นี้

สรุปภาวะเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจไตรมาส 1/2014 ขยายตัวต่ำกว่าคาด โดยมีบางประเทศเศรษฐกิจกลับไปหดตัวอีกครั้ง

ยูโรโซนเผยอัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP) ไตรมาส 1/2014 ขยายตัวต่ำเกินคาด +0.2% QoQ sa (เทียบกับไตรมาสก่อนหน้าหลังปรับผลของฤดูกาล) โดยประเทศสมาชิกบางประเทศเศรษฐกิจกลับไปหดตัวอีกครั้ง อาทิ อิตาลี (-0.1% QoQ sa) เนเธอร์แลนด์ (-1.4%) และโปรตุเกส (-0.7%) ส่งผลทำให้ภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอย่างค่อยเป็นค่อยไป (Moderate Recovery) เริ่มสะดุดลง นอกจากนี้ ตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญที่รายงานออกมาในระยะหลังๆ ก็ชี้ว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มแผ่วลง กล่าวคือ ดัชนีชี้วัดการผลิตภาคอุตสาหกรรมหรือที่เรียกกันว่าดัชนีผู้จัดการจัดซื้อ (Manufacturing PMI) ในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. (2 เดือนแรกของไตรมาส 2/2014) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 52.8 แผ่วลงจาก 53.4 ในไตรมาสก่อนหน้า ทั้งนี้ ดัชนี PMI เป็นเครื่องชี้วัด GDP ที่ค่อนข้างแม่นยำ

แผนภาพที่ 7: เศรษฐกิจไตรมาส 1/2014 ขยายตัวต่ำกว่าคาด โดยมีบางประเทศเศรษฐกิจกลับไปหดตัวอีกครั้ง



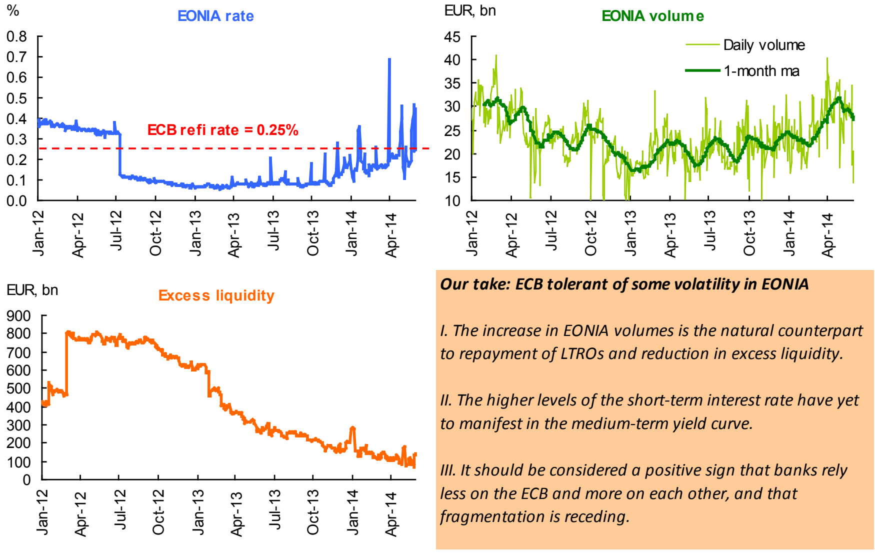
ที่มา: Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาวะตลาดการเงินตึงตัวมากขึ้น หลังสภาพคล่องส่วนเกินในระบบธนาคารพาณิชย์ลดลงอย่างรวดเร็ว

ในระยะ 1-2 เดือนที่ผ่านมา อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคารพาณิชย์ (Effective Overnight Index Average: EONIA) ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ล่าสุดแกว่งตัวอยู่ที่ระดับเกือบ 0.5% โดยบางวันพุ่งสูงเกือบ 0.7% ซึ่งถือเป็นระดับที่ผิดปกติพอสมควร เนื่องจากอัตราดอกเบี้ย EONIA เป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นที่อ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ซึ่งควรจะมีอัตราดอกเบี้ยในระดับใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 0.25%

ภาวะตลาดการเงินที่ตึงตัวดังกล่าวเป็นผลมาจากสภาพคล่องส่วนเกินในระบบธนาคารพาณิชย์ (Excess Liquidity) ลดลงอย่างรวดเร็ว หลังจากธนาคารพาณิชย์ทยอยคืนเงินกู้เสริมสภาพคล่องดอกเบี้ยต่ำ (Long-Term Refinancing Operation: LTROs) ที่ยืมมาจาก ECB เป็นเหตุให้ธนาคารพาณิชย์หันมาพึ่งพิงตลาดกู้ยืมระหว่างกันมากขึ้น สะท้อนจากปริมาณการซื้อขายในตลาด EONIA ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 1-2 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งเป็นปัจจัยผลักดันให้อัตราดอกเบี้ย EONIA ปรับเพิ่มขึ้นไปด้วยนั่นเอง

แผนภาพที่ 8: ภาวะตลาดการเงินตึงตัวมากขึ้น หลังสภาพคล่องส่วนเกินในภาคธนาคารลดลงอย่างรวดเร็ว

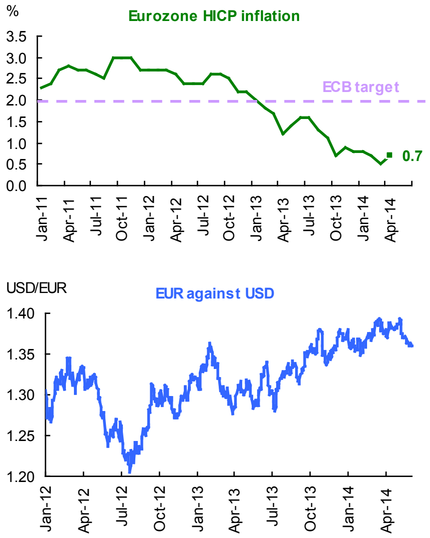


ที่มา: European Banking Federation, European Central Bank (ECB), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ECB ส่งสัญญาณชัดเจนว่าจะออกมาตรการเพิ่มเติมเพื่อจัดการกับภาวะเงินเฟ้อต่ำและการแข็งค่าของเงินยูโร

ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (ECB Governing Council) ครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 8 พ.ค. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank: ECB) ส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่าพร้อมที่จะออกมาตรการผ่อนคลายทางการเงินในการประชุมครั้งถัดไปในวันที่ 5 มิ.ย. (ขณะเขียนต้นฉบับยังไม่ทราบผลการประชุม) เพื่อจัดการกับภาวะเงินเฟ้อต่ำและการแข็งค่าของเงินสกุลยูโร โดยกล่าวว่า ภาวะเงินเฟ้อที่ต่ำเกินไปได้เพิ่มความเสี่ยงต่อการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในระยะปานกลาง (Medium-Term Inflation Expectations) ขณะเดียวกันก็เป็นกังวลอย่างมากต่อการแข็งค่าของเงินยูโรในแง่ที่ว่าจะยิ่งเป็นปัจจัยกดดันทำให้แนวโน้มเงินเฟ้อปรับตัวลงไปอีก ทั้งนี้ จากการศึกษาของ ECB พบว่าทุกๆ 10% ที่ค่าเงินยูโรแข็งค่าขึ้น จะส่งผลทำให้เงินเฟ้อชะลอลง 0.4-0.5ppt (เช่น เงินเฟ้อลดลงจาก 1% เหลือ 0.5-0.6% เป็นต้น)

แผนภาพที่ 9: ยูโรโซนยังคงเผชิญ 2 ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ คือ เงินเฟ้อต่ำมาก และค่าเงินยูโรแข็งค่า



ECB's remarks on the inflation outlook

"... cope effectively with risks of a TOO prolonged period of low inflation."

"... the risks of DE-ANCHORING medium-term inflation expectations are increasing."

"... there is consensus (among the Governing Council) about being DISSATISFIED with the projected path of inflation ..."

ECB's remarks on the exchange rate

"the strengthening of the exchange rate in the context of low inflation is cause SERIOUS CONCERN in the view of the Governing Council."

....

