TIPS | APRIL 2016

TISCO Investment Portfolio Strategy

- คงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นเนื่องจากคาดว่าดอลลาร์สหรัฐฯ จะกลับมาแข็งค่า
- ส่วนในตลาดเกิดใหม่เราเริ่มเห็นสัญญาณเงินทุนไหลเข้าและ คงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นอินเดียและจีน
- ในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราแนะนำลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากคาดว่าแรงกดดันจากดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งและการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกลับมากดดันราคาทองคำ

TISCO Economic Strategy Unit

Contents

- Executive Summary 3
- Global Investment Strategy 4
  - Investment Outlook 7
  - ตลาดหุ้น 10
  - ตลาดตราสารหนี้ 16
  - การลงทุนทางเลือก 18
- Global Economic Insights 22
  - เศรษฐกิจสหรัฐฯ 23
  - เศรษฐกิจยุโรป 26
  - เศรษฐกิจจีน 31
  - เศรษฐกิจญี่ปุ่น 36
  - เศรษฐกิจไทย 40

TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
วรุตม์ เตชะจินดา
ชานนทร์ บุญนุช
ซาร่า ผลพิบูลย์
ปภังกร กิจเจริญการกุล
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

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

Executive Summary

ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา นำโดยตลาดยุโรปและญี่ปุ่นรวมถึงจีนที่ปรับตัวขึ้นราว 10 - 15% ตาม Sentiment ของตลาดเริ่มฟื้นตัวขึ้น โดยปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมาได้แก่ การคลายความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน ประกอบกับการแข็งค่าของค่าเงินหยวนและการชะลอตัวของกระแสเงินทุนไหลออกจากจีน ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้

เราคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น เนื่องจากคาดว่าแนวโน้มการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายของ ECB และ BoJ ซึ่งสวนทางกับการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นของ Fed จะส่งผลให้ดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินยูโรและเยน และจะเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรปต่อไป ส่วนในตลาดเกิดใหม่เราเริ่มเห็นสัญญาณเงินทุนไหลเข้าและคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นอินเดียและจีน

ในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราแนะนำลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากคาดว่าแรงกดดันจากดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งและการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกลับมากดดันราคาทองคำ

TISCO
TIPS | April 2016
TISCO Investment Portfolio Strategy

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- คงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่นเนื่องจากคาดว่าดอลลาร์สหรัฐฯ จะกลับมาแข็งค่า
- ส่วนในตลาดเกิดใหม่เราเริ่มเห็นสัญญาณเงินทุนไหลเข้าและคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นอินเดียและจีน
- ในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราแนะนำลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากคาดว่าแรงกดดันจากดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งและการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกลับมากดดันราคาทองคำ

TISCO Economic Strategy Unit

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,378	-0.9%	6.9%	5.1%	-0.9%	7.0%	-8.9%
Philippines PCOMP	7,065	1.7%	4.6%	2.3%	-0.8%	1.6%	-9.3%
Indonesia JCI	4,861	1.0%	2.0%	6.7%	11.0%	5.8%	-10.6%
Singapore STI	2,844	1.2%	8.8%	-0.6%	-1.8%	-1.3%	-15.6%
Malaysia KLCI	1,693	0.4%	1.7%	2.2%	0.7%	0.1%	-5.3%
Asia	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	20,258	1.3%	7.0%	-7.4%	-7.3%	-7.6%	-15.2%
China H HSCEI	8,571	1.5%	8.1%	-11.3%	-14.0%	-11.3%	-27.6%
MSCI China	54	1.4%	7.3%	-9.0%	-8.9%	-8.8%	-20.6%
China CSI300	3,090	0.6%	0.9%	-17.7%	-4.5%	-17.2%	-17.8%
Taiwan TWSE	8,699	0.8%	5.9%	4.6%	3.0%	4.3%	-8.8%
Korea KOSPI	1,995	1.3%	5.9%	0.8%	0.9%	1.7%	-1.7%
MSCI Korea	531	0.6%	4.5%	-1.0%	2.8%	0.7%	-6.5%
India SENSEX	24,682	-0.4%	5.6%	-4.3%	-4.9%	-5.5%	-14.1%
MSCI India	931	-0.9%	4.7%	-4.3%	-5.3%	-5.6%	-14.4%
Developed Market	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	5,183	0.6%	6.2%	1.6%	0.7%	-2.1%	-11.3%
Japan TOPIX	1,378	1.9%	7.4%	-11.9%	-7.6%	-10.9%	-12.3%
Japan Nikkei 225	17,208	2.1%	8.7%	-11.1%	-6.6%	-9.6%	-11.5%
Europe STOXX600	341	0.5%	3.7%	-6.5%	-5.6%	-6.8%	-14.2%
Euro STOXX50	3,062	1.5%	5.7%	-7.4%	-6.0%	-6.3%	-16.6%
US Dow Jones	17,326	1.9%	5.3%	-1.0%	3.9%	-0.6%	-2.9%
US S&P500	2,027	1.9%	5.2%	-0.7%	1.9%	-0.8%	-2.3%
MSCI US REITs	1,128	3.0%	10.3%	3.1%	7.7%	2.4%	-1.3%
J-REITs	1,883	1.4%	4.4%	9.5%	16.5%	7.7%	3.2%
Europe	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	6,175	0.5%	2.4%	1.2%	-0.2%	-1.1%	-9.7%
Germany DAX	9,983	2.7%	6.5%	-7.0%	-2.4%	-7.1%	-16.7%
France CAC 40	4,463	0.8%	5.4%	-4.6%	-4.1%	-3.8%	-11.3%
Switzerland SMI	7,916	-0.7%	-0.4%	-8.5%	-10.5%	-10.2%	-13.9%
Portugal PSI 20	5,111	4.6%	7.1%	-3.2%	0.0%	-3.8%	-11.4%
Spain IBEX 35	8,963	2.3%	7.1%	-9.3%	-11.3%	-6.1%	-18.7%
Italy FTSE MIB	18,732	2.9%	7.8%	-13.0%	-15.2%	-12.5%	-17.6%
Latin America	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	47,763	-1.9%	16.6%	6.1%	-1.6%	10.2%	-2.2%
Chile IPSA	3,861	1.3%	3.3%	5.4%	1.7%	4.9%	0.3%
Mexico MEXBO	44,751	0.6%	2.7%	2.9%	2.2%	4.1%	2.3%
Regional	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	402	0.6%	7.7%	-1.0%	-1.7%	-2.4%	-15.5%
MSCI Latin America	1,982	-2.5%	12.0%	4.7%	-3.0%	8.3%	-16.6%
MSCI All Country World	390	1.4%	5.2%	-1.9%	-2.1%	-2.3%	-7.7%
Commodities	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	39.16	3.5%	27.7%	12.0%	-16.5%	5.7%	-9.9%
Brent Spot	40.80	1.9%	18.3%	10.1%	-16.9%	9.4%	-23.8%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	1.64	-0.57	-2.20	-0.47	-0.54	1.40	-8.41
Gold Spot	1260.71	-0.9%	4.2%	19.7%	12.8%	18.7%	9.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1734.61	0.6%	8.9%	18.5%	14.4%	18.7%	5.6%
DB Agriculture index (USD)	93.24	2.5%	5.0%	1.1%	1.4%	0.7%	-7.2%
Thai Bond index	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	271.52	0.3%	2.1%	6.3%	8.1%	5.5%	9.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	193.84	0.0%	0.2%	0.7%	1.1%	0.6%	2.8%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	271.89	0.1%	0.6%	3.1%	4.4%	2.6%	6.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	353.20	0.2%	1.6%	6.5%	8.9%	5.4%	9.7%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	230.50	0.1%	0.7%	3.1%	4.4%	2.6%	5.9%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	1.39	-1	-3	-11	-11	-10	-39
2Y	1.44	-1	-4	-15	-14	-13	-45
5Y	1.59	-1	-19	-64	-72	-57	-82
10Y	1.89	0	-21	-72	-109	-62	-85
Spread 10Y-2Y	45	1	-17	-56	-95	-48	-40
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	1.91	-2	9	-31	-28	-36	-14
Japan 10Y	(0.06)	-4	-11	-36	-42	-32	-48
German 10Y	0.31	7	5	-37	-46	-32	3
Spain 10Y	1.51	-6	-25	-26	-62	-27	33
Italy 10Y	1.33	-8	-29	-36	-59	-26	15
Others	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	14.99	-3.4	-7.3	-4.0	-6.2	-3.2	-0.7
Dollar index	95.77	-0.3%	-1.1%	-3.5%	1.3%	-2.9%	-3.8%
USD/THB	34.91	-0.9%	-1.9%	-3.5%	-2.4%	-3.1%	6.0%
EUR/USD	1.12	0.2%	0.6%	3.7%	-0.8%	3.2%	5.8%
USD/JPY	112.84	0.0%	-1.2%	-8.0%	-6.7%	-6.1%	-7.1%
USD/CNY	6.52	0.1%	0.1%	0.8%	2.4%	0.4%	4.2%
USD/CNH	6.49	-0.3%	-0.6%	-1.2%	1.2%	-1.2%	3.8%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 3/17/2016 7:31:30 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้		■				- เราคาดว่า ธปท. จะลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.25% ในเดือน มี.ค. - Fed เริ่มกลับมามีแนวโน้มว่าจะขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ ซึ่งเป็นผลลบต่อราคาพันธบัตรไทย - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			■			- ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เริ่มกลับมาอ่อนค่าหลัง Fed ชะลอการขึ้นดอกเบี้ย - Valuation ลดลงตามการปรับฐานของตลาด - คงคำแนะนำเป็น Neutral
ตลาดหุ้นไทย			■			- Valuation ลดลงตามการปรับฐานของตลาด - เงินทุนกลับมาเข้า EM หลังดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน					■	- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีจากการกระตุ้นของภาครัฐ และการอัดฉีดสภาพคล่อง - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			■			- เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด เนื่องจากภาคการส่งออกที่ยังอ่อนแอ - Valuation ยังถูกเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในโลก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอาเซียน		■				- Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภูมิภาค - ค่าเงินมีความเสี่ยงอ่อนค่า - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					■	- มีความคาดหวังจากตลาดว่า BoJ จะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป					■	- มีความคาดหวังจากตลาดว่า ECB จะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - Valuation ของตลาดหุ้นยังดูน่าสนใจ - คงคำแนะนำ Overweight โดยเน้นลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมนี
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	■					- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ		■				- แรงกดดันจากดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่า และการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกลับมากดดันราคาทองคำ - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน				■		- คาดว่าราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว - ตลาดน้ำมันจะเข้าสู่ภาวะสมดุลมากขึ้นจากการลดปริมาณการผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ - คงคำแนะนำเป็น Overweight
US REITs			■			- ตลาดปรับฐานและสะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้วในช่วงไตรมาส 2 - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				■		- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - มีแรงซื้อช่วยพยุงตลาดจาก QQE2 - คงคำแนะนำ Overweight
Europe REITs				■		- ราคาอสังหาริมทรัพย์ในยุโรปยังคงต่ำเมื่อเทียบกับจุดสูงสุดในปี 2007 - แนวโน้มการเพิ่ม QE ของ ECB กดดันดอกเบี้ยต่ำ - คงคำแนะนำ Overweight

■ *Current Recommendation* ■ *Previous Recommendation*

Investment Outlook :

การล้มละลายของบริษัทผู้ผลิตน้ำมันจะส่งผลกระทบจำกัดต่อภาคการเงิน

ตลาดน้ำมันดิบโลกกำลังปรับตัวเข้าสู่สมดุลใหม่ โดยราคาน้ำมันที่ตกต่ำ เริ่มส่งผลกดดันให้ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ประสบปัญหาขาดทุนและบางแห่งถึงกับต้องประกาศล้มละลายลงไป อย่างไรก็ดีเราคาดว่าผลกระทบจากการผิดนัดชำระหนี้ดังกล่าวจะไม่ลุกลามจนเป็นปัญหาเชิงระบบ

ตลาดน้ำมันดิบโลกกำลังปรับตัวเข้าสู่สมดุลใหม่

ตลาดน้ำมันดิบในปัจจุบันอยู่ในภาวะอุปทานล้นตลาด เนื่องจากผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ซึ่งเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันจากเทคโนโลยีการขุดเจาะน้ำมันจากชั้นหินดินดาน (Shale Oil) และทำให้อุปทานน้ำมันดิบของโลกเติบโตอย่างก้าวกระโดด โดยช่วง 5-6 ปีที่ผ่านมา สหรัฐฯ ผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นจากราว 5.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2010 มาเป็น 9.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2015 ปริมาณการผลิตน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วนี้กดดันให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกปรับตัวลดลงมากว่า 60% ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

ราคาน้ำมันที่ตกต่ำ เริ่มส่งผลกดดันให้ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ซึ่งมีต้นทุนสูงกว่าการขุดเจาะน้ำมันแบบปกติ ประสบปัญหาขาดทุนและขาดแคลนสภาพคล่อง หลายแห่งเริ่มมีการผิดนัดชำระหนี้ และบางแห่งต้องถึงกับประกาศล้มละลายลงไป โดยบริษัทที่ปรึกษากฎหมาย Haynes and Boone รายงานว่านับตั้งแต่ต้นปี 2015 เป็นต้นมา มีบริษัทน้ำมันในสหรัฐฯ ล้มละลายไปแล้ว 48 แห่ง

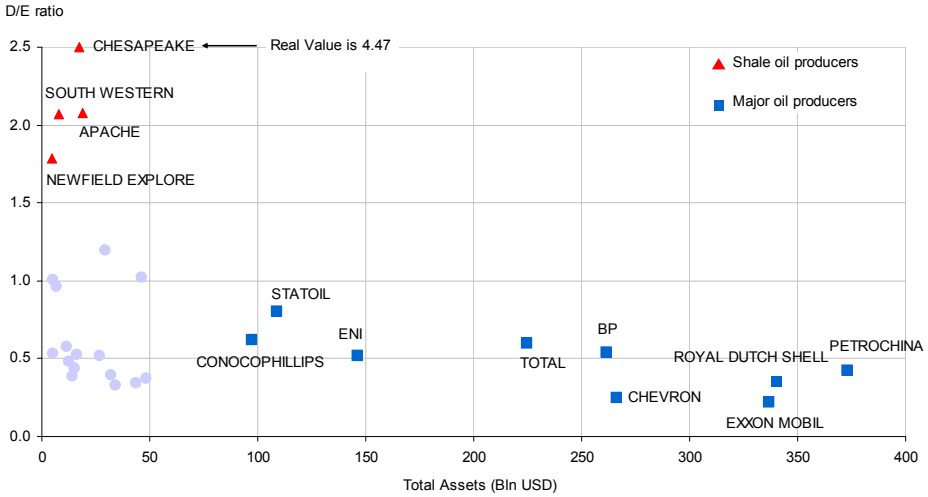
การผลิตน้ำมันที่ลดลงตามการปิดตัวของบริษัทน้ำมันในสหรัฐฯ จะช่วยให้ภาวะอุปสงค์-อุปทานกลับสู่สมดุลและทำให้ราคาน้ำมันฟื้นตัวขึ้นได้ในที่สุด

ผลกระทบต่อตลาดการเงินน่าจะมีจำกัด

บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ Fitch Ratings คาดว่าจะมีบริษัทที่ทำธุรกิจเกี่ยวข้องกับน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ผิดนัดชำระหนี้ในปีนี้เป็นจำนวนรวม 7 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อย่างไรก็ดีเราคาดว่าผลกระทบจากการผิดนัดชำระหนี้ดังกล่าวจะไม่ลุกลามจนเป็นปัญหาเชิงระบบเนื่องจาก

1. บริษัทที่มีปัญหาขาดแคลนสภาพคล่องส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็ก บริษัทผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งมักมีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำและสัดส่วนหนี้ต่อทุนสูง จึงจำเป็นต้องระดมทุนผ่านตลาด High Yield Bond เป็นหลัก บริษัทเหล่านี้จึงมีความเสี่ยงที่จะต้องเลิกกิจการสูงเนื่องจากเสียเปรียบทั้งด้านต้นทุนการผลิตและต้นทุนทางการเงิน ในขณะที่บริษัทผู้ผลิตน้ำมันขนาดใหญ่ยังมีความได้เปรียบด้านต้นทุน และมีสัดส่วนหนี้ต่อทุนต่ำ ซึ่งทำให้ความเสี่ยงที่จะมีปัญหาสภาพคล่องนั้นมีจำกัด โดยจากข้อมูลที่เรารวบรวมจาก Bloomberg บริษัทผู้ผลิตน้ำมันขนาดใหญ่ของโลก เช่น Shell, Exxon, และ Chevron มีสัดส่วนหนี้ต่อทุนที่ต่ำกว่า 0.5 เท่าทั้งหมด ในขณะผู้ผลิต Shale Oil ส่วนใหญ่มีสัดส่วนหนี้ต่อทุนมากกว่า 1.5 เท่าขึ้นไป

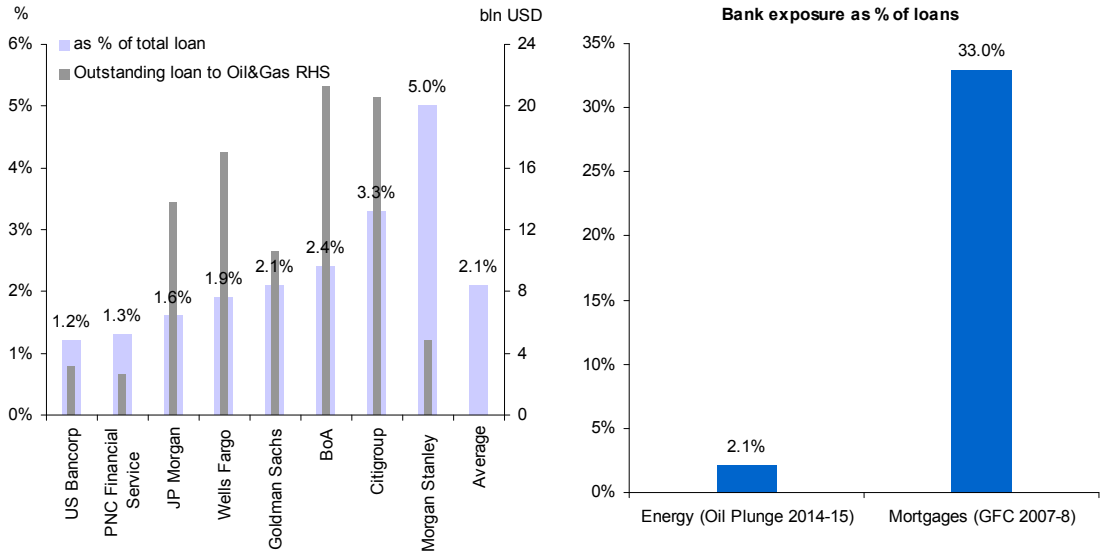
แผนภาพที่ 1: บริษัทน้ำมันขนาดใหญ่มีหนี้ในสัดส่วนที่ต่ำ เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก ทำให้ไม่น่าได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำมากนัก



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2. ภาคธนาคารมีการปล่อยกู้ให้บริษัทน้ำมันเป็นสัดส่วนน้อย เนื่องจากผู้ผลิต Shale Oil มักระดมทุนผ่าน High Yield Bond เป็นหลัก ทำให้ความเสี่ยงของภาคธนาคารต่อการล้มละลายของผู้ผลิตน้ำมันเหล่านี้มีจำกัด นอกจากนี้ธนาคารในสหรัฐฯ ยังมีการปล่อยกู้ให้ผู้ผลิตน้ำมันในปริมาณที่จำกัด โดยยอดปล่อยกู้ให้บริษัทพลังงาน (Oil and Gas) มีมูลค่ารวมทั้งสิ้น 9.3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เทียบกับยอดสินเชื่อรวมที่ 4.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็นราว 2.1% เท่านั้น ซึ่งสัดส่วนของสินเชื่อดังกล่าวนับเป็นสัดส่วนที่น้อยมากหากเทียบกับในช่วงปี 2007 (ก่อนวิกฤต Subprime) ที่ยอดปล่อยสินเชื่อบ้านนับเป็นสัดส่วนถึง 33% ของสินเชื่อรวม