"... I would say that the Governing Council is COMFORTABLE WITH ACTING NEXT TIME", says Mario Draghi

ที่มา: Eurostat, European Central Bank (ECB), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนวโน้มเศรษฐกิจ

ECB น่าจะออกมาตรการผ่อนคลายด้วยเครื่องมืออื่นๆ ควบคู่กับการปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย

ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินวันที่ 5 มิ.ย. นี้ (ขณะเขียนต้นฉบับยังไม่ทราบผลการประชุม) Deutsche Bank คาดว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง ทั้งขาให้ธนาคารพาณิชย์กู้ (Main Refinancing Operations: ปัจจุบันอยู่ที่ 0.25%) และขาที่ธนาคารพาณิชย์ฝากเงินสภาพคล่องส่วนเกินไว้กับ ECB (Deposit Facility: ปัจจุบันอยู่ที่ 0%) โดยจะปรับลดให้ Deposit Facility ติดลบ เพื่อผลักดันให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจมากขึ้น (เพราะมีต้นทุนในการฝากเงินกับ ECB) นอกจากมาตรการด้านดอกเบี้ยแล้ว ECB น่าจะใช้เครื่องมืออื่นๆ ควบคู่ไปด้วย ประกอบด้วย เงินกู้เสริมสภาพคล่องฉุกเฉินไม่จำกัดจำนวน (Full Allotment) ระงับการดูดซับสภาพคล่องภายใต้มาตรการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (Ending SMP Sterilisation) ตลอดจนการให้วงเงินสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำระยะยาวที่เฉพาะเจาะจงกลุ่มเป้าหมาย (Targeted LTROs: เช่น สินเชื่อให้แก่ธนาคารพาณิชย์ที่ปล่อยกู้ให้แก่ SMEs เป็นต้น)

แผนภาพที่ 10: ECB น่าจะออกมาตรการผ่อนคลายด้วยเครื่องมืออื่นๆ ควบคู่กับการปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย

Potential ECB measures	Details
Cut deposit rates to negative	• Current deposit rate on banks' excess cash held at the ECB is 0% • A negative rate equates to a tax on banks' deposits at the ECB, providing an incentive for banks to instead lend out these funds
Extend full allotment	• Provide unlimited ECB funding at a cheap fixed rate (short-term or long-term) • Current regime ends in mid-2015
End SMP sterilisation	• Stop draining liquidity related to 2010-12 SMP peripheral bond purchases from the market • ECB removes ~EUR 170bn liquidity from banking system weekly on a rolling basis
Provide targeted LTROs	• Provide long-term funding to banks, at a cheap fixed rate, conditional on making new loans to corporates
Engage in 'Private QE'	• ECB directly purchases private assets from market / banks e.g., securitized debt such as ABS (easy), or bank loans (hard)
Engage in 'Public QE'	• Outright large-scale sovereign debt purchases to boost activity via lower rates for governments, corporates, and households • Similar to QE programmes in US, UK, Japan

ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

ภาพรวมทางเศรษฐกิจของจีนอยู่ในช่วงชะลอตัว อีกทั้งภาคอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะตลาดบ้านยังคงซบเซาแต่ราคาบ้านที่ลดลงอาจเป็นปัจจัยที่ดึงดูดให้ผู้บริโภคมีอุปสงค์ต่อการซื้อบ้านเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามยังคงมีปัจจัยที่ช่วยพยุงเศรษฐกิจไว้อยู่ ได้แก่ การส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าหลัก และรัฐบาลจีนออกนโยบายเพื่อปฏิรูปเศรษฐกิจให้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยให้ความสำคัญต่อการเติบโตอย่างมั่นคงและมีเสถียรภาพ ทั้งนี้เรามองว่าเศรษฐกิจจีนในไตรมาส 2/2014 จะปรับตัวดีขึ้น

สรุปภาวะเศรษฐกิจจีน

4 ตัวชี้วัดหลักทางเศรษฐกิจจีนเดือน เม.ย. สะท้อนถึงอุปสงค์ภายในประเทศที่มีแนวโน้มชะลอตัว

แผนภาพที่ 11: ตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ชะลอตัว

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

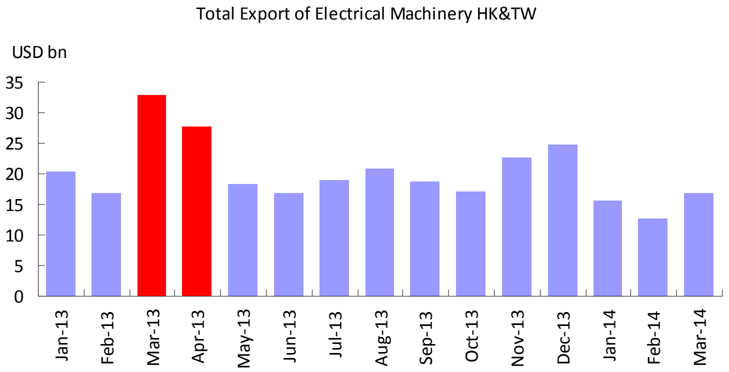
ตัวเลขแสดงเศรษฐกิจของจีนเดือน เม.ย. ชะลอตัวมากกว่าคาด ได้แก่ ดัชนีราคาผู้บริโภค(CPI) อยู่ที่ 1.8% (จาก 2.4% YoY เมื่อเดือนก่อน), การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร(FAI) อยู่ที่ 17.3% (จาก 17.6% YoY เมื่อเดือนก่อน, ยอดค้าปลีก(Retail Sales) อยู่ที่ 11.9% (จาก 12.2% YoY เมื่อเดือนก่อน) และ ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม(IP) อยู่ที่ 8.7% (จาก 8.8% YoY เมื่อเดือนก่อน) สะท้อนให้เห็นถึงการชะลอตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ

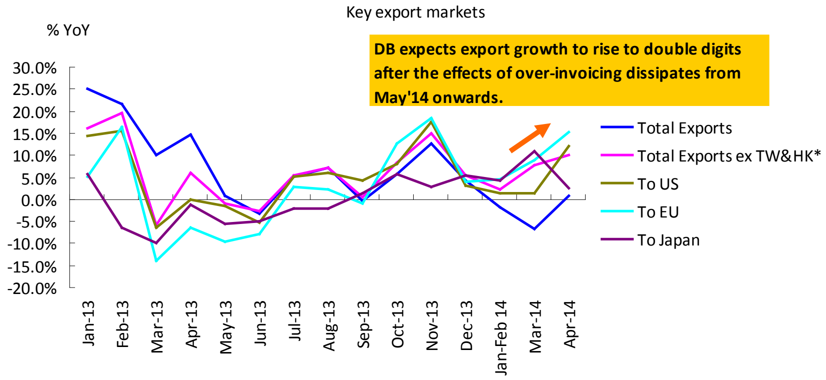
ตลาดอสังหาริมทรัพย์ชะลอตัว จากปัญหาอุปทานส่วนเกินที่มากจนเกินไป ในขณะที่ อุปสงค์อยู่ในระดับต่ำส่งผลให้ราคาปรับลดลง

ตัวเลขดัชนีความเชื่อมั่นในตลาดอสังหาริมทรัพย์ (National Real Estate Climate Index) เดือน เม.ย. ปรับตัวลดลง อยู่ที่ 95.79 (จาก 96.40 เมื่อเดือนก่อน) สะท้อนถึงตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีนที่หดตัวนำไปสู่การปรับลดทางด้านราคา โดยเฉพาะในตลาดบ้านเนื่องจากอสังหาริมทรัพย์ที่รอขายยังคงมีมากในขณะที่ความต้องการซื้อของผู้บริโภคมีน้อยลง ส่งผลให้กิจกรรมการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ใหม่ลดลงซึ่งจะกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจให้ชะลอตัว *ทั้งนี้ DB มองว่ายังไม่มีความจำเป็นที่จะต้องใช้มาตรการรัฐเข้ามาแทรกแซงตลาดเนื่องจากอุปสงค์ของการซื้ออสังหาริมทรัพย์ยังคงมีอยู่ โดยหากมีการปรับราคาอสังหาริมทรัพย์ให้ลดลงจะทำให้ผู้บริโภคมีความสามารถในการซื้อเพิ่มขึ้น นำไปสู่การฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์*

อย่างไรก็ตาม การส่งออกขยายตัวดีกว่าคาด และ DB มองว่าในเดือน พ.ค. ตัวเลขการส่งออกจะขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก

แผนภาพที่ 12: ผลจากฐานการส่งออกที่สูงผิดปกติไปยังประเทศฮ่องกงและไต้หวันในปี 2013 ยังคงมีอยู่





ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

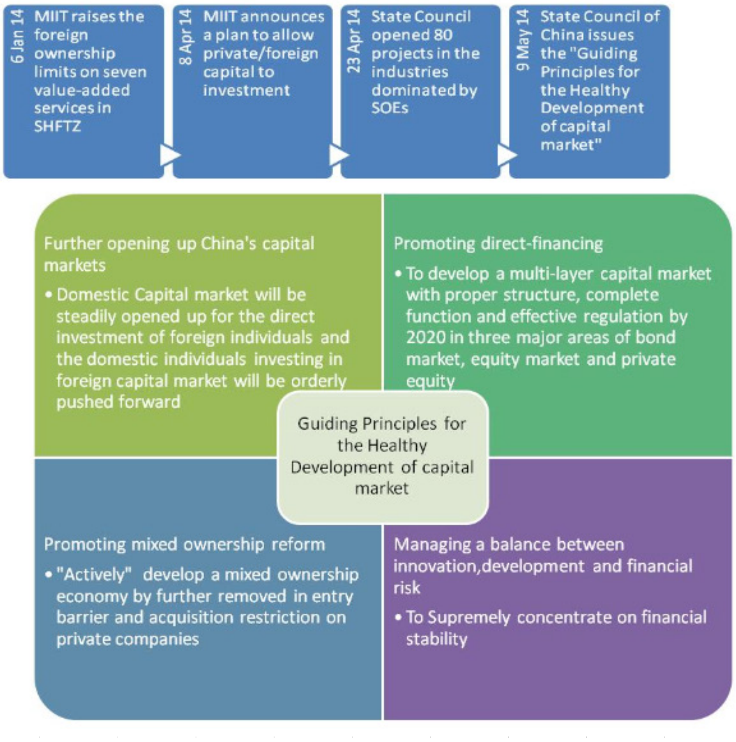
การส่งออกของจีนเดือน เม.ย. ขยายตัวเกินคาด อยู่ที่ +0.9% (จาก -6.6% YoY เมื่อเดือนก่อน) เนื่องจากอุปสงค์การนำเข้าสินค้าจากประเทศจีนของประเทศกลุ่ม G2 ได้แก่ ประเทศในแถบยุโรปและ สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น แม้ว่าผลของฐานการส่งออกที่สูงผิดปกติเมื่อปีที่แล้วยังคงอยู่ โดยคาดว่า ผลของฐานการส่งออกที่สูงผิดปกตินี้จะหมดไปในเดือน พ.ค. ประกอบกับเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าหลักโดยเฉพาะยุโรปและสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะขยายตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ ตัวเลขการขยายตัวของการส่งออกปรับเพิ่มขึ้นอย่างโดดเด่น