แผนภาพที่ 2: ธนาคารสหรัฐฯ ปล่อยกู้ให้บริษัทพลังงานเพียง 2.1% ของยอดสินเชื่อรวม เทียบกับสินเชื่อบ้านที่มีสัดส่วน 33% ของสินเชื่อรวมในช่วงวิกฤต Subprime



ที่มา: Bloomberg, Goldman Sachs and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3. การเปิดเผยความเสี่ยงในตลาด High Yield Bond ที่โปร่งใสและไม่มีการเก็งกำไรผ่านตลาด Derivatives ตราสารหนี้ High Yield Bond ที่ออกโดยบริษัทผู้ผลิตน้ำมัน ถูกจัดอันดับเป็นตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูง (Junk-rated) ซึ่งทำให้การลงทุนในตราสารเหล่านี้นับเป็นการลงทุนในลักษณะเก็งกำไร ซึ่งแตกต่างกับในช่วงวิกฤต Subprime ที่ตราสารหนี้ประเภทที่มีสินเชื่อหนุนหลัง (MBS, CDO, etc.) ได้รับการจัดอันดับเป็น Investment Grade และทำให้นักลงทุนไม่รับรู้ความเสี่ยงที่แท้จริง นอกจากนี้ในช่วงวิกฤต Subprime ตลาดการเงินยังมีการเก็งกำไรในตราสาร Derivatives ประเภท Synthetic CDO และ CDS ซึ่งทำให้ขนาดของเงินลงทุนมีมากกว่ายอดสินเชื่อตั้งต้นมากเป็นทวีคูณ

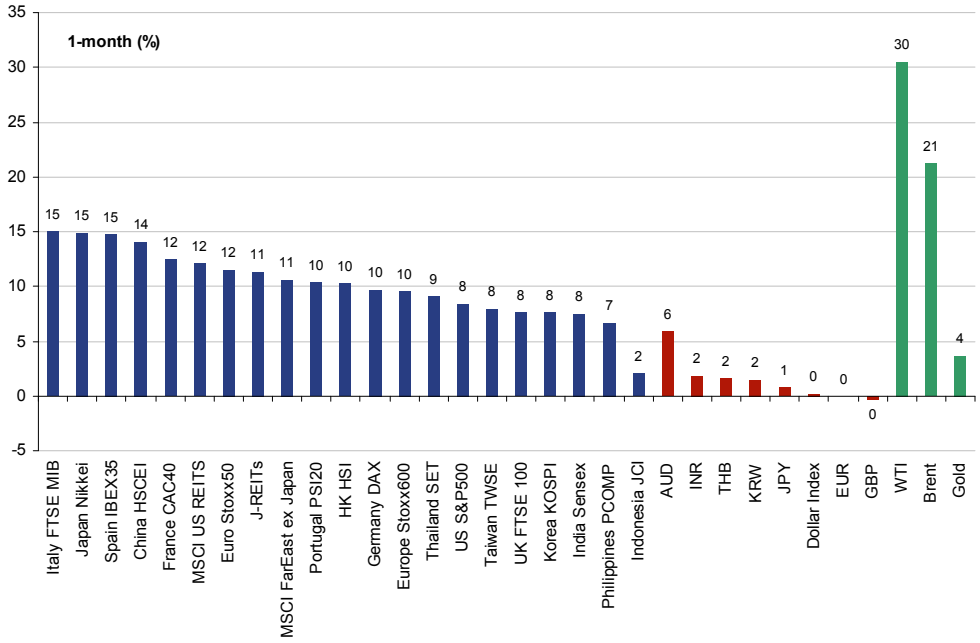
ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา นำโดยตลาดยุโรปและญี่ปุ่นรวมถึงจีนที่ปรับตัวขึ้นราว 10-15% ตาม Sentiment ของตลาดเริ่มฟื้นตัวขึ้น เราคาดว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มกลับมาแข็งค่าหลัง ECB และ BoJ ผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม และคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น และอินเดีย

ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา

นำโดยตลาดยุโรปและญี่ปุ่นรวมถึงจีน ที่ปรับตัวขึ้นราว 10 - 15% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมาได้แก่ การคลายความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน ประกอบกับการแข็งค่าของเงินหยวนและการชะลอตัวของกระแสเงินทุนไหลออกจากจีน ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ (ดูใน TIPS ฉบับเดือน มี.ค. 2016)

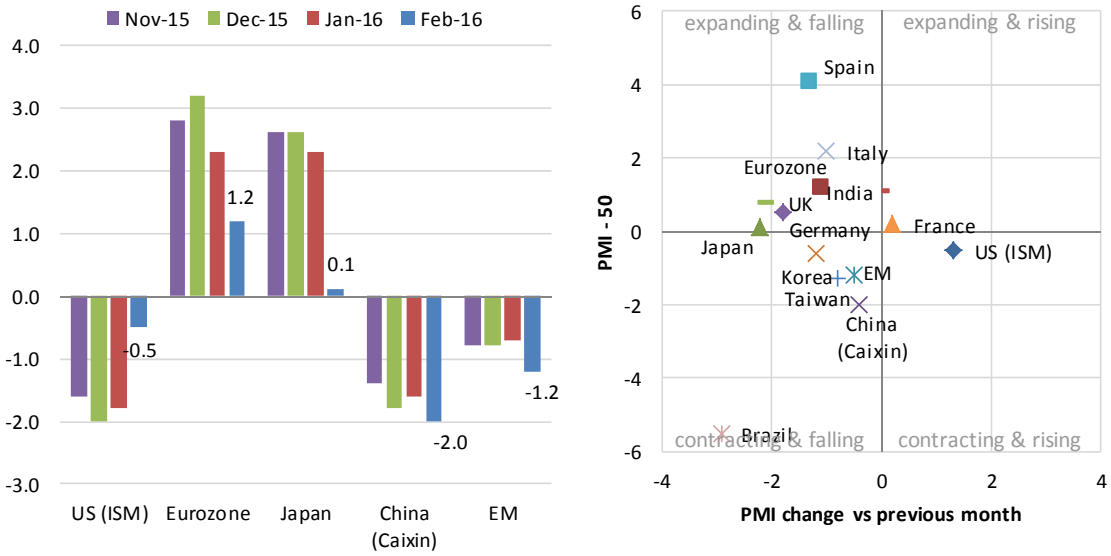
แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยตลาดเริ่มคลายความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกหลังดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ของสหรัฐฯ ฟื้นตัวขึ้นกลับมาอยู่ที่ระดับ 49.5 จุด ในเดือน ก.พ. จากจุดต่ำสุดในเดือน ธ.ค. ที่ 48 จุด ส่วนดัชนีของญี่ปุ่นและยูโรโซนนั้นแม้จะชะลอลงตั้งแต่ต้นปี แต่ยังคงชี้ถึงการขยายตัวของภาคการผลิต (ดัชนีสูงกว่า 50 จุด)

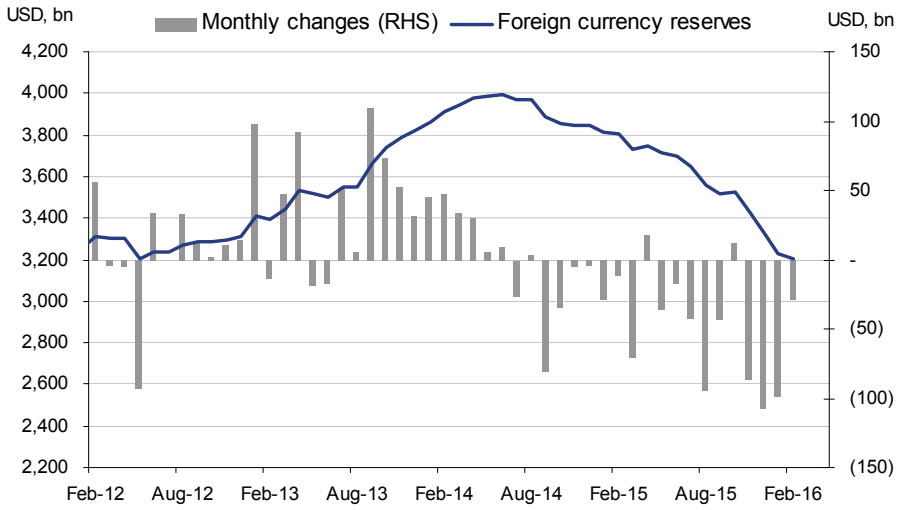
แผนภาพที่ 4: ดัชนีภาคการผลิตของสหรัฐฯ ฟื้นตัวขึ้น ส่วนของญี่ปุ่นและยูโรโซนขยายตัว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนประเด็นความเสี่ยงจากจีน เช่น ความเสี่ยงจากการอ่อนค่าลงของเงินหยวน และเงินทุนไหลออกจากจีนนั้นพัฒนาไปในทิศทางที่ดีขึ้นเช่นกัน โดยค่าเงินหยวนได้กลับมาอยู่ในระดับแข็งค่าสุดนับจากต้นปี และการลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนเริ่มชะลอลง โดยในเดือน ก.พ. เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนลดลง 2.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ชะลอตัวลงอย่างมากจากเดือนก่อนที่ลดลงถึง 9.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 5: เงินทุนไหลออกจากจีนเริ่มชะลอตัวลงในเดือน ก.พ. หลังค่าเงินหยวนกลับมาแข็งค่า



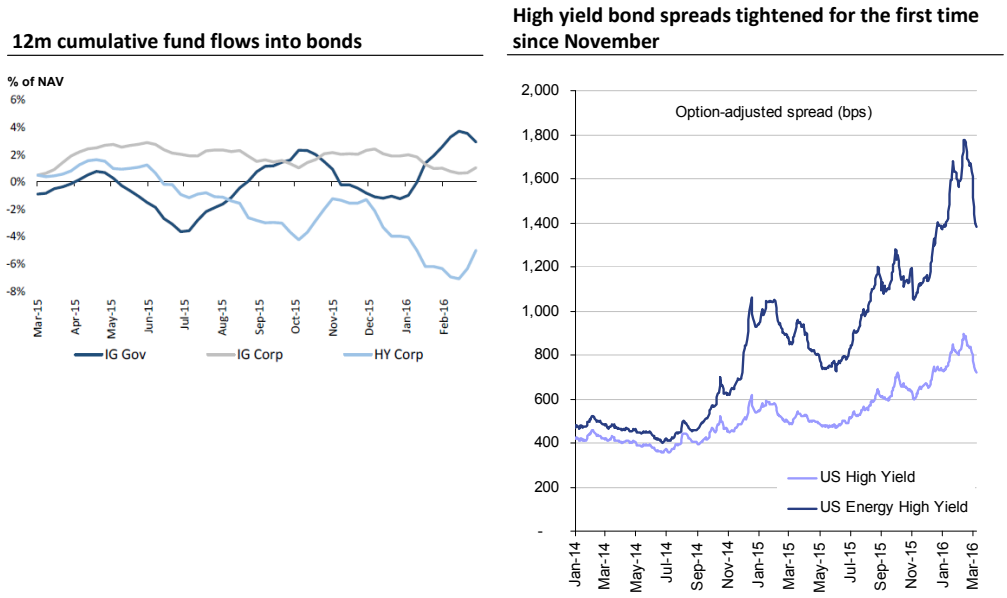
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนราคาน้ำมันได้ปรับตัวขึ้นราว 40% จากจุดต่ำสุดในช่วงต้นเดือน ก.พ. จากการประกาศลดปริมาณการผลิตของผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ

Sentiment ของตลาดเริ่มฟื้นตัวขึ้น

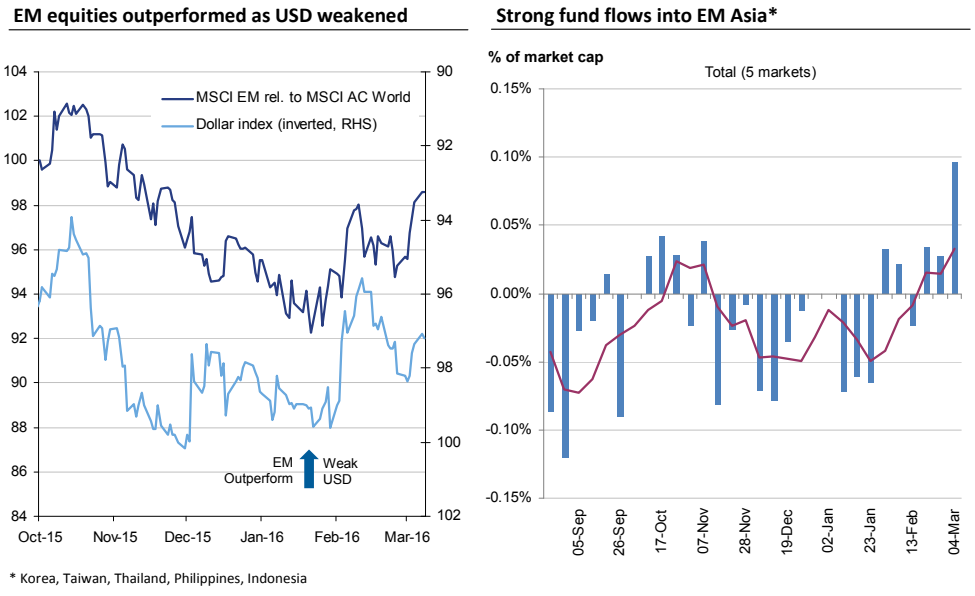
โดย Fund Flows เริ่มกลับมาเข้าสินทรัพย์เสี่ยงหลังจากความกังวลเริ่มคลี่คลายลง โดยในตลาดตราสารหนี้ Fund Flows เริ่มไหลกลับเข้าลงทุนในสินทรัพย์ประเภท High Yield Bond และทำให้ Yield ปรับตัวลดลงเป็นครั้งแรกนับจากเดือน พ.ย. ปีที่แล้ว และในตลาดหุ้นเงินทุนได้เริ่มไหลกลับมาเข้าในตลาดเกิดใหม่เป็นครั้งแรกนับจากเดือน พ.ย. เช่นกัน

แผนภาพที่ 6: Fund Flows เริ่มกลับเข้าลงทุนใน High Yield Bond สะท้อน Sentiment ของตลาดที่ฟื้นตัวขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

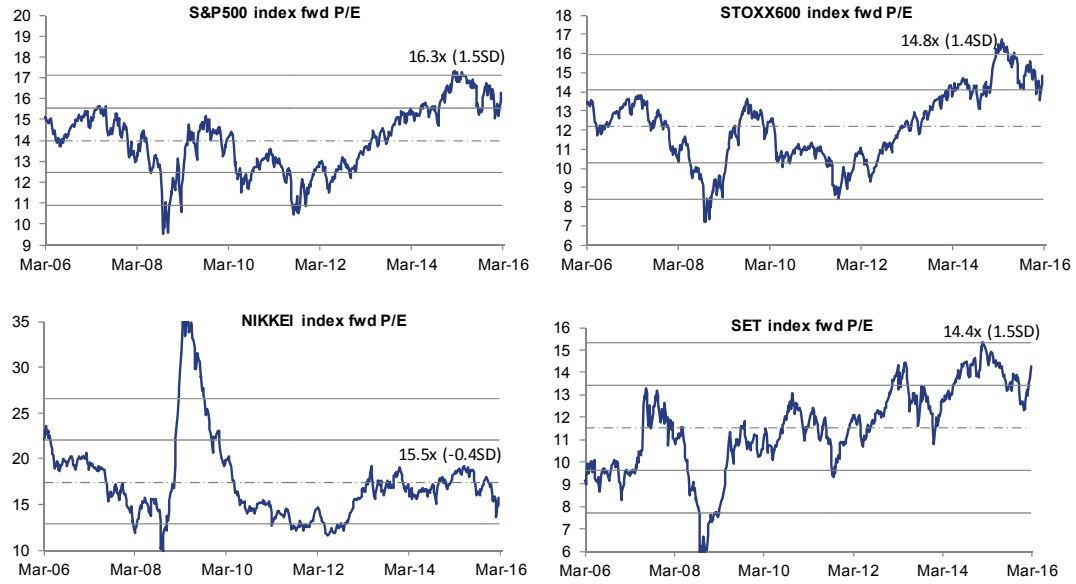
แผนภาพที่ 7: Fund Flows เริ่มกลับเข้าลงทุนในตลาดหุ้นเอเชียเป็นครั้งแรกนับจากเดือน พ.ย.



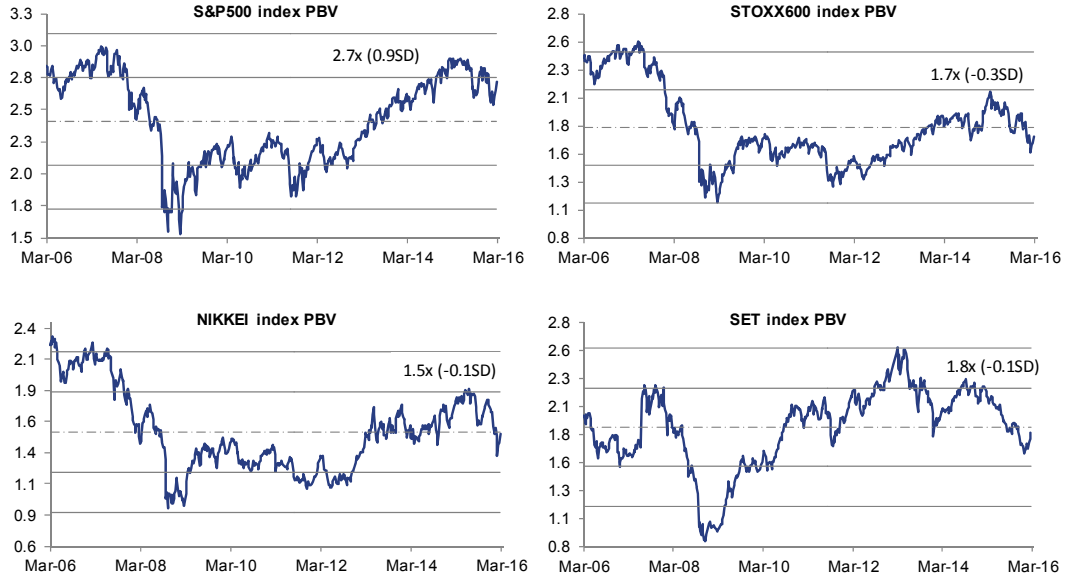
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 8: Valuation ของตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นจากระดับต่ำ

12m forward P/E compared to historical range



PBV compared to historical range



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

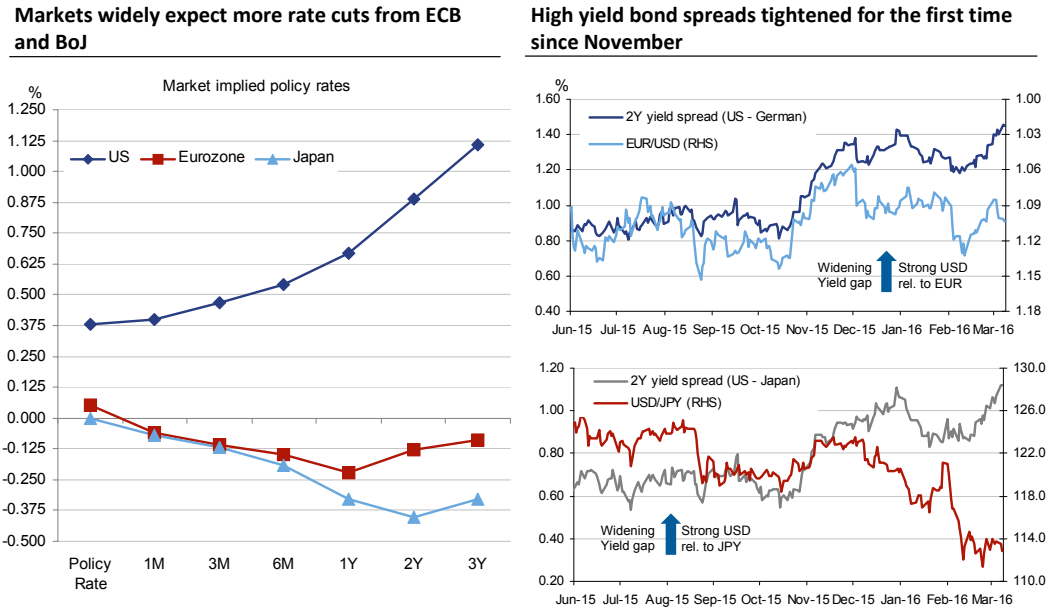
ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มกลับมาแข็งค่าหลัง ECB และ BoJ ผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม

ความแตกต่างระหว่างนโยบายการเงินของ Fed และ ECB/BoJ น่าจะกลับมาเป็นปัจจัยผลักดันให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาแข็งค่าอีกครั้ง โดยในส่วนของการดำเนินนโยบายของ Fed ตลาดน่าจะเริ่มคาดหวังการขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นหลังรายงานการจ้างงานและเงินเฟ้อออกมาสูงกว่าคาด

ส่วนในยุโรป ECB ประกาศผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในการประชุมวันที่ 10 มี.ค. ที่ผ่านมา โดยลดดอกเบี้ย Deposit Facility ลงอีก 10bps เป็น -0.4% และเพิ่มวงเงินซื้อสินทรัพย์จาก 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เป็น 8 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน รวมถึงเพิ่มวงเงินสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำให้ธนาคารพาณิชย์ (TLTRO)

เช่นเดียวกับในญี่ปุ่นที่ BoJ ประกาศใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบเป็นครั้งแรกในช่วงกลางเดือน ก.พ. และเราคาดว่า BoJ จะปรับลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอีกในช่วงไตรมาส 3

แผนภาพที่ 9: ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มกลับมาแข็งค่าหลัง ECB และ BoJ ผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

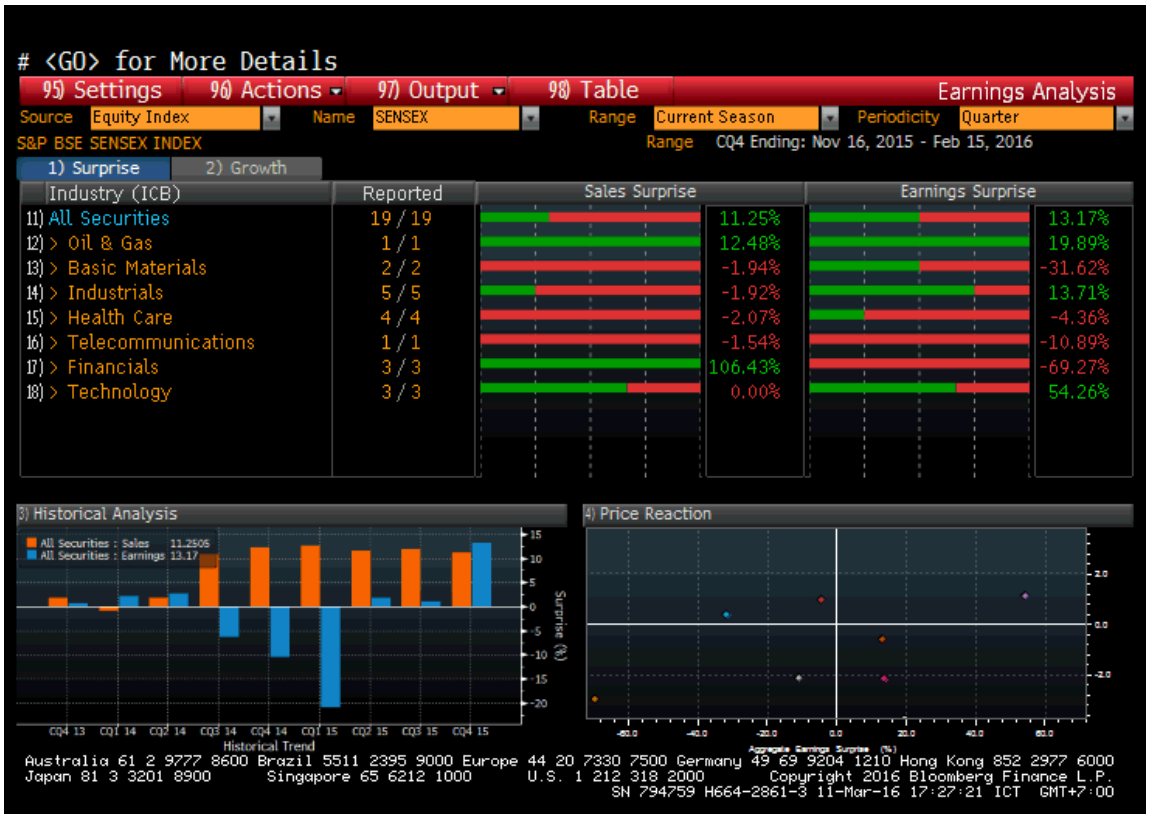
คงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นยุโรปและญี่ปุ่น

เราคาดว่าแนวโน้มการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายของ ECB และ BoJ ซึ่งสวนทางกับการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นของ Fed จะส่งผลให้ดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินยูโรและเยน และจะเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรปต่อไป

ในตลาดเกิดใหม่ เราคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นอินเดีย

จากข้อมูลของ Bloomberg กำไรของบริษัทจดทะเบียนของอินเดียในไตรมาส 4 ออกมามากกว่าตลาดคาดถึง 13.17% และยอดขายมากกว่าคาด 11.25% ซึ่งชี้ว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนยังแข็งแกร่งแม้ตลาดการเงินจะมีความผันผวนมาก

แผนภาพที่ 10: บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SENSEX มียอดขายและผลกำไรในไตรมาส 4 ดีกว่าที่ตลาดคาดค่อนข้างมาก



ที่มา: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้นงบประมาณประจำปี 2016/2017 ยังเน้นกระจายการลงทุนสู่ชนบท เพิ่มกำลังซื้อให้ผู้มีรายได้น้อย โดย รัฐบาลได้ออกนโยบายที่เน้นกระจายการลงทุนสู่ชนบท อาทิ การสร้างถนน, ระบบไฟฟ้า และน้ำเพื่อการอุปโภคบริโภค รวมทั้ง ลดภาษีให้แก่ผู้มีรายได้น้อย โดยการเพิ่มเพดานจำนวนเงินขอคืนภาษี จาก 2,000 เป็น 5,000 รูปี และเพิ่มค่าลดหย่อนผ่อนบ้านได้ จาก 2.4 หมื่นรูปี เป็น 6 หมื่นรูปี ซึ่งจะช่วยส่งเสริมการบริโภคและการลงทุน

ตลาดตราสารหนี้

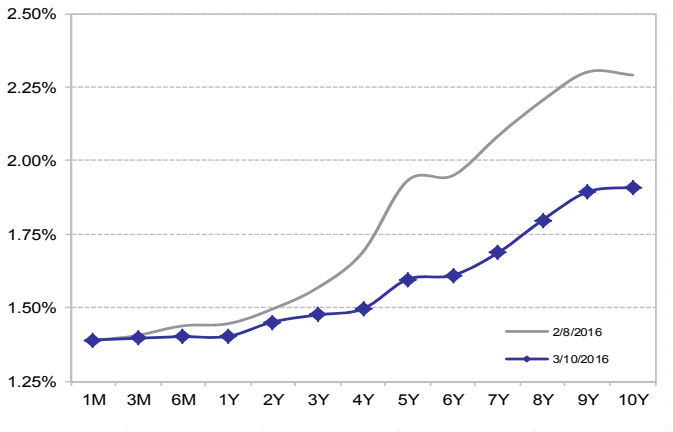
เรายังคงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจากพันธบัตรจะยังคงได้รับแรงกดดันจาก Fed ที่มีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ยในปลายปีนี้ และ Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยที่ลดลงต่ำกว่า พันธบัตรประเทศอื่นๆ เช่นสหรัฐฯ

Yield พันธบัตรมีความชันน้อยลง จากแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอ

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พันธบัตรอายุ 4 ปีขึ้นไป ซึ่งปรับตัวลดลงราว 19-41bps ในขณะที่ Yield พันธบัตรอายุสั้นกว่า 4 ปี ปรับตัวลดลงราว 1-9 bps ทำให้ ความชันของเส้น Yield Curve ลดลงจาก 80 เป็น 46 bps สะท้อนภาพรวมเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มชะลอตัว

แผนภาพที่ 11: Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงในทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะพันธบัตรอายุ 4 ปีขึ้นไป

TTM	2/8/2016	3/10/2016	Chg (bps)
1M	1.39%	1.39%	0
3M	1.41%	1.40%	-1
6M	1.44%	1.40%	-4
1Y	1.44%	1.40%	-4
2Y	1.50%	1.45%	-4
3Y	1.57%	1.48%	-9
4Y	1.69%	1.50%	-19
5Y	1.93%	1.60%	-34
6Y	1.95%	1.61%	-34
7Y	2.08%	1.69%	-40
8Y	2.20%	1.80%	-41
9Y	2.30%	1.89%	-41
10Y	2.29%	1.91%	-38
5Y-1Y	49	19	-29
10Y-2Y	80	46	-34



ที่มา: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

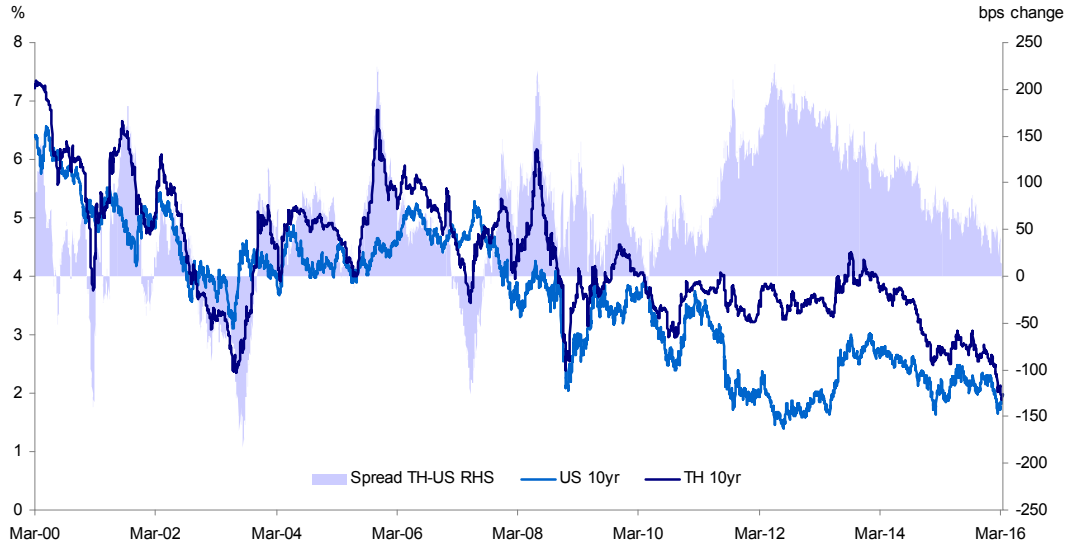
Fed มีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ยในปลายปีนี้ ซึ่งจะเป็นแรงกดดันต่อราคาพันธบัตรของไทย

ตัวเลขตลาดบ้าน ตลาดแรงงาน และเงินเฟ้อที่เริ่มฟื้นตัวได้ดีขึ้น จะทำให้ Fed มีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ยได้ในปีนี้ (ดูแนวโน้มเศรษฐกิจฝั่งสหรัฐฯ) ซึ่งจะส่งผลให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลลบต่อราคาพันธบัตร

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปี ต่ำกว่าพันธบัตรสหรัฐฯ เป็นครั้งแรกในรอบหลายปี

Yield พันธบัตรไทยลดลงอย่างต่อเนื่อง จากภาพรวมเศรษฐกิจไทยที่แย่ลง ซึ่งทำให้ Yield พันธบัตรไทยอายุ 10 ปี ลดลงเป็น 1.97% (ณ วันที่ 13 มี.ค.) ต่ำกว่า Yield พันธบัตรสหรัฐฯ (ที่ 1.98%) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน พ.ค. ปี 2010 ซึ่งทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนพันธบัตรไทยลดลง เนื่องจากการลงทุนในพันธบัตรสหรัฐฯ ให้ผลตอบแทนที่มากกว่า รวมทั้งยังจะมีโอกาสได้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน ตามแนวโน้มการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ หาก Fed เริ่มขึ้นดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 12: Yield พันธบัตรรัฐบาลไทย อายุ 10 ปี ลดลงต่ำกว่าพันธบัตรสหรัฐฯ อายุเดียวกัน เป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2010



ที่มา: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย

เนื่องจากเรามองว่า พันธบัตรไทยจะได้รับแรงกดดัน จาก Fed ที่มีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ยปลายปีนี้ รวมทั้ง Yield พันธบัตรไทยที่ลดต่ำกว่า Yield ของพันธบัตรประเทศอื่นๆ เช่น สหรัฐฯ ทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนลดลง

การลงทุนทางเลือก

เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ จากแนวโน้มที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่า รวมทั้งตลาดหุ้นที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น และ Overweight น้ำมัน จากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯที่คาดว่าจะลดลงต่อเนื่อง

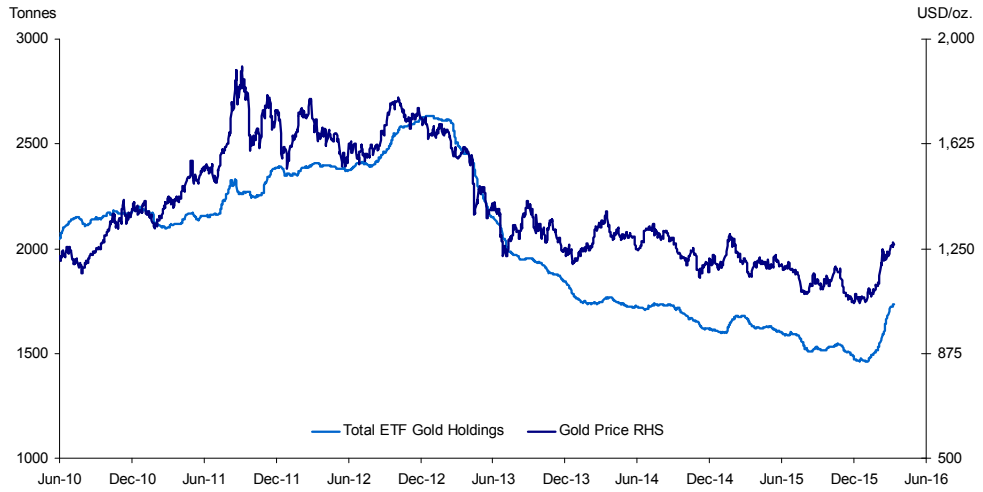
ทองคำ

เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ โดยเรามองว่า ทองคำจะกลับมาถูกกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และตลาดหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น แม้ว่าราคาทองคำจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา

ราคาทองคำเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 13 เดือน หลังนักลงทุนหันเข้าซื้อสินทรัพย์ปลอดภัย

ตั้งแต่ต้นปี ปริมาณทองคำถือครองโดยกองทุน ETF เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 1,272 ตัน (วันที่ 10 มี.ค.) หรือเพิ่มขึ้นจากต้นปีกว่า 274 ตัน และถือเป็นจำนวนการถือครองที่มากที่สุดตั้งแต่เดือน ก.พ. ปี 2015 การถือครองทองคำที่เพิ่มขึ้น ช่วยหนุนให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 13 เดือน ที่ 1,272 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ณ ต้นเดือน มี.ค. จากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว

แผนภาพที่ 13: นักลงทุนถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี



ที่มา: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ตาม ทองคำจะยังได้รับปัจจัยกดดันจากตลาดหุ้นที่เพิ่มขึ้น และ Fed ที่มีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ย

เรามองว่า ทองคำจะยังได้รับปัจจัยกดดันในระยะต่อไปจาก ตลาดหุ้นที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังความกังวลว่าเศรษฐกิจโลกจะเผชิญกับภาวะถดถอยมีน้อยลง รวมทั้ง การที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าและกดดันราคาทองคำ ทำให้เรายังคงคำแนะนำ Underweight ทองคำจากปัจจัยดังกล่าว

น้ำมัน

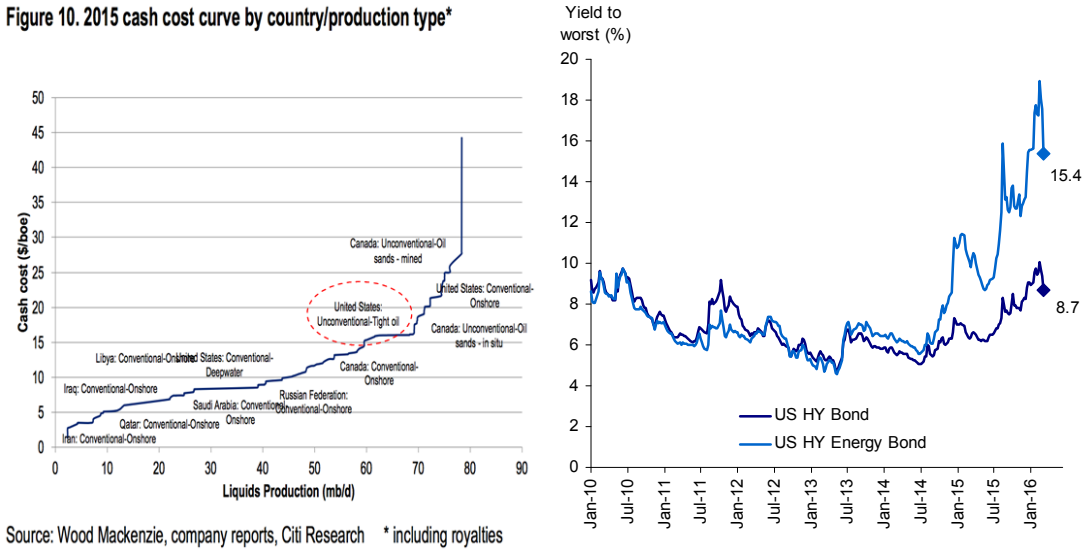
เราคงคำแนะนำ Overweight น้ำมัน โดยเรามองว่าผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะลดการผลิตลงอย่างต่อเนื่อง และความเสี่ยงที่สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะเต็มความจุมีน้อย

ผู้ผลิตน้ำมันจากหินดินดาน (Shale Oil) ในสหรัฐฯ มีแนวโน้มผลิตน้ำมันลดลงต่อเนื่องในปีนี้ เนื่องจากเสียเปรียบผู้ผลิตรายอื่นๆ ด้านต้นทุน

เรามองว่า ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ในสหรัฐฯ เสียเปรียบผู้ผลิตน้ำมันแบบปกติ (Conventional Oil Producers) ทั้งในด้านต้นทุนการผลิตและต้นทุนการกู้ยืม โดยด้านต้นทุนการผลิต ผู้ผลิต Shale Oil มีต้นทุนการผลิตผันแปร (Cash Cost หรือ Variable Cost) อยู่ที่ราว 15-20 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในขณะที่ ผู้ผลิตน้ำมันแบบปกติ (โดยเฉพาะในกลุ่ม OPEC) มีต้นทุนการผลิต อยู่ที่ราว 5-10 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ทำให้ผู้ผลิตน้ำมันจาก Shale Oil มีความเสี่ยงมากกว่าที่จะได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำ

ส่วนในด้านต้นทุนการกู้ยืม ผู้ผลิต Shale Oil ก็เผชิญกับภาวะขาดแคลนเงินทุน เนื่องจากมีต้นทุนการกู้ยืมที่สูง โดยผู้ผลิตส่วนใหญ่ จะระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ โดยการออกหุ้นกู้ดอกเบี้ยสูง (High Yield Bond) ซึ่งนับตั้งแต่กลางปี 2014 เป็นต้นมา ต้นทุนการกู้ยืมของผู้ผลิตน้ำมัน ซึ่งสะท้อนจากอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ (Yield to Worst) ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากราว 5.5% สู่ระดับ 15.4% หรือเพิ่มขึ้นกว่า 3 เท่า ซึ่งปัจจัยดังกล่าวทั้งต้นทุนการผลิต และต้นทุนการกู้ยืมที่สูง ทำให้ผู้ผลิต Shale Oil เสียเปรียบผู้ผลิตน้ำมันแบบปกติ และมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบมากกว่าเนื่องจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำ

แผนภาพที่ 14: ต้นทุนการผลิตและต้นทุนการกู้ยืมที่สูง จะทำให้ผู้ผลิต Shale Oil สหรัฐฯ ลดการผลิตน้ำมันลง

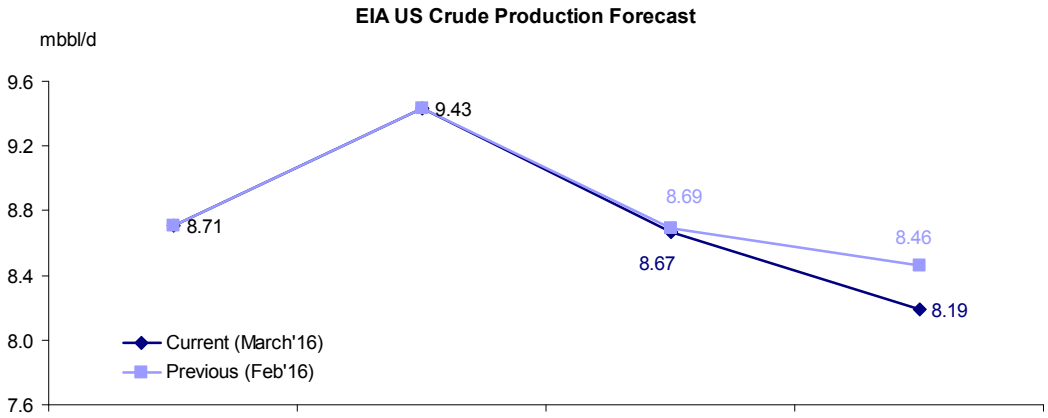


ที่มา: Business Insider, Wood Mackenzie, Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานของสหรัฐฯ (EIA) คาดการณ์ว่าสหรัฐฯ จะผลิตน้ำมันดิบลดลง 7.6 แสนบาร์เรลต่อวันในปีนี้

ในรายงานเดือน มี.ค. EIA คาดว่า ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากสหรัฐฯ ในปีนี้ จะลดลง 7.6 แสนบาร์เรลต่อวันเทียบกับปีที่แล้ว ซึ่งเป็นการปรับลดลงจากคาดการณ์ในรายงานเดือนก่อนหน้า (7.4 แสนบาร์เรลต่อวัน) สะท้อนว่าสหรัฐฯ มีแนวโน้มผลิตน้ำมันลดลงต่อเนื่อง ซึ่งเรามองว่าจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ตลาดน้ำมันมีอุปทานที่ลดลงในปีนี้ นอกจากนี้ EIA ยังคาดว่า ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะลดลงต่อเนื่องไปจนถึงปี 2017 อีกด้วย

แผนภาพที่ 15: EIA คาดว่าสหรัฐฯจะผลิตน้ำมันลดลงมากขึ้นกว่าคาดการณ์ในเดือนก่อน



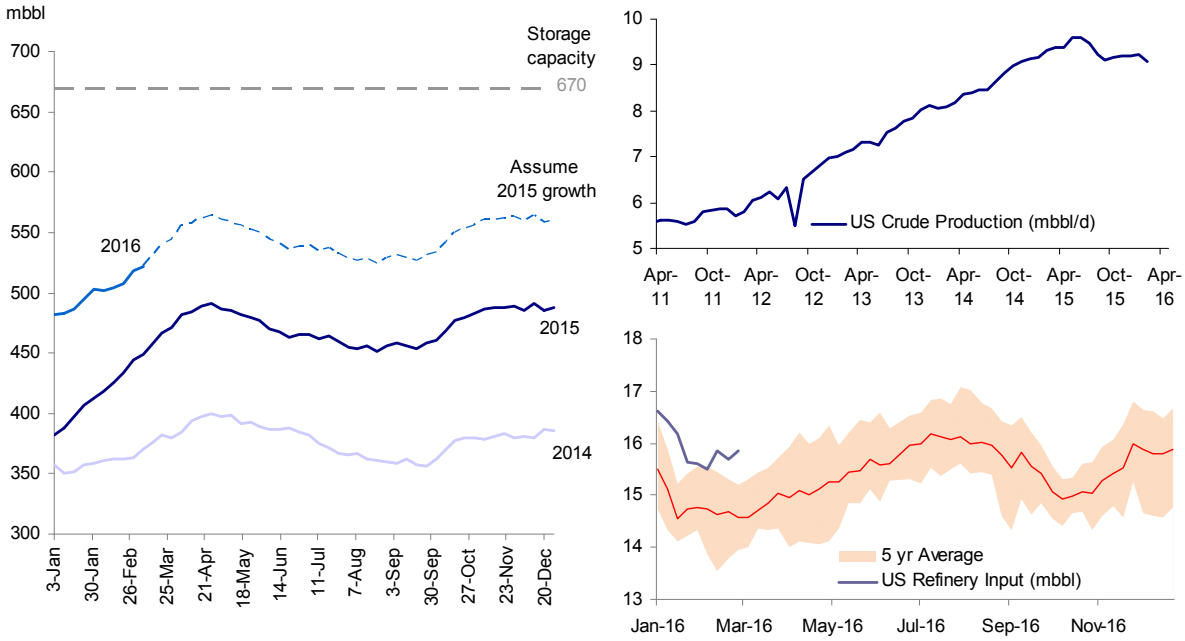
mbbl/d	2014	2015	2016F	2017F	Net Change 15-16	Net Change 16-17
Current (March'16)	8.71	9.43	8.67	8.19	-0.76	-0.48
Previous (Feb'16)	8.71	9.43	8.69	8.46	-0.74	-0.23
Forecast Change			-0.02	-0.27	-0.02	-0.25

ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่า ความเสี่ยงที่สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะเต็มความจุมีน้อย

ณ วันที่ 4 มี.ค. ที่ผ่านมา สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ รายงานโดย EIA อยู่ที่ราว 522 ล้านบาร์เรล ซึ่งยังอยู่ต่ำกว่าคาดการณ์ความจุน้ำมันดิบสหรัฐฯ ทั้งหมด (Storage Capacity) ที่ 670 ล้านบาร์เรลอยู่ค่อนข้างมาก รวมทั้งในปลายเดือน เม.ย. โรงกลั่นน้ำมันในสหรัฐฯ มีกำหนดจะเริ่มกลับมากลั่นน้ำมันดิบอีกครั้งหลังจากการหยุดซ่อมบำรุงประจำปี ซึ่งจะทำให้น้ำมันดิบถูกใช้เพื่อผลิตเป็นน้ำมันสำเร็จรูปมากขึ้น ด้วย 2 ปัจจัยข้างต้นนี้ ทำให้เราคาดว่าความเสี่ยงจากน้ำมันดิบจะเต็มความจุจะมีน้อยลงต่อจากนี้

แผนภาพที่ 16: ความเสี่ยงที่สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะเต็มความจุมีน้อย จากสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯยังต่ำกว่าความจุ และ โรงกลั่นน้ำมันจะกลับมากลั่นน้ำมันอีกครั้งปลายเดือน เม.ย. นี้



ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA), Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคงคำแนะนำ Overweight ในน้ำมัน

เนื่องจาก เราคาดว่า ผู้ผลิตน้ำมันสหรัฐฯ จะลดการผลิตน้ำมันลงต่อเนื่อง ซึ่งจะทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น รวมทั้ง ความเสี่ยงที่สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะเต็มความจุมีน้อย ทำให้แรงกดดันต่อราคาน้ำมันลดลง

TISCO TIPS | April 2016
TISCO Investment Portfolio Strategy

Global Economic Insights

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงขยายตัว ทำให้ตลาดกลับมามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในปีนี้**
  ตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง และเงินเฟ้อที่ออกมาดีกว่าคาด ทำให้ตลาดกลับมามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในปีนี้ อย่างไรก็ดีสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับที่สูง อาจเป็นปัจจัยกดดันต่อ GDP ในระยะข้างหน้า

- **เศรษฐกิจยุโรปยังคงขยายตัวได้ต่อเนื่อง ตามการบริโภคภายในประเทศ**
  โดยได้รับปัจจัยเสริมจากภาคการผลิตที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัว และต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจากนโยบายผ่อนคลายของ ECB อย่างไรก็ดียังมีความกังวลต่อภาคธนาคารจากนโยบายดอกเบี้ยติดลบ และความไม่แน่นอนในการทำประชามติ BREXIT

- **เศรษฐกิจจีน ภาคการผลิตที่ชะลอตัวอาจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น**
  จากนโยบายภาครัฐ ซึ่งเริ่มเห็นผลในภาคอสังหาริมทรัพย์และภาคการเงิน รวมถึง ปริมาณสินค้าคงคลังที่ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำ ชี้ว่าการผลิตจะเริ่มกลับมาขยายตัว

- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงมีแนวโน้มชะลอตัว จากค่าเงินที่ผันผวน**
  โดยในระยะข้างหน้าเราคาดว่าเศรษฐกิจจะได้รับแรงหนุนจากนโยบายผ่อนคลายทางการคลัง ดังนี้ 1) การลดภาษีนิติบุคคล 2) การเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษี VAT ในเดือน เม.ย. 2017 ออกไป และ 3) การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ

- **เศรษฐกิจไทยส่งสัญญาณชะลอตัวในช่วงครึ่งปีแรก จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว**
  ทำให้การขยายตัวยังคงต้องพึ่งพาการใช้จ่ายและการลงทุนจากภาครัฐและการท่องเที่ยวเป็นสำคัญ ส่วนเงินเฟ้อยังคงฟื้นตัวอย่างอ่อนแอ โดยเราคาดว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 2 ครั้งในปีนี้

TISCO Economic Strategy Unit

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

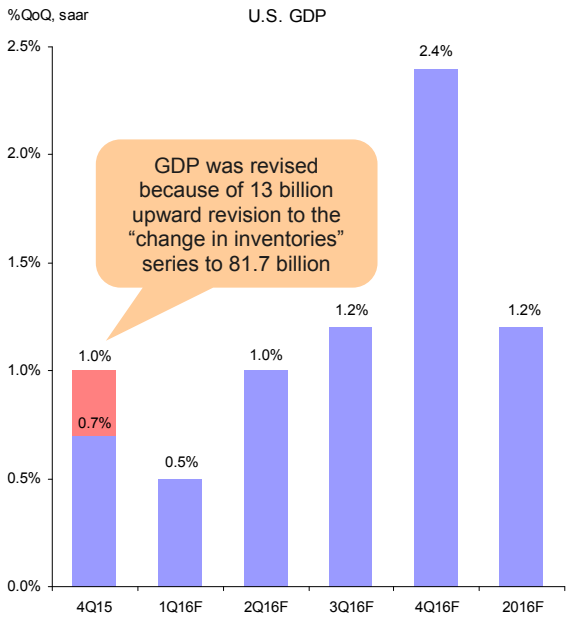
ตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง และเงินเฟ้อที่ออกมาดีกว่าคาด ทำให้ตลาดกลับมามองความเป็นไปได้ที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในปีนี้ อย่างไรก็ดี สินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับที่สูง อาจเป็นปัจจัยกดดันต่อ GDP ในระยะข้างหน้า

สินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับสูงอาจเป็นความเสี่ยงต่อ GDP ในระยะข้างหน้า

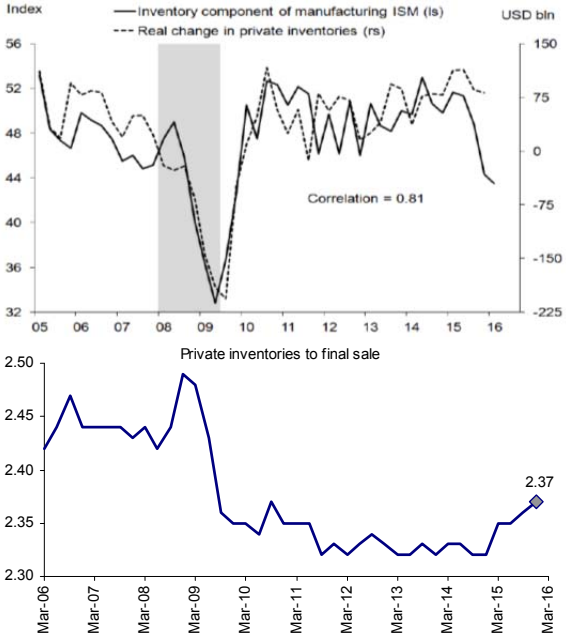
GDP ในไตรมาสที่ 4/2015 ถูกปรับขึ้นเป็น 1% QoQ saar (จากรายงานก่อนหน้าที่ 0.7%) โดยการปรับเพิ่มขึ้นนี้ เกิดจากปริมาณสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้นเป็น 8.17 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (จากรายงานก่อนหน้าที่ 6.86 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และส่งผลให้อัตราส่วนระหว่างสินค้าคงคลังภาคเอกชนต่อยอดขาย (Private Inventories to Final Sale) เพิ่มขึ้นเป็น 2.37 เดือน จากไตรมาสก่อนที่ 2.36 เดือน และนับเป็นค่าที่สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009

ปริมาณสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับสูง กอปรกับดัชนีชี้นำการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังที่ลดลง ชี้ว่าการผลิตที่จะเกิดขึ้นในอนาคตอาจชะลอตัว ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันต่อการเติบโตของ GDP ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 17: GDP ไตรมาสที่ 4/2015 ถูกปรับเพิ่มขึ้นจากสินค้าคงคลัง



แผนภาพที่ 18: DB คาดว่าสินค้าคงคลังจะกดดันการผลิตและ GDP ในระยะข้างหน้า



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

ตัวเลขตลาดแรงงานและเงินเฟ้อออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดไว้

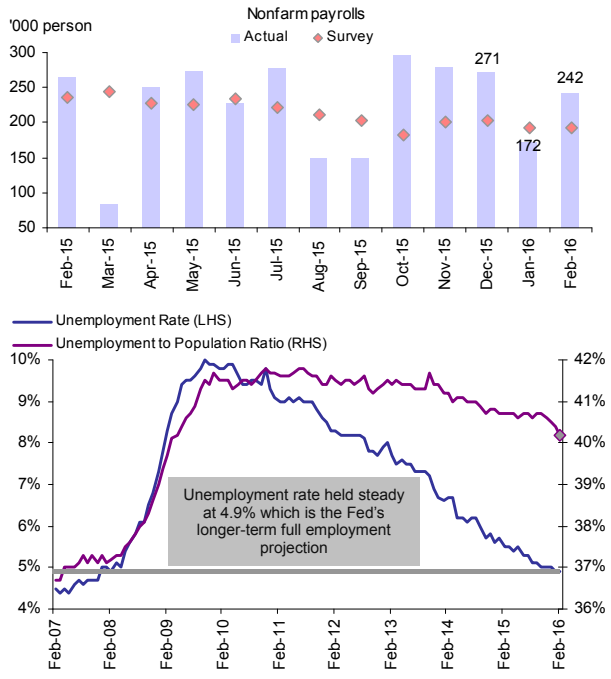
ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่ง และเติบโตได้อย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ชี้ได้จาก

1. รายงานยอดการจ้างงานนอกภาคการเกษตร เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งที่ 2.42 แสนราย มากกว่าตลาดคาดที่ 1.95 แสนราย นอกจากนี้รายงานเดือน ม.ค. และ ธ.ค. ถูกปรับเพิ่มขึ้นเป็น 1.72 (จากเดิม 1.51 แสนราย) และ 2.71 แสนราย (จากเดิม 2.62 แสนราย) ตามลำดับ
2. อัตราการว่างงานยังคงที่จากเดือนก่อนที่ 4.9% ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำสุดในรอบ 8 ปี และเป็นเป้าหมายการจ้างงานเต็มที่ของ Fed

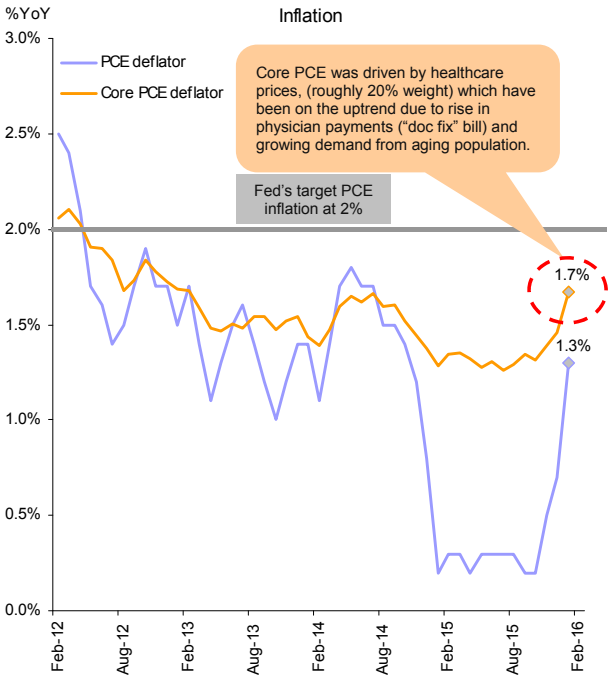
อัตราเงินเฟ้อเริ่มมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเข้าสู่เป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed ที่ 2% ในระยะข้างหน้า ชี้จาก อัตราเงินเฟ้อ (PCE) เดือน ม.ค. ขยายตัวที่ 1.3% YoY เร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนที่ 0.7% ขณะที่ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) ซึ่งไม่รวมราคาพลังงานและอาหารสดนั้น ขยายตัวอย่างแข็งแกร่งที่ 1.7% โดยเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นนี้ถูกหนุนโดยราคาสินค้าที่เกี่ยวข้องกับด้านสุขภาพ (Healthcare) ที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจาก

1. การประกาศใช้กฎหมายฉบับใหม่ (Doc Fix Bill) ที่จะเพิ่มค่าบริการทางการแพทย์ (Physician Service) 0.5% ต่อปี จนถึงปี 2020
2. อุปสงค์ต่อการรักษาพยาบาลที่เพิ่มมากขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรที่กำลังเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ

แผนภาพที่ 19: ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่ง



แผนภาพที่ 20: อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น



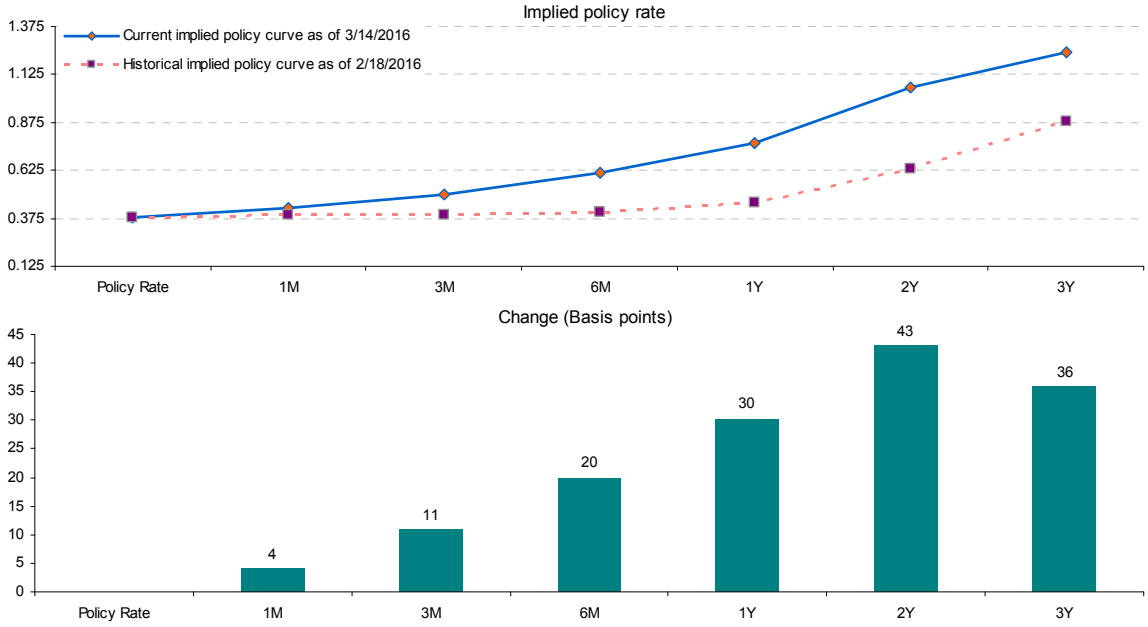
ที่มา: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดกลับมามองว่า Fed จะสามารถขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ได้อีกครั้ง

ภายหลังจากการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ของ Fed ในวันที่ 15-16 มี.ค. ที่ผ่านมา มีข้อสรุปว่า FOMC มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.25-0.50% ตามที่ตลาดคาด อย่างไรก็ดีข้อมูลเศรษฐกิจของเดือน ก.พ. ที่ออกมาดีนั้นส่งผลให้ตลาดกลับมามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยได้อีกครั้งในปีนี้ (เส้นสีน้ำเงิน) จากเดือนก่อนที่ตลาดมองว่า Fed จะเลื่อนการขึ้นดอกเบี้ยออกไปเป็นปีหน้า (เส้นประ) เนื่องจากตลาดการเงินทั่วโลกที่ผันผวนและความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก

ทั้งนี้ด้าน DB ยังคงมุมมองว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวในปีนี้ (25bps) โดยจะดำเนินการขึ้นดอกเบี้ยในรอบการประชุมเดือน ธ.ค.