ในระยะกลาง การลงทุนในประเทศมีแนวโน้มขยายตัวต่ำ ทำให้ DB คาดว่าในปี 2014 การส่งออกจะขยายตัวได้มากกว่าการนำเข้า ทำให้ดุลการส่งออกสุทธิเกินดุลเพียงพอที่จะสามารถกระตุ้น GDP ได้เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี

ทั้งนี้จากเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวทำให้รัฐบาลจีนได้ออกนโยบายและแนะแนวทางเพื่อปฏิรูปเศรษฐกิจให้เติบโตอย่างมั่นคงและมีเสถียรภาพตั้งแต่ต้นปี 2014 อย่างต่อเนื่องเพื่อปฏิรูปทั้งตลาดเงินและตลาดทุน

นโยบายทางการคลังและการบริหารงานของรัฐบาลมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายมากขึ้นหลังจากที่ตัวเลขตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจจีนชะลอตัวซึ่งสะท้อนถึงความต้องการภายในประเทศที่ลดลง สอดคล้องกับ นายหลี่ เค่อเฉียง นายกฯจีนได้ส่งสัญญาณการผ่อนคลายนโยบายมากขึ้นผ่านการออกมาแถลงถึงการเน้นการปฏิรูปทางด้านโครงสร้างระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง อาทิ

แผนภาพที่ 13: รัฐบาลจีนดำเนินการปฏิรูปเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องทั้งทางด้านโครงสร้างระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจ



ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

- ด้านสวัสดิการ- รัฐบาลให้ความสำคัญต่อการสร้างสวัสดิการที่ดีให้แก่คนในประเทศเพื่อนำไปสู่การสร้างเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ อาทิ ปรับปรุงระบบจัดการน้ำเสีย, สนับสนุนภาคเอกชนเข้ามามีบทบาทในการลงทุนโครงการเกี่ยวกับระบบสารสนเทศ โครงสร้างพื้นฐานและพลังงาน จำนวน 80 โครงการ เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานสูงสุด, กระทรวงอุตสาหกรรมและเทคโนโลยีสารสนเทศได้ประกาศแผนอนุญาตให้ภาคเอกชนเข้ามาลงทุนด้านคมนาคมของประเทศ

- ด้านปฏิรูป- รัฐบาลจีนได้ประกาศแนวทางปฏิรูปตลาดทุน หรือเรียกว่า “New National Nine Rules” โดยตั้งเป้าขยายช่องทางการลงทุนของภาคธุรกิจและครัวเรือน รวมทั้งสนับสนุนให้เกิดการจัดสรรทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และส่งเสริมการปรับเปลี่ยน (Restructuring) โครงสร้างทางเศรษฐกิจ

<u>ทั้งนี้ DB มองว่าจากการส่งออกที่มีแนวโน้มดีขึ้นและกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นจะเป็นตัวขับเคลื่อนให้เศรษฐกิจในไตรมาส 2/2014 ปรับตัวดีขึ้น อยู่ที่ 7.7% YoY โดยมองว่าเศรษฐกิจของจีนได้ผ่านจุดต่ำสุดมาแล้วในไตรมาสที่แล้วอยู่ที่ 7.4% YoY</u>

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ปริมาณความต้องการบริโภคสินค้าล่วงหน้า (Front-loaded Demand) ก่อนมาตรการปรับขึ้นภาษี VAT นั้นมีมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์เอาไว้ ส่งผลทำให้ GDP ไตรมาส 1/2014 ออกมาดีกว่าคาด โดยที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส1 สามารถขยายตัวได้ 5.9% (ตลาดคาดขยายตัว 4.2%) ทั้งนี้ DB คาดว่าผลกระทบเชิงลบจากการหดตัวของการบริโภคที่เกิดขึ้นในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. จะส่งผลทำให้เศรษฐกิจหดตัวเพียงระยะเวลาอันสั้นเท่านั้น อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะสามารถฟื้นกลับมาขยายตัวได้อีกครั้งในไตรมาส 3 ของปีนี้

สรุปภาวะเศรษฐกิจ

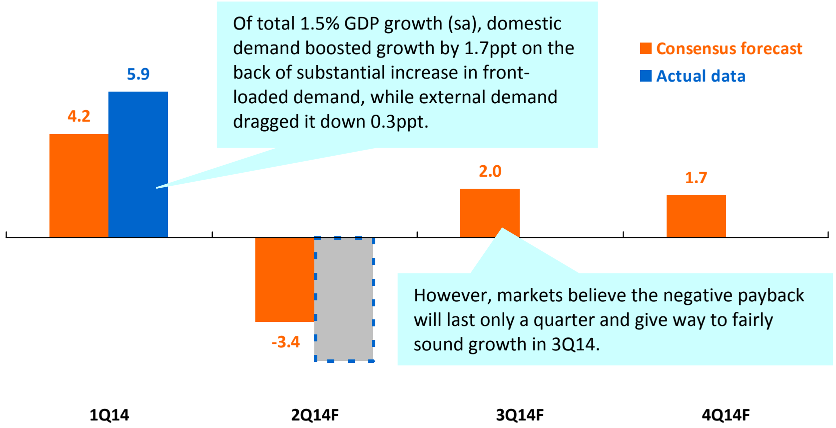
ปริมาณความต้องการบริโภคสินค้าล่วงหน้า (Front-loaded Demand) ออกมามากกว่าคาด

GDP ไตรมาส 1/2014 ที่ออกมาดีกว่าคาดนั้น มาจากแรงขับเคลื่อนอุปสงค์ภายในประเทศเป็นสำคัญ ซึ่งเป็นผลพวงมาจากความต้องการสินค้าภายในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น ก่อนการปรับขึ้นภาษีในวันที่ 1 เม.ย. ขณะที่ภาคการส่งออกที่ยังไม่ฟื้นตัวนั้นกลับเป็นปัจจัยหลักที่ฉุด GDP ลง อย่างไรก็ดีการที่ GDP ไตรมาส 1/2014 ขยายตัวดีเกินคาดนั้น เรามองว่าขนาดของผลกระทบเชิงลบที่จะเกิดขึ้นตามมานั้น น่าจะมีขนาดมากกว่าที่ตลาดประมาณการเอาไว้ในตอนแรก เมื่อพิจารณาจากขนาดผลกระทบที่เกิดขึ้นในเดือน เม.ย.แล้ว จะพบว่ายอดขายรถยนต์ ซึ่งถือเป็นหนึ่งใน เครื่องบ่งชี้อุปสงค์ภายในประเทศนั้น ออกมาหดตัวรุนแรงกว่าคาด โดยเมื่อย้อนกลับไปพิจารณาข้อมูลในอดีต ช่วงปี 1997 ที่มีการปรับเพิ่มภาษีขึ้นนั้น เราพบว่า ในช่วงก่อนการปรับขึ้นภาษี ณ ขณะนั้น มีการขยายตัวของปริมาณความต้องการซื้อรถยนต์ล่วงหน้า (Front-loaded Demand) สูงถึง 150% แต่ภายหลังจากนั้นปริมาณความต้องการกลับลดลงถึง 64% ภายในเดือน เม.ย. หลังจากปรับขึ้นภาษี และหดตัวต่อเนื่องไปจนถึงเดือน พ.ค. ในขนาดที่ลดลง ก่อนที่จะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้งในเดือน มิ.ย.

ทั้งนี้ DB คาดว่าจะมีผลกระทบย้อนกลับมา ทำให้ความต้องการในการบริโภคช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. หายไปอย่างมากเช่นเดียวกันกับครั้งก่อน

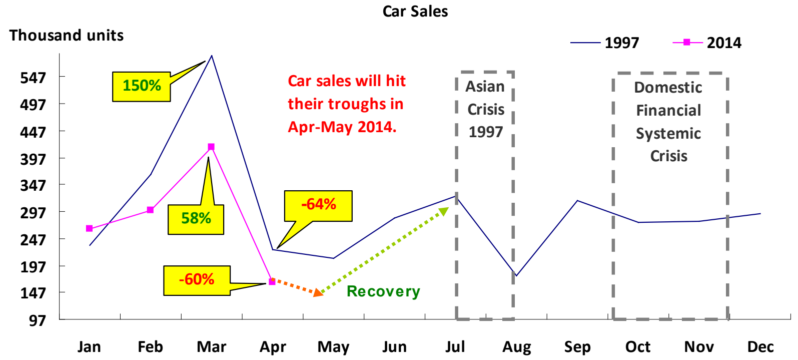
เฉกเช่นเดียวกัน การปรับขึ้นภาษีในรอบนี้พบว่าช่วงก่อนการปรับขึ้นภาษีตั้งแต่ต้นปี 2014 ยอดขายรถยนต์มีการขยายตัวของปริมาณความต้องการซื้อรถยนต์ล่วงหน้า (Front-loaded Demand) สูงถึง 58% ในขณะที่ตัวเลขยอดขายรถยนต์ในเดือน เม.ย. ภายหลังการปรับขึ้นภาษี ออกมาหดตัวมากกว่าคาด โดยยอดขายหดตัวถึง 60% จึงทำให้เราคาดว่า ยอดขายรถยนต์น่าจะหดตัวลงต่ออีก 1 เดือนโดยประมาณ ก่อนที่จะฟื้นตัวในเดือน มิ.ย. ทั้งนี้เราจึงมองว่า GDP ไตรมาส 2/2014 จะหดตัวแรงกว่าที่ตลาดคาด ก่อนที่จะกลับมาขยายตัวอีกครั้งในไตรมาส 3/2014