แผนภาพที่ 21: ตลาดกลับมามองความเป็นไปได้ที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ต่อเนื่อง ตามการบริโภคภายในประเทศเป็นแรงขับเคลื่อนหลัก โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก 1) ราคาน้ำมันที่ต่ำหนุนการบริโภค 2) ภาคการผลิตที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัว และ 3) ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจากนโยบายผ่อนคลายของ ECB อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจได้รับผลกระทบจาก 1) เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลง 2) ความเสี่ยงจากประเทศในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะจีน 3) ความกังวลต่อภาคธนาคารจากนโยบายดอกเบี้ยติดลบของ ECB และ 4) ความไม่แน่นอนจากการทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT)

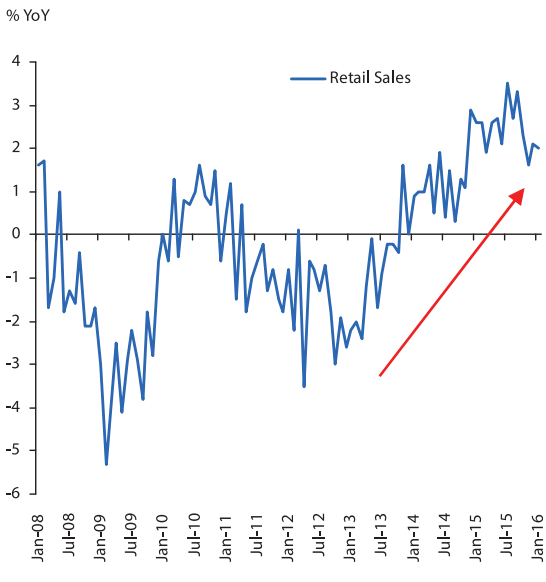
การบริโภคภายในประเทศยังคงแข็งแกร่ง แม้ว่าดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจจะอยู่ในระดับต่ำ

ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจของกลุ่มยูโรโซนได้ลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว จากความกังวลต่อเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลง โดยเฉพาะในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) และจีน อีกทั้งความผันผวนของตลาดการเงินทั่วโลก โดยดัชนีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจ (Economic Confidence) ของยูโรโซนในเดือน ก.พ. ได้ลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 มาอยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบ 9 เดือนที่ 103.8 จุด ส่วนดัชนีคาดการณ์แนวโน้มทางธุรกิจ (IFO Expectation index) ของเยอรมนีลดลงสู่ระดับต่ำสุดนับแต่เดือน ธ.ค. 2012 ที่ 98.8 จุด

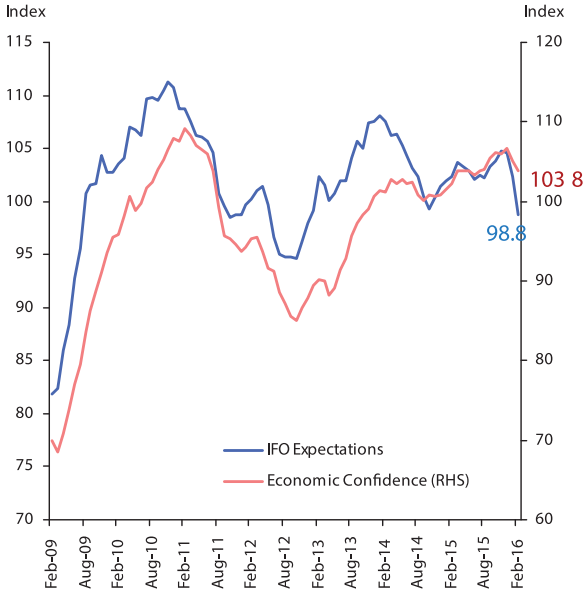
อย่างไรก็ดี การบริโภคภายในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้ขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง โดยได้รับแรงหนุนจาก:

1. การบริโภคภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดี โดยได้แรงหนุนจากราคาน้ำมันที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งเห็นได้จากยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. ที่ยังขยายตัวได้ดีที่ +2.0% YoY

แผนภาพที่ 22: ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเล็กน้อยแต่ยังคงอยู่ในระดับที่ดี ชี้การบริโภคภาคเอกชนยังคงแข็งแกร่ง



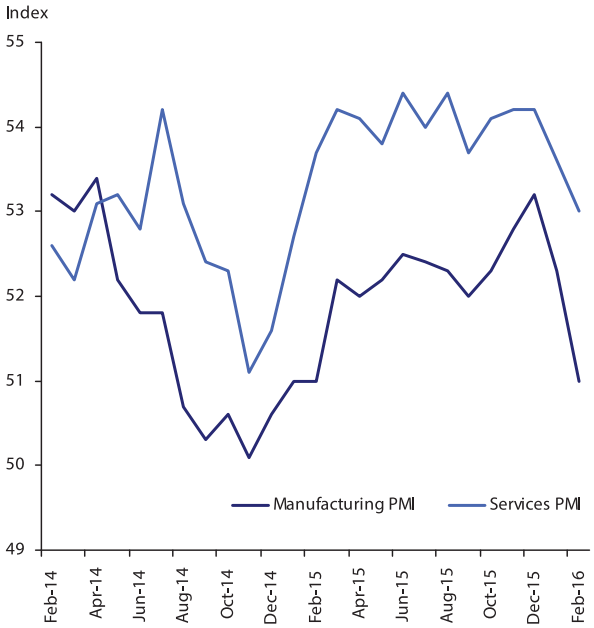
แผนภาพที่ 23: ค่าดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจของกลุ่มและเยอรมนีลดลง ท่ามกลางความเสี่ยงจากภายนอก



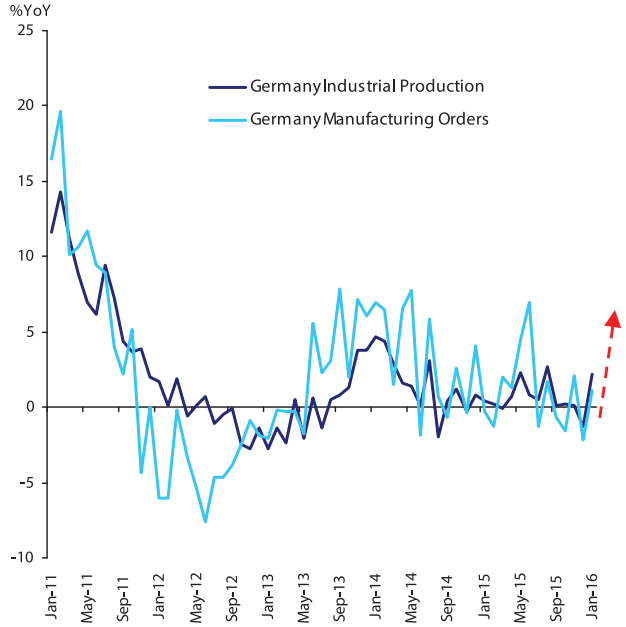
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2. ภาคการผลิตเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว ถึงแม้ว่าค่าดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. จะลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 แต่ตัวเลขภาคการผลิตเดือน ม.ค. ทั้งยอดคำสั่งซื้อของโรงงาน (Factory Orders) และผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ยังขยายตัวได้ดีกว่าที่คาด โดยยอดคำสั่งซื้อโรงงานพลิกกลับมาขยายตัว 1.1% YoY จากที่หดตัว -2.2% YoY ในเดือนก่อน และผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัว 2.2% YoY จากที่หดตัว -1.3% YoY และนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน ส.ค. 2015

แผนภาพที่ 24: ดัชนี PMI ภาคอุตสาหกรรมลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 4 เข้าใกล้ระดับ 50 จุด



แผนภาพที่ 25: ยอดคำสั่งซื้อโรงงานและผลผลิตภาคอุตสาหกรรมของเยอรมนีส่งสัญญาณฟื้นตัว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

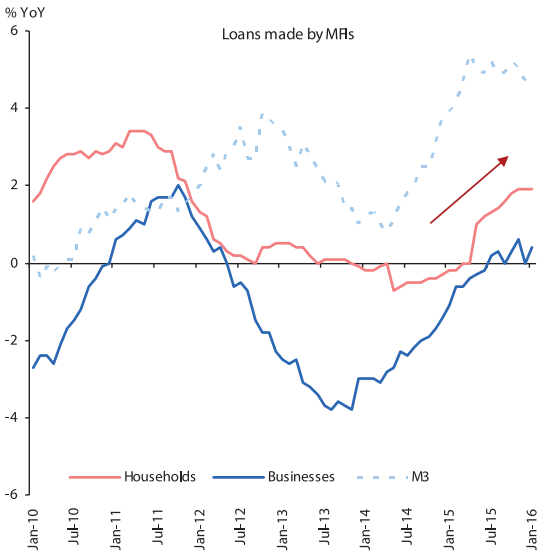
3. ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจากนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ส่งผลให้ความต้องการสินเชื่อเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยยอดสินเชื่อในระบบเดือน ม.ค. ทั้งภาคธุรกิจ (0.4% YoY) และครัวเรือน (1.9% YoY) ขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง

ผลกระทบต่อภาคธนาคารจากการดำเนินอัตราดอกเบี้ยติดลบของ ECB ยังคงจำกัด

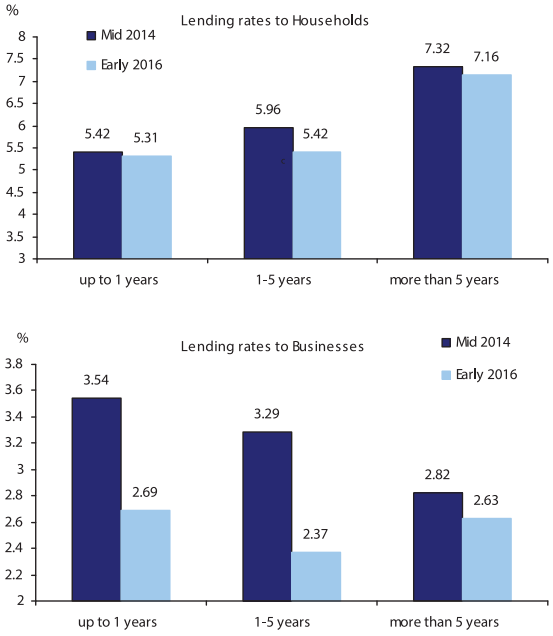
ตั้งแต่ช่วงต้นปี (หลังการประชุมรอบเดือน ม.ค. ของ ECB) ตลาดได้แสดงความกังวลต่อผลกำไรของภาคธนาคารจากการดำเนินนโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ด้วยเห็นว่าหากมีการลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ที่ติดลบอยู่แล้วลงเพิ่มเติมไปอีก ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารได้รับ (Net Interest Margin: NIM) จะยิ่งแคบลง ส่งผลให้กำไรของธนาคารลดลงและทำให้ธนาคารต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อรักษาฐานกำไรของตนไว้ แต่อย่างไรก็ดีเราเห็นว่าผลกระทบต่อธนาคารนั้นยังคงมีจำกัด เนื่องจาก :

1. การปล่อยกู้ของธนาคารยังคงแข็งแกร่ง โดยยอดสินเชื่อในระบบเดือน ม.ค.ของยูโรโซนยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่องทั้งภาคธุรกิจและครัวเรือน โดยภาคธุรกิจขยายตัว 0.4% YoY และภาคครัวเรือนที่ยังคงขยายตัวที่ 1.9% YoY
2. ธนาคารสามารถส่งผ่านนโยบายดอกเบี้ยติดลบของ ECB ไปยังระบบเศรษฐกิจได้ โดยอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินกู้ (Lending Rates) และเงินฝาก (Deposit Rates) สำหรับภาคธุรกิจและครัวเรือนได้ปรับตัวลดลงตามการลดดอกเบี้ยของ ECB ซึ่งหากดูการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับภาคธุรกิจและครัวเรือนระยะเวลา 1 ปี ตั้งแต่ได้มีการประกาศใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบเป็นครั้งแรกช่วงกลางปี 2014 (เดือน มิ.ย.) และอัตราดอกเบี้ยในต้นปีนี้ (ม.ค. 2016) จะเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับภาคธุรกิจและครัวเรือน ได้ลดลง -85bps เป็น 2.69% และ -11bps เป็น 5.31% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 26: ยอดปล่อยสินเชื่อยังคงขยายตัวดี ชี้การปล่อยกู้ของธนาคารยังคงแข็งแกร่ง



แผนภาพที่ 27: อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลดลงแต่ยังคงเป็นบวก โดยธนาคารสามารถส่งผ่านนโยบายสู่ตลาดการเงินได้



ที่มา: Bloomberg, ECB, Tisco Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ แม้ว่าธนาคารจะได้กำไรจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้น้อยลง แต่การปล่อยกู้ก็ยังคงอยู่ในระดับที่ดี โดยคาดว่าการปล่อยกู้ที่เพิ่มขึ้นนี้ จะช่วยชดเชยผลกำไรจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงได้ และช่วยให้ผลกำไรของธนาคารโดยรวมยังอยู่ในระดับที่ดีต่อไปได้

ECB ผ่อนคลายนโยบายทางการเงินเพิ่มเติมมากกว่าคาด ในการประชุมรอบเดือน มี.ค.

เมื่อวันที่ 10 มี.ค. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ประกาศนโยบายผ่อนคลายเพิ่มเติม ได้แก่:

1) ลดอัตราดอกเบี้ยหลัก ได้แก่
   - Deposit Facility Rate ลง -10bps เป็น -0.4%
   - Main Refinancing Rate ลง -5bps เป็น 0%
   - Marginal Lending Rate ลง -5bps เป็น 0.25%

2) ขยายวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่อเดือนเป็น 8 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน (จากเดิม 6 หมื่นล้านยูโร) และได้เพิ่มหุ้นกู้หรือพันธบัตรที่ออกโดยภาคเอกชน (Corporate Bonds) ให้เป็นสินทรัพย์ที่สามารถเข้าซื้อได้

3) เพิ่มวงเงินปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำ (TLTRO) ระลอกใหม่ให้กับธนาคารพาณิชย์ 4 ครั้ง (ไตรมาสละครั้ง) โดยจะเริ่มในเดือน มิ.ย. นี้ และมีกำหนดระยะเวลาชำระคืนภายใน 4 ปี โดยอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในช่วง -0.4% ถึง 0% ทั้งนี้การเพิ่มวงเงินปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำในครั้งนี้นั้น เป็นเรื่องที่เกินความคาดหมายของตลาดและคาดว่าจะช่วยลดแรงกดดันจากผลกำไรที่ต่ำลงของธนาคารได้ เนื่องจากได้ช่วยลดต้นทุนในการกู้ยืม

เราคาดว่านโยบายผ่อนคลายเพิ่มเติมจากการประชุมรอบนี้ จะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจและช่วยหนุนเงินเฟ้อให้ปรับตัวดีขึ้นได้ เนื่องจากเป็นนโยบายที่ไม่ได้มุ่งเน้นให้เกิดผลกระทบเชิงบวกในตลาดการเงิน (ค่าเงินอ่อน, ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้น) แต่เพียงอย่างเดียว แต่เป็นการมุ่งกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อ และลดต้นทุนทางการเงินให้กับภาคเศรษฐกิจจริง ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องในระยะยาว

แผนภาพที่ 28: แผนภาพนโยบายเพิ่มเติมในการประชุมรอบเดือน มี.ค. ที่มากกว่าตลาดได้คาดไว้

Actions	Market expected	DB expected	ECB
Policy rate cut	• 10bps cut in Depo rate to -0.4% • Introduce two-tier system	• 10bps cut in Depo rate to -0.4% • Introduce two-tier system	• 10bps cut in Depo rate to -0.4% • 5bps cut in Refi rate (MRO) to 0% • 5bps cut in Lending rate to 0.25%
QE pace of purchase	• Increase purchase to EUR 75bn/mo. • Extension of QE time frame	• Increase purchase to EUR 70 bn/mo.	• Increase purchase to EUR 80 bn/mo.
Other measures	• More generous TLTRO • Inclusion of corporate bonds	• Extension of TLTRO with maturity ending 2017	• Extension of TLTRO with more generous conditions • Draghi denied further rate cut

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

การลดดอกเบี้ย Deposit Facility ลง 10bps จะกระทบต่อกำไรของธนาคารพาณิชย์ราว 1%

เราคำนวณผลกระทบจากการลดดอกเบี้ยของ ECB ต่อผลกำไรของธนาคารพาณิชย์โดยใช้ยอดเงินฝากคงค้างที่ธนาคารพาณิชย์ฝากไว้กับ ECB ณ สิ้นเดือน ม.ค. โดยแบ่งเป็นยอดเงินฝากสำรองตามกฎหมาย (Required Reserves) จำนวน 1.1 แสนล้านยูโร และยอดเงินฝากส่วนเกิน (Excess Reserves) จำนวน 6.6 แสนล้านยูโร โดยส่วนที่เป็นยอดเงินฝากตามกฎหมายจะได้รับดอกเบี้ยในอัตราเท่ากับ MRO (ลดลงจาก 0.05% เป็น 0%) และส่วนที่เป็นเงินฝากส่วนเกินจะได้ดอกเบี้ยเท่ากับ Deposit Facility Rate (ลดลงจาก -0.3% เป็น -0.4%) ดังนั้นผลกระทบของการประกาศลดดอกเบี้ยในครั้งนี้จะทำให้ธนาคารมีกำไรลดลง 721 ล้านยูโร หรือคิดเป็น 1.1% ของกำไรจากการดำเนินงานรวมของธนาคารพาณิชย์ในยูโรโซนในปี 2015 (6.8 หมื่นล้านยูโร)

แผนภาพที่ 29: แผนภาพการคำนวณผลกระทบของดอกเบี้ยติดลบต่อผลกำไรภาคธนาคาร

Deposit rate	Cost of excess liquidity [EUR, million]	MRO rate	Remunerated from reserve requirement [EUR, million]	Net cost [EUR, million]	Relative to total banks operating income in 2015
Outstanding amount*	664,336	-	113,283	-	68,717
-0.3%	- 1,993	0.05%	56.64	-1,936.36	-2.8%
-0.4%	- 2,657	0%	0	-2,657	-3.9%
Therefore, incremental cost from additional -10bps cut would be				-721	-1.1%