แผนภาพที่ 14: DB มองว่า GDP ไตรมาส 2/2014 จะหดตัวแรงกว่าที่ตลาดคาด เนื่องจากอุปสงค์ภายในประเทศที่มากกว่าคาดในช่วงก่อนการปรับขึ้นภาษี ทั้งนี้ DB คาดว่าจะกลับมาขยายตัวอีกครั้งในไตรมาส 3/2014



ที่มา: Economic and Social Research Institute, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 15: จากยอดขายรถยนต์ในเดือน เม.ย. ที่ออกมาหดตัวจากเดือนก่อนถึง 60 % ทำให้เรามองว่าผลกระทบย้อนกลับจากมาตรการขึ้นภาษีดังกล่าวจะเบาบางลงในเดือน พ.ค. และฟื้นตัวหลังจากนั้น

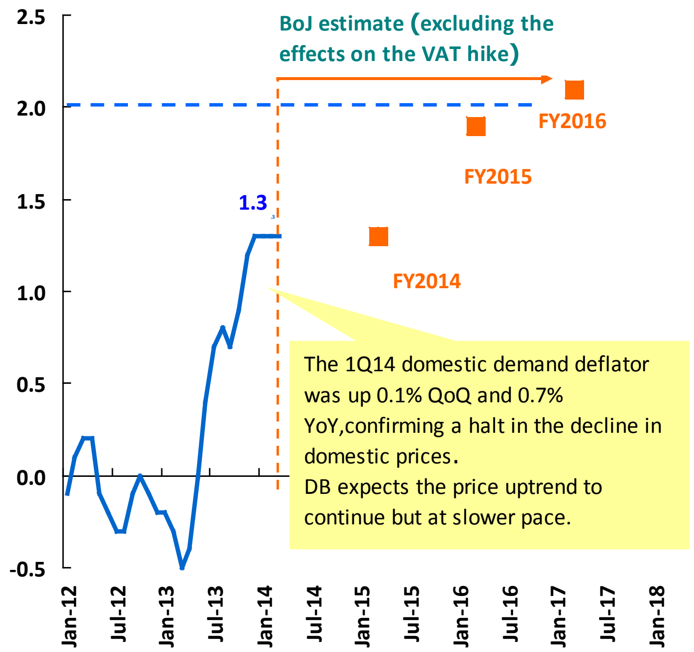


ที่มา: Deutsche Bank, Japan Automobile Manufacturers Association, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

BoJ ยังคงมีมุมมองเป็นบวกต่ออัตราเงินเฟ้อ เนื่องจากเศรษฐกิจจริงมีแนวโน้มที่จะกลับมาขยายตัวสูงกว่าระดับศักยภาพ

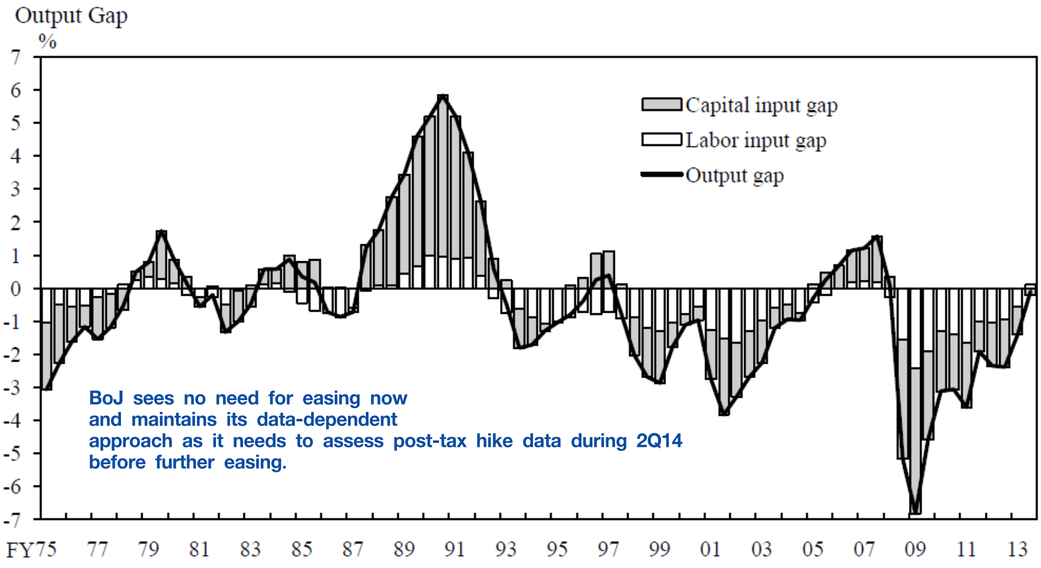
จากรายงานมุมมองภาวะเศรษฐกิจครึ่งปีแรกของญี่ปุ่น BoJ ค่อนข้างที่จะมีมุมมองเป็นบวกต่อสภาวะเงินเฟ้อ โดย BoJ มองว่าเศรษฐกิจจริงมีแนวโน้มที่จะกลับมาขยายตัวสูงกว่าระดับศักยภาพอีกครั้ง ทั้งในส่วนของแรงงานและเครื่องจักร ซึ่งเมื่อเป็นเช่นนั้นแล้วระดับ Output gap จะกลายเป็นบวกในไม่ช้า โดย Output Gap ที่เป็นบวกนั้นจะเป็นตัวบ่งชี้ถึงสภาวะเศรษฐกิจที่หลุดพ้นจากสภาวะถดถอย ซึ่งหากเกิดขึ้นติดต่อกันหลายช่วงเวลาจะเป็นสิ่งที่ช่วยผลักดันให้เศรษฐกิจกลับมาเจริญเติบโตในระดับที่เหมาะสม ทั้งส่วนของอุปสงค์และอุปทาน ทั้งนี้อัตราเงินเฟ้อก็จะเพิ่มสูงขึ้นตามมาด้วย ประกอบกับสภาวะตึงตัวของตลาดแรงงาน ซึ่งอุปทานของแรงงานภายในประเทศที่ตึงตัวนั้น ได้ส่งผ่านผลกระทบมายังค่าจ้าง และโบนัสของแรงงานในประเทศให้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้จะส่งผลทำให้ระดับเงินเฟ้อคาดการณ์ภายในประเทศเพิ่มสูงขึ้น และท้ายที่สุดก็จะส่งผลกระทบย้อนกลับมาผลักดันให้ค่าจ้างและระดับเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นตามมา อย่างไรก็ดี จากปัจจัยทั้ง 2 สิ่งที่ได้กล่าวมา แล้วนั้น BoJ มองว่าจะเป็นปัจจัยช่วยส่งเสริมให้อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวสูงขึ้นจนเข้าสู่ระดับเป้าหมายเงินเฟ้อของ BoJ ในที่สุด ภายในปีงบประมาณ 2016

แผนภาพที่ 16: BoJ คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะเข้าสู่ระดับเป้าหมายเงินเฟ้อที่กำหนดไว้ภายในปีงบประมาณ 2016



ที่มา: Deutsche Bank, Ministry of Finance, Ministry of Internal Affairs and Communications, BoJ, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

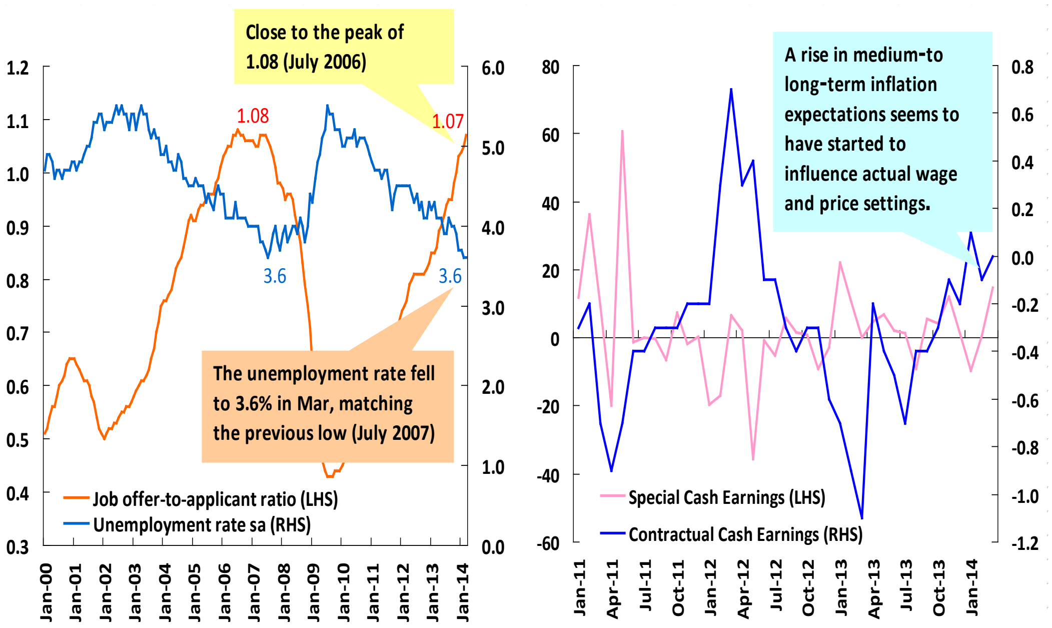
แผนภาพที่ 17: เศรษฐกิจจริงที่กำลังจะกลับมาขยายตัวสูงกว่าระดับศักยภาพอีกครั้ง นั้นจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของญี่ปุ่นหลุดพ้นจากสภาวะเงินฝืด



According to the BoJ, the output gap recently improved to around the long-term average of about 0%. The gap will likely to turn positive late this year. Labor utilization has steadily increased, while manufacturing capacity utilization, which has been somewhat delayed due to sluggish exports, should gradually improve if exports pick up.