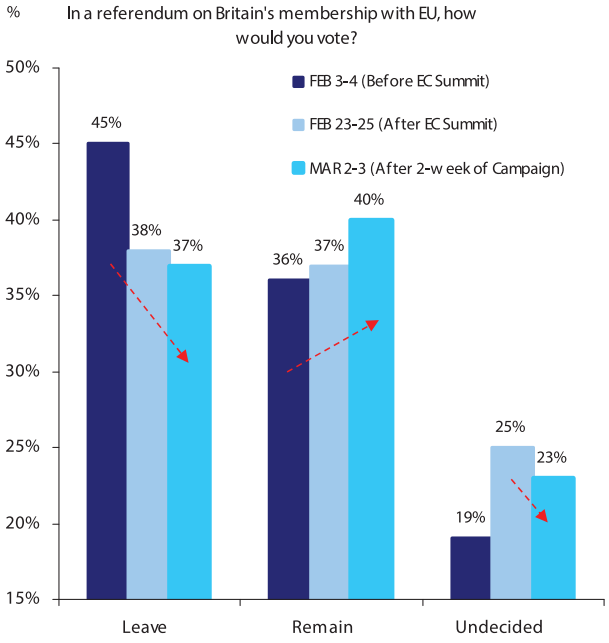
*ที่มา: Bloomberg, ECB, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); * ในวันที่ 31 ม.ค. 2016*

ผลสำรวจการทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) เริ่มชี้ชาวอังกฤษตัดสินใจอยู่ต่อเพิ่มขึ้น แต่ยังคงสรุปชัดเจนไม่ได้

นายกรัฐมนตรี David Cameron ของอังกฤษยังคงประกาศสนับสนุนให้ชาวอังกฤษเลือกอยู่ในสหภาพยุโรป (EU) ต่อไป ภายหลังจากที่ได้ข้อสรุปต่อสิ่งที่ได้เสนอไปในการประชุม EC Summit เมื่อวันที่ 19 ก.พ. ที่ผ่านมา โดยนาย Cameron ยืนยันว่าอังกฤษจะได้รับ 'สถานะพิเศษ' ให้สามารถจำกัดการรับผู้อพยพ รวมถึงจำกัดสิทธิในการขอรับสวัสดิการ โดยผู้อพยพต้องอาศัยอยู่ในอังกฤษเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 4 ปี และยังรับรองว่าเศรษฐกิจของอังกฤษจะไม่ถูกโยงเข้าไปพัวพันกับระบบสกุลเงินยูโร นอกจากนี้อังกฤษยังมีสิทธิคัดค้านนโยบายของทางยูโรโซนที่จะกระทบต่อสกุลเงินปอนด์ หรือผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจของตนได้

ผลการสำรวจล่าสุดของ YouGov ซึ่งจัดทำระหว่างวันที่ 2-3 มี.ค ซึ่งเป็นช่วงหลังจากที่นาย Cameron ได้เริ่มรณรงค์ให้ชาวอังกฤษลงคะแนนเห็นด้วยกับการเป็นสมาชิก EU ชี้ว่า ประชาชนส่วนใหญ่ (40%) ต้องการให้อังกฤษเป็นสมาชิก EU ต่อไป อย่างไรก็ดียังมีประชาชนอีกเป็นจำนวนมากที่ต้องการให้อังกฤษออกจาก EU (37%) และยังไม่ได้ตัดสินใจ (23%) จึงยังสรุปชัดเจนไม่ได้ว่าผลจากการทำประชามติที่จะจัดขึ้นในวันที่ 23 มิ.ย. นี้จะเป็นอย่างไร

แผนภาพที่ 30: ผลสำรวจปัจจุบันชี้ชาวอังกฤษตัดสินใจอยู่ในกลุ่มต่อเพิ่มขึ้น



แผนภาพที่ 31: ผลกระทบหลักจากการการทำ BREXIT

UK	European Union
Loss of free trade relationship with the EU (50% of UK exports) and renegotiations likely but problematic	Loss of its contribution from UK (second largest contributor to EU). EU might lose 15% of GDP
Lower FDI and investment as UK become less attractive with no access to EU markets. Might lose its position as EU financial centre	Germany might lose its gain from trade to UK (6.6% of total exports)
Loss of investor confidence esp. during negotiation period, which would probably take more than 2 years. Capital outflows likely	Other countries may want to follow UK and leave the bloc
To access EU market, UK might end up contributing to EU funds despite being outside the bloc (Norway and Switzerland make large contributions to EU budget)	
In addition, UK might have to relax restrictions on labor movement in exchange for tax benefits	

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

เศรษฐกิจจีน

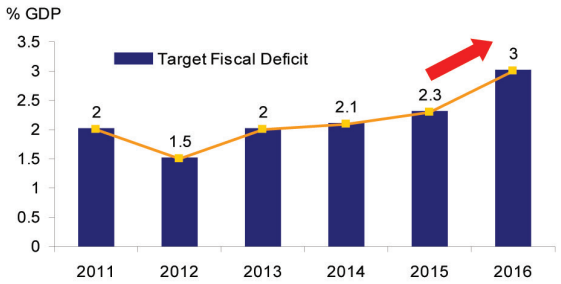
เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่องจากนโยบายการปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side Reform) ซึ่งกดดันภาคการผลิต แต่เราคาดว่าภาคการผลิตจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นได้จาก 1) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ ซึ่งเริ่มเห็นผลในภาคอสังหาริมทรัพย์และภาคการเงิน และ 2) ปริมาณสินค้าคงคลังในภาคอุตสาหกรรมที่ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำชี้ว่าการผลิตจะเริ่มกลับมาขยายตัว ทั้งนี้ DB คาดว่าเศรษฐกิจครึ่งปีแรกจะขยายตัว +6.8% YoY คงที่จากไตรมาส 4/2015

รัฐบาลจีนเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจเต็มที่ โดยใช้นโยบายการเงินและการคลังที่ผ่อนคลายมากขึ้น

รัฐบาลจีนได้ตั้งเป้าการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP) ปี 2016 ที่ 6.5% - 7.0% ใกล้เคียงกับปีที่แล้วที่ขยายตัว 6.9% YoY โดยมีแนวโน้มใช้นโยบายการเงินและการคลังที่ผ่อนคลายเพื่อประคองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

- **นโยบายการคลัง** รัฐบาลได้ตั้งเป้าขาดดุลการคลัง (Fiscal Deficit) ปี 2016 ที่ 3.0% ต่อ GDP เพิ่มขึ้นจาก 2.3% ในปีก่อน ซึ่งชี้ว่ารัฐบาลพร้อมใช้มาตรการด้านการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเต็มที่ โดยมีแผนเพิ่มมาตรการลดหย่อนภาษี เพื่อหนุนการบริโภคภายในประเทศ และจะมีการปรับเปลี่ยนระบบภาษีใหม่เป็นระบบภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) จากเดิมที่ใช้เป็นภาษีธุรกิจ (Business Tax) เฉพาะในแต่ละอุตสาหกรรม โดยจะมีผลบังคับใช้เดือน พ.ค. นี้ ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดภาระค่าใช้จ่ายให้กับภาคธุรกิจได้
- **นโยบายการเงิน** รัฐบาลได้ตั้งเป้าการขยายตัวของปริมาณเงินในระบบ M2 เพิ่มขึ้นเป็น 13% จาก 12% ในปีก่อน โดยเป็นการตั้งเป้าที่สูงขึ้นครั้งแรกในรอบ 7 ปี และได้ตั้งเป้าการขยายตัวของยอดระดมทุนรวม (Total Social Financing) เป็นครั้งแรกที่ 13% ทั้งนี้ เป้าปริมาณเงิน M2 และ TSF ดังกล่าวชี้ว่า ธนาคารกลางจีน (PBoC) จะดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้น โดยตั้งแต่เดือน ก.พ. ที่ผ่านมา PBoC ได้ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะสั้นของธนาคารพาณิชย์ (MLF) ซึ่งเป็นการชี้นำการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในอนาคต และได้ลดอัตราการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลง -50bps เป็น 17% ทั้งนี้ DB คาดว่า PBoC จะประกาศลด RRR ลงอีก 3 ครั้ง (ในแต่ละไตรมาสที่เหลือ) และลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 2 ครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี เพื่อประคองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ
- **นโยบายกระตุ้นภาคอสังหาฯ** รัฐบาลได้ออกมาตรการต่างๆ เพื่อกระตุ้นตลาดบ้าน เช่น การลดอัตราส่วนเงินดาวน์สำหรับบ้านหลังแรกลงเป็น 20% (จากเดิม 25%) และการลดภาษีที่ดินลง ซึ่งผลของทั้งสองมาตรการนี้ได้เริ่มส่งผ่านถึงตลาด

แผนภาพที่ 32: เป้าทางเศรษฐกิจปี 2016 และมาตรการกระตุ้นต่างๆ ที่ออกมา



Indicators	2016 target	2015 target	2015 actual
GDP %YoY	6.5% - 7.0%	7.0%	6.9%
M2 %YoY	13.0%	12.0%	13.3%
CPI %YoY	3.0%	3.0%	1.4%
Retail Sales %YoY	11.0%	13.0%	10.7%
FAI %YoY	10.5%	15.0%	10.0%
Trade value %YoY	N/A	6.0%	-7.0%
Unemployment	4.5%	4.5%	4.1%

Date	Stimulus Policies
Jan	Approved 21 Fixed Asset Investment projects with total investment of RMB 54.1 billion
Feb 2	Cut minimum mortgage down payment to 20% (from 25%) for first-home purchases (2nd time since Sept 2015)
Feb 16	Special construction fund of RMB 400 billion in Q1/2016 to support infrastructure projects
Feb 17	Plans to reduce provisions for bad debt to 100% - 120% from 150%
Feb 18	Lower MLF rate to 2.85% (from 3%) for 6-month and 3% (from 3.25%) for 1-year
	Start conducting daily Open-Market Operations
Feb 19	Lower taxes for property transactions (excluding tier-1 cities)
Feb 24	Liberalizes Interbank bond market to more oversea investors (no quota limit)
	Approves $80.8 billion of QFII investment Quota
Feb 29	Announced -50bps cut to Reserve Requirement Ratio to 17% for large banks & 15% for small banks
Mar 7	Tax deductions on mortgage interest, education expenses and child support
	Replace business taxes with Value Added Tax system (effective May 1)

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

ผลจากมาตรการกระตุ้นของภาครัฐเริ่มส่งผ่านสู่ตลาด

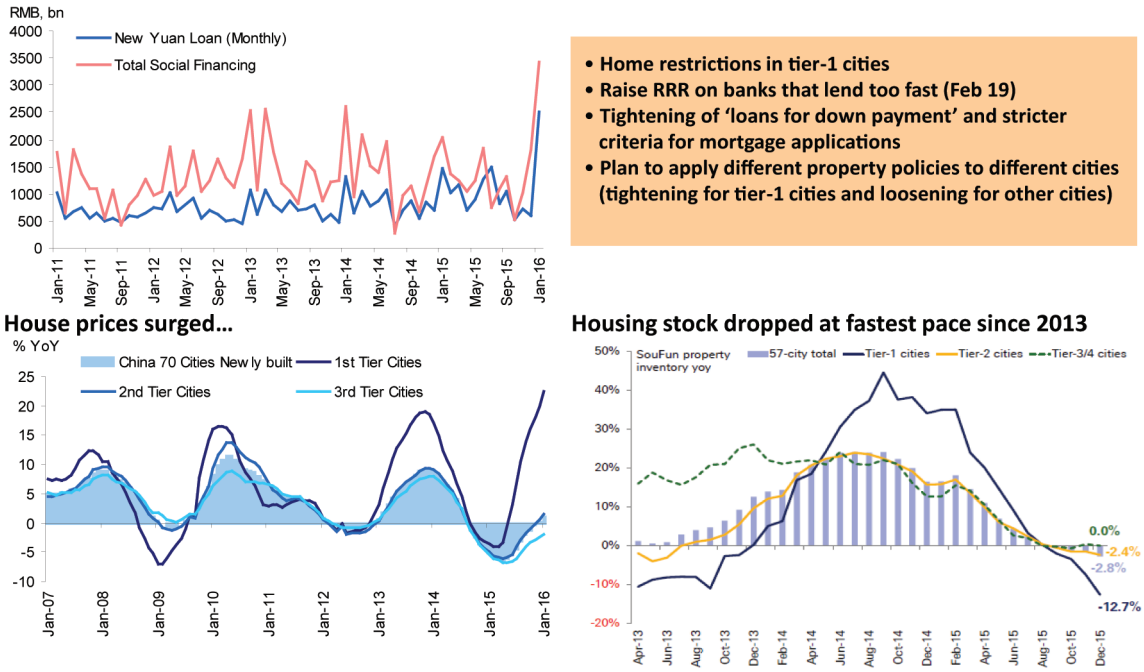
มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐตั้งแต่ช่วงต้นปีที่ผ่านมา เริ่มส่งผ่านถึงตลาด โดยสามารถเห็นผลที่ค่อนข้างชัดเจนในตลาดสินเชื่อ และตลาดอสังหาฯ

1. ตลาดสินเชื่อ (Credit Market): สินเชื่อและยอดระดมทุนเร่งตัวขึ้นอย่างมากในเดือน ม.ค. โดยยอดการระดมทุนโดยรวมสุทธิ (Total Social Financing) เพิ่มขึ้นเป็น 3.42 ล้านล้านหยวน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และยอดอนุมัติสินเชื่อเงินหยวน (New Yuan Loans) เพิ่มขึ้นเป็น 2.51 ล้านล้านหยวน ซึ่งสอดคล้องกับความตั้งใจของ PBoC ที่ผ่อนคลายนโยบายทางการเงินเต็มที่เพื่อหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ
2. ตลาดอสังหาฯ (Property Market): ราคาบ้านใน 70 เมืองใหญ่ของ NBS (NBS 70-city Housing Price) เดือน ม.ค. ปรับตัวสูงขึ้น 1.0% YoY นำโดยราคาบ้านในกลุ่มเมืองหลัก (Tier-1 Cities) ซึ่งเพิ่มขึ้นถึง 22.4% YoY และในเมืองรอง (Tier-2 Cities) ซึ่งขยายตัว 1.51% YoY นอกจากนี้จำนวนบ้านในสต๊อกของ 57 เมืองที่สำรวจโดย Soufun หดตัวลง -2.8% YoY เร็วที่สุดนับแต่ปี 2013 จากการหดตัวลงแรงของจำนวนบ้านในกลุ่มเมืองหลักซึ่งหดตัว -12.7% YoY และบ้านในกลุ่มเมืองรองที่หดตัว -2.4% YoY

มาตรการผ่อนคลายของภาครัฐได้เพิ่มความเสี่ยงให้กับทั้งตลาดสินเชื่อ และตลาดอสังหาฯ ที่ราคาในกลุ่มเมืองหลักได้เพิ่มสูงขึ้นเร็วเกินไป แต่อย่างไรก็ดีทางการจีนก็ได้ออกมาตรการอื่นๆ เพื่อควบคุมความเสี่ยงได้แก่

1. การขึ้นอัตราการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) กับธนาคารพาณิชย์ที่ปล่อยกู้เร็วเกินไป
2. มีแผนออกมาตรการเพื่อปรามการปล่อยสินเชื่อสำหรับวางเงินดาว์นบ้าน (Loan for Down Payment) ซึ่งเป็นหนึ่งในสาเหตุสำคัญที่ทำให้ราคาบ้านในกลุ่มเมืองหลักปรับตัวสูงขึ้นมาก พร้อมกันนี้ ธนาคารพาณิชย์จะต้องควบคุมการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้มีความเข้มงวดมากขึ้น
3. มีแผนที่จะใช้นโยบายด้านอสังหาฯ ในเมืองต่างๆ ให้แตกต่างกันออกไป โดยจะเข้มงวดเป็นพิเศษกับตลาดอสังหาฯในกลุ่มเมืองหลัก (Tier-1 Cities)

แผนภาพที่ 33: ผลจากมาตรการกระตุ้นเริ่มส่งผ่าน โดยยอดขอสินเชื่อได้พุ่งสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์ ราคาบ้านปรับสูงขึ้นตามความต้องการ อีกทั้งจำนวนบ้านในสต๊อกได้ลดลงในอัตราที่เร็วสุดนับแต่ปี 2013



ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, Tisco Economic Strategy Unit (ESU)

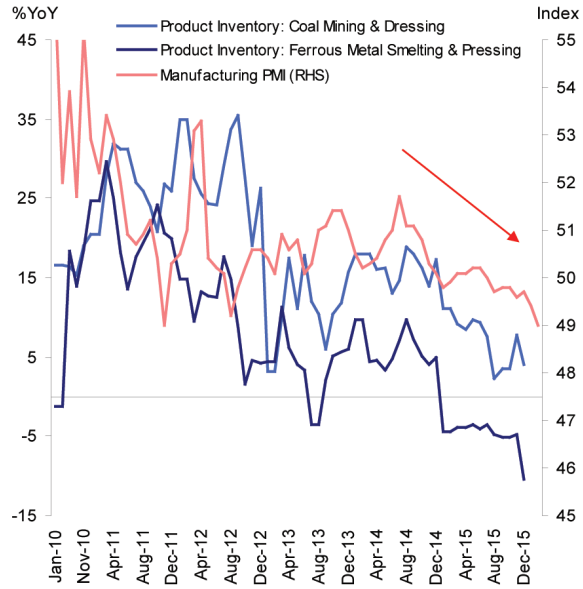
การปฏิรูปด้านอุปทานของภาครัฐยังคงส่งผลกระทบต่อภาคการผลิต แต่คาดว่าจะฟื้นตัวในระยะข้างหน้า

ภาคอุตสาหกรรมยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่องตามการปฏิรูปของภาครัฐที่เน้นการบริโภคและการบริการ รวมทั้งต้องการแก้ปัญหาเรื่องกำลังการผลิตส่วนเกิน (Excess Capacity) ในบางอุตสาหกรรม โดยเฉพาะเหล็กและถ่านหิน ซึ่งส่งผลให้ภาคการผลิตหดตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการ (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.พ.อยู่ที่ระดับ 49.0 จุด ต่ำสุดในรอบกว่า 4 ปี และอยู่ในระดับต่ำกว่า 50 จุดต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7

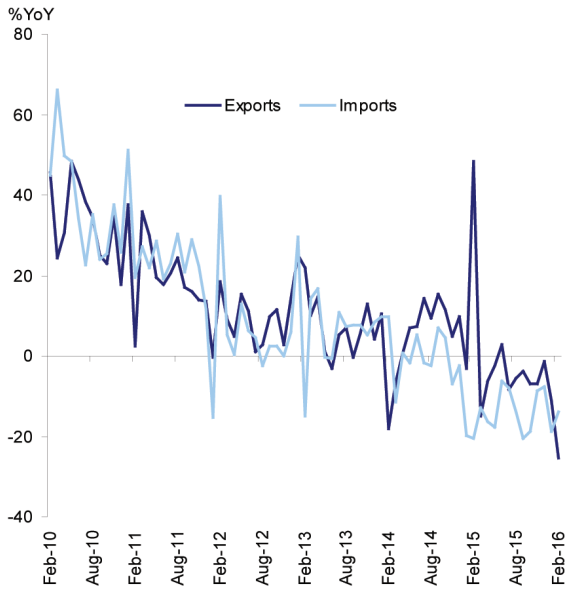
การผลิตที่ชะลอตัวลงมาเป็นเวลานาน ทำให้ปริมาณสินค้าคงคลัง (Inventory) ลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยในเดือน ธ.ค. ปริมาณสินค้าคงคลังของอุตสาหกรรมเหล็กหดตัว -10.4% YoY และของอุตสาหกรรมถ่านหินขยายตัวลดลงเป็น 4.1% YoY ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบหลายปี

ปริมาณสินค้าคงคลังที่ลดลงต่อเนื่องและอยู่ในระดับต่ำ ประกอบกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่หนุนการบริโภคภายในประเทศ และตลาดอสังหาฯ ที่เริ่มฟื้นตัว ทำให้เราคาดว่าภาคการผลิตจะเริ่มมีแนวโน้มฟื้นตัวในระยะข้างหน้านี้

แผนภาพที่ 34: ปริมาณสินค้าคงคลังในอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินลดลงต่อเนื่อง ชี้ถึงการฟื้นตัวในอนาคต