ที่มา: BoJ, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 18: สภาวะตึงตัวของตลาดแรงงานได้ส่งผลกระทบมายังอัตราค่าจ้าง และเงินเฟ้อคาดการณ์ทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นในระยะถัดไป



ที่มา: BoJ, Ministry of Internal Affairs and Communications, Ministry of Health-Labor and Welfare, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไทย

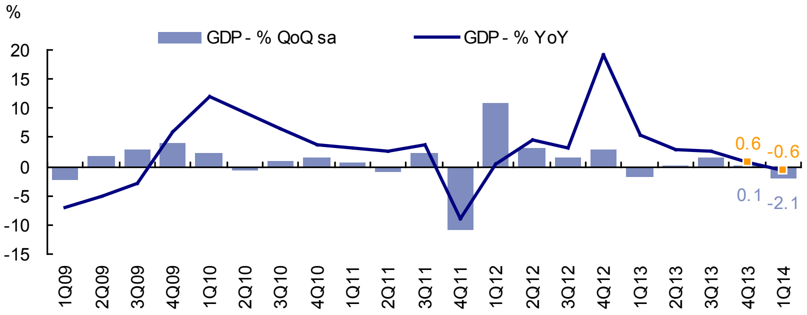
เศรษฐกิจในไตรมาส 1/2014 หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤตน้ำท่วมใหญ่ในไตรมาส 4/2011 จากผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นสำคัญ อย่างไรก็ดี ภาวะเศรษฐกิจเดือน เม.ย. เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยรวมทรงตัวจากเดือนก่อนหน้า ทั้งอุปสงค์ภาคเอกชนในประเทศ รวมถึงภาคการผลิตและการส่งออก ขณะที่แรงกดดันเงินเฟ้อยังคงเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง

สรุปภาวะเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจไตรมาส 1/2014 หดตัว 0.6% YoY; การส่งออกสุทธิช่วยชดเชยอุปสงค์ภายในประเทศได้บางส่วน

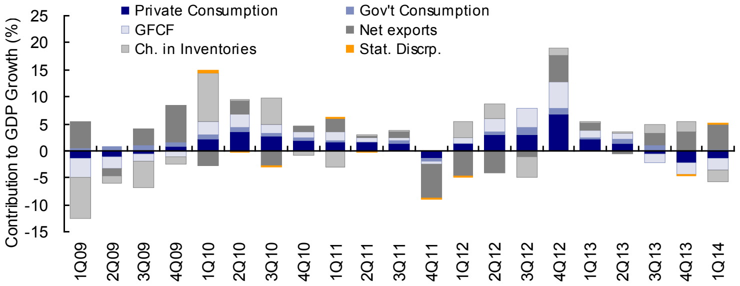
เศรษฐกิจไทยไตรมาส 1/2014 หดตัว -0.6% YoY (vs. +0.6% ในไตรมาสที่ 4/2013) ซึ่งนับเป็นการหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤตน้ำท่วมใหญ่ในไตรมาส 4/2011 ทั้งนี้ เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน เศรษฐกิจไตรมาสแรกปรับตัวลดลง 2.1% (หลังปรับผลทางฤดูกาล) การส่งออกสุทธิที่แข็งแกร่ง (จากการนำเข้าที่หดตัวแรง) ช่วยชดเชยอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอได้บางส่วน ส่งผลทำให้เศรษฐกิจในไตรมาสแรกหดตัวไม่แรงนัก โดยอุปสงค์ภาคเอกชน (การบริโภคและการลงทุน) หดตัวติดต่อกันเป็นไตรมาสที่สาม ตั้งแต่วิกฤตการเมืองในประเทศเริ่มก่อตัวขึ้นในไตรมาส 3/2013 รวมถึงผลกระทบเชิงลบจากการค้างชำระค่าข้าวจากโครงการจำนำแก่ชาวนา

แผนภาพที่ 19: เศรษฐกิจไทยไตรมาส 1/2014 หดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤตน้ำท่วมใหญ่ในไตรมาส 4/2011



ที่มา: NESDB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 20: การส่งออกสุทธิที่แข็งแกร่งช่วยชดเชยอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอได้บางส่วน



ที่มา: NESDB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การใช้จ่ายของครัวเรือนและการท่องเที่ยวหดตัวลง ท่ามกลางการส่งออกสินค้าที่ฟื้นตัวได้เล็กน้อย

การบริโภคของครัวเรือนปรับลดลง -3% YoY (vs. -4.1% ไตรมาสก่อน) ตามการหดตัวลงต่อเนื่องของการใช้จ่ายหมวดยานพาหนะ และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายของภาครัฐเร่งตัวขึ้น +2.9% YoY (vs. +0.9% ไตรมาสก่อน) ตามการเร่งการเบิกจ่ายงบประจำ ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรหดตัว -9.8% YoY โดยเฉพาะการลงทุนภาครัฐ (-19.3% จาก -4.7% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนหดตัว -7.3 % YoY แต่ปรับตัวดีขึ้นจาก -13.2% ในไตรมาสก่อน หนุนโดยการลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์ การส่งออกสินค้าปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย อยู่ที่ +0.8% YoY (จาก +0.2% ไตรมาสก่อน) อย่างไรก็ตาม การส่งออกภาคบริการปรับตัวลดลง -4.2% YoY (เป็นการหดตัวครั้งแรกหลังวิกฤตอุทกภัยในไตรมาส 4/2011) ตามการหดตัวลงของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศ ขณะที่การนำเข้าสินค้าและบริการหดตัวลง -8.5% YoY ตามการชะลอตัวของอุปสงค์ภายในประเทศโดยเฉพาะการลงทุนที่ซบเซา

ด้านอุปทาน ภาคการก่อสร้างและการท่องเที่ยวได้รับผลกระทบจากวิกฤตการเมืองมากที่สุด

ภาคการผลิตที่หดตัวมากที่สุดในไตรมาส 1/2014 ได้แก่ สาขาก่อสร้าง (-12.4%) สอดคล้องกับแนวโน้มการลงทุนที่ซบเซา รวมถึงสาขาอุตสาหกรรมหดตัวติดต่อกันสี่ไตรมาส (-2.7% YoY) ขณะที่ปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลกระทบต่อการผลิตที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว อาทิ โรงแรมและร้านอาหาร (-3.1% YoY) และธุรกิจค้าส่งค้าปลีก (-0.5% YoY) ด้านการผลิตในสาขาตัวกลางทางการเงิน แม้ยังคงขยายตัว +6.6% YoY แต่ชะลอจากไตรมาสก่อนหน้า ตามการชะลอตัวของปริมาณสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์

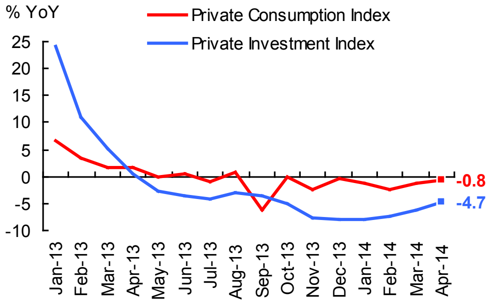
อย่างไรก็ดี ภาวะเศรษฐกิจเดือน เม.ย. เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยทรงตัวจากเดือนก่อนหน้า

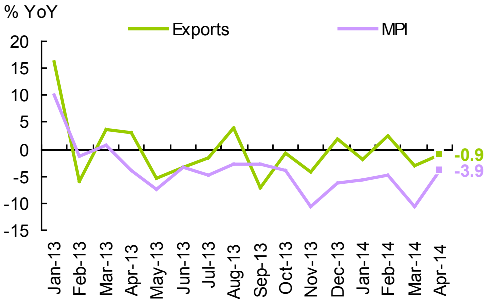
ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน เดือน เม.ย. ลดลง -0.8% YoY (จาก -1.2% ในเดือนก่อน) เป็นการหดตัวลงน้อยที่สุดในรอบ 4 เดือน เนื่องจากผลของฐานการบริโภคสูงจากโครงการรถคันแรกค่อยๆ หมดไป ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน หดตัวเช่นกัน -4.7% YoY (จาก -6.1% YoY ในเดือนก่อนหน้า นับเป็นการหดตัวติดต่อกันเป็นเดือนที่ 12) หลังภาคธุรกิจยังคงชะลอการลงทุน โดยเฉพาะในหมวดเครื่องจักรและอุปกรณ์ นอกจากนี้ แนวโน้มการลงทุนยังคงย่ำแย่ สะท้อนจากดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจร่วงลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 29 เดือน ที่ 44.3