แผนภาพที่ 35: การส่งออกหดตัวลงต่อเนื่อง โดยภาครัฐได้เพิ่มความสำคัญให้การบริโภคภายในประเทศมากขึ้น



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

เงินทุนไหลออกชะลอตัวลง

จีนได้ประสบปัญหากระแสเงินทุนไหลออกนับแต่เดือน ส.ค. 2015 หลังจาก PBoC ประกาศลดค่าเงินหยวนลง 2% ซึ่งทำให้ตลาดกังวลว่าเงินหยวนจะอ่อนลงต่อเนื่อง ส่งผลให้เกิดเงินทุนไหลออกเป็นจำนวนมาก โดยตั้งแต่ช่วงเดือน ส.ค. 2015 ถึง ม.ค. 2016 เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (FX Reserves) ลดลงรวม -4.20 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

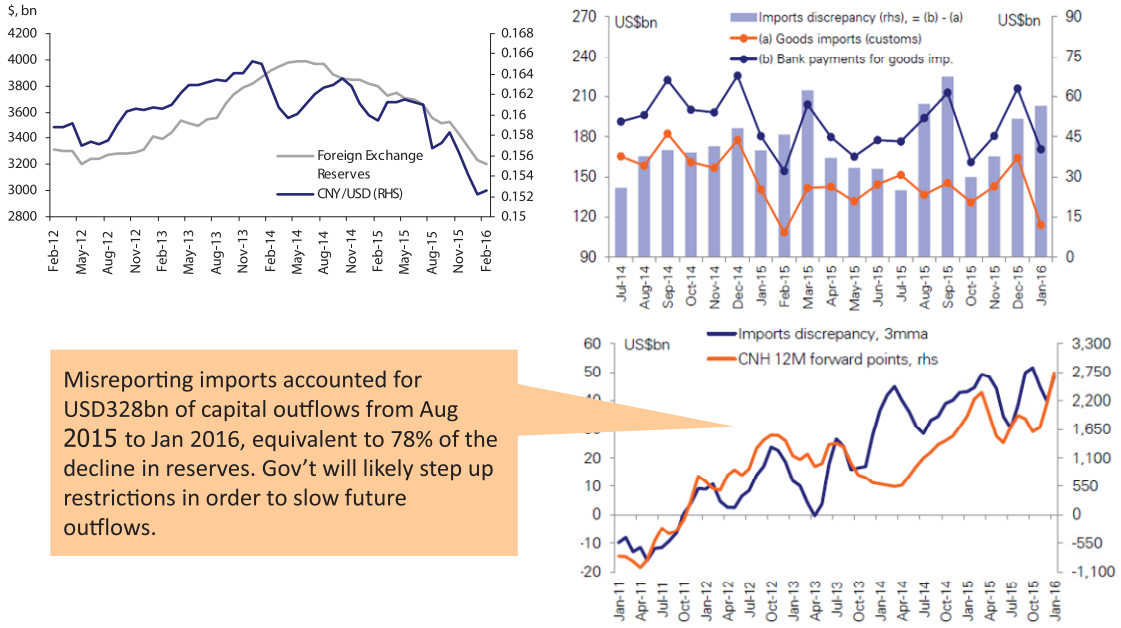
อย่างไรก็ดีกระแสเงินทุนไหลออกเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยในเดือนก.พ. ทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนลดลง -2.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ชะลอตัวลงจากเดือนก่อนที่ลดลง -9.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และนับเป็นการลดลงน้อยที่สุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2015

การชะลอตัวของกระแสเงินทุนไหลออก ชี้ได้ว่ามาตรการของทางการจีนที่มุ่งสร้างความเชื่อมั่นต่อตลาด รวมถึงการแทรกแซงค่าเงินหยวนในช่วงที่ผ่านมาเริ่มส่งผล และทำให้เงินหยวนแข็งค่าและมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

เนื่องจากจีนยังไม่เปิดเสรีบัญชีทุนอย่างเต็มที่และยังมีมาตรการควบคุมเงินทุนไหลออก การนำเงินทุนออกนอกประเทศของนักลงทุนในประเทศจึงต้องอาศัยช่องว่างทางกฎหมายเพื่อลักลอบนำเงินออกนอกประเทศ หนึ่งในช่องทางการลักลอบนำเงินออกนอกประเทศ ได้แก่ การรายงานยอดการนำเข้าสินค้าที่บิดเบือน โดยบริษัทนำเข้าในจีนจะจ่ายเงินเป็นจำนวนมากกว่ายอดการนำเข้าสินค้าจริง ซึ่งส่วนต่างนี้ก็คือเงินที่ได้ไหลออกจากประเทศไป โดยในช่วงเดือน ส.ค. 2015 ถึง ม.ค. 2016 บริษัทนำเข้าในจีนได้มีการจ่ายเงินเกินกว่ายอดนำเข้าสินค้าจริงเป็นจำนวน 3.28 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็นสัดส่วนถึง 78% ของทุนสำรองระหว่างประเทศที่ได้ลดลงไปในช่วงระยะเวลาเดียวกัน (4.20 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

เราคาดว่าทางการจีนจะเพิ่มมาตรการเพื่อควบคุมการเงินไหลออกของเงินทุนผ่านช่องทางการนำเข้าดังกล่าวให้มีความเข้มงวดยิ่งขึ้น และคาดว่ากระแสเงินทุนไหลออกจะชะลอลงต่อเนื่องต่อไป

แผนภาพที่ 36: ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงในอัตราที่ชะลอตัว และส่วนต่างยอดการนำเข้าคาดเป็นหนึ่งในสาเหตุสำคัญของกระแสเงินทุนที่ไหลออกไปมากตั้งแต่ช่วงปลายปี 2015



Misreporting imports accounted for USD328bn of capital outflows from Aug 2015 to Jan 2016, equivalent to 78% of the decline in reserves. Gov't will likely step up restrictions in order to slow future outflows.

ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, Tisco Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

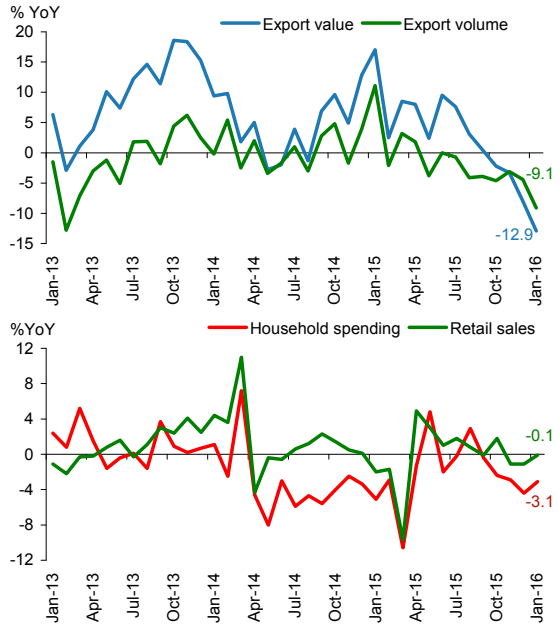
เศรษฐกิจโดยรวมยังคงชะลอตัว แต่ในระยะข้างหน้าเราคาดว่าเศรษฐกิจจะได้รับแรงหนุนจากนโยบายผ่อนคลายทางการคลัง ดังนี้ 1) การลดภาษีนิติบุคคลเหลือ 30% 2) การเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษี VAT (จาก 8% เป็น 10%) ในเดือน เม.ย. 2017 ออกไป และ 3) การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำอาจช่วยชดเชยการลดลงของการเรียกร้องขึ้นค่าจ้างจากสหภาพแรงงาน

เศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอตัวลง ยกเว้นการลงทุนภาคเอกชนที่ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

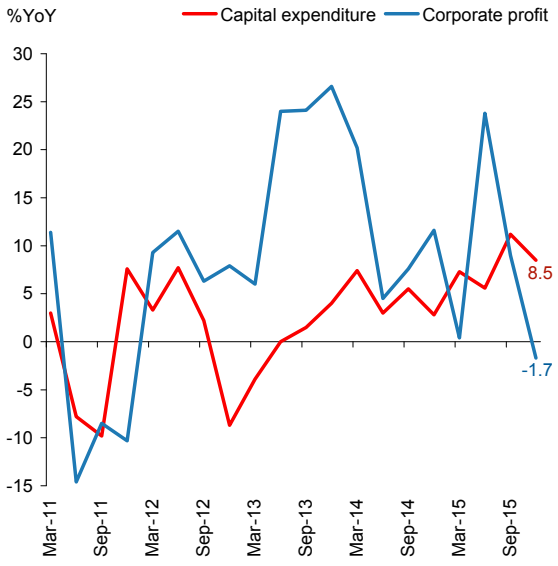
ภาพรวมเศรษฐกิจเดือนที่ผ่านมาชะลอตัวค่อนข้างมาก โดยมีสาเหตุมาจากการส่งออกหดตัวแย่สุดตั้งแต่ปี 2013 และการบริโภค (Household Spending) ยังคงชะลอตัว

ด้านการลงทุนภาคเอกชน (Capital Expenditure) ที่ผ่านมาสามารถขยายตัวได้ดี แต่อาจชะลอตัวในระยะถัดไป เนื่องจากการลดลงของกำไรของบริษัทที่ได้รับผลกระทบจากค่าเงินแข็งค่าตั้งแต่ช่วงต้นปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 37: การส่งออกหดตัวแย่สุดตั้งแต่ปี 2013 ในขณะที่ การบริโภคยังคงชะลอตัว



แผนภาพที่ 38: การลงทุนภาคเอกชนยังคงขยายตัวต่อเนื่อง แต่อาจชะลอลงในระยะข้างหน้า เนื่องจากได้รับแรงกดดันจากค่าเงินเยนที่แข็งค่า



ที่มา: Ministry of Finance, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

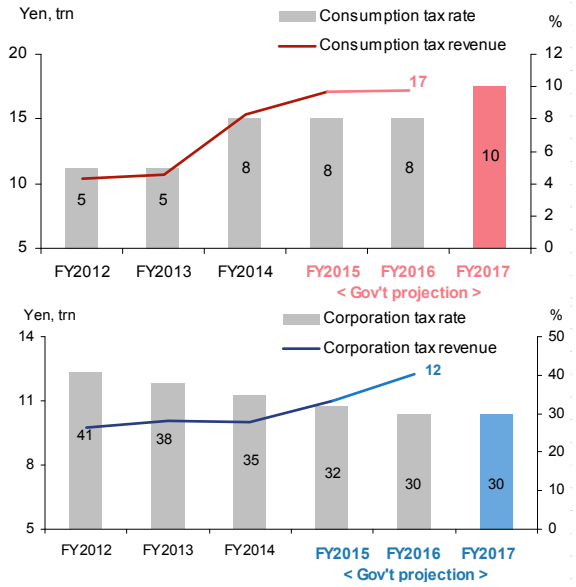
ภาษีนิติบุคคลจะถูกปรับลดเหลือต่ำกว่า 30% ในขณะที่กำหนดการปรับเพิ่มภาษี VAT อาจถูกเลื่อนออกไป

ภาษี VAT ซึ่งมีกำหนดจะเพิ่มขึ้นเป็น 10% ในเดือน เม.ย. 2017 จากปัจจุบัน 8% มีแนวโน้มที่จะถูกเลื่อนออกไป จากการชะลอตัวของภาคการบริโภคที่ยังคงกดดันเศรษฐกิจ ส่วนภาษีนิติบุคคลจะลดลงเป็น 30% ซึ่งลดลงต่อเนื่องมาจากปีที่แล้วที่ 32%

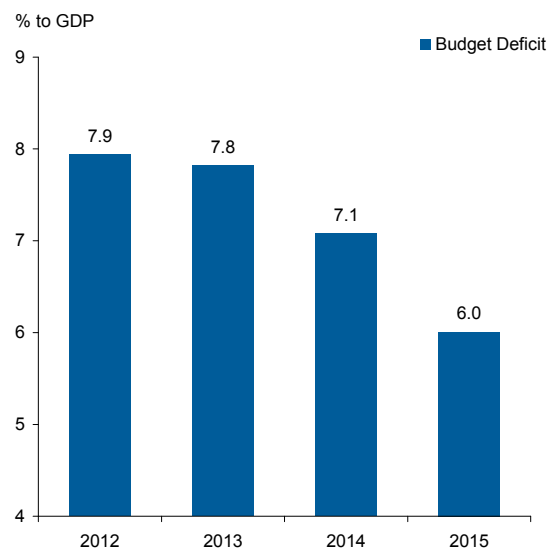
ด้านงบประมาณปี 2016 (เม.ย. 2016 - มี.ค. 2017) รัฐบาลตั้งเป้าขาดดุล -10.8 ล้านล้านเยน ลดลงจากปีก่อนที่ -13.4 ล้านล้านเยน และมีแนวโน้มจะลดลงต่อเนื่องในอนาคต เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลติดลบตามการใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบของ BoJซึ่งเมื่อต้นเดือนที่ผ่านมาญี่ปุ่นเป็นประเทศที่ 2 (ประเทศแรก คือ สวิสเซอร์แลนด์) ที่สามารถประมูลขายพันธบัตรระยะเวลา 10 ปี ที่อัตราดอกเบี้ยติดลบได้สำเร็จ 2.2 ล้านล้านเยน ที่อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย -0.024%

ถึงแม้งบประมาณจะขาดดุลน้อยลงทุกปี แต่สัดส่วนหนี้ภาครัฐต่อ GDP ของญี่ปุ่นยังคงมากที่สุดในโลก (ณ สิ้นปี 2015) ที่ 228% เมื่อเทียบกับประเทศที่มีสภาพเศรษฐกิจใกล้เคียงกันอย่างสหรัฐฯ และกลุ่มยูโร อยู่ที่ 74% และ 93% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 39: รัฐบาลตั้งเป้ารายได้จากภาษีปี 2016 มากขึ้น



แผนภาพที่ 40: สัดส่วนงบประมาณขาดดุลต่อ GDP ลดลงต่อเนื่อง



ที่มา: Ministry of Finance, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การเพิ่มขึ้นของค่าจ้างขั้นต่ำอาจช่วยชดเชยการลดลงของการเรียกร้องขึ้นค่าจ้างจากสหภาพแรงงาน

การเจรจาต่อรองค่าจ้าง (Shunto Wage Negotiation) ในปีนี้ สหภาพแรงงานซึ่งมีจำนวนสมาชิกประมาณ 9 ล้านคน เรียกร้องค่าจ้างจากผู้ประกอบการให้เพิ่มขึ้นเฉลี่ยเพียง 3,000 เยนต่อเดือน (น้อยกว่าปีก่อนที่ 6,000 เยนต่อเดือน และมีค่าจ้างเพิ่มขึ้นจริงเฉลี่ย 3,000 เยนต่อเดือน หรือเพิ่มขึ้น 0.6%) ทั้งนี้ สหภาพแรงงานของธนาคารพาณิชย์และบริษัทประกันขนาดใหญ่งดการเรียกร้องขึ้นค่าจ้างในปีนี้ หลังจากการใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบของธนาคารกลางญี่ปุ่น

การปรับขึ้นค่าจ้างที่ลดลงจะกดดันให้การบริโภค และเศรษฐกิจของประเทศชะลอตัว รวมถึงเงินเฟ้อจะไม่สามารถบรรลุเป้าหมาย 2% ได้ อย่างไรก็ดี นายกรัฐมนตรี Shinzo Abe มีนโยบายให้ปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป ปีละ 3% จนถึง 1,000 เยนต่อชั่วโมง (ปัจจุบันเฉลี่ย 780 เยนต่อชั่วโมง) โดยเราคาดว่าผู้ที่ได้รับค่าจ้างขั้นต่ำประมาณ 5 ล้านคน จะช่วยชดเชยการเรียกร้องขึ้นค่าจ้างที่น้อยลงได้

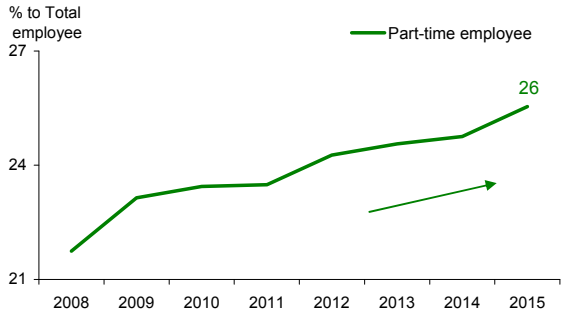
แผนภาพที่ 41: สหภาพแรงงานเรียกร้องเงินเดือนน้อยกว่าปีก่อน โดยภาคธนาคารถอนตัวออกจากการเรียกร้องปีนี้

Shunto Spring wage negotiations:

Avg. basic wage	Request	Result	%
Last year	¥ +6,000	¥ +3,000	+0.6%
This year	¥ +3,000	?	?

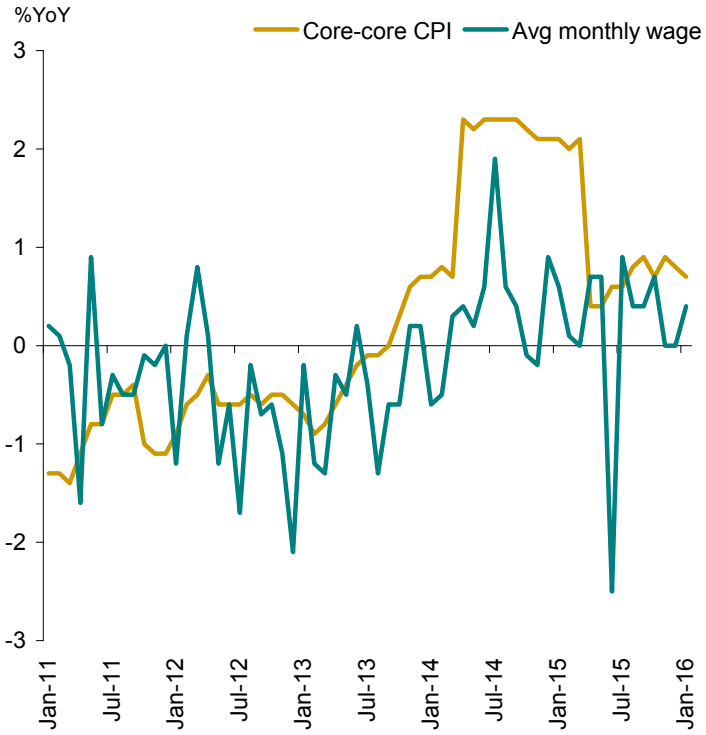
สหภาพแรงงานของธนาคารขนาดใหญ่ไม่เข้าร่วมการเรียกร้องขึ้นค่าจ้างในปีนี้ (เนื่องจากนโยบายการใช้ดอกเบี้ยติดลบ)

แผนภาพที่ 42: ค่าจ้างขั้นต่ำจะถูกปรับเพิ่มปีละ 3% ตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป (ปีก่อน 2%) โดยสัดส่วนของพนักงาน part-time ซึ่งส่วนมากได้รับผลตอบแทนเท่ากับค่าจ้างขั้นต่ำเพิ่มขึ้นต่อเนื่องทุกปี



ที่มา: Ministry of Internal Affairs and Communications, Ministry of Land, Infrastructure and Transport, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 43: ค่าจ้างเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ ไม่สามารถผลักดันเงินเฟ้อให้เพิ่มขึ้นได้

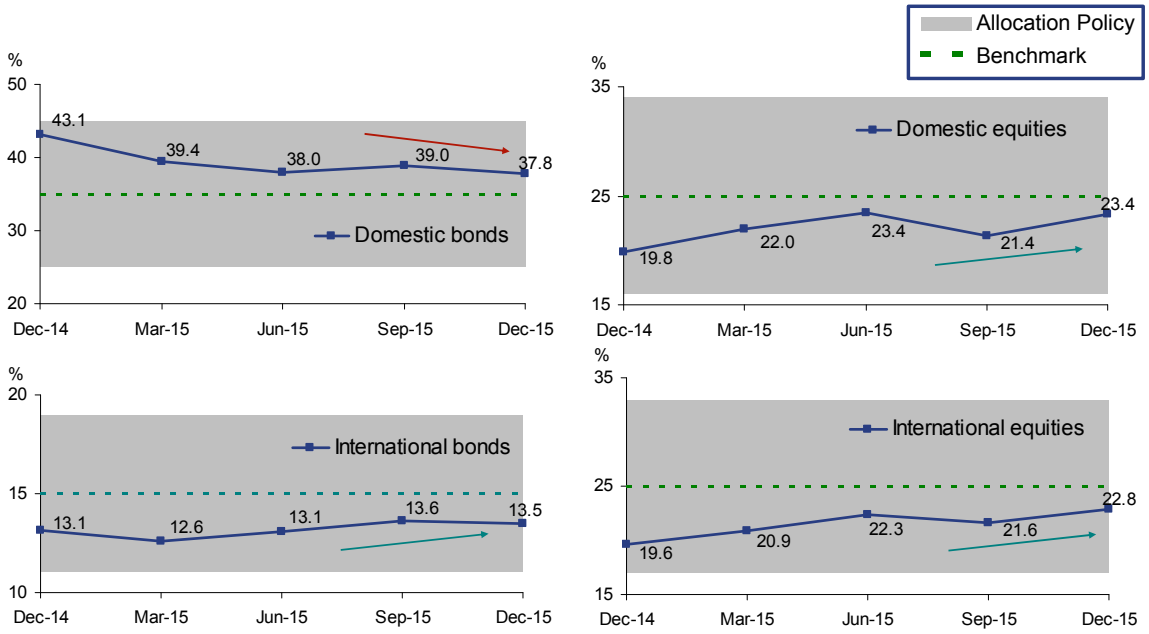


ที่มา: Ministry of Internal Affairs and Communications, Ministry of Land, Infrastructure and Transport, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กองทุน GPIF เพิ่มสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้นในไตรมาส 4/2015 แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐาน

กองทุนบำนาญของรัฐบาลญี่ปุ่น (Government Pension Investment Fund: GPIF) ซึ่งเป็นกองทุนบำนาญที่มีขนาดใหญ่เป็นอันดับ 1 ของโลก โดยมีพอร์ตการลงทุน ณ สิ้นปี 2015 ที่ 140 ล้านล้านเยน โดยปีที่ผ่านมา GPIF ได้ปรับเปลี่ยนพอร์ตนโยบายการลงทุน โดยกำหนดเกณฑ์มาตรฐานให้ลดสัดส่วนการลงทุนในพันธบัตรภายในประเทศลง และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้นและพันธบัตรต่างประเทศ ทำให้สัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยในไตรมาส 3/2015 สัดส่วนเหล่านี้ลดลงชั่วคราว ตามตลาดหุ้นที่ปรับตัวลดลง และในไตรมาส 4/2015 สัดส่วนกลับมาเพิ่มขึ้น แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐาน ทำให้กองทุนยังสามารถซื้อสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มเติมได้ในระยะถัดไป

แผนภาพที่ 43: สัดส่วนการลงทุนกำลังเข้าสู่เกณฑ์ที่กำหนดไว้



ที่มา: GPIF, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

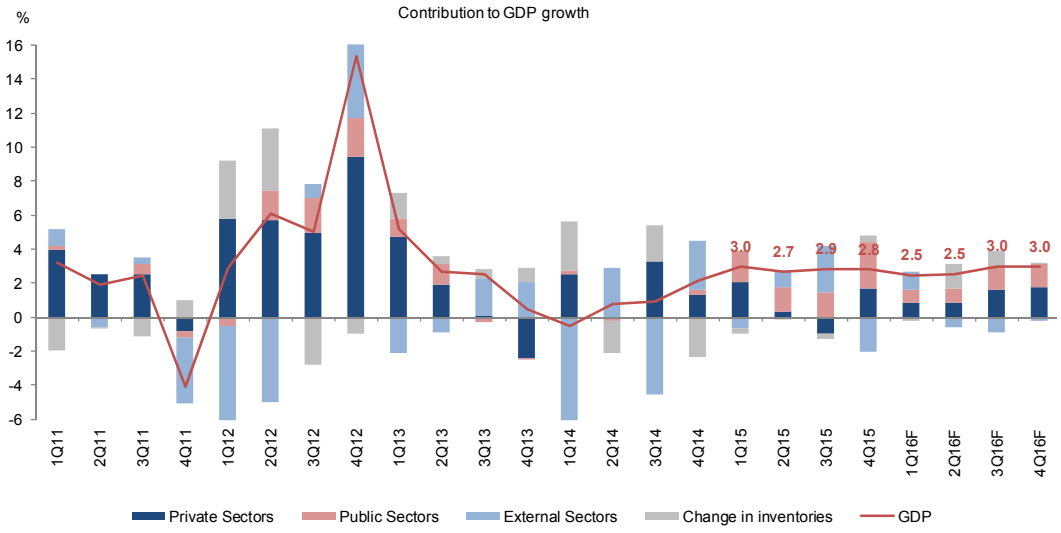
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยส่งสัญญาณชะลอตัวในช่วงครึ่งปีแรกตามอุปสงค์ในและต่างประเทศที่อ่อนแอ โดยการขยายตัวยังคงต้องพึ่งพาการใช้จ่ายและการลงทุนจากภาครัฐและการท่องเที่ยวเป็นสำคัญ ส่วนเงินเฟ้อยังคงฟื้นตัวอย่างอ่อนแอ โดยเราคาดว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 2 ครั้งในปีนี้เพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะข้างหน้า

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวในช่วงครึ่งแรกของปี 2016

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงในช่วงครึ่งแรกของปีในระดับ 2.5% (vs. 2.8% ปีก่อน) เนื่องจากถูกกดดันจากหลายปัจจัย ได้แก่ การเร่งการบริโภคในช่วงก่อนหน้า การค้าระหว่างประเทศที่ซบเซา ปัญหาภัยแล้ง และแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นที่แผ่วลง ทั้งนี้ เราคาดว่าการขยายตัวมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นเป็น +3% จากการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ที่กระจุกตัวในช่วงครึ่งปีหลัง และการดำเนินใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 44: เราคาดเศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.5% ในช่วงครึ่งแรกของปี และ 3% ในช่วงครึ่งหลัง

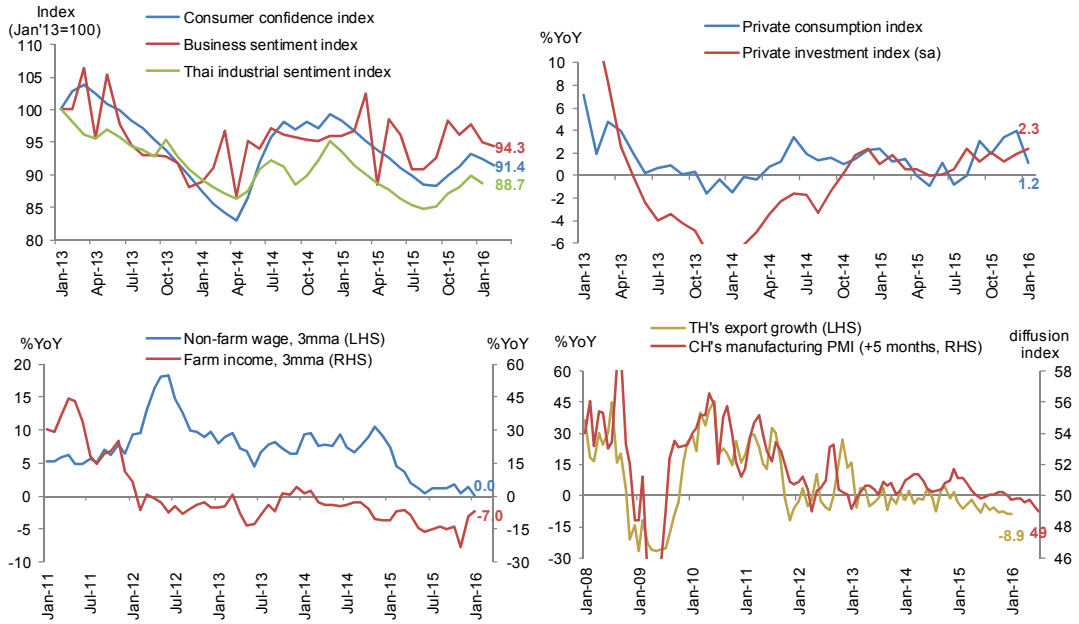


ที่มา: National Economic and Social Development Board (NESDB), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจพลิกกลับมาสู่ช่วงขาลง

ความเชื่อมั่นผู้บริโภค ภาคธุรกิจ และภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับมาสู่ช่วงขาลงอีกครั้ง หลังการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเริ่มชะลอ โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชนขยายตัว 1.2% YoY ในเดือน ม.ค. (vs. 3.9% ในเดือนก่อน) นอกจากนี้ กำลังซื้อภายในประเทศยังคงอ่อนแอ โดยรายได้ภาคเกษตรยังหดตัว ขณะที่รายได้นอกภาคเกษตรมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง สำหรับภาคต่างประเทศ การส่งออกหดตัวแรง -8.9% YoY (vs. -8.7% ในเดือนก่อน) และมีแนวโน้มหดตัวต่อในช่วงครึ่งแรกของปีตามตัวเลขดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมของจีนที่ยังคงปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 45: ตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงต้นปีส่งสัญญานการฟื้นตัวที่ชะลอลง

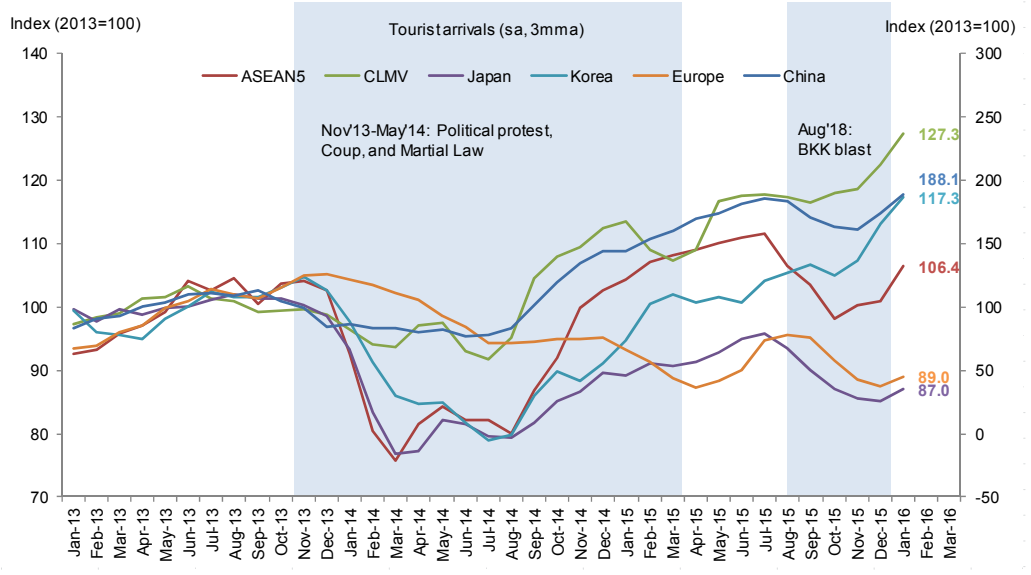


ที่มา: Chamber of Commerce, Bank of Thailand (BoT), Federation of Thai Industries (FTI), Ministry of Commerce (MoC), National Bureau of Statistics of China, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การท่องเที่ยวยังเป็นเครื่องยนต์ขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลัก

ภาคการท่องเที่ยวยังคงแข็งแกร่ง โดยในเดือน ม.ค. นักท่องเที่ยวมีจำนวนเพิ่มขึ้น 15% YoY เร่งตัวขึ้นจาก 4.7% ในเดือนก่อน หลังจากนักท่องเที่ยวกลุ่มยุโรปและญี่ปุ่นเริ่มฟื้นตัวจากเหตุการณ์ระเบิดในเดือน ส.ค. ปีก่อน โดยทั้ง 2 กลุ่มมีจำนวนนักท่องเที่ยวรวมกันประมาณ 1 ใน 4 ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมด ทั้งนี้ เราคาดว่าการท่องเที่ยวจะยังคงเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในปีนี้ โดยทั้งปีจะมีจำนวนนักท่องเที่ยวรวม 33 ล้านคน เพิ่มจากปีก่อน 10.4% YoY (vs. 20.4% ปีก่อน)

แผนภาพที่ 46: นักท่องเที่ยวชาวญี่ปุ่นและยุโรปเริ่มฟื้นตัวจากเหตุการณ์ระเบิดในเดือน ส.ค. 2015



ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รัฐฯ พิจารณาปรับลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาลง 5-15%

กระทรวงการคลังกำลังทบทวนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาระบบใหม่ซึ่งจะประกาศใช้ในปีหน้า โดยมีแนวโน้มปรับลดอัตราภาษีเงินได้ลง 5-15% (แผนภาพที่ 47) นอกจากนี้ กระทรวงการคลังยังพิจารณาปรับเพิ่มการหักลดหย่อนค่าใช้จ่ายต่อปีเป็น 1.2 แสนบาทจากเดิม 6 หมื่นบาท ซึ่งส่งผลให้ผู้ที่มีรายได้ต่ำกว่า 3 หมื่นบาทต่อเดือนจะได้รับการยกเว้นภาษี (vs. 2 หมื่นบาทในระบบภาษีปัจจุบัน) และทำให้ผู้เสียภาษีสามารถประหยัดค่าใช้จ่ายทางภาษีได้สูงสุด 1.5 เท่าของรายรับต่อเดือน (แผนภาพที่ 48)

แผนภาพที่ 47: ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาระบบใหม่ลดอัตราภาษีสูง 5-15%

Net income bracket (baht)	Income tax (%)		
	Current	Proposed	Reduction
0-150,000	0	0	0
150,001-300,000	5	0	5
300,001-500,000	10	5	5
500,001-750,000	15	5	10
750,001-1,000,000	20	5	15
1,000,001-2,000,000	25	10	15
2,000,001-3,000,000	30	15	15
3,000,001-4,000,000	30	20	10
4,000,001-5,000,000	35	25	10
5,000,001-6,000,000	35	30	5
6,000,001 and above	35	35	0

ที่มา: Ministry of Finance (MoF), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 48: ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาระบบใหม่คืนภาษีให้สูงสุด 1.5 เท่าของเงินเดือน

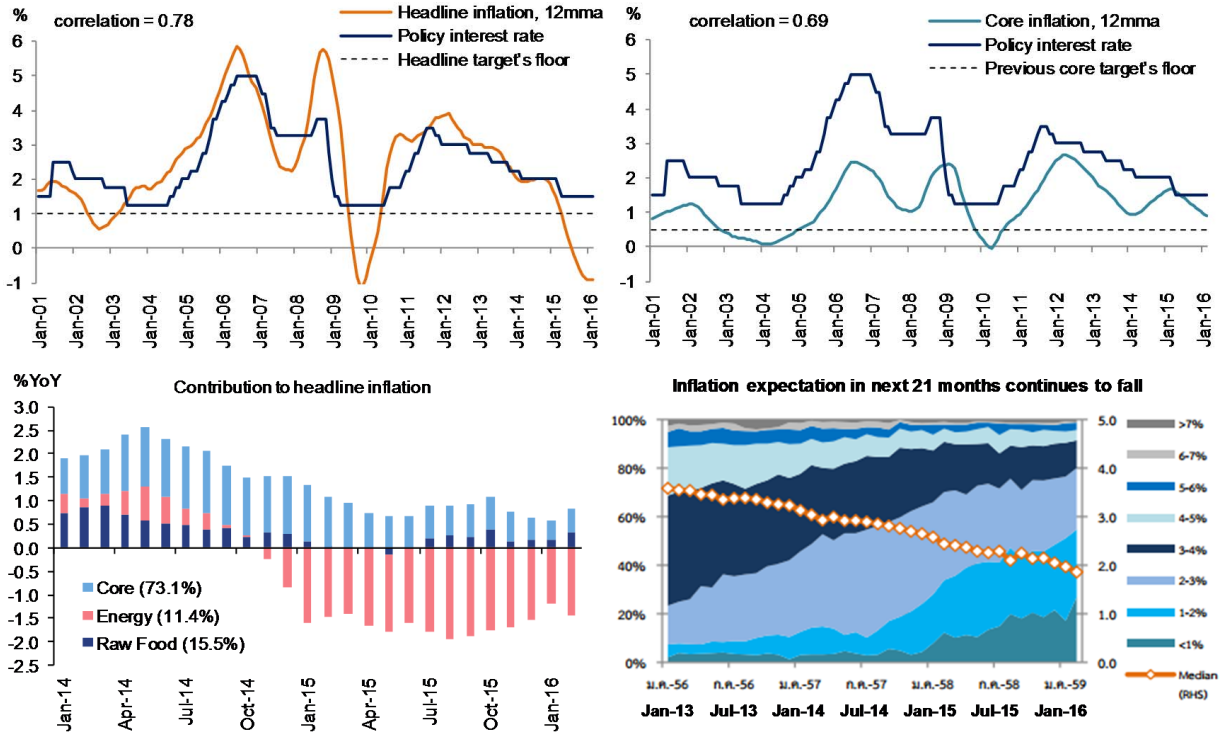
Monthly income (Baht)	Tax payable		Tax savings		Savings (months of salary)	
	Current	Proposed	w/o LTF&RMF	w/ LTF&RMF *	w/o LTF&RMF	w/ LTF&RMF *
20,000	1,500	0	1,500	0	0.07	0.00
30,000	7,500	0	7,500	2,100	0.25	0.07
40,000	19,500	3,000	16,500	6,300	0.41	0.16
50,000	33,500	9,000	24,500	13,500	0.49	0.27
60,000	51,500	15,000	36,500	17,700	0.61	0.29
70,000	71,000	21,000	50,000	23,300	0.71	0.33
80,000	95,000	27,000	68,000	31,700	0.85	0.40
90,000	120,000	33,000	87,000	40,100	0.97	0.45
100,000	150,000	43,000	107,000	50,000	1.07	0.50
125,000	225,000	73,000	152,000	81,500	1.22	0.65
150,000	300,000	103,000	197,000	116,000	1.31	0.77
175,000	377,000	133,000	244,000	147,500	1.39	0.84
200,000	467,000	177,000	290,000	179,000	1.45	0.89
225,000	557,000	222,000	335,000	210,500	1.49	0.94
250,000	647,000	267,000	380,000	244,000	1.52	0.98
275,000	737,000	321,000	416,000	276,500	1.51	1.01
300,000	827,000	381,000	446,000	320,000	1.49	1.07

ที่มา: Ministry of Finance (MoF), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาด กนง. ลดอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีนี้

เงินเฟ้อทั่วไปยังคงอยู่ในแดนลบและมีแนวโน้มที่จะหลุดกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อของ ธปท. ที่ 1-4% ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐานยังคงอ่อนแอ โดยเคลื่อนตัวสูงกว่ากรอบล่างของเป้าหมายเงินเฟ้อพื้นฐานเดิม (0.5%) เพียงเล็กน้อย นอกจากนี้ เงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะ 12 เดือนข้างหน้ายังคงปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง เราจึงคาดว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 2 ครั้งในปีนี้เพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 49: เงินเฟ้อทั่วไปยังหดตัวและต่ำกว่ากรอบเป้าหมายเงินเฟ้อค่อนข้างมาก



ที่มา: MoC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
Head of Strategy Unit
- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
  สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
  สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทิสโก้ กว่า 5 ปี

ชานนทร์ บุญนุช
Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  London School of Economics and Political Science
  (ทุน British Chevening)
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

วรุตม์ เตชะจินดา
Strategist
- ปริญญาโท การเงิน
  University of Warwick
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ชาร่า ผลพิบูลย์
Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  Clemson University
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

ปภังกร กิจเจริญการกุล
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษศาสตร์ (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	สยามสแควร์ วัน ชั้น 6	: 02 252 2922	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	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080
	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	อาคารกสิกรไทย	: 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	บางลำพู	: 02 629 3009

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	ถนนรัษฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

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