ภาคการผลิตและการส่งออกหดตัวเล็กน้อย

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม เดือน เม.ย. 2014 ปรับตัวดีขึ้นอยู่ที่ -3.9% YoY (vs. -10.5% เดือนก่อน) อุตสาหกรรมที่เติบโตดีขึ้นได้แก่ แผงวงจรไฟฟ้า เครื่องนุ่งห่ม ส่วนอุตสาหกรรมที่มีการหดตัว ได้แก่ ยานยนต์ อาหารและเครื่องดื่ม ซีเมนต์และก่อสร้าง ด้านการส่งออก เดือน เม.ย. หดตัว -0.9% YoY (vs. -3.1% เดือนก่อน) อย่างไรก็ดี การส่งออกหมวดสินค้าอุตสาหกรรมฟื้นตัวขึ้น +1.8% YoY (vs. -0.8% ในเดือนก่อน) สอดคล้องกับตัวเลขการผลิตที่ฟื้นตัว โดยตลาดส่งออกที่ขยายตัวแข็งแกร่ง ได้แก่ EU27 (+8.1%) และ CLMV (+11.5%)

แผนภาพที่ 21: ภาวะเศรษฐกิจเดือน เม.ย. เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยทรงตัวจากเดือนก่อนหน้า





ที่มา: Bank of Thailand (BoT), Ministry of Commerce (MoC), Office of Industrial Economics (OIE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

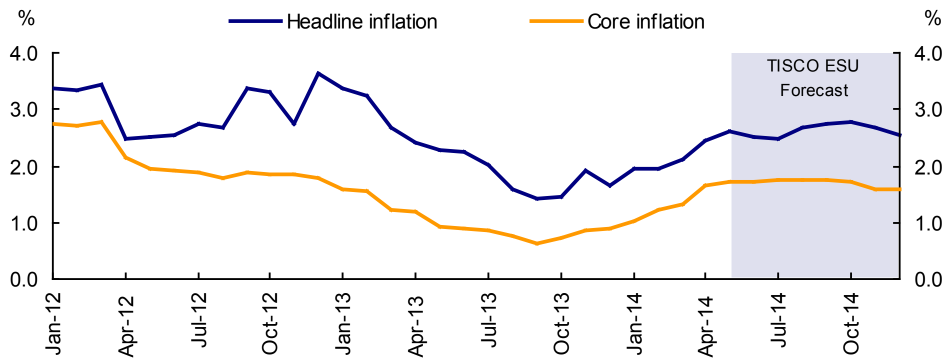
เงินเฟ้อเดือน พ.ค. เร่งขึ้นสู่ 2.62% สูงสุดในรอบ 14 เดือน

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน พ.ค. อยู่ที่ 2.62% YoY (vs. 2.45% ในเดือนก่อน) ด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน (ไม่นับรวมอาหารสดและพลังงาน) เร่งขึ้นสู่ 1.75% (vs. 1.66% ในเดือนก่อนหน้า) ทั้งนี้ แรงกดดันเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นในสินค้าเกือบทุกหมวด สะท้อนการเพิ่มขึ้นของราคาไฟฟ้า ก๊าซหุงต้ม พลังงาน ยาสูบ และอาหารปรุงสำเร็จ โดยในช่วง 5 เดือนแรก เงินเฟ้อทั่วไปและพื้นฐานอยู่ที่ 2.2% และ 1.4% ตามลำดับ

เราปรับลดประมาณการเงินเฟ้อทั่วไปลงเล็กน้อย แต่ปรับเพิ่มประมาณการเงินเฟ้อพื้นฐานเป็น 1.6%

เราปรับลดประมาณการเงินเฟ้อทั่วไปปี 2014 สู่ 2.5% (vs. จากเดิม 2.6%) หลังจาก คสช. ประกาศตรึงราคาก๊าซหุงต้ม ซึ่งก่อนหน้านี้มีกำหนดจะปรับเพิ่ม กก. ละ 50 สตางค์ ต่อเดือน ไปจนถึงเดือน ส.ค. 2014 อย่างไรก็ดี เราปรับเพิ่มประมาณการอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานปี 2015 สู่ 1.6% (จากเดิม 1.4%) โดยในช่วง 5 เดือนแรก เงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยอยู่ที่ 1.4% เพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาดจากผลของการส่งผ่านต้นทุนราคาก๊าซหุงต้มไปยังราคาอาหารสำเร็จรูป และในระยะถัดไป เงินเฟ้อพื้นฐานจะเร่งขึ้นอีกเข้าใกล้ระดับ 2% ภายในครึ่งปีหลัง

แผนภาพที่ 22: อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะปรับเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้



ที่มา: MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนวโน้มเศรษฐกิจ

ปัจจุบันเราคาดเศรษฐกิจไทยปี 2014 มีแนวโน้มขยายตัวในช่วง 1-1.5%

แม้ว่าเศรษฐกิจไทยในไตรมาสแรกของปีจะหดตัวลง และมีแนวโน้มที่จะหดตัว (หรืออย่างมากไม่ขยายตัว) ต่อเนื่องในไตรมาสที่สอง จากผลของการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองในวันที่ 22 พ.ค. ที่ผ่านมา อย่างไรก็ดี เราคาดว่าอัตราการขยายตัวจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง และคาดเศรษฐกิจไทยทั้งปี 2014 จะขยายตัวได้ในกรอบ 1-1.5% ภายใต้สมมติฐานว่าการประท้วงการเปลี่ยนแปลงอำนาจบริหารราชการแผ่นดินไม่รุนแรง (กรณีฐานขยายตัว 1%) แต่หากความเชื่อมั่นทั้งของผู้บริโภคและนักลงทุนฟื้นฟูขึ้นเร็วกว่าที่คาดไว้ อัตราขยายตัวอาจเพิ่มขึ้นเป็น 1.5% (กรณีสูง) อย่างไรก็ดี หากมีความรุนแรงทางการเมืองเกิดขึ้น อันส่งผลทำให้อัตราการขยายตัวในช่วงครึ่งปีหลังไม่ฟื้นตัวตามที่เราคาดไว้ เศรษฐกิจไทยทั้งปีมีโอกาสหดตัวลง -0.5% (กรณีเลวร้าย)

แผนภาพที่ 23: คาดเศรษฐกิจไทยปี 2014 ขยายตัวในช่วง 1-1.5%

TISCO ESU economic forecasts	2014F		
	Worse	Base	Better
	Junta government + street violence	Junta government + small protests	Junta government + confidence restored faster-than-expected
Real GDP	-0.5%	1.0%	1.5%
Real Private Consumption	-0.9%	-0.7%	0.3%
Real Government Consumption	0.9%	0.9%	1.3%
Real Gross Fixed Investment	-5.8%	-4.9%	-2.0%
- Real Private Investment	-4.7%	-3.7%	-0.5%
- Real Public Investment	-9.6%	-9.6%	-7.5%
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	4.5%	4.5%	4.5%
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	-7.1%	-2.7%	-0.5%
Trade balance (USD, bn)	19.3	16	14.3
Current account (USD, bn)	4.5	3.4	2.3
Current account (% of GDP)	1.3%	0.9%	0.6%
Tourist arrivals (persons, m)	26.4	26.6	26.8
Tourist arrivals (% YoY)	-1.0%	-0.5%	0.0%

ที่มา: *TISCO Economic Strategy Unit (ESU)*

แรงกระตุ้นภาคการคลังกลับมาทำงานได้ปกติ เราจึงคาดว่า กนง. จะคงดอกเบี้ยในการประชุมวันที่ 18 มิ.ย.

คณะรักษาความสงบเรียบร้อยแห่งชาติ (คสช.) มีอำนาจเต็มที่จะเบิกจ่ายงบการคลังทำให้ความจำเป็นของการผ่อนคลายนโยบายทางการเงินลดลง โดยการที่ คสช. เร่งจ่ายเงินคืนชาวนาในโครงการรับจำนำข้าวช่วยให้ภาคครัวเรือนมีความสามารถในการจับจ่ายใช้สอยเพิ่มขึ้น ยิ่งไปกว่านั้นงบประมาณปี 2015 สามารถดำเนินการเบิกจ่ายได้ทันเริ่มปีงบประมาณในเดือน ต.ค. ด้วยแรงกระตุ้นภาคการคลังกลับมาทำงานได้ปกติ ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มมีเสถียรภาพ เราจึงคาดว่า คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิมที่ 2% ในการประชุมนัดถัดไปวันที่ 18 ก.ค. และจะยังคงไว้ที่ระดับนี้ไปจนถึงต้นปีหน้า

Box: อินเดียหลังการเลือกตั้ง

นายกใหม่ได้รับคะแนนเสียงท่วมท้น

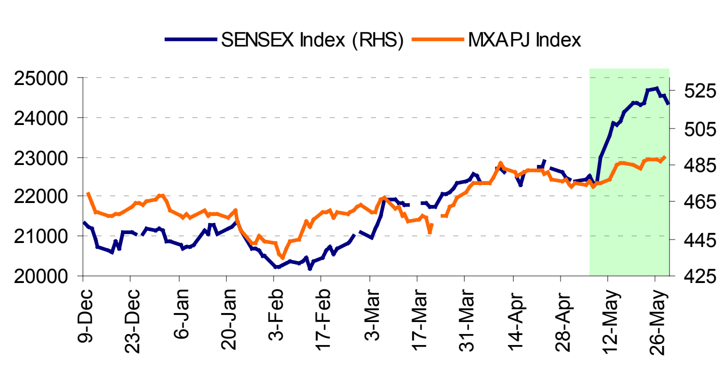
พรรค BJP นำโดยนาย Modi ชนะการเลือกตั้งใหญ่ของอินเดียด้วยคะแนนเสียงท่วมท้นถึง 31% โดยได้ถึง 282 ที่นั่งจากทั้งหมด 543 ที่นั่ง ทำให้สามารถจัดตั้งรัฐบาลพรรคเดียวได้เป็นครั้งแรกในรอบ 30 ปี รวมทั้งเป็นครั้งแรกที่พรรคการเมืองเดียวสามารถเอาชนะพรรคคองเกรสได้ (ซึ่งในรอบนี้ได้คะแนนเสียงเพียง 19%) ทั้งนี้หากรวมกับพรรคพันธมิตรแล้ว ฝ่ายของนาย Modi จะได้รับที่นั่งถึง 336 ที่นั่ง ขณะที่พรรคคองเกรสได้เพียง 44 ที่นั่ง

ตลาดตอบรับเป็นอย่างดี

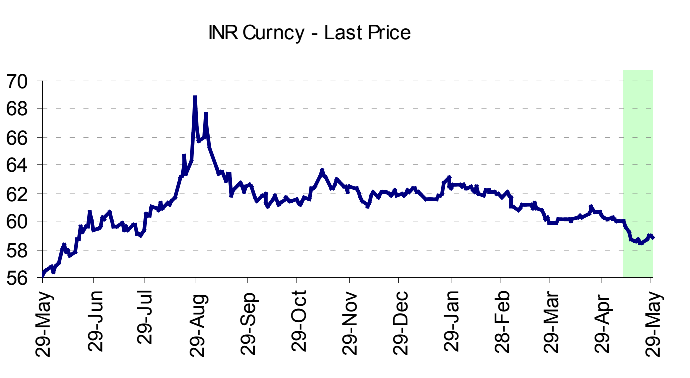
นักลงทุนต่างตอบรับผลการเลือกตั้งอย่างดี เช่นเดียวกับหลังการเลือกตั้งปี 2009 เนื่องจากมีความหวังว่าเศรษฐกิจอินเดียภายใต้การนำของรัฐบาลพรรคเดียวจะสามารถดำเนินไปได้ดี และแข็งแกร่งขึ้นจากการปฏิรูปที่น่าจะผลักดันให้เกิดขึ้นได้ดีกว่าเดิม

โดยดัชนี SENSEX ของอินเดียปรับตัวขึ้นถึง 10% หลังทราบผลของการเลือกตั้ง เทียบกับภูมิภาคเอเชียไม่รวมญี่ปุ่น ที่ปรับขึ้นเพียง 3% ด้านรูปีแข็งค่าแตะ 58.5 รูปีต่อดอลลาร์สหรัฐฯในวันที่ 23 พ.ค. ต่ำสุดในรอบ 11 เดือน และในเดือน พ.ค. แข็งค่ากว่า 2% ปรับตัวดีที่สุดในเอเชีย

แผนภาพที่ 24: ดัชนี SENSEX ปรับตัวขึ้นราว 10% ดีกว่าในภูมิภาค ตอบรับผลการเลือกตั้ง



แผนภาพที่ 25: เงินรูปีแข็งค่าที่สุดในรอบ 11 เดือน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบของการเลือกตั้งต่อเศรษฐกิจในอดีต

จากการศึกษาผลกระทบต่อเศรษฐกิจอินเดียของการเลือกตั้งโลกสภา 5 ครั้งล่าสุด พบว่าจะส่งผลบวกต่อเศรษฐกิจในระยะสั้นๆ ดังนี้

1. GDP ค่อยๆขยายตัวในช่วง 3 ไตรมาสหลังการเลือกตั้ง โดยสามารถขยายตัวได้ถึง 100bps
2. ระดับเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลงในช่วง 2ไตรมาสก่อนการเลือกตั้ง และเพิ่มขึ้นหลังจากการเลือกตั้ง ซึ่งจากหลักฐานพบว่ามีความสอดคล้องกับทฤษฎี political business cycle ที่อธิบายไว้ว่ารัฐบาลสมัยปัจจุบันจะพยายามทำให้เศรษฐกิจแข็งแกร่งก่อนหน้าการเลือกตั้งเพื่อเพิ่มคะแนนเสียง
3. ค่าเงินรูปี เฉลี่ยแข็งค่าขึ้น 3% ในช่วง 3 ไตรมาสก่อนและหลังการเลือกตั้ง
4. เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัดหลังการเลือกตั้ง และจะช่วยเพิ่ม GDP ประมาณ50bps

ความคาดหวังถูกตั้งไว้สูง แต่การดำเนินนโยบายจริงยังคงมีความท้าทาย

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าตลาดจะมีมุมมองเชิงบวกต่ออนาคต แต่การที่เศรษฐกิจอินเดียจะพลิกกลับมาเติบโตอย่างมีเสถียรภาพนั้นต้องใช้เวลาและถือเป็นความท้าทายสำหรับรัฐบาลทุกสมัย โดยอินเดียยังคงมีปัญหาทางเศรษฐกิจอีกมากมาย และถือเป็นความท้าทายของรัฐบาลชุดใหม่ไม่ว่าจะเป็นปัญหาการขยายตัวของ GDP ที่ชะลอลงมากในช่วงหลัง การลงทุนชะงัก หนี้เสียภาคธนาคารที่สะสมจากช่วงก่อน ปัญหาขาดดุลการคลังและหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูง ภาคธุรกิจมีความเสี่ยงจากการกู้ยืมนอกประเทศเพิ่มขึ้นเนื่องจากมีการป้องกันความเสี่ยงของค่าเงินที่ไม่มีประสิทธิภาพ ปัญหาฟองสบู่ในตลาดอสังหาฯและหลักทรัพย์ เงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำ เศรษฐกิจยังพึ่งพาการค้าระหว่างประเทศอยู่มาก รวมทั้งยังมีปัญหาคอรัปชั่นและสิทธิมนุษยชน

แผนพัฒนาเศรษฐกิจในมุมมองของ DB

แม้ว่าอินเดียจะมีรัฐบาลใหม่ที่มีอำนาจเด็ดขาดในสภา ซึ่งนักลงทุนต่างให้ความเชื่อมั่นว่าจะพัฒนาเศรษฐกิจไปได้มาก สะท้อนจากตลาดหุ้นและค่าเงินที่ตอบรับผลการเลือกตั้งอย่างดี อย่างไรก็ตาม รัฐบาลยังคงต้องเผชิญความท้าทายในการแก้ปัญหาเศรษฐกิจอีกหลายประการ ซึ่งอาจแบ่งการดำเนินนโยบายออกเป็นระยะสั้นและระยะกลาง เพื่อช่วยให้เศรษฐกิจอินเดียขับเคลื่อนไปได้อีกครั้ง ดังต่อไปนี้

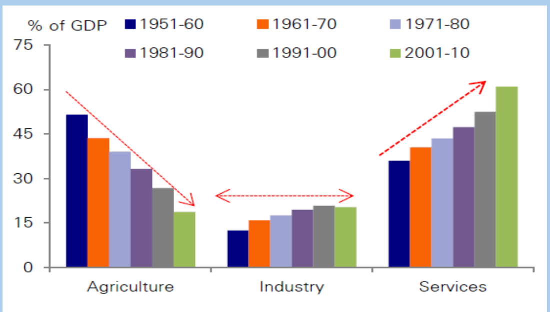
- **ระยะสั้น**
  - **แก้ปัญหาโครงการลงทุนค้างท่อ** ขณะนี้อินเดียมีการโครงการลงทุนค้างท่อสูงถึง 1.04 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากปัญหาความไม่แน่นอนทางนโยบายที่เป็นปัจจัยหลัก โดยการลงทุนในอุตสาหกรรมเหล็กกล้า (คิดเป็น 18.9%) ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (28%) อสังหาฯ (10.9%) เหมือง (9.7%) และไฟฟ้า (9%) ได้รับผลกระทบมากที่สุด หากรัฐบาลเร่งแก้ปัญหาเรื่องข้อจำกัดการลงทุนและนโยบายที่มีความไม่แน่นอนสูง เพื่อเร่งให้เกิดการลงทุนจริงมากขึ้นและใช้กฎที่เอื้อต่อนักลงทุนมากขึ้น ไม่เพียงจะช่วยให้การขยายตัวของเศรษฐกิจเติบโตได้เร็ว แต่ยังช่วยภาคธนาคารที่ขณะนี้มีสินทรัพย์ด้อยคุณภาพ (Non-Performing Asset) เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับภาคโครงสร้างพื้นฐาน

  - **จัดเตรียมร่างงบประมาณปี 2015**
    - รัฐบาลชุดใหม่มีกำหนดเสนอร่างงบประมาณในเดือน ก.ค. นี้ซึ่ง DB คาดว่าอาจตั้งเป้าขาดดุล 4.5% ของ GDP ในปีงบประมาณ 2015 ดีขึ้นจากปีก่อนเล็กน้อย
    - ทั้งนี้ร่างงาบประมาณจะเป็นสัญญาณที่ดีต่อการลดแรงกดผลักดันเงินเฟ้อและการรักษาเสถียรภาพการคลังในระยะยาว ซึ่งเป็นปัญหาสำคัญของอินเดียเนื่องจากมีการใช้จ่ายของรัฐบาลไปกับการอุดหนุนราคาสินค้า และการครองชีพเป็นจำนวนมากตามนโยบายประชานิยมของรัฐบาลสมัยก่อน

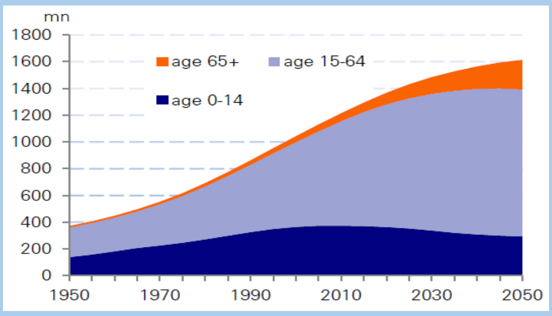
  - **เตรียมรับมือปัญหาเงินเฟ้อ** โดยเฉพาะในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ย. ปีนี้ ที่อาจเกิดได้จากราคาอาหารเพิ่มสูงขึ้นจากการที่อินเดียอาจประสบปัญหาภัยแล้งและปรากฏการณ์ El Nino ทำให้เก็บเกี่ยวพืชผลได้น้อยลง

- **ระยะกลาง**
  - **ฟื้นฟูภาคอุตสาหกรรมเพื่อสร้างงาน**
    - ภาคอุตสาหกรรมของอินเดียขยายตัวเพียงเล็กน้อยในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา โดยมีสัดส่วนใน GDP แทบไม่เปลี่ยนแปลง ขณะที่ภาคบริการขยายตัวทดแทนภาคเกษตร ซึ่งการเคลื่อนย้ายของแรงงานเข้าสู่ภาคบริการนี้ไม่ค่อยเกิดขึ้นนักในประเทศที่กำลังพัฒนาเศรษฐกิจ (โดยมากจะเป็นการเคลื่อนย้ายเข้าสู่ภาคอุตสาหกรรม ซึ่งจะทำให้เกิดการจ้างงานเป็นจำนวนมากและกระจายรายได้เป็นวงกว้าง ยกระดับให้มีชนชั้นกลางเพิ่มขึ้นและสามารถพัฒนานวัตกรรมจนสามารถหลุดออกจากกับดักชนชั้นกลาง (Middle-Income Trap) จากนั้นแรงงานจึงเคลื่อนย้ายเข้าสู่ภาคบริการหลังเศรษฐกิจพัฒนาแล้ว)
    - ทั้งนี้ แรงงานจำนวนหลายล้านคนกำลังเข้าสู่ตลาดแรงงานในทศวรรษที่กำลังจะมาถึง การฟื้นฟูภาคอุตสาหกรรมจึงเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับอินเดียที่จะรองรับแรงงานที่จะทะลักเข้าสู่ตลาด
    - การฟื้นฟูภาคอุตสาหกรรมทำได้โดยการปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานและการปรับปรุงประสิทธิภาพของแรงงาน รวมทั้งการผ่อนคลายข้อจำกัดในการลงทุน และใช้นโยบายที่มีเสถียรภาพ
    - รัฐบาลตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนภาคอุตสาหกรรมจาก 16% ของ GDP เป็น 25 % ภายในปี 2025 และจะสร้างงานได้ 100 ล้านตำแหน่ง ซึ่งเรามองว่านโยบายนี้น่าจะเป็นไปได้หากรัฐบาลมีการดำเนินการอย่างจริงจังและมีประสิทธิภาพ

แผนภาพที่ 26: ภาคอุตสาหกรรมขยายตัวเพียงเล็กน้อยในช่วงที่ผ่านมา



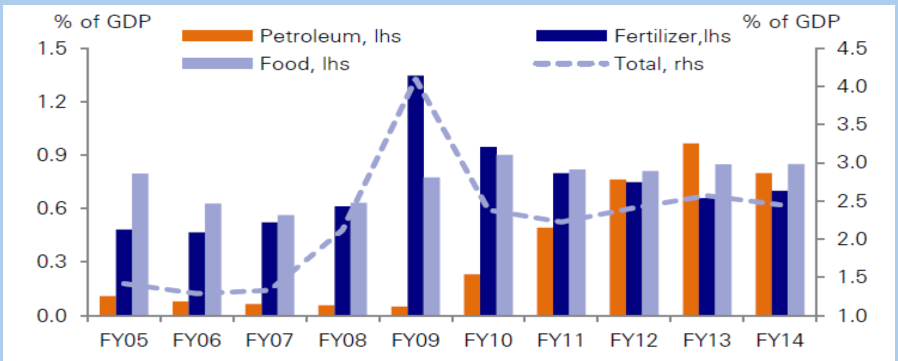
แผนภาพที่ 27: กำลังแรงงานอายุระหว่าง 15-64 ปี กำลังเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว



Source: Deutsche Bank

- **ปฏิรูปการคลัง**
  - หากรัฐบาลตั้งเป้างบประมาณขาดดุลลดลงเหลือ 3% ของ GDP ภายในปีงบประมาณ 2016/2017 ตามที่นักเศรษฐศาสตร์เสนอ รัฐบาลต้องมีการปฏิรูปการคลังอย่างจริงจัง ทั้งการจัดเก็บภาษีทั้งทางตรงและทางอ้อม รวมทั้งการจัดการกับเงินอุดหนุนในโครงการต่างๆของรัฐบาล
  - อัตรารายได้จากภาษีต่อ GDP อยู่ในระดับต่ำสุดในเอเชีย ซึ่งหากปฏิรูปการจัดเก็บภาษีได้อาจทำให้ GDP ขยายตัวได้เพิ่มถึง 100-150bps

แผนภาพที่ 28: รายจ่ายโครงการอุดหนุนต่างๆจากรัฐบาล



Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

  - การจ่ายเงินอุดหนุน (Subsidy) ของรัฐบาลถือเป็นรายจ่ายจำนวนมากและถือเป็นความอ่อนไหวในเชิงการเมือง อาทิ การอุดหนุนรายจ่ายด้านอาหาร อย่างไรก็ตาม การอุดหนุนบางรายการสามารถตัดลดลงได้และจะช่วยให้การคลังดีขึ้น อาทิ เงินอุดหนุนราคา LPG ซึ่งมากถึง 50% ของเงินอุดหนุนราคาน้ำมัน, การอุดหนุนราคาปุ๋ย ซึ่งคิดเป็นเกือบ 1% ของ GDP
  - นอกจากนี้การปรับปรุงระบบการอุดหนุนราคาให้มีความโปร่งใสมากขึ้นจะเป็นผลดีต่อเศรษฐกิจและลดอาชญากรรมในอินเดียได้อีกด้วย
- **เปลี่ยนแปลงข้อจำกัดในตลาดการเงิน** เนื่องจากอินเดียเป็นประเทศที่ยังคงต้องพึ่งพาเม็ดเงินจากต่างชาติอยู่มาก รัฐบาลควรปรับกฎข้อบังคับในการลงทุนเพื่อให้เอื้อต่อการลงทุนโดยตรงในระยะยาวอย่างมั่นคงและมีประสิทธิภาพ โดยการเพิ่มเพดานการลงทุนโดยตรง (FDI Cap) ในภาคสำคัญ อาทิ การป้องกันประเทศ ประกันภัย **และควรเปิดเสรีในตลาดพันธบัตร ซึ่งขณะนี้มีเพดานที่ 8.1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ** ซึ่งหากยกเลิก จะมีเม็ดเงินไหลเข้าจากต่างชาติอย่างน้อย 2-2.5 หมื่นล้านดอลลาร์ และยังจะช่วยเพิ่มคุณภาพและขนาดของนักลงทุน

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ
Head of Economic Strategy Unit
- ปริญญาเอก เศรษฐศาสตร์
  Michigan State University
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  National University of Singapore
  (ทุน Asian Development Bank)
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คมศร ประกอบผล
Senior Strategist
- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
  สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
  สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทิสโก้ กว่า 5 ปี

ศรันต์ สุนันท์สถาพร
Senior Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

อภิชาติ วิศิษฏ์กิจการ
Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วี โกวิทยา
Research Assistant
- ปริญญาตรี บริหารธุรกิจ
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พิมลพรรณ ประวังสุข
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854
	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 2	: 02 6737017
	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161	เซ็นทรัลรามอินทรา ชั้น 3	: 02 970 6006	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	แฟชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998		
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารภคินท์	: 02 633 4333	ศรีนครินทร์	: 02 758 6269
	รัตนาธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166	วรจักร	: 02 621 0141
	เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 212 277	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 811 383	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 235 155	จันทบุรี	: 039 346 688	ชลบุรี	: 038 784 522	พัทยา	: 038 416 525
ระยอง	: 038 808 555	ศรีราชา	: 038 771 471	เชียงใหม่	: 053 211 112	นครสวรรค์	: 056 331 511
พิษณุโลก	: 055 211 388	ขอนแก่น	: 043 324 966	นครราชสีมา	: 044 271 711	โลตัส โคราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	สงขลา	: 074 343 111	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว