TIPS | MAY 2017

TISCO Investment Portfolio Strategy

- เรามองตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐาน เนื่องจาก 1) จากความผิดหวังจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ซึ่งอาจมีความล่าช้า 2) ความเสี่ยงทางการเมือง เช่น การเลือกตั้งในฝรั่งเศส การเจรจา Brexit รวมถึงนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ 3) ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจเริ่มอ่อนแอลง

- เราแนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้ และแนะนำทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย

- ราคาทองคำและน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นสะท้อนความเสี่ยงทางการเมือง จากการทิ้งระเบิดในซีเรีย และความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี เรามองเหตุการณ์ดังกล่าวเป็นปัจจัยชั่วคราว ซึ่งจะไม่ลุกลามไปเป็นสงคราม และแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรในทองคำและน้ำมัน

TISCO Economic Strategy Unit

Contents

- Executive Summary 3
- Global Investment Strategy 4
  - Special Topic 7
  - ตลาดหุ้น 11
  - ตลาดตราสารหนี้ 16
  - ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 17
- Global Economic Insights 20
  - เศรษฐกิจสหรัฐฯ 21
  - เศรษฐกิจยุโรป 26
  - เศรษฐกิจจีน 29
  - เศรษฐกิจญี่ปุ่น 33
  - เศรษฐกิจไทย 36

TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
ชานนทร์ บุญนุช
ซาร่า ผลพิบูลย์
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
แทนไท เสริมศิริมานนท์

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

ใน TIPS ฉบับนี้ เราวิเคราะห์การเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสซึ่งจะจัดขึ้นในวันที่ 23 เม.ย. และนำผู้ที่ได้คะแนนสูงสุดสองอันดับแรกไปชิงตำแหน่งประธานาธิบดีกันในการเลือกตั้งรอบที่ 2 ในวันที่ 7 พ.ค. นี้ โดยเราประเมินความเสี่ยง Frexit ยังมีจำกัด เนื่องจากโพลระหว่างผู้สมัคร 2 คนแบบ Head-to-head ยังชี้ว่านาง Le Pen ยังมีคะแนนตามหลังผู้สมัครหลักรายอื่นๆ อยู่ค่อนข้างห่าง โดยนาย Macron มีโอกาสสูงสุดที่จะชนะการเลือกตั้ง ซึ่งนับเป็นผลลัพธ์ที่ดีที่สุดต่อทั้งเศรษฐกิจของฝรั่งเศสและเสถียรภาพของ EU

ด้านมุมมองต่อตลาด เรามองตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐาน เนื่องจาก 1) ความผิดหวังจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ซึ่งอาจมีความล่าช้า 2) ความเสี่ยงทางการเมือง เช่น การเลือกตั้งในฝรั่งเศส การเจรจา Brexit รวมถึงนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ 3) ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจเริ่มอ่อนแอลง เราแนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้ และแนะนำทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย

ส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ราคาทองคำและน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นสะท้อนความเสี่ยงทางการเมือง จากการทิ้งระเบิดในซีเรีย และความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี เรามองเหตุการณ์ดังกล่าวเป็นปัจจัยชั่วคราว ซึ่งจะไม่ลุกลามไปเป็นสงคราม และแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรในทองคำและน้ำมัน

TISCO
TIPS | May 2017
TISCO Investment Portfolio Strategy

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- แนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้
- เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในการทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย
- ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราแนะนำขายทำกำไรในทองคำและน้ำมัน

TISCO Economic Strategy Unit

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,590	0.4%	3.5%	0.9%	12.5%	3.0%	14.7%
Philippines PCOMP	7,630	0.6%	5.5%	5.4%	4.3%	11.5%	3.9%
Indonesia JCI	5,617	-1.1%	3.4%	6.5%	4.0%	6.0%	16.7%
Singapore STI	3,169	-0.2%	0.8%	4.8%	12.6%	10.0%	8.8%
Malaysia KLCI	1,731	-0.6%	-0.8%	4.1%	4.7%	5.4%	0.2%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	24,262	0.0%	1.8%	5.8%	4.4%	10.3%	13.7%
China H HSCEI	10,204	-0.7%	-1.1%	4.3%	6.3%	8.6%	10.5%
MSCI China	67	-0.1%	-0.1%	9.3%	7.2%	14.3%	14.8%
China CSI300	3,486	-0.9%	1.2%	4.8%	6.3%	5.3%	6.5%
Taiwan TWSE	9,733	-1.4%	-1.8%	4.0%	6.1%	5.2%	11.9%
Korea KOSPI	2,146	0.6%	-0.8%	3.6%	5.8%	5.9%	6.5%
MSCI Korea	619	0.0%	-1.9%	3.7%	9.4%	6.7%	14.0%
India SENSEX	29,461	-1.6%	0.1%	8.2%	6.5%	10.6%	15.0%
MSCI India	1,094	-1.5%	0.6%	8.3%	4.4%	11.2%	12.7%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,890	0.6%	2.3%	3.0%	8.4%	4.0%	15.1%
Japan TOPIX	1,458	-2.8%	-6.9%	-3.4%	7.8%	-4.0%	7.1%
Japan Nikkei 225	18,282	-2.7%	-6.4%	-2.8%	8.2%	-4.4%	8.5%
Europe STOXX600	381	0.0%	1.9%	4.0%	12.0%	5.3%	10.6%
Euro STOXX50	3,448	-1.2%	1.4%	3.7%	14.0%	4.8%	12.7%
US Dow Jones	20,453	-1.0%	-1.8%	2.9%	12.8%	3.5%	14.1%
US S&P500	2,329	-1.2%	-1.5%	2.4%	9.2%	4.0%	11.8%
MSCI US REITs	1,169	1.0%	4.9%	1.8%	2.2%	1.9%	2.2%
J-REITs	1,734	-1.5%	-3.7%	-4.7%	-2.6%	-6.5%	-8.4%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,328	0.3%	-0.4%	-0.1%	4.5%	2.6%	15.1%
Germany DAX	12,109	-1.0%	1.0%	4.1%	14.4%	5.5%	20.0%
France CAC 40	5,071	-1.0%	1.9%	3.0%	13.4%	4.3%	12.4%
Switzerland SMI	8,629	-0.1%	-0.4%	2.1%	6.7%	5.0%	7.6%
Portugal PSI 20	4,963	-0.7%	8.3%	7.5%	7.4%	6.1%	-1.3%
Spain IBEX 35	10,326	-1.8%	4.3%	8.6%	17.8%	10.4%	16.5%
Italy FTSE MIB	19,774	-2.6%	1.2%	1.3%	19.2%	2.8%	7.9%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	62,826	-2.2%	-2.9%	-1.3%	1.7%	4.3%	19.9%
Chile IPSA	4,859	-0.8%	7.3%	14.7%	17.3%	17.0%	23.0%
Mexico MEXBO	48,956	-0.5%	3.9%	6.0%	2.5%	7.3%	7.8%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	481	0.3%	0.2%	7.9%	8.3%	12.6%	13.8%
MSCI Latin America	2,606	-1.6%	-0.1%	6.8%	3.5%	11.3%	17.2%
MSCI All Country World	444	-0.7%	-1.5%	3.3%	8.4%	5.3%	10.1%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	53.02	1.5%	8.7%	1.0%	6.2%	-1.3%	31.4%
Brent Spot	55.73	0.9%	7.7%	0.5%	8.2%	-1.9%	29.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.71	-0.29	-0.27	-0.28	1.13	-0.39	-0.03
Gold Spot	1294.84	3.3%	5.3%	6.7%	3.1%	12.8%	5.1%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1853.93	0.9%	2.2%	4.6%	-7.2%	4.4%	8.5%
Bloomberg Agri Subindex	52.55	1.4%	-2.2%	-6.5%	-6.8%	-2.5%	-2.7%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	264.40	0.1%	0.8%	0.8%	-2.1%	1.1%	-4.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	196.85	0.1%	0.3%	0.7%	0.9%	0.8%	1.3%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	271.16	0.0%	0.7%	0.9%	0.4%	1.2%	-0.7%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	343.29	0.1%	1.1%	0.7%	-1.1%	1.1%	-3.8%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	230.31	0.0%	0.6%	0.8%	0.4%	1.0%	-0.6%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.51	-1	-1	-1	1	-2	15
2Y	1.58	0	-7	-10	0	-11	22
5Y	2.11	0	-13	-1	21	-6	61
10Y	2.72	0	-14	4	40	6	100
Spread 10Y-2Y	114	0	-7	14	40	17	77
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.20	-17	-30	-13	43	-24	45
Japan 10Y	0.02	-4	-6	-3	7	-3	13
UK 10Y	1.04	-3	-18	-32	-5	-20	-41
German 10Y	0.19	-8	-28	-15	15	-2	6
Spain 10Y	1.71	7	-20	28	59	32	24
Italy 10Y	2.32	5	-5	42	94	50	102
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	15.96	3.6	3.7	4.7	-0.2	1.9	2.2
Dollar index	100.41	-0.8%	0.1%	0.1%	2.6%	-1.8%	6.0%
USD/THB	34.30	-0.9%	-1.5%	-2.8%	-2.7%	-4.3%	-2.0%
EUR/USD	1.06	0.2%	-1.1%	-0.7%	-3.5%	1.0%	-6.2%
GBP/USD	1.25	1.0%	1.2%	1.3%	2.8%	1.6%	-12.2%
USD/JPY	108.29	-2.4%	-3.9%	-4.1%	4.2%	-7.4%	-0.5%
USD/CNY	6.89	-0.2%	-0.4%	-0.2%	2.3%	-0.9%	6.2%
USD/CNH	6.88	-0.4%	-0.1%	1.1%	1.9%	-1.4%	6.1%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 4/17/2017 7:37:15 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้		■				- เรามองว่า Bond Yield 10 ปี เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 3.0% - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					■	- นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลังของนาย Trump จะเป็นปัจจัยหนุนกำไรบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย		■				- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นตามการส่งออก - แต่ Valuation ยังแพงกว่าภูมิภาค - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน				■		- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัว เนื่องจากรัฐบาลเข้าแก้ไขปัญหาหนี้ที่อยู่ในระดับสูง - ตลาดหุ้น H-Share outperform A-Share หลังทางการจีนเปิดการเชื่อมต่อตลาด Shenzhen และ Hong Kong - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ			■			- กำไรของบริษัทจะยังถูกกดดันจากการค้าระหว่างประเทศที่ซบเซา - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				■		- อัตราการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนในปี 2017 สูงสุดในภูมิภาค - การปฏิรูปภาษีสินค้าและบริการคืบหน้าตามแผน และเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวหลังได้รับผลกระทบจากการเลิกใช้ธนบัตร - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					■	- เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ไม่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป		■				- ความเสี่ยงการเมืองกดดันการลงทุนในระยะยาว - ภาคธนาคารพาณิชย์ยังมีปัญหาหนี้ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	■					- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ		■				- แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยและการลด Balance Sheet ของ Fed จะกดดันการลงทุนในทองคำ - ความเสี่ยงทางการเมืองในยุโรปจะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้นตลอดทั้งปี 2017 - แนะนำขายทำกำไรระยะสั้น
น้ำมัน		■				- การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น - ความเสี่ยงสงครามในซีเรียและคาบสมุทรเกาหลีเป็นปัจจัยหนุนระยะสั้น - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs			■			- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) ยังมีความน่าสนใจ - การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มีความเสี่ยงที่จะกดดันราคาให้ลดลง - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				■		- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - REITs ญี่ปุ่น คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า REITs สหรัฐฯ จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
Europe REITs	■					- โดนผลกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ *Current Recommendation* ■ *Previous Recommendation*

Special topic:

การเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสรอบแรกจะจัดขึ้นในวันที่ 23 เม.ย. และนำผู้ที่ได้คะแนนสูงสุดสองอันดับแรกไปชิงตำแหน่งประธานาธิบดีกันในการเลือกตั้งรอบที่ 2 ในวันที่ 7 พ.ค. นี้ เราประเมินความเสี่ยง Frexit ยังมีจำกัด เนื่องจากโพลระหว่างผู้สมัคร 2 คนแบบ Head-to-head ยังชี้ว่านาง Le Pen ยังมีคะแนนตามหลังผู้สมัครหลักรายอื่นๆ อยู่ค่อนข้างห่าง โดยนาย Macron มีโอกาสสูงสุดที่จะชนะการเลือกตั้ง ซึ่งนับเป็นผลลัพธ์ที่ดีที่สุดต่อทั้งเศรษฐกิจของฝรั่งเศสและเสถียรภาพของ EU

การเลือกตั้งประธานาธิบดีของฝรั่งเศสจะแบ่งเป็น 2 รอบ โดยในรอบแรกจะเป็นการคัดเลือกผู้สมัครที่ได้รับคะแนนเสียงสูงสุด 2 คน เพื่อไปชิงตำแหน่งกันในรอบที่ 2 ซึ่งการเลือกตั้งในรอบแรกและรอบที่สองจะจัดขึ้นในวันที่ 23 เม.ย. และ 7 พ.ค. ตามลำดับ

ผู้สมัครที่น่าจับตามอง

1. **นาง Marine Le Pen** ตัวแทนจากพรรค National Front ซึ่งชูนโยบายการเลิกใช้เงินสกุลยูโรเป็นนโยบายหลักด้านเศรษฐกิจและประกาศจะจัดทำประชามติเพื่อออกจากสหภาพยุโรปหากชนะการเลือกตั้ง ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อเสถียรภาพของยูโรโซน เนื่องจากฝรั่งเศสนับเป็นประเทศสมาชิกหลักที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่เป็นอันดับสองรองจากเยอรมนี (คิดเป็น 21% ของ GDP ยูโรโซน) นาง Le Pen ได้รับคะแนนนิยมนำเป็นอันดับ 1 ในผลสำรวจการเลือกตั้งรอบแรกมาอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะภายหลังการเลือกตั้งสหรัฐฯ (8 พ.ย.) ที่นาย Donald Trump ซึ่งมีแนวคิดต่อต้านการค้าเสรีและการกีดกันผู้อพยพได้ก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดี
2. **นาย Emmanuel Macron** อดีต รมว.กระทรวงเศรษฐกิจ มีความนิยมเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงเดือน ก.พ. หลังนาย Francois Bayou ตัวแทนพรรค Democratic Movement ได้ประกาศถอนตัวและสนับสนุนนาย Macron ในการชิงตำแหน่งประธานาธิบดี ปัจจุบันผลสำรวจชี้ว่าความนิยมของนาย Macron อยู่ในลำดับที่ 2 และสูสีกับนาง Le Pen ด้านนโยบายตลาดมองนโยบายของนาย Macron น่าจะเป็นบวกที่สุดต่อเศรษฐกิจและเสถียรภาพของ EU
3. **นาย Francois Fillon** ตัวแทนจากพรรค Republican ซึ่งเคยเป็นตัวเต็งประธานาธิบดี ก่อนที่จะถูกข้อกล่าวหาว่าแต่งตั้งภรรยาและลูกเป็นผู้ช่วยอย่างไม่ถูกต้องเมื่อต้นเดือน ก.พ. และทำให้ความนิยมลดลงมาอยู่เป็นอันดับ 3
4. **นาย Jean-Luc Melenchon** ตัวแทนพรรค Unsubmissive France ซึ่งเป็นฝ่ายซ้ายจัด ได้รับความนิยมตามมาเป็นอันดับ 4 แต่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากราว 10% มาเป็น 18% ภายหลังการโต้วาทีในช่วงปลายเดือน มี.ค. ซึ่งผลสำรวจความเห็นของผู้ชมชี้ว่านาย Melenchon ทำได้ดีที่สุด ความนิยมที่เพิ่มขึ้นของนาย Melenchon ส่งผลให้ความนิยมของนาย Macron เริ่มลดลงในช่วง 2 สัปดาห์ที่ผ่านมา และสร้างความกังวลต่อตลาดว่าการเลือกตั้งรอบที่ 2 จะเป็นการชิงกันระหว่างนาย Melenchon และนาง Le Pen ซึ่งเป็นตัวแทนกลุ่มซ้ายจัดและขวาจัดตามลำดับ นอกจากนี้ตลาดยังกังวลต่อนโยบายของนาย Melenchon ซึ่งเน้นการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐซึ่งอาจเป็นการเพิ่มความเสี่ยงต่อฐานะทางการคลังของฝรั่งเศสในอนาคต

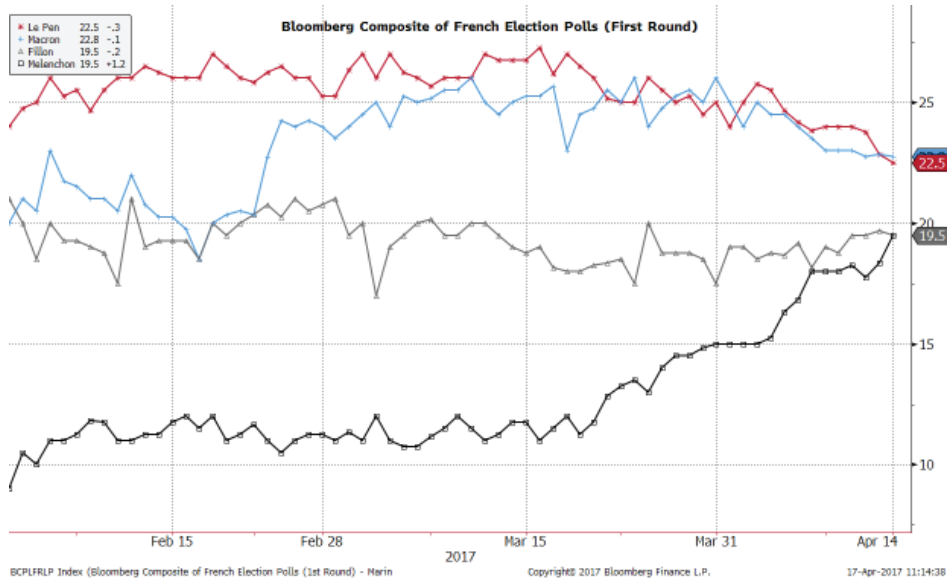
แผนภาพที่ 1: จุดยืนทางการเมืองของผู้ลงสมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีฝรั่งเศส

Candidate	Jean-Luc Mélenchon	Benoît Hamon	Emmanuel Macron	*François Bayrou**	François Fillon	Marine Le Pen
Party / Movement	Independent / La France insoumise	Socialist	Independent / En Marche !	*Democratic Movement*	Republican	National Front
	Party President	Former Education Minister	Former Economy Minister	*Party President*	Former Prime Minister	Party President
Position on European Union	Critical of EU for privileging elites and being secretive. Wants fiscal & social union and said either EU reforms or France needs to leave	Former Member of European Parliament (MEP). Wants France to remain within reformed EU	Critical of EU but wants France to remain within reformed EU, with more EU sovereignty and integration of EU institutions and policies (inc security, energy sustainability and digital market)	*Very pro-European Union, in favor of France taking greater role in EU's affairs. But has also warned of EU imploding if it did not change course*	Very critical of EU, saying "it is at best inefficient, useless, outfashioned and at worst is an obstacle to our development and our freedom." Wants France to remain within vastly reformed EU, with smaller role for European Commission and greater military spending	Wants France to exit EU, has promised to hold referendum on France's EU membership if elected President

Source: Ministère de l'Intérieur, European Parliament, Assemblée Nationale

Note: François Bayrou will not run in this year's presidential elections but has given his support to Emmanuel Macron

แผนภาพที่ 2: ผลสำรวจชี้ว่านาย Macron และนาง Le Pen จะได้รับคะแนนสูงสุดในการเลือกตั้งรอบแรก แต่ส่วนต่างของคะแนนเริ่มหดแคบลงเรื่อยๆ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดการณ์ผลการเลือกตั้ง

โพลล่าสุดยังชี้ว่านาย Macron และนาง Le Pen จะได้รับคะแนนสูงสุดในการเลือกตั้งรอบแรกและจะไปชิงชัยกันในการเลือกตั้งรอบที่ 2 โดยผลสำรวจความนิยมของการเลือกตั้งรอบที่ 2 (ระหว่างผู้สมัคร 2 คนแบบ Head-to-Head) ยังคงชี้ว่านาย Macron ยังมีคะแนนนำนาง Le Pen อยู่ค่อนข้างห่างที่ 64% ต่อ 36%

อย่างไรก็ดีความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งเริ่มเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในช่วง 2 สัปดาห์ที่ผ่านมา หลังความนิยมของนาย Fillon และนาย Melechon เพิ่มขึ้นและทำให้ช่องว่างของคะแนนระหว่างลำดับ 1 และ 2 กับลำดับ 3 และ 4 เริ่มหดแคบลงเรื่อยๆ และทำให้การเลือกตั้งในรอบที่ 2 อาจเป็นการชิงชัยกันระหว่างผู้สมัครคู่ใดก็ได้ใน 4 อันดับแรก

แผนภาพที่ 3: คาดการณ์ผลการเลือกตั้งและผลตอบรับจากตลาด

ผู้มีคะแนนสูงสุดจากรอบแรก (ผลโพลแบบ Head-to-head)	ความน่าจะเป็น	ผลตอบรับจากตลาด
Macron (64%) vs Le Pen (36%)	สูง	บวก: ผลการเลือกตั้งรอบแรกเป็นไปตามโพล และ Macron ยังมีคะแนนแบบ head-to-head นำนาง Le Pen อยู่ค่อนข้างขาด โดยนโยบายของนาย Macron น่าจะเป็นบวกที่สุดต่อเศรษฐกิจและเสถียรภาพของ EU
Fillon (58%) vs Le Pen (42%)	ปานกลาง	ลบเล็กน้อย: ตลาดอาจผิดหวังที่นาย Macron แพ้การเลือกตั้งในรอบแรก แต่โอกาสที่ Le Pen จะชนะนาย Fillon ในการเลือกตั้งรอบ 2 ก็ยังมีค่อนข้างต่ำ
Melenchon (60%) vs Le Pen (40%)	ปานกลาง	ลบ: นับเป็นกรณีเลวร้ายสุด เนื่องจากจะเป็นการชิงกันระหว่างตัวแทนกลุ่มซ้ายจัดและขวาจัดซึ่งมีนโยบายสุดโต่งทั้งคู่ นอกจากนี้นาย Melenchon ซึ่งมีคะแนนนำนาง Le Pen ยังมุ่งเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐซึ่งเพิ่มความเสี่ยงต่อฐานะทางการคลัง
Macron (64%) vs Fillon (36%)	ปานกลาง	บวกเป็นอย่างมาก: นับเป็นกรณีดีสุด เนื่องจากผู้ชิงตำแหน่งทั้งสองคนเป็นนักการเมืองกระแสหลัก ซึ่งทำให้ความเสี่ยงแยกตัวจาก EU ลดลง

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

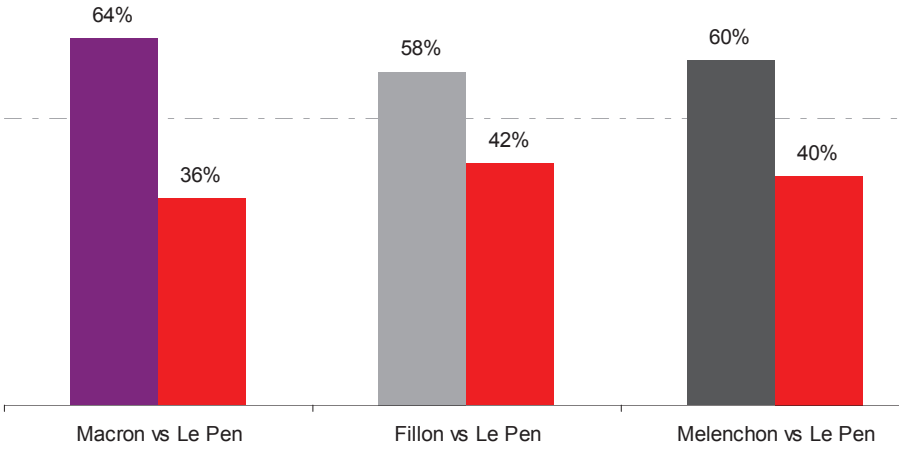
เรามองว่านาย Macron มีโอกาสสูงสุดที่จะชนะการเลือกตั้งประธานธิบดี ซึ่งจะเป็นผลลัพธ์ซึ่งเป็นบวกมากที่สุดต่อเศรษฐกิจและเสถียรภาพของสหภาพยุโรป โดย DB ประเมินว่าเศรษฐกิจฝรั่งเศสจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.3% YoY ในปี 2017 (vs. +1.1% ปีก่อน) และจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.5% YoY ในปี 2018 หากนาย Macron ชนะการเลือกตั้งและสามารถดำเนินการปฏิรูปเศรษฐกิจต่างๆ ได้ตามที่หาเสียงไว้ดังนี้

1. เพิ่มการลงทุนเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจระยะ 5 ปี มูลค่า 5 หมื่นล้านยูโร หรือราว 2.5% ของ GDP เพื่อพัฒนาเศรษฐกิจและปรับปรุงภาครัฐให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น
2. ลดการใช้จ่ายภาครัฐลง 6 หมื่นล้านยูโรหรือราว 3% ของ GDP ภายในปี 2020 และรักษาดุลการคลังไม่ให้ขาดดุลเกิน 3% ของ GDP ตามที่ทาง EU ได้กำหนด
3. ลดภาษีลง 2 หมื่นล้านยูโร หรือ 1% ของ GDP เพื่อกระตุ้นการจ้างงาน โดยจะลดอัตราภาษีนิติบุคคลจากระดับปัจจุบันที่ 33.1% ลงเป็น 25% (อัตราเฉลี่ยของประเทศในกลุ่ม EU) ยุติภาษีโรงเรือนและที่ดินระดับท้องถิ่น และยกเลิกการเรียกเงินสมทบประกันสังคมเพิ่มเติมจากการทำงานล่วงเวลาของแรงงาน
4. ด้านการปฏิรูปแรงงาน นาย Macron มีแผนที่จะคงอัตราการทำงาน 35 ชั่วโมง/สัปดาห์ต่อไป และคงอายุเกษียณที่ 62 ปี แต่จะเปิดโอกาสให้บริษัทต่างๆ ทำการเจรจาต่อรองเรื่องชั่วโมงการทำงานและอัตราผลตอบแทนกับลูกจ้างเอง เพื่อเป็นการหนุนให้บริษัทต่างๆ จ้างงานมากขึ้น ซึ่งนาย Macron ได้ตั้งเป้าลดอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ลงจากระดับปัจจุบันที่ 10% เป็น 7% ภายในปี 2022 หรือภายในวาระการดำรงตำแหน่ง 5 ปี
5. ด้านนโยบายสหภาพยุโรป (EU) นาย Macron มีแผนที่จะเพิ่มความร่วมมือระหว่างฝรั่งเศสและ EU มากขึ้น ทั้งเรื่องรายจ่ายภาครัฐ, สภาพแวดล้อม, และด้านกฎระเบียบด้านต่างๆของสังคม รวมถึงการรักษาระดับดุลการคลังขาดดุลไม่ให้เกินระดับ 3% ของ GDP ที่ทาง EU กำหนด

ความเสี่ยง Frexit ยังคงมีจำกัด

เรามองว่าโอกาสที่นาง Le Pen จะก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดีและจัดทำประชามติเพื่อออกจากสหภาพยุโรป (Frexit) ยังคงมีจำกัด เนื่องจาก แม้ว่านาง Le Pen จะได้รับความนิยมสูงสุดในการเลือกตั้งรอบแรก แต่ผลสำรวจความนิยมแบบ Head-to-head ในการเลือกตั้งในรอบที่ 2 ยังคงชี้ว่านาง Le Pen ยังมีคะแนนตามหลังผู้สมัครหลักรายอื่นๆ อยู่ค่อนข้างห่าง

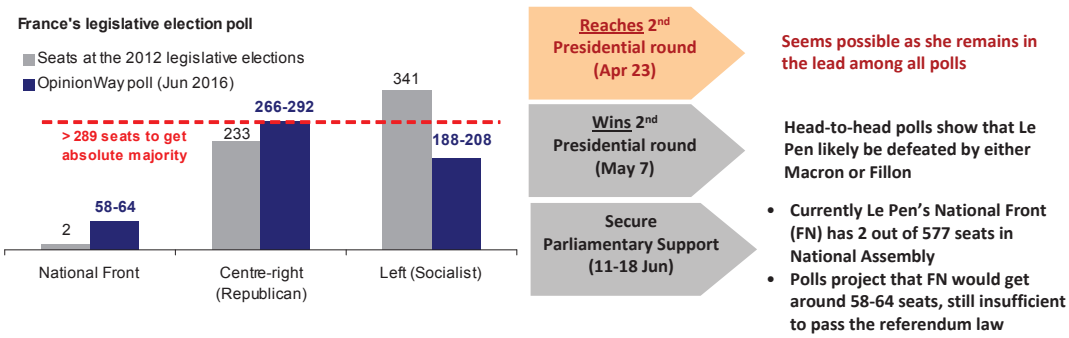
แผนภาพที่ 4: โพลระหว่างผู้สมัคร 2 คนแบบ Head-to-head ชี้ว่านาง Le Pen จะแพ้ผู้สมัครรายอื่นในการเลือกตั้งรอบ 2



Source: Bloomberg, Ifop-Fiducial, OpinionWay, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อีกทั้งในกรณีที่แย่สุด หากนาง Le Pen พลิกล็อกชนะการเลือกตั้งในรอบที่ 2 และได้ขึ้นเป็นประธานาธิบดี ขั้นตอนในการจัดทำประชามติเพื่อออกจากสหภาพยุโรปนั้นยังคงเป็นเรื่องห่างไกล เนื่องจากนาง Le Pen ต้องได้รับความเห็นชอบจากสภาผู้แทนด้วย ซึ่งตอนนี้พรรค National Front ของนาง Le Pen มีเสียงในสภาเพียง 2 ที่นั่งจากทั้งหมด 577 ที่นั่งเท่านั้น และผลสำรวจการเลือกตั้งสภาผู้แทนที่จะมีขึ้นในวันที่ 11 และ 18 มิ.ย.นี้ ชี้ว่าพรรค National Front จะได้เสียงในสภาเพิ่มขึ้นเป็น 58-64 ที่นั่ง ซึ่งก็ยังคงไม่เพียงพอต่อการผ่านร่างกฎหมายเพื่อให้สามารถจัดทำประชามติได้

แผนภาพที่ 5: การจัดทำประชามติเพื่อออกจากยูโรโซนของฝรั่งเศสยังคงมีความเป็นไปได้น้อย



Source: Bloomberg, Ifop-Fiducial, OpinionWay, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้น

เรามองตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐาน เนื่องจาก 1) จากความผิดหวังจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ซึ่งอาจมีความล่าช้า 2) ความเสี่ยงทางการเมือง เช่น การเลือกตั้งในเยอรมันนีและฝรั่งเศส การเจรจา Brexit รวมถึงนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ 3) ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจเริ่มอ่อนแอลง เราแนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้ และแนะนำทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย

ตลาดมีความเสี่ยงปรับฐานจากความผิดหวังต่อนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

ร่างกฎหมายประกันสุขภาพ American Healthcare Act ซึ่งถูกเสนอเพื่อใช้แทนกฎหมาย Obamacare ไม่สามารถผ่านสภาได้เนื่องจากมีเสียงสนับสนุนไม่เพียงพอ แม้ว่าพรรค Republican จะครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนฯ (237 เสียง จากทั้งหมด 430 เสียง) เนื่องจาก ส.ส. พรรค Republican จำนวนประมาณ 40 เสียง ซึ่งรวมตัวกันเป็นกลุ่ม Freedom Caucus ซึ่งเป็นกลุ่มอนุรักษ์นิยมคัดค้านกฎหมายดังกล่าว

การยกเลิก Obamacare ถือเป็นหนึ่งในนโยบายหลักในการหาเสียงของ ประธานาธิบดี Donald Trump ซึ่งความล้มเหลวของร่างกฎหมายดังกล่าวทำให้ตลาดเริ่มกังวลต่อความสามารถของ ประธานาธิบดี Trump ในการผลักดันนโยบายเศรษฐกิจด้านอื่นๆ เช่น การลดภาษี และการลงทุนภาครัฐฯ ให้สำเร็จได้ตามที่หาเสียงไว้

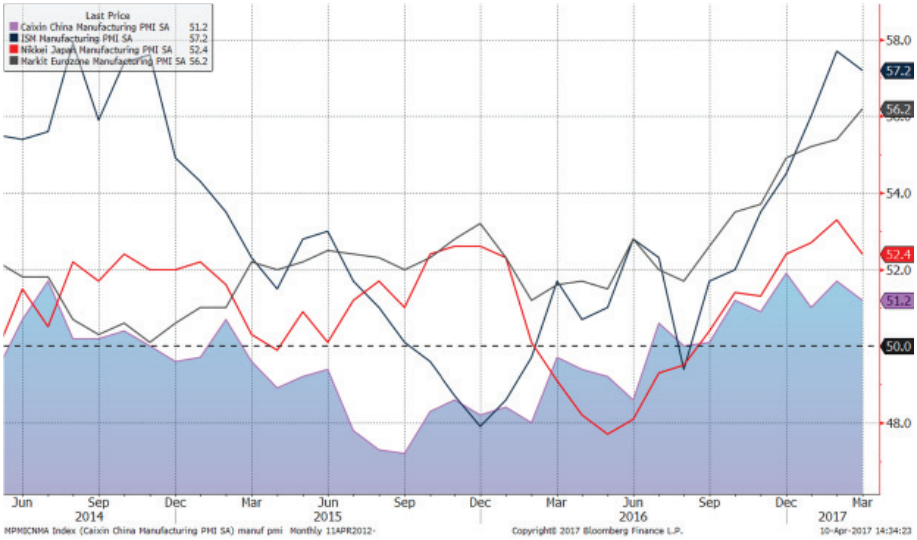
นอกจากนี้ ความล้มเหลวของร่างกฎหมายประกันสุขภาพใหม่ยังอาจส่งผลกระทบด้านงบประมาณและทำให้แผนการลดภาษีมีโอกาสผ่านสภาลดลง เนื่องจากการยกเลิก Obamacare ถือเป็นขั้นตอนแรกในการลดค่าใช้จ่ายของภาครัฐ ซึ่งจะปูทางไปสู่การลดภาษี โดยการยกเลิก Obamacare คาดว่าจะทำให้รัฐบาลประหยัดค่าใช้จ่ายได้ราว 1.5 - 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปีข้างหน้า และช่วยชดเชยผลกระทบต่องบประมาณที่จะเกิดขึ้นจากการลดภาษี

เราประเมินว่านโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของ ประธานาธิบดี Trump เช่น การลดภาษีและลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน มีความเสี่ยงที่จะล่าช้าหรือมีขนาดเล็กกว่าที่ตลาดคาด ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันตลาดหุ้นที่ปรับเพิ่มขึ้นมามากจากความคาดหวังต่อนโยบายดังกล่าว

ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจเริ่มอ่อนแอลง ในขณะที่ความไม่แน่นอนเชิงนโยบายของโลกเพิ่มสูงสุดเป็นประวัติการณ์

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต ซึ่งเป็นดัชนีชี้นำเศรษฐกิจที่สำคัญ ปรับตัวลดลงในสหรัฐฯ จีน และญี่ปุ่น ในเดือน มี.ค. หลังจากที่ปรับตัวขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4 ปีที่แล้ว อาจชี้ว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมาอาจเริ่มอ่อนกำลังลงหลังจากนี้

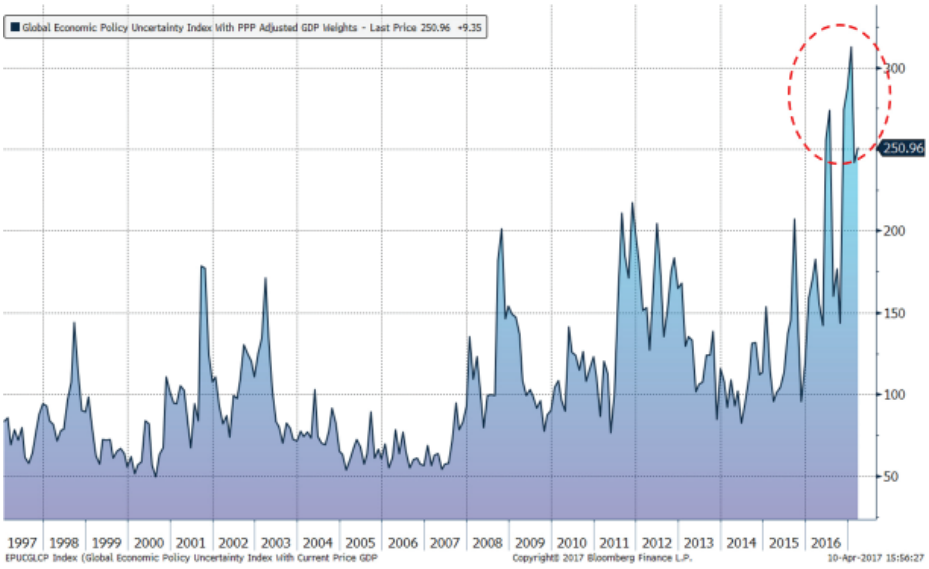
แผนภาพที่ 6: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต ปรับตัวลดลงในสหรัฐฯ จีน และญี่ปุ่นในเดือน มี.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้น ดัชนีชี้ความเสี่ยงเชิงนโยบาย (Global Policy Uncertainty Index) ยังพุ่งสูงขึ้นทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ สะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้นทั่วโลก ซึ่งได้แก่ ความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ เช่น การผลักดันภาษี Border Adjustment Tax (ดูรายละเอียดใน TIPS ฉบับเดือน เม.ย.) และความเสี่ยงจากการเลือกตั้งในฝรั่งเศสและเยอรมนี รวมไปถึงความเสี่ยงจากการเจรจา Brexit ซึ่งเพิ่งจะเริ่มต้นกระบวนการอย่างเป็นทางการในช่วงปลายเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 7: ดัชนีชี้ความเสี่ยงเชิงนโยบาย (Global Policy Uncertainty Index) พุ่งสูงสุดเป็นประวัติการณ์



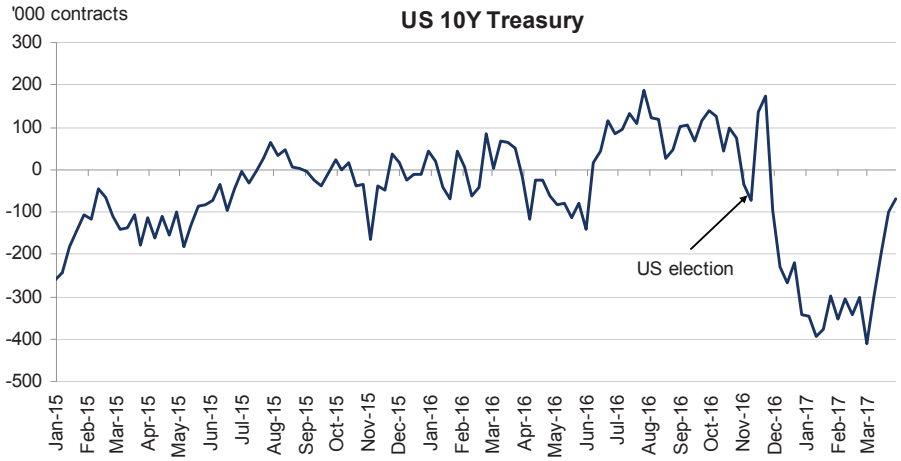
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดซื้อขายล่วงหน้าและตลาดตราสารหนี้เริ่มสะท้อนความกังวล

แม้ตลาดหุ้นจะไม่ได้มีการปรับฐานอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่ผ่านมา แต่การซื้อขายในตลาดการเงินอื่นๆ เริ่มส่งสัญญาณถึงความกังวลต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และความเสี่ยงเชิงนโยบายที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เช่น ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า รายงานสถานะการลงทุนของนักเก็งกำไร (CFTC Commitment of Traders Report) ชี้ว่านักลงทุนในกลุ่ม Hedge Funds ได้ทำการปิด Short Position ในพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ (US 10 Year Treasury) ไปเกือบทั้งหมดในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

โดยก่อนหน้านี้นักลงทุนกลุ่ม Hedge funds ได้เริ่มเปิดสถานะ Short พันธบัตรสหรัฐฯ อย่างต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ภายหลังจากที่นาย Donald Trump ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีในเดือน พ.ย. ซึ่งการ Short (ขายล่วงหน้า) พันธบัตรระยะยาว สะท้อนถึงมุมมองเชิงบวกจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของนาย Trump เช่น การลดภาษีและการเพิ่มการลงทุนภาครัฐ ซึ่งจะกระตุ้นเงินเฟ้อในอนาคตและทำให้ Bond yield ในสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้นการทยอยปิดสถานะ Short พันธบัตรสหรัฐฯ ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาจึงชี้ว่านักลงทุนในกลุ่มนี้เริ่มไม่มั่นใจต่อนโยบายของนาย Trump และแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

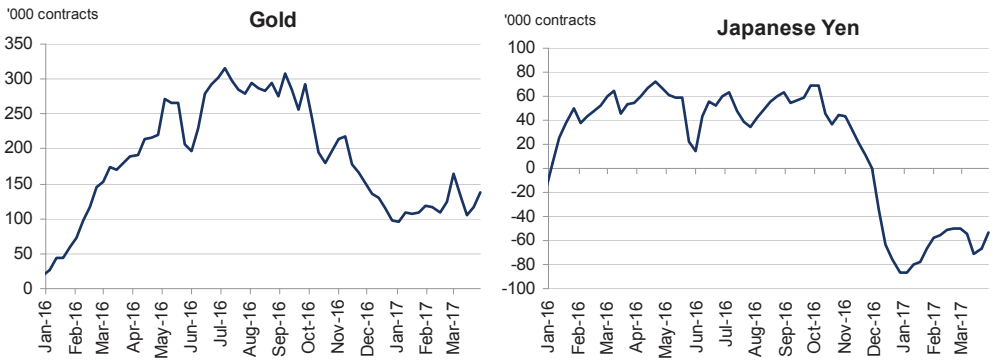
แผนภาพที่ 8: Hedge Funds ได้ทำการปิด Short position ในพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ ไปเกือบทั้งหมดในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้นักลงทุนในกลุ่ม Hedge Funds ยังมีการเพิ่มสถานะ Long ในสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น ทองคำและค่าเงินเยนตั้งแต่กลางเดือน มี.ค. ซึ่งสะท้อนถึงมุมมองการลงทุนที่ระมัดระวังมากขึ้นอีกด้วย

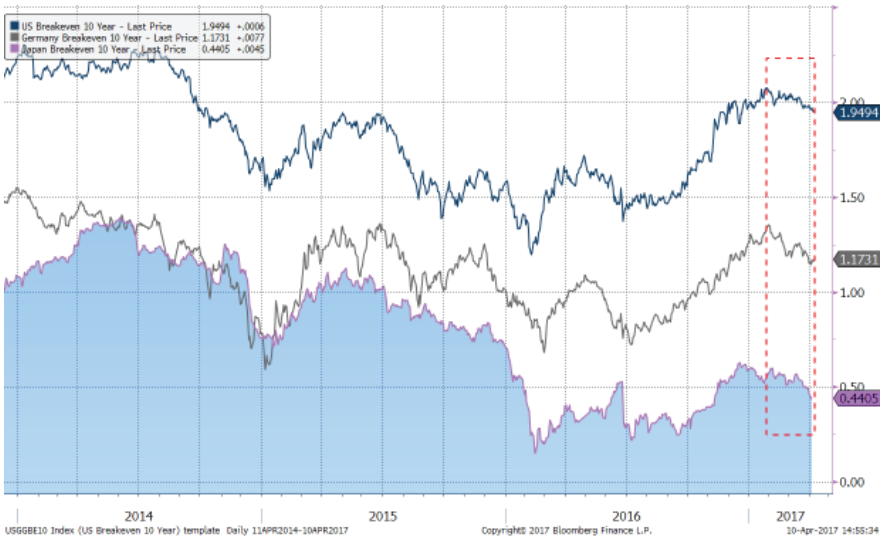
แผนภาพที่ 9: Hedge Funds กลับมาซื้อสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น ทองคำและค่าเงินเยนตั้งแต่กลางเดือน มี.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนในตลาดตราสารหนี้ ความเคลื่อนไหวของราคาเริ่มชี้ถึงมุมมองการลงทุนที่ระมัดระวังขึ้นเช่นกัน โดย Breakeven Inflation* ซึ่งสะท้อนถึงคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะยาวของนักลงทุนกลับมาลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมาซึ่งสะท้อนถึงมุมมองต่อเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง

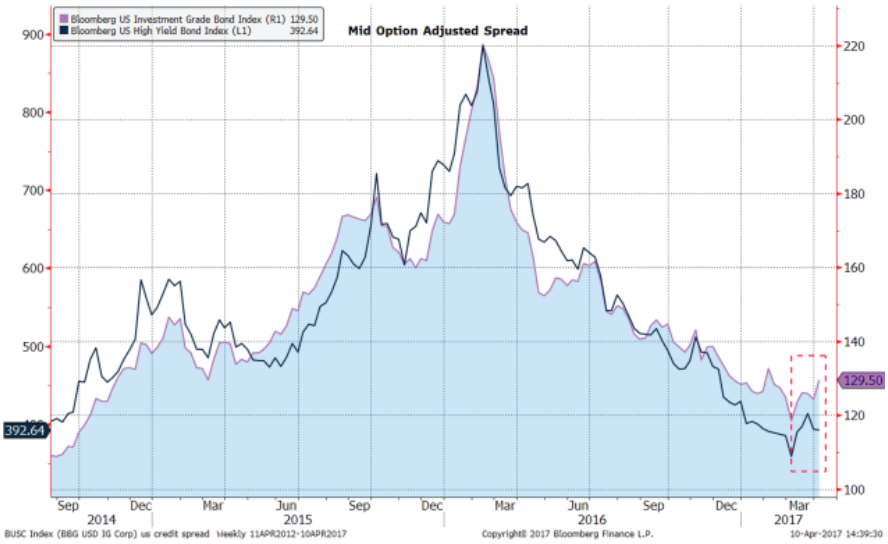
แผนภาพที่ 10: คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวลดลงต่อเนื่องในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ Credit Spread ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของทั้งบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในเกณฑ์ลงทุนได้ (Investment Grade) และบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือต่ำ (High yield) ยังเริ่มปรับตัวขึ้นตั้งแต่เดือน มี.ค.

แผนภาพที่ 11: Credit Spread เริ่มปรับตัวขึ้นตั้งแต่เดือน มี.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐาน แนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วน

เราแนะนำทยอยขายทำกำไรและถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้ และแนะนำทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย

* Breakeven inflation คืออะไร?

Breakeven Inflation คำนวณมาจากส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรประเภทปกติ (Nominal Bond yield) กับผลตอบแทนของพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อ (Inflation Linked Bond) ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงหลักหักเงินเฟ้อ (Real Bond Yield)

Breakeven Inflation = Nominal bond yield – Inflation linked bond yield

อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อ จะถูกกำหนด (Quote) อยู่ในรูปของอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงหลักหักเงินเฟ้อ (Real Yield) ตัวอย่างเช่น หากเราซื้อพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้ออายุ 1 ปีที่อัตราผลตอบแทน 1% และสมมติให้เงินเฟ้อในช่วง 1 ปีที่ถือครองพันธบัตรอยู่ที่ 3% เมื่อเวลาผ่านไปครบ 1 ปี เราจะได้เงินต้นคืนพร้อมดอกเบี้ยรวม 4% (จากผลตอบแทนที่แท้จริง 1% รวมกับส่วนชดเชยเงินเฟ้ออีก 3%)

ดังนั้น ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลแบบปกติ (Nominal yield) กับพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อ (Real Yield) จึงสามารถสะท้อนถึงคาดการณ์เงินเฟ้อของนักลงทุนในตลาดได้ ยกตัวอย่างเช่น หากพันธบัตรแบบปกติซื้อขายที่อัตราผลตอบแทน 4% และพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อซื้อขายที่อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงที่ 1% ก็จะสะท้อนว่านักลงทุนในตลาดคาดว่าเงินเฟ้อในช่วงที่ถือครองพันธบัตรจะอยู่ที่ 3% ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนจากการถือครองพันธบัตรทั้งสองประเภทไม่แตกต่างกัน (นักลงทุนที่ถือพันธบัตรทั้งสองประเภทจะได้ผลตอบแทนเท่ากันที่ 4%)

แต่หากมีเหตุให้คาดการณ์เงินเฟ้อเปลี่ยนแปลงไป เช่น นักลงทุนคาดว่าเงินเฟ้อจะลดลงจาก 3% เหลือเพียง 1% นักลงทุนก็จะหันไปซื้อพันธบัตรแบบปกติซึ่งให้ผลตอบแทนมากกว่า (4%) และขายพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อซึ่งให้ผลตอบแทนน้อยกว่า (2% จากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง 1% บวกด้วยเงินเฟ้อ 1%) ความต้องการพันธบัตรแบบปกติที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรลดลง และในทางกลับกันพันธบัตรประเภทชดเชยเงินเฟ้อซึ่งมีความต้องการลดลงจะมีราคาลดลง และให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้น

กลไกการปรับตัวของราคาดังกล่าวจะทำให้ตลาดปรับเข้าสู่สมดุลใหม่ (เช่น ผลตอบแทนพันบัตรแบบปกติปรับตัวลดลงเหลือ 3% และตอบแทนพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเป็น 2%) ซึ่งทำให้ส่วนต่างของผลตอบแทนของพันธบัตรทั้งสองประเภทสามารถสะท้อนคาดการณ์เงินเฟ้อของนักลงทุนผ่านกลไกตลาดได้อย่างสม่ำเสมอและทันท่วงที

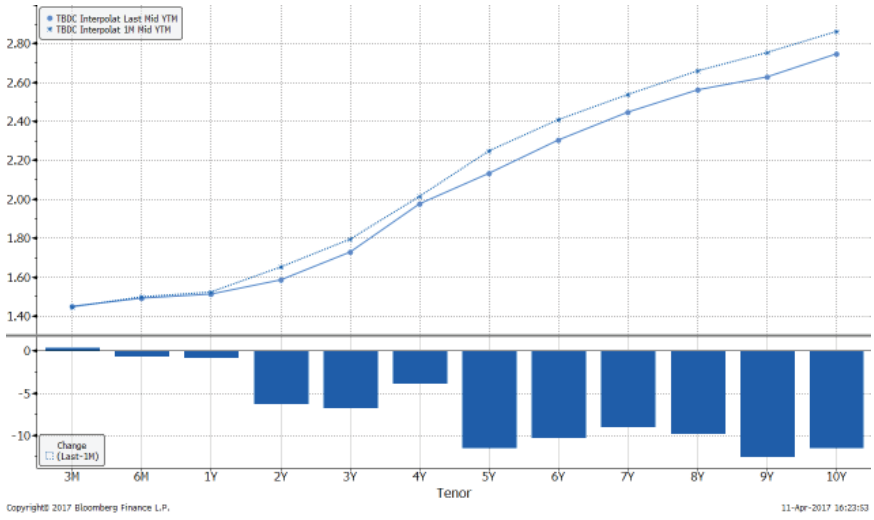
ตลาดตราสารหนี้

เราคาดว่า ธปท. จะคงดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ตลอดทั้งปี และประเมินว่า Yield พันธบัตร 10 ปีจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3% ณ สิ้นปีนี้ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว

Yield Curve อายุ 5 ปีขึ้นไปปรับตัวลดลงราว 10bps

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุต่ำกว่า 1 ปีทรงตัวที่ระดับใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ในขณะที่ Yield พันธบัตรอายุ 5 ปีขึ้นไปปรับตัวลดลงราว 10bps ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งสะท้อนมุมมองทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อ่อนแอลง

แผนภาพที่ 12: ผลตอบแทนพันธบัตร 5-10 ปี ปรับตัวลดลง 10bps ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาด Yield พันธบัตร 10 ปีของไทยจะเพิ่มขึ้นเป็น 3.0%

แม้เราจะคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.5% ตลอดทั้งปีนี้ แต่แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งเราคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในเดือน มิ.ย. และ ก.ย. จะส่งผลให้ Yield พันธบัตร 10 ปีของไทยปรับตัวขึ้นตามเป็น 3.0% ณ สิ้นปี และยังคงแนะนำให้นักลงทุนหลีกเลี่ยงการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำและน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นสะท้อนความเสี่ยงทางการเมือง จากการทิ้งระเบิดในซีเรีย และความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี เรามองเหตุการณ์ดังกล่าวเป็นปัจจัยชั่วคราว ซึ่งจะไม่ลุกลามไปเป็นสงคราม และแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรในทองคำและน้ำมัน

ทองคำ

ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นสะท้อนความเสี่ยงทางการเมือง จากการทิ้งระเบิดในซีเรีย และความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี เรามองเหตุการณ์ดังกล่าวเป็นปัจจัยชั่วคราว ซึ่งจะไม่ลุมลามไปเป็นสงคราม โดยล่าสุดสถานการณ์ในคาบสมุทรเกาหลีได้มีแนวโน้มผ่อนคลายลง หลังจากจีนตกลงร่วมมือกับสหรัฐฯ เพื่อควบคุมสถานการณ์

แผนภาพที่ 13: ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นสะท้อนความเสี่ยงทางการเมือง จากการทิ้งระเบิดในซีเรีย และความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

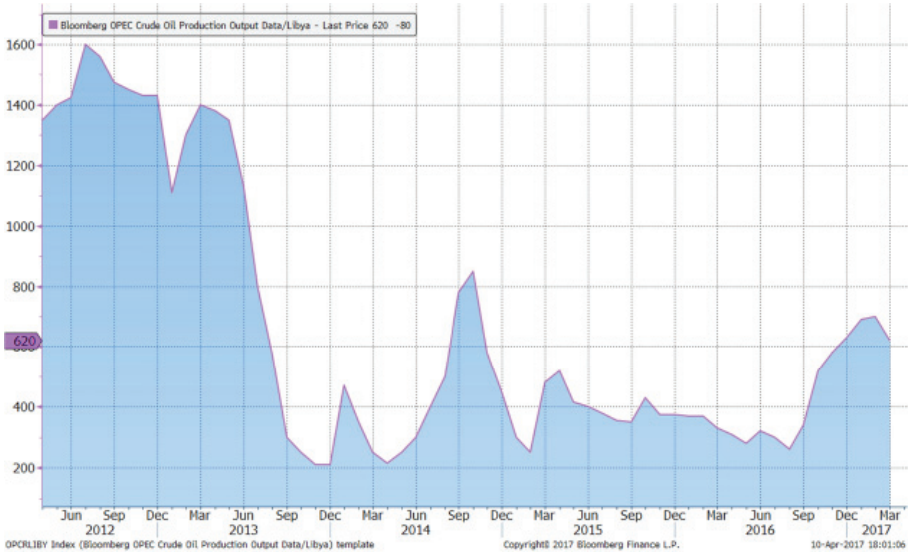
เราเชื่อว่าจีนซึ่งเป็นพันธมิตรหลักของเกาหลีเหนือจะสามารถกดดันเกาหลีเหนือให้ลดระดับการยั่วยุ เช่น การทดสอบขีปนาวุธ และการแสดงท่าทีท้าทายต่อนานาประเทศ เนื่องจากจีนเป็นคู่ค้าหลักของเกาหลีเหนือ และเป็นผู้ส่งออกสินค้าจำเป็น เช่น อาหารและพลังงานไปยังเกาหลีเหนือ ในขณะที่ประเทศอื่นๆ คว่ำบาตรทางการค้ากับเกาหลีเหนือมาโดยตลอดตั้งแต่ปี 2006 ซึ่งทำให้จีนอยู่ในฐานะที่จะต่อรองกับเกาหลีเหนือได้ และจีนน่าจะอยู่ในภาวะที่ต้องการหลีกเลี่ยงสงครามในเกาหลีเหนือมากที่สุด เนื่องจาก 1) ภูมิศาสตร์ของเกาหลีเหนือซึ่งมีชายแดนติดกับประเทศจีน ทำให้การรุกรานเกาหลีเหนือของสหรัฐฯ นับเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อความมั่นคงของจีน และ 2) การเปลี่ยนถ่ายผู้นำในการประชุมพรรคคอมมิวนิสต์ (19th Party Congress) ในเดือน ต.ค. นี้ ซึ่งทำให้จีนต้องการสร้างเสถียรภาพในการเมืองภายในประเทศ

น้ำมัน

การผลิตน้ำมันในลิเบียถูกกระทบจากความไม่สงบในประเทศ

การผลิตน้ำมันจากแหล่ง Sharara ซึ่งเป็นแหล่งผลิตน้ำมันที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ ต้องหยุดชะงักลงชั่วคราว เนื่องจากกลุ่มต่อต้านได้ปิดท่อส่งน้ำมัน โดยก่อนหน้านี้การผลิตน้ำมันจากลิเบียได้ฟื้นตัวขึ้นจากราว 3 แสนบาร์เรลต่อวันในเดือน ส.ค. เป็น 7 แสนบาร์เรลต่อวัน ณ เดือน ก.พ. แต่เริ่มกลับมาลดลงเล็กน้อยในเดือน มี.ค. และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในเดือน เม.ย. จากการปิดแหล่ง Sharara ข่าวดังกล่าว ประกอบกับข่าวการโจมตีซีเรียของสหรัฐฯ ส่งผลให้ราคาน้ำมันฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบ 5 สัปดาห์

แผนภาพ 14: การผลิตน้ำมันจากลิเบียกลับมาลดลงเล็กน้อยในเดือน มี.ค. และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในเดือน เม.ย. จากการปิดแหล่ง Sharara

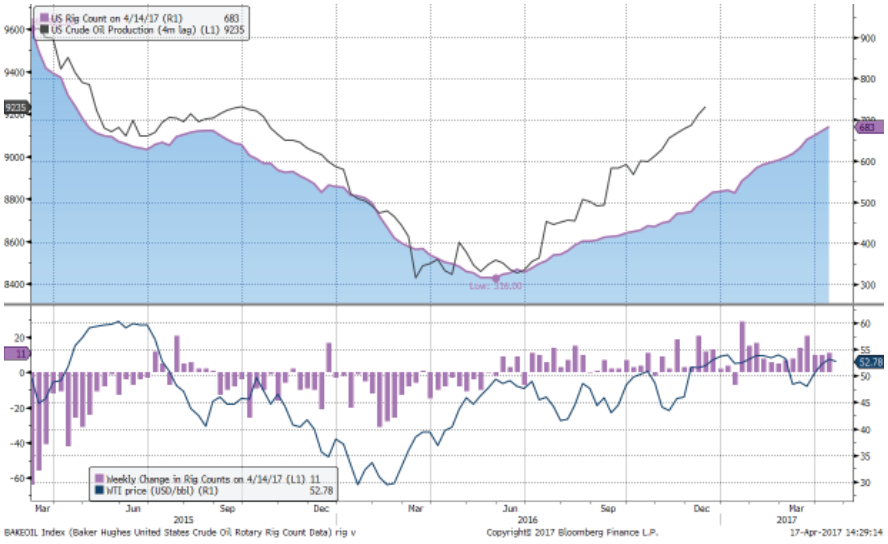


Source: Bloomberg

แต่ปริมาณการผลิตน้ำมันจากสหรัฐฯ ยังฟื้นตัวต่อเนื่อง

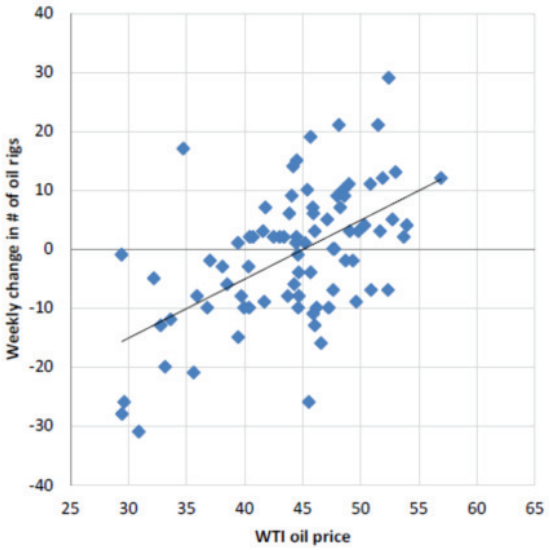
จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก 11 แท่นในสัปดาห์ที่ผ่านมา เป็น 683 แท่น ซึ่งนับจากเดือน มิ.ย. ปีที่แล้ว จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้นมาแล้วกว่า 1 เท่าตัว (จาก 316 แท่น) และส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมา 7 แสนบาร์เรลต่อวัน เป็น 9.2 ล้านบาร์เรลต่อวันในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 15: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้นมาแล้วกว่า 1 เท่าตัว จากกลางปีที่แล้ว



เราศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันและความเคลื่อนไหวของราคาน้ำมัน พบว่า จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ จะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในภาวะที่ราคาน้ำมันเคลื่อนไหวอยู่เหนือ 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งชี้ว่าราคาดังกล่าวเป็นราคาที่ทำให้ผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ มีกำไรและสามารถลงทุนขุดเจาะน้ำมันเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 16: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ในภาวะที่ราคาน้ำมันเคลื่อนไหวอยู่เหนือ 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การฟื้นตัวของการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ยังดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง และจะช่วยชดเชยอุปทานที่ลดลงจากการตกลงลดปริมาณการผลิตของกลุ่ม OPEC และทำให้ราคาน้ำมันมี Upside ไม่มากนัก

TISCO TIPS | May 2017
TISCO Investment Portfolio Strategy

Global Economic Insights

Key Recommendations

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวลงจากเดือนก่อน ยกเว้นยอดค้าปลีกที่ยังคงขยายตัวได้ดี**
  ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในเดือน มิ.ย. และ ก.ย. และจะประกาศลดการ Reinvestment ใน Balance Sheet ในเดือน ธ.ค. และจะลดจริงในปีหน้า ซึ่งเทียบเท่ากับการขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งต่อปี

- **เศรษฐกิจยุโรปขยายตัวดีต่อเนื่อง ความเชื่อมั่นอยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายปี การบริโภคเร่งตัวขึ้น**
  อย่างไรก็ดี ยังคงมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมืองสำคัญ ได้แก่ การเจรจา Brexit การเลือกตั้งในฝรั่งเศส (23 เม.ย. และ 7 พ.ค.) เยอรมนี (24 ก.ย.) และการเลือกตั้งอิตาลีที่จะจัดขึ้นภายในปีนี้

- **เศรษฐกิจจีนไตรมาส 1 ขยายตัว +6.9%YoY สูงกว่าไตรมาสก่อนและสูงกว่าตลาดคาดที่ +6.8%YoY**
  จากภาคการลงทุนและภาคการผลิต อย่างไรก็ดี เราคาดว่าเศรษฐกิจปี 2017 จะชะลอตัวลงเป็น +6.5%YoY จากปีก่อนที่ +6.7%YoY จากการเพิ่มอัตราดอกเบี้ย และการเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ

- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอตัวลง ในภาคการผลิตและการบริโภค แต่การส่งออกเร่งตัวขึ้น**
  เรามองว่า BoJ จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงิน เนื่องจากเงินเฟ้อยังคงอยู่ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2% ค่อนข้างมาก ขณะที่ภาครัฐฯ ยังมีความเป็นไปได้ที่จะออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ก่อนการจัดเลือกตั้งในช่วงปลายปี

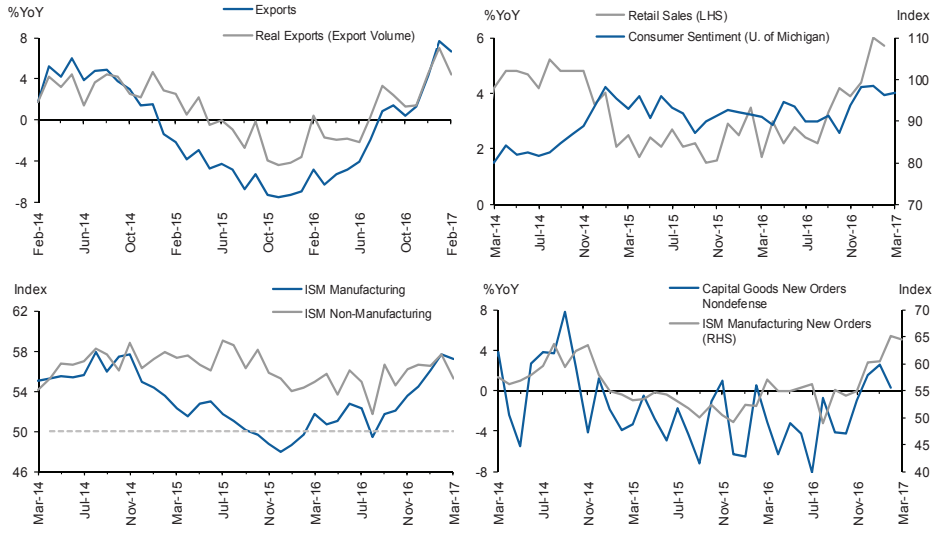
- **เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวดีต่อเนื่อง จากการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น**
  ตามการฟื้นตัวของการส่งออก รวมถึง Road Map ทางการเมืองและนโยบายผลักดันการลงทุนในพื้นที่เศรษฐกิจพิเศษ EEC ที่มีความชัดเจนมากขึ้น นอกจากนี้ ธปท. ปรับประมาณการ GDP ปี 2017 เพิ่มเป็น +3.4%

TISCO Economic Strategy Unit

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

ภาพรวมเศรษฐกิจชะลอตัวลงจากเดือนก่อน ยกเว้นยอดค้าปลีกที่ยังคงขยายตัวได้ดี ขณะที่ตลาดแรงงานยังคงตึงตัวขึ้นและได้กดดันให้ค่าจ้างเร่งตัวขึ้น แต่ยังไม่ส่งผลกระทบที่รุนแรงต่อกำไรบริษัท ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในเดือน มิ.ย. และ ก.ย. และจะประกาศลดการ Reinvestment ใน Balance Sheet ในเดือน ธ.ค. และจะลดจริงในปีหน้า ซึ่งจะส่งผลเทียบเท่ากับการขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งต่อปี ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมายังไม่ส่งผลกระทบที่รุนแรงต่ออุปสงค์ในตลาดอสังหาริมทรัพย์

แผนภาพที่ 17: ดัชนีวัดเศรษฐกิจ เดือน มี.ค. ชะลอตัวลง แต่ยอดค้าปลีกยังคงขยายตัวได้ดี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ดัชนีวัดเศรษฐกิจ เดือน มี.ค. ชะลอตัวลง แต่ยอดค้าปลีกยังคงขยายตัวได้ดี

การลงทุนชะลอตัวลง: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าคงทน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้นำการลงทุน เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงเป็น +0.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +2.6%YoY และยอดสั่งซื้อสินค้าทุนใหม่โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม ISM (ISM Manufacturing PMI: New Orders) เดือน มี.ค. ลดลงเล็กน้อย -0.6 จุด เป็น 64.5 จุด

การส่งออกชะลอตัวลง: มูลค่าส่งออก เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงเป็น +6.7%YoY จากเดือนก่อนที่ +7.7% YoY ส่วนปริมาณการส่งออก (Exports Volume) ขยายตัว +4.5%YoY ลดลงจากเดือนก่อนที่ +7.0%YoY

การผลิตชะลอตัวลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ลดลง -0.5 จุด เป็น 57.2 จุด จากภาคการผลิต และยอดคำสั่งซื้อใหม่

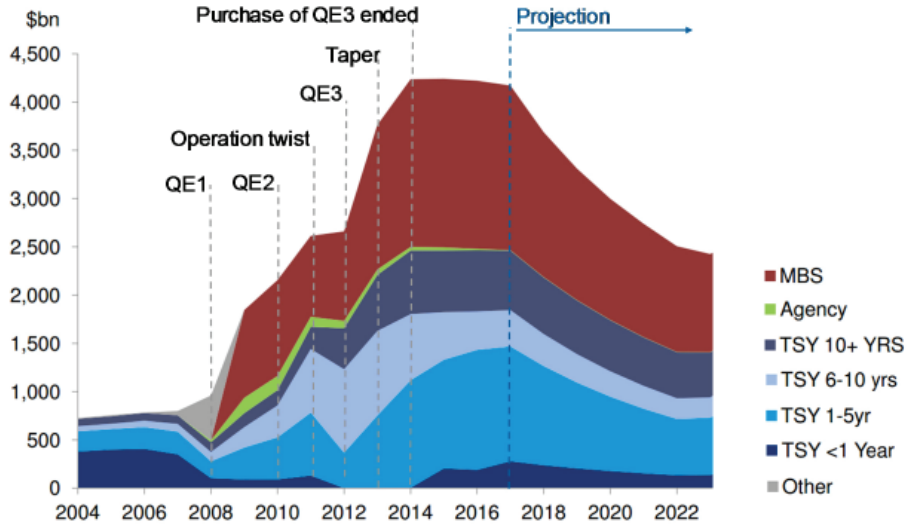
การบริโภคยังคงขยายตัวได้ดี: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. ขยายตัว +5.7%YoY ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาด แต่ชะลอลงจากเดือนก่อนเล็กน้อยที่ +6.0%YoY นอกจากนี้ ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน มี.ค. เพิ่มขึ้น +0.6 จุด เป็น 96.9 จุด โดยดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในระยะข้างหน้า อาจได้รับผลกระทบจากการยกเลิกพิจารณาร่างกฎหมายประกันสุขภาพใหม่ เนื่องจากการยกเลิกการพิจารณามีสาเหตุมาจากเสียงสนับสนุนในสภาไม่เพียงพอ ซึ่งบ่งชี้ว่านโยบายเศรษฐกิจด้านอื่นๆ เช่น การลดภาษี และการลงทุนภาครัฐฯ มีโอกาสผ่านสภาลดลง อย่างไรก็ดี การยกเลิกดังกล่าวไม่น่าส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นมากนัก เนื่องจาก ปัจจัยอื่นๆ เช่น ตลาดแรงงาน และรายได้ ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Fed น่าจะประกาศลด Balance Sheet ในเดือน ธ.ค. และจะลดจริงในปีหน้า

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้ทำ QE โดยการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ มาตั้งแต่วิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 จนกระทั่งปี 2013 Fed ได้ประกาศชะลอการเข้าซื้อ (Taper) และได้หยุดการเข้าซื้อลงในปี 2014 แต่ยังคงซื้อสินทรัพย์ในจำนวนเท่ากับมูลค่าสินทรัพย์ที่หมดอายุไป เพื่อคงมูลค่าสินทรัพย์ในงบดุล (Balance Sheet) ให้คงที่

เราคาดว่า Fed จะประกาศลดขนาด Balance Sheet ลงในเดือน ธ.ค. และจะลดจริงในปีหน้า เพื่อเป็นทางเลือกในการทำให้ตลาดการเงินตึงตัวขึ้น นอกเหนือจากการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในเดือน มิ.ย. และก.ย. ปีนี้

แผนภาพที่ 18: นอกเหนือจากการขึ้นดอกเบี้ย Fed อาจประกาศลดการกลับไปลงทุน (Reinvest) ในเดือน ธ.ค.นี้



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

นอกจากนี้ สมาชิก Fed หลายท่านเริ่มพูดถึงการลดขนาด Balance Sheet ลง เช่น

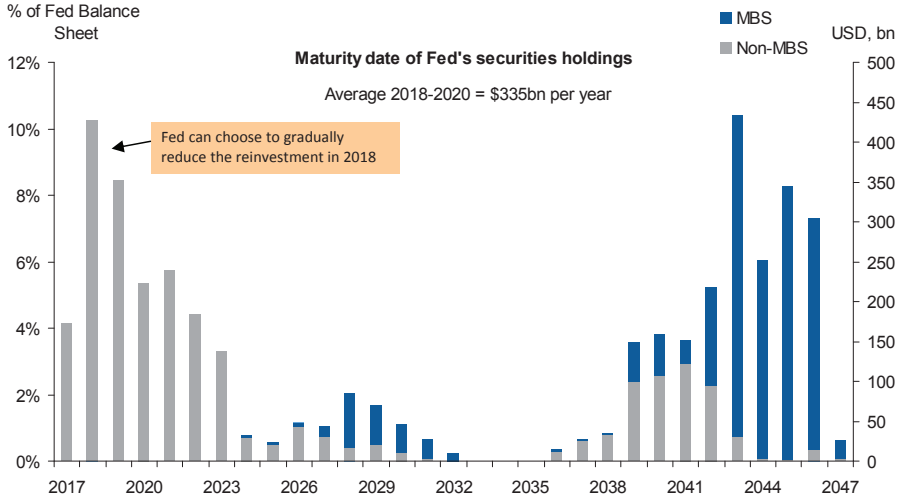
- นาย James Bullard ประธาน Fed สาขา St. Louis สนับสนุนให้ Fed เริ่มลดการซื้อสินทรัพย์ที่หมดอายุ (Reinvestment) ใน Balance Sheet ภายในปีนี้ โดยเขาได้กล่าวเน้นย้ำว่า Fed จะไม่ขายสินทรัพย์ใน Balance Sheet แต่จะปล่อยให้สินทรัพย์ค่อยๆทยอยหมดอายุลง โดยไม่ซื้อกลับ
- นาย Neel Kashkari (Minneapolis) ผู้ออกเสียงคัดค้านการขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมที่ผ่านมา (วันที่ 14-15 มี.ค.) เพียงคนเดียว เนื่องจากเขาเห็นว่า Fed ควรเปิดเผยแผนการลด Balance Sheet ที่อาจทำให้ตลาดการเงินตึงตัวขึ้น ก่อนการขึ้นดอกเบี้ย
- นาย William Dudley (New York) เห็นว่า Fed ควรประกาศลดขนาดงบดุลลงในช่วงปลายปีนี้ หรือปีหน้า หากเศรษฐกิจขยายตัวได้ตามคาด โดย Fed อาจพักการขึ้นดอกเบี้ยในรอบการประชุมที่จะประกาศลดขนาด Balance Sheet เพื่อลดความผันผวนในตลาดการเงิน
- นาย Patrick Harker (Philadelphia) เห็นว่า Fed ควรเริ่มลดขนาดงบดุล หากอัตราดอกเบี้ยขึ้นไปอยู่ในช่วง 1-1.5% (อัตราดอกเบี้ยตอนนี้อยู่ที่ 0.75-1.00%)

รายงานการประชุม (Meeting Minutes) ของรอบเดือน มี.ค. ระบุว่าคณะกรรมการนโยบายการเงินส่วนมากเห็นว่า Fed ควรเริ่มดำเนินการเปลี่ยนนโยบายการซื้อสินทรัพย์กลับ (Reinvestment) ภายในปีนี้ โดยคณะกรรมการได้มีการปรึกษากันว่า Fed ควรค่อยๆ ลด หรือควรหยุดการ Reinvestment ทั้งหมดในทันที ซึ่งการค่อยๆ ลดการซื้อกลับจะช่วยให้ตลาดการเงินผันผวนน้อยกว่า ขณะที่การหยุดการเข้าซื้อทันที จะง่ายต่อการสื่อสารกับตลาด และจะช่วยให้ Balance Sheet กลับสู่สภาพปกติ (Normalization) ได้เร็วขึ้น

เราคาดว่า Fed อาจเลือกที่จะค่อยๆ ลดการ Reinvestment ในช่วงปี 2018 ที่มีสินทรัพย์หมดอายุมูลค่ามากที่ 4.28 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากมูลค่าเฉลี่ยช่วงปี 2018-2020 ที่ 3.35 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และน่าจะหยุดการ Reinvestment ทั้งหมดหลังจากนั้น ซึ่งการลดขนาด Balance Sheet ลงประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะกดดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี เพิ่มขึ้น 10-20 bps หรือเทียบเท่ากับการขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งต่อปี

อย่างไรก็ดี นาง Janet Yellen ประธาน Fed ยังคงไม่แสดงความเห็นถึงการลดขนาด Balance Sheet ลง โดยก่อนหน้านี้ เขาได้ให้สัมภาษณ์หลังการประชุมในเดือน มี.ค. ว่า Fed จะไม่ดำเนินการลดขนาด Balance sheet จนกว่าจะมั่นใจว่าเศรษฐกิจแข็งแกร่งเพียงพอ โดย Fed จะยังคงขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป

แผนภาพที่ 19: การลดขนาด Balance Sheet ลงประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะกดดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี เพิ่มขึ้น 10-20 bps หรือเทียบเท่ากับการขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งต่อปี

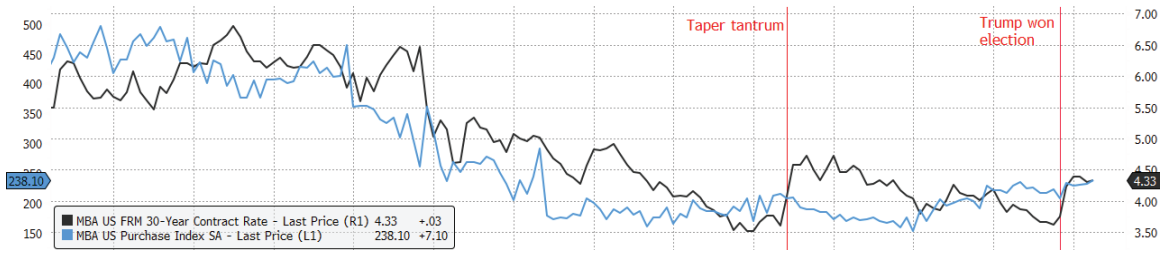


Source: Federal Reserve, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดบ้านยังคงแข็งแกร่ง ท่ามกลางดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

อัตราดอกเบี้ยระยะยาวได้เพิ่มขึ้นหลังการเลือกตั้งประธานาธิบดี ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับซื้อบ้านเพิ่มขึ้นตามไปด้วย โดยอัตราดอกเบี้ยกู้ซื้อบ้าน 30 ปี เพิ่มขึ้นจาก 3.6% ก่อนการเลือกตั้งมาอยู่ที่ 4.33% ในปัจจุบัน อย่างไรก็ดี ดัชนีการขอสินเชื่อบ้านใหม่ (MBA Purchase Index) ยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูง และชี้ว่าอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมายังไม่ส่งผลกระทบที่รุนแรงต่ออุปสงค์ในตลาดบ้าน

แผนภาพที่ 20: ดัชนีการขอสินเชื่อบ้านเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง แม้อัตราดอกเบี้ยกู้ซื้อบ้านจะเพิ่มขึ้นหลังการเลือกตั้ง

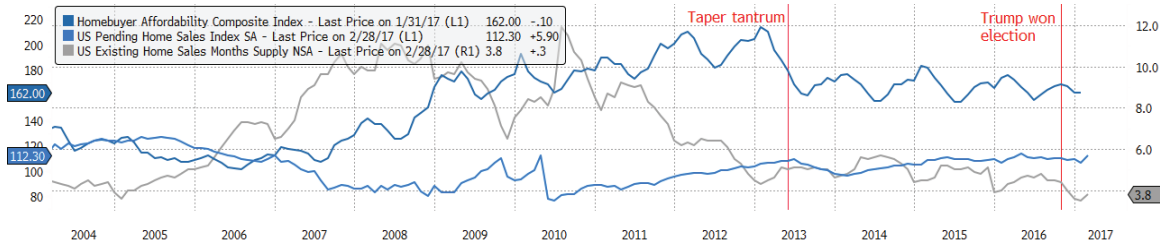


Source: Federal Reserve, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ยอดขายบ้านมือสองรอปิดการขาย (Pending Home Sales) ซึ่งเป็นดัชนีชี้นำยอดขายบ้านมือสอง (Existing Home Sales) ในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า ยังอยู่ในระดับสูง ประกอบกับดัชนีอื่นๆ ที่ใช้วัดตลาดบ้านก็ยังคงอยู่ในระดับที่ดี ดังนี้

- สต๊อกบ้าน หรือจำนวนเดือนที่บ้านอยู่ในสต๊อกบ้าน (Existing Home Sales Months Supply) เดือน ก.พ. อยู่ที่ 3.8 เดือน ลดลงจากช่วงปี 2015-2016 ที่ประมาณ 5 เดือน
- ดัชนีวัดความสามารถในการซื้อบ้าน (Homebuyer Affordability Index) ที่คำนวนมาจากราคาบ้านเฉลี่ย (Median Home Prices) รายได้ และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับซื้อบ้านยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง
- ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่ง โดยอัตราว่างงาน (Unemployment Rate) เดือน มี.ค. ลดลงมาอยู่ที่ 4.5% ต่ำสุดตั้งแต่เดือน พ.ค. 2007 และ
- รายได้ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยรายได้เฉลี่ยต่อชั่วโมง (Average Hourly Earnings) เดือน มี.ค.ขยายตัว +2.7%YoY

แผนภาพที่ 21: ดัชนีวัดความสามารถในการซื้อบ้าน (Homebuyer Affordability Index) และยอดขายบ้านมือสองรอปิดการขาย (Pending home sales) ยังคงอยู่ในระดับสูง ขณะที่สต๊อกบ้าน (Existing Home Sales Months Supply) ยังคงอยู่ในระดับต่ำ



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

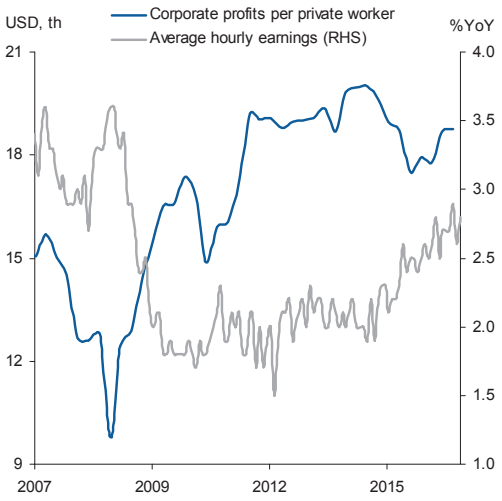
กำไรบริษัทมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง แม้ค่าจ้างจะเร่งตัวขึ้น

ตลาดแรงงานที่ตึงตัวต่อเนื่อง ได้ส่งผลให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยอัตราการว่างงาน (Unemployment rate) ได้ลดลงมาอยู่ต่ำกว่า 5 % ต่อเนื่องมาตั้งแต่ต้นปี 2016 และได้ลดลงเป็น 4.5% ในเดือน มี.ค. ซึ่งเป็นระดับที่นักเศรษฐศาสตร์ประเมินว่าเป็นการจ้างงานเต็มที่ (Full Employment) และได้ส่งผลกดดันให้ค่าจ้าง (Average Hourly Earnings) ขยายตัวเพิ่มขึ้น จากช่วงปี 2012-2015 ที่ขยายตัว +2.0%YoY เป็นทรงตัวอยู่เหนือ +2.5%YoY ได้ตั้งแต่กลางปี 2016 เป็นต้นมา

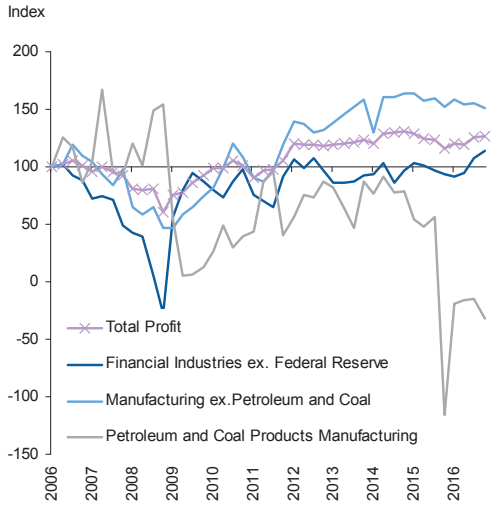
อย่างไรก็ดี ค่าจ้างที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นยังไม่ส่งผลกระทบที่รุนแรงต่อกำไรบริษัท โดยกำไรบริษัทต่อพนักงาน (Corporate Profits per Private Worker) ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 19,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อคน มากกว่าช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 (ที่ประมาณ 14,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อคน) นอกจากนี้ กำไรบริษัทรวมมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้าจากการลดภาษีนิติบุคคลของประธานาธิบดี Trump (เสนอให้ลดลงจาก 35% เป็น 15%) และได้รับปัจจัยหนุนจากอุตสาหกรรมต่างๆ ดังนี้

- กำไรบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน (Financial Industries ex. Federal Reserve) ซึ่งมีสัดส่วนประมาณ 18.5% ของกำไรบริษัทรวม และได้ฟื้นตัวต่อเนื่องมาตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากการผ่อนคลายกฎระเบียบในระยะข้างหน้าที่ประธานาธิบดี Trump ได้หาเสียงไว้
- กำไรบริษัทในภาคการผลิต ไม่นับรวมกิจการน้ำมันและถ่านหิน (Manufacturing ex. Petroleum and Coal) ซึ่งมีสัดส่วนประมาณ 18.1% ของกำไรบริษัทรวม มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น เนื่องจากก่อนหน้านี้ภาคการผลิตถูกกดดันจากปริมาณสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับสูง เมื่อเทียบกับยอดขายที่ 1.40 เดือน ซึ่งสูงกว่าระดับก่อนวิกฤติเศรษฐกิจที่ประมาณ 1.30 เดือน แต่ปัจจุบันได้ลดลงมาอยู่ที่ 1.35 เดือน ซึ่งบ่งชี้ว่ายอดขายได้เพิ่มขึ้นเร็วกว่าปริมาณสินค้าคงคลัง และได้สะท้อนในผลสำรวจผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (ISM Manufacturing) ที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องมาตั้งแต่ปลายปี 2016
- กำไรของบริษัทที่เกี่ยวเนื่องกับกิจการน้ำมันและถ่านหิน (Petroleum and Coal Products Manufacturing) มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ตามราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้นมาตั้งแต่ต้นปี 2016 จากที่ระดับ 30 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรล และได้ทรงตัวต่อเนื่องอยู่ที่ประมาณ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 22: กำไรบริษัทต่อพนักงานยังคงอยู่ในระดับสูง แม้ค่าจ้างจะเพิ่มขึ้น



แผนภาพที่ 23: กำไรบริษัทได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของราคาน้ำมันและระดับสต๊อกสินค้าที่กลับมาอยู่ในระดับปกติในภาคอุตสาหกรรม

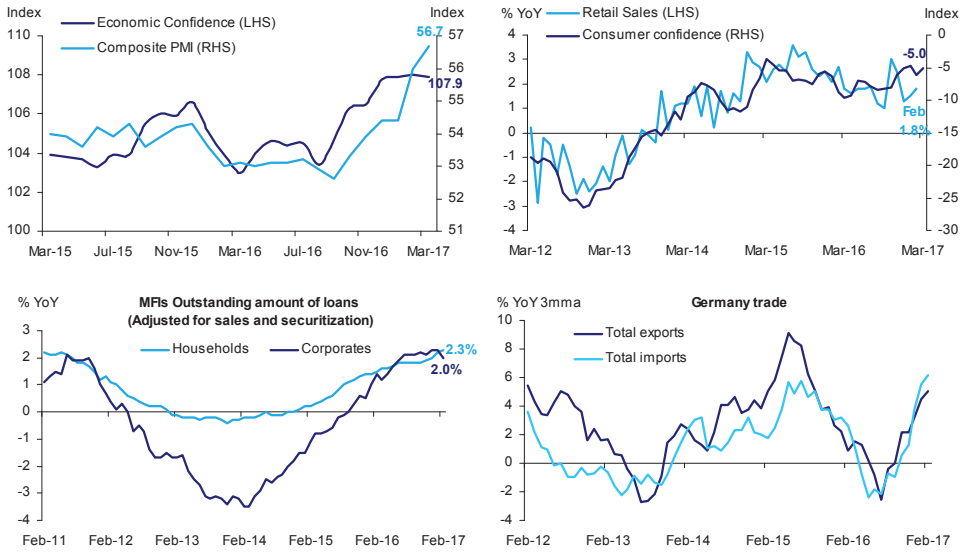


Source: Federal Reserve, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

ภาพรวมเศรษฐกิจฟื้นตัวดีต่อเนื่องจากไตรมาส 4/2016 โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นหลายตัวได้อยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายปี การบริโภคและการส่งออกเร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ดีความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ การเจรจา Brexit และการเลือกตั้งในประเทศฝรั่งเศส (23 เม.ย. และ 7 พ.ค.), เยอรมนี (24 ก.ย.) และอิตาลีที่อาจจัดการเลือกตั้งในปีนี้ ส่วนการส่งออกยังมีความเสี่ยงจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลัก

แผนภาพที่ 24: ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นอยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายปี การบริโภคเร่งตัวขึ้น ภาคต่างประเทศฟื้นตัวดีต่อเนื่อง ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อชะลอตัวลงเล็กน้อย



Source: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวได้ดีต่อเนื่อง ท่ามกลางความเสี่ยงทางการเมือง

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) ปรับลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 107.9 จุด ในเดือน มี.ค. แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 6 ปี ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน มี.ค. เพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 56.4 จุดซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบเกือบ 6 ปี จากทั้งภาคการผลิต (56.2 จุด) และภาคบริการ (56.0 จุด) ที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบหลายปี

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. เร่งตัวขึ้นเป็น +1.8% YoY จาก +1.5% YoY ในเดือนก่อน สวนทางการกับตลาดคาดที่จะชะลอตัวลงเป็น +1.0% YoY ซึ่งยอดค้าปลีกที่เร่งตัวขึ้นนี้นับเป็นสัญญาณที่ดีต่อการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซน และชี้ได้ว่าเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นแรงในช่วงต้นปียังคงไม่กดดันการใช้จ่ายของผู้บริโภคมากนัก โดยในระยะข้างยอดค้าปลีกมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีตามความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ที่กลับมาเพิ่มขึ้นในเดือน มี.ค.ที่ -5.0 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับแต่เดือน เม.ย. 2015

ภาคต่างประเทศฟื้นตัวดีต่อเนื่อง โดยยอดส่งออก (Exports) ของเยอรมนีซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 60% ของส่งออกทั้งหมดของยูโรโซนได้เร่งตัวขึ้นเป็น +6.0% YoY ในเดือน ก.พ. จาก +5.8% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน ก.ค. 2015 ขณะที่การนำเข้า (Imports) ขยายตัว +5.7% YoY ชะลอลงจาก +7.1% YoY ในเดือนก่อน ส่งผลให้ดุลการค้าเกินดุล +1.99 หมื่นล้านยูโร เพิ่มขึ้นจาก +1.49 หมื่นล้านยูโรในเดือน ม.ค.

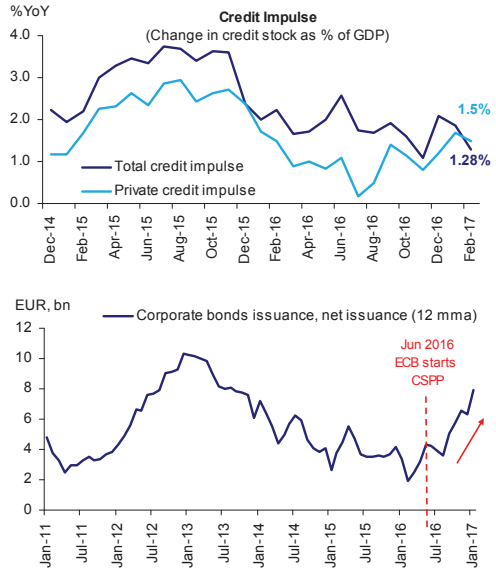
เรามองว่าส่งออกมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องในปีนี้ ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์โลก อีกทั้ง ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นในภาคส่งออกทั้ง PMI new exports orders และ IFO export expectations ก็ได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับแต่ปลายปีที่แล้ว อย่างไรก็ดี นโยบายการค้าของสหรัฐฯ และการเจรจา Brexit จะเป็นความเสี่ยงสำคัญ เนื่องจากเยอรมนีมีดุลการค้ากับสหรัฐฯ มากเป็นอันดับ 3 (รองจากจีนและเม็กซิโก) อีกทั้ง อังกฤษยังเป็นประเทศคู่ค้าหลัก

ยอดปล่อยสินเชื่อชะลอตัวลงจากปัจจัยชั่วคราว และน่าจะฟื้นตัวขึ้นหลังจากนี้

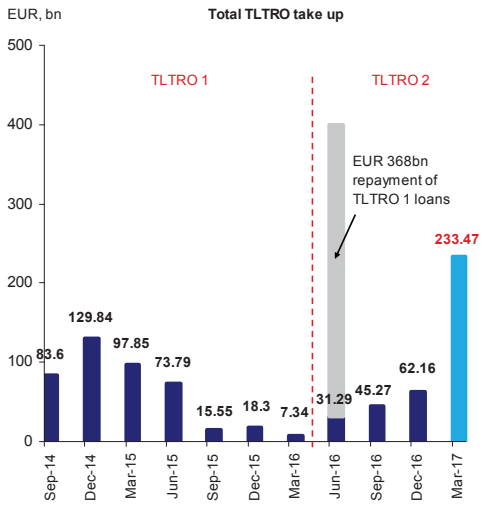
ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อของภาคธนาคารชะลอตัวลงเล็กน้อยในเดือน ก.พ. (+2.2% YoY vs. +2.3% เดือนก่อน) โดยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ชะลอตัวลงเป็น +2.0% YoY จาก +2.3% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่สินเชื่อ ภาคครัวเรือน (Households) เร่งตัวขึ้นเป็น +2.3% YoY จาก +2.2% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน ธ.ค. 2010

โดยสินเชื่อภาคธุรกิจที่ชะลอตัวลงส่วนหนึ่งเป็นผลจากการที่ภาคธุรกิจเร่งออกหุ้นกู้เอกชน (Corporate bonds) ก่อนที่ ECB จะเริ่มลดเข้าซื้อสินทรัพย์ตามมาตรการ QE ลงเป็น 6 หมื่นล้านยูโร (เดิม 8 หมื่นล้านยูโร) ในเดือน เม.ย. ซึ่งรวมไปถึงการเข้าซื้อหุ้นกู้เอกชนตามมาตรการ Corporate Sector Purchase Program (CSPP) ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่เข้าซื้อหุ้นกู้เอกชนที่มีระดับความน่าเชื่อถือระดับน่าลงทุน (Investment Grade หรือระดับความน่าเชื่อถือ BBB- ขึ้นไป) ที่ออกโดยธุรกิจที่มิใช่สถาบันการเงิน (Non Financial Corporations) ด้วย

แผนภาพที่ 25: ยอดปล่อยสินเชื่อที่ชะลอตัวลงส่วนหนึ่งเป็นผลจากเร่งออกหุ้นกู้เอกชน



แผนภาพที่ 26: ธนาคารพาณิชย์ขอกู้รวม 2.33 แสนล้านยูโรในระลอกสุดท้ายของโครงการ TLTRO มากสุดนับแต่เริ่มโครงการในปี 2014



Source: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวได้ดีขึ้นในระยะข้างหน้า ตามความสามารถในการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ที่ฟื้นตัว ทั้งจากราคาหุ้นและ Yield พันธบัตรที่เพิ่มขึ้นซึ่งช่วยลดแรงกดดันต่อผลกำไร ประกอบกันนี้ เรามองว่ายอดขอกู้ของธนาคารพาณิชย์ในโครงการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำของ ECB (TLTRO2) ระลอกสุดท้าย (23 มี.ค.) ที่มากกว่าคาด (2.33 แสนล้านยูโร vs. คาด 1.1 แสนล้านยูโร) จะเป็นอีกปัจจัยหนุนให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อมากขึ้นในระยะข้างหน้า

โดย ECB ได้เริ่มโครงการ TLTRO ครั้งแรกในเดือน ก.ย. 2014 และได้ประกาศต่ออายุโครงการเป็น TLTRO2 ในการประชุมเดือน มี.ค. 2016 โดยมีจุดประสงค์เพื่อที่จะลดต้นทุนทางการเงิน เพิ่มสภาพคล่องในระบบ และกระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้สู่ภาคธุรกิจต่อไป ซึ่ง TLTRO 2 ได้เปิดประมูลทั้งหมด 4 ครั้ง ไตรมาสละครั้ง เริ่มครั้งแรกในเดือน มิ.ย. 2016 โดยมีกำหนดชำระคืนภายในระยะเวลา 4 ปี โดย ECB จะคิดอัตราดอกเบี้ยในช่วง 0% ถึง -0.4%

การเจรจา Brexit: มีความเสี่ยงสูงที่อังกฤษ และ EU จะไม่สามารถตกลงกันได้ภายในเดือน มี.ค. 2019

รัฐบาลอังกฤษได้ประกาศใช้มาตรา 50 ของสนธิสัญญาลิสบอนเพื่อออกจากสหภาพยุโรป (EU) อย่างเป็นทางการในวันที่ 29 มี.ค. ซึ่งเป็นระยะเวลากว่า 9 เดือนนับแต่ที่มีการจดทำประชามติ Brexit (23 มิ.ย. 2016) โดยอังกฤษจะมีระยะเวลา 2 ปี (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2019) ในการเจรจาด้านการค้าและข้อตกลงต่างๆกับทาง EU ก่อนที่จะหมดสภาพความเป็นสมาชิกหลังจากนั้น

ซึ่งในขั้นตอนต่อไป คณะกรรมธิการยุโรป (European Commission) จะประชุมกันในวันที่ 29 เม.ย.นี้ เพื่อสรุปแนวทางและข้อบังคับในการเจรจา โดยนาย Donald Tusk ประธานสภา EU ได้กล่าวว่าการเจรจากับอังกฤษคาดว่าจะเริ่มต้นจริงในวันที่ 22 พ.ค. โดยจะเริ่มเจรจาในส่วนของรายจ่ายต่างๆ และสิทธิเสรีภาพของพลเมืองก่อน แล้วจึงค่อยเริ่มเจรจาในส่วนของการค้า (คาดว่าการค้าจะสามารถเริ่มเจรจาได้ในเดือน ต.ค.)

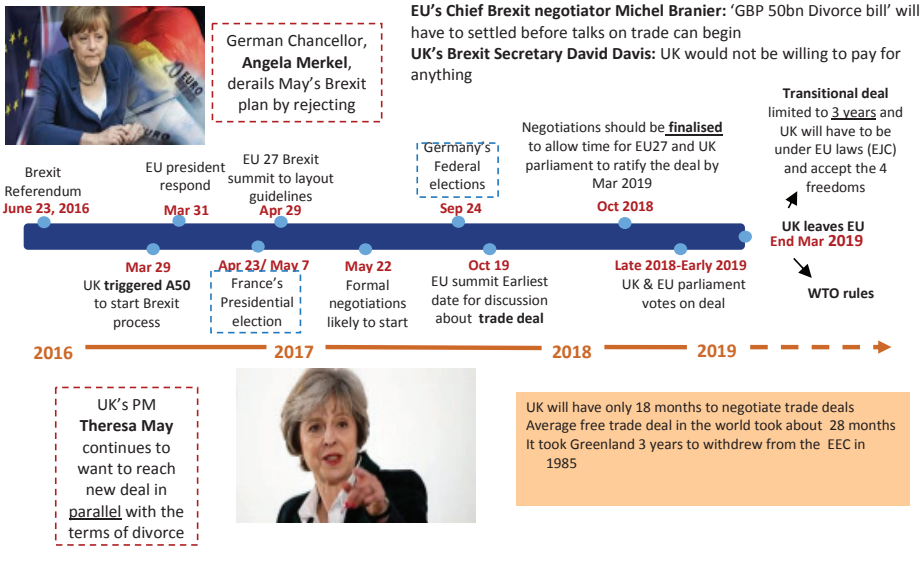
ซึ่งการเจรจาเรื่องค่าใช้จ่ายในการออกจาก EU (Brexit bill) ราว 5 หมื่นล้านปอนด์นั้น มีแนวโน้มที่จะยืดเยื้อและส่งผลให้ระยะเวลาในการเจรจาเรื่องอื่นๆ ที่สำคัญ เช่น ข้อตกลงทางการค้าลดลงไป เนื่องจากทางรัฐบาลอังกฤษยังคงเห็นว่าไม่มีความจำเป็นที่จะต้องเสียค่าใช้จ่ายในการออก

อีกทั้งทางรัฐบาลอังกฤษและ EU ต่างมีจุดยืนในการเจรจาที่แตกต่างกัน กล่าวคือ รัฐบาลอังกฤษต้องการที่จะเจรจาข้อตกลงในการออกควบคู่ไปกับการเจรจาข้อตกลงทางการค้าใหม่ไปด้วย ขณะที่นาง Angela Merkel ผู้นำเยอรมนี ก็ได้ออกมากล่าวทันทีหลังนาง Theresa May นายกรัฐมนตรีอังกฤษได้ประกาศใช้มาตรา 50 ว่าจะต้องเจรจาให้ได้ข้อตกลงในการออกก่อน แล้วจึงค่อยเริ่มเจรจาเรื่องอื่นๆ เช่น ข้อตกลงทางการค้าใหม่หลังจากนั้น
ทั้งนี้ นาย Michel Barnier หัวหน้าผู้เจรจาของทาง EU ต้องการให้ได้ข้อสรุปภายในเดือน มี.ค. 2019 ทำให้อังกฤษมีระยะเวลาในการเจรจาจริงประมาณ 18 เดือนเท่านั้น ซึ่งถือว่าสั้นมาก หากเทียบกับระยะเวลาโดยเฉลี่ยในการเจรจาการค้าเสรีของประเทศทั่วโลกที่ 28 เดือน และระยะเวลา 3 ปีที่ประเทศกรีนแลนด์ใช้ในการเจรจาเพื่อที่จะออกจากการเป็นสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจยุโรป (EEC) ในปี 1985

ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงที่การเจรจาจะไม่ได้ข้อสรุปภายในระยะเวลาที่กำหนด (สิ้นเดือน มี.ค. 2019) ซึ่งจะส่งผลให้อังกฤษต้องออกจากสหภาพยุโรปไม่ว่าจะได้รับข้อตกลงหรือไม่ก็ตาม และทำให้การค้ากับ EU ต้องดำเนินภายใต้กฎขององค์การการค้าโลก (WTO) ซึ่งจะทำให้มีการเรียกเก็บภาษีนำเข้า-ส่งออกที่สูง และมีกฎระเบียบพิธีศุลกากร ซึ่งจะส่งผลต่อห่วงโซ่การผลิตและการค้าระหว่างประเทศ

อย่างไรก็ดี อังกฤษ และ EU อาจทำข้อตกลงกันให้มีช่วงเปลี่ยนผ่าน (Transitional period) และทำการเจรจากันต่อในช่วงนั้น โดยทาง EU ได้กำหนดให้มีระยะเวลาในการเปลี่ยนผ่านได้เพียง 3 ปีเท่านั้น ซึ่งอังกฤษจะต้องอยู่ภายใต้กฎหมายของ EU (European Court of Justice: ECJ) และจะต้องยอมรับกฎการเคลื่อนย้ายเสรีของทั้ง 4 ปัจจัย ได้แก่ สิ่งของ การบริการ ทุน และแรงงาน ทั้งนี้ หากนับรวมช่วงระยะเวลาเปลี่ยนผ่านด้วย อังกฤษอาจออกจาก EU และเริ่มใช้ข้อตกลงใหม่จริงในปี 2022

แผนภาพที่ 27: การเจรจา Brexit คาดว่าจะเริ่มได้จริงในวันที่ 22 พ.ค. ซึ่งอังกฤษจะมีระยะเวลาในการเจรจาเพียง 18 เดือนเท่านั้น ก่อนที่จะต้องออกจาก EU สิ้นเดือน มี.ค. 2019 ไม่ว่าจะได้ข้อตกลงกับ EU หรือไม่ก็ตาม



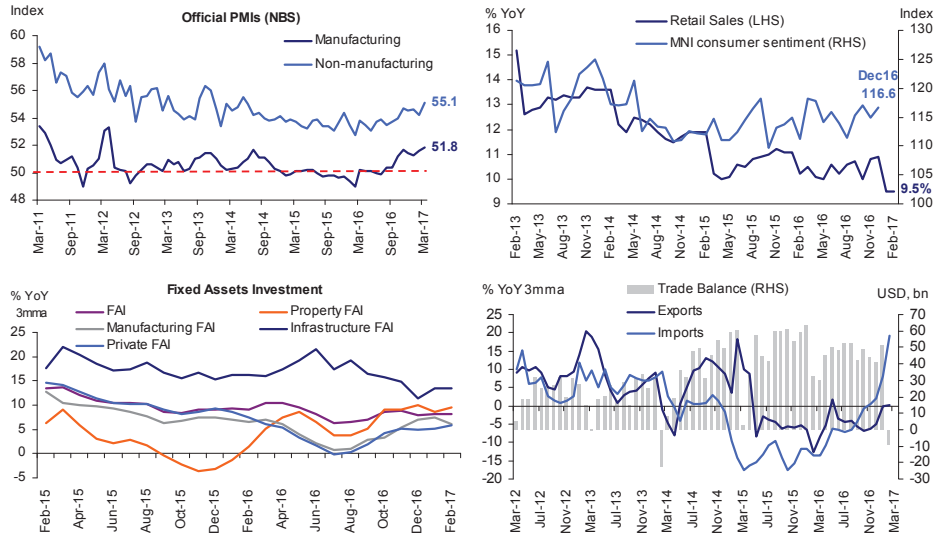
Source: Bloomberg, BBC, Deutsche Bank, express.co.uk, smh.com.au, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

ภาพรวมเศรษฐกิจอยู่ในระดับที่ดีต่อเนื่องจากไตรมาส 4 ปีที่แล้ว โดยการลงทุนและภาคการผลิตยังคงขยายตัวได้ดี ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ทางการลดการกระตุ้นเศรษฐกิจ และทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงในตลาดเงิน

อย่างไรก็ดี เราคาดเศรษฐกิจปี 2017 จะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY จาก +6.7% YoY ในปีก่อน จาก 1) สินเชื่อที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น 2) ความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักอันดับ 1 และ 3) ความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกที่ยังคงมีอยู่

แผนภาพที่ 28: ดัชนี PMIs เร่งตัวขึ้น การลงทุนขยายตัวดีจากโครงสร้างพื้นฐานและอสังหาริมทรัพย์ ส่วนยอดค้าปลีกชะลอตัวลง จากการลดลงของยอดขายรถยนต์



Source: Bloomberg, CEIC, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับที่ดี เปิดทางให้ทางการทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น

เศรษฐกิจไตรมาสแรกมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีที่ +6.9% YoY จาก 6.8% ในไตรมาสก่อนหน้า โดยตัวเลขเศรษฐกิจส่วนใหญ่ที่ออกมาในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. ค่อนข้างดีกว่าที่ตลาดคาดและมีแนวโน้มดีต่อเนื่องในเดือน มี.ค. โดย การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เร่งตัวขึ้นเป็น +8.9% YoY YTD จาก +8.1% ในเดือน ธ.ค.และดีกว่าคาดที่ +8.3% จากการเร่งตัวขึ้นของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI)

ภาคการผลิตยังคงขยายตัวดีต่อเนื่อง โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ได้เร่งตัวขึ้นเป็น +6.3% YoY YTD จาก +6.0% ในเดือน ธ.ค. สอดคล้องกับดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มี.ค.ที่เพิ่มขึ้นเป็น 51.8 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับแต่เดือน เม.ย. 2012 โดยดัชนีฯ ยืนในแนวขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8 สะท้อนโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับที่ดี

โดยในรายละเอียดระบุยอดคำสั่งซื้อใหม่ (New Orders) ได้เพิ่มขึ้นเป็น 53.3 จุด ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 3 ปี และยอดคำสั่งซื้อจากภายนอก (New Exports Orders) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 5 ปีที่ 51.0 จุด ซึ่งสะท้อนแนวโน้มการส่งออกที่จะฟื้นตัวดีขึ้นในปีนี้

ส่วนภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) เร่งตัวขึ้นเป็น 55.1 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับแต่เดือน มิ.ย.2014 สะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ยังคงขยายตัวได้ดีหนุนโดยการลงทุนที่เร่งตัวขึ้นในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ.

อย่างไรก็ดี ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ชะลอตัวลงเป็น +9.5% YoY YTD (vs. +10.4% เดือน ธ.ค.) โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับแต่ปี 2002 ซึ่งสาเหตุหลักมาจากยอดขายรถยนต์ที่ลดลง (-0.47% YoY vs. +9.42% เดือน ธ.ค.) หลังมาตรการลดภาษีสำหรับรถยนต์ขนาดเล็ก (เครื่องยนต์ขนาดไม่เกิน 1.6 ลิตร) ได้หมดอายุลงไปในปีที่แล้ว และทำให้ภาษีปีนี้เพิ่มขึ้นเป็น 7.5% (vs. 5% ในปี 2016)

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) ในรูปสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เดือน ก.พ.หดตัว -1.3% YoY จากที่ขยายตัวแรง +7.9% YoY ในเดือนก่อน สวนทางกับตลาดคาดค่อนข้างมากที่ +14.0% YoY โดยเรามองว่าเป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น จากเทศกาลตรุษจีนที่ปีนี้เริ่มปลายเดือน ม.ค. (27 ม.ค.-2 ก.พ.) ขณะที่ปีก่อนตรุษจีนจะอยู่ในเดือน ก.พ. ส่งผลให้ภาคธุรกิจเร่งส่งออกกันเป็นจำนวนมากไปแล้วในเดือน ม.ค. ขณะที่การนำเข้า (Imports) ขยายตัวแรง +38.1% YoY (vs. +16.7% เดือน ม.ค.) โดยเป็นผลจากราคาโภคภัณฑ์ที่ปรับสูงขึ้นเป็นหลัก

โดยเรามองว่าส่งออกจีนจะฟื้นตัวขึ้นในปีนี้ จาก 1) อุปสงค์โลกที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น และ 2) การอ่อนค่าของเงินหยวน (เราคาดเงินหยวนจะอ่อนค่าลงสู่ระดับ 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปีนี้ vs. 6.9 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน) อย่างไรก็ดี ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักอันดับ 1 ก็ยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญที่ต้องติดตาม

ทั้งนี้ เราคาดเศษฐกิจไตรมาสแรกจะขยายตัวดีที่ +6.8% YoY เท่ากับไตรมาส 4/2016 ซึ่งจะเป็นการเปิดทางให้ทางการลดการกระตุ้นเศรษฐกิจ เพื่อแก้ปัญหาหนี้ในระบบมากขึ้น และลดความเสี่ยงเงินทุนไหลออก ซึ่งที่ผ่านมาทางการจีนได้ทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น (ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินแล้ว 2 ครั้งในปีนี้) และได้เพิ่มความเข้มงวดในนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์มาอย่างต่อเนื่องนับแต่ไตรมาส 4/2016

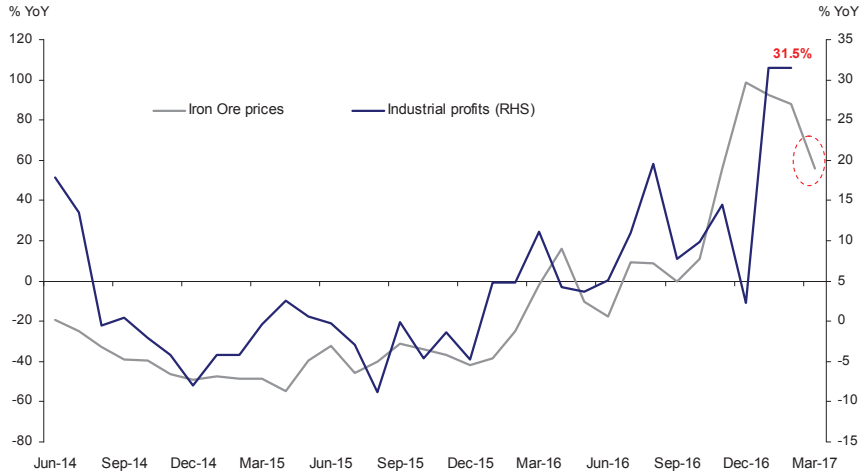
ราคาโภคภัณฑ์ที่ปรับตัวลดลงอาจกดดันผลกำไรอุตสาหกรรมในระยะข้างหน้า

ผลกำไรภาคอุตสาหกรรม (Industrial Profits) เดือน ม.ค.-ก.พ. ขยายตัวแรง +31.5% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +2.3% YoY ในเดือน ธ.ค. ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน มี.ค. 2011 ตามการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาโภคภัณฑ์ เช่น เหล็ก ถ่านหิน และน้ำมันดิบ ซึ่งสะท้อนได้จากดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) เดือน ก.พ. ที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน ก.ย. 2008 ที่ +7.8% YoY

โดยการเร่งตัวขึ้นของราคาโภคภัณฑ์ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากมาตรการลดกำลังการผลิตส่วนเกินในอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินของทางการ กอปรกับการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ได้ส่งผลให้การลงทุนโดยเฉพาะในโครงสร้างพื้นฐานและอสังหาริมทรัพย์เร่งตัวขึ้น

อย่างไรก็ดี ผลกำไรภาคอุตสาหกรรมอาจเริ่มชะลอตัวลงในไตรมาส 2 ตามราคาโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะเหล็กที่ปรับลดลงแรงนับแต่เดือน มี.ค. อีกทั้ง ดัชนีราคาผู้ผลิตเดือน มี.ค. ได้ชะลอตัวลงเป็นครั้งแรกนับแต่ที่ได้เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องนับแต่ปลายปี 2015 ทั้งนี้ เรามองว่าดัชนีราคาผู้ผลิตอาจผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อในระยะข้างหน้าตามการปรับลดลงของราคาโภคภัณฑ์ ประกอบกับผลของฐานต่ำในปีก่อนก็จะเริ่มหมดไปในช่วงครึ่งหลังของปี

แผนภาพที่ 29: ผลกำไรอุตสาหกรรมเดือน ม.ค.-ก.พ. ขยายตัวแรง +31.5% YoY แต่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าตามราคาเหล็กที่ปรับลดลงในเดือน มี.ค.



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

PBoC ทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นต่อเนื่อง เพื่อลดความเสี่ยงในตลาดการเงิน

ภาพรวมเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับที่ดี ได้เปิดทางให้ทางการหันมาแก้ปัญหาหนี้ในระบบ โดยนับแต่ปลายปีที่แล้ว ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างต่อเนื่องเพื่อลดความเสี่ยงในตลาดเงิน และเพื่อควบคุมสินเชื่อนอกภาคธนาคาร (Shadow Banking Credit) โดยมาตรการที่เข้มงวดขึ้นในปี 2017 ที่สำคัญมีดังนี้

1) <u>การปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงหลายตัวในตลาดเงิน</u> ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยในการปล่อยกู้ระยะกลาง (Medium-term Lending Facility: MLF), อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo Rate) และอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะสั้นสำหรับปล่อยกู้โดยตรงให้กับธนาคารพาณิชย์ (Standing Lending Facility: SLF) ซึ่งในปีนี้ PBoC ได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวแล้ว 2 ครั้ง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับสูงขึ้นตาม

โดยสถาบันการเงินขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากจำเป็นต้องกู้ยืมผ่านตลาดเงินเพียงอย่างเดียว ในขณะที่ธนาคารขนาดใหญ่สามารถกู้ยืมเงินโดยตรงจาก PBoC ซึ่งคิดอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าได้
ซึ่งอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นสำหรับสถาบันการเงินขนาดเล็ก ทำให้ต้นทุนจากการกู้ยืมผ่านตลาดเงินเพิ่มสูง จนไม่คุ้มกับการนำเงินไปลงทุนในตราสารหนี้ ซึ่งน่าจะส่งผลให้สถาบันการเงินเหล่านี้เริ่มเทขายตราสารหนี้ที่ได้นำเงินไปลงทุนเพื่อนำเงินไปชำระคืนเงินต้น และเป็นไปตามความตั้งใจของ PBoC ที่ต้องการลดอัตราการกู้ยืมซึ่งนำไปสู่ความเสี่ยงในตลาดทุน

2) <u>เพิ่มความเข้มงวดในการก็ยืมเพื่อลงทุนในตลาดตราสารหนี้</u> โดย China Securities Depository and Clearing Corp. (CSDC) ได้ปรับเปลี่ยนกฎการใช้ตราสารหนี้ภาคเอกชนเป็นหลักประกันในการกู้ยืมระยะสั้น เพื่อลงทุนในตราสารหนี้

โดยนับแต่วันที่ 7 เม.ย. CSDC จะรับหลักประกันเฉพาะตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุด หรือระดับ AAA เท่านั้น ส่วนตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ AA+ ลงไป จะไม่สามารถใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้ ซึ่งมาตรการดังกล่าวคาดว่าจะส่งผลกดดันความต้องการหุ้นกู้เอกชน ในระยะข้างหน้าต่อไป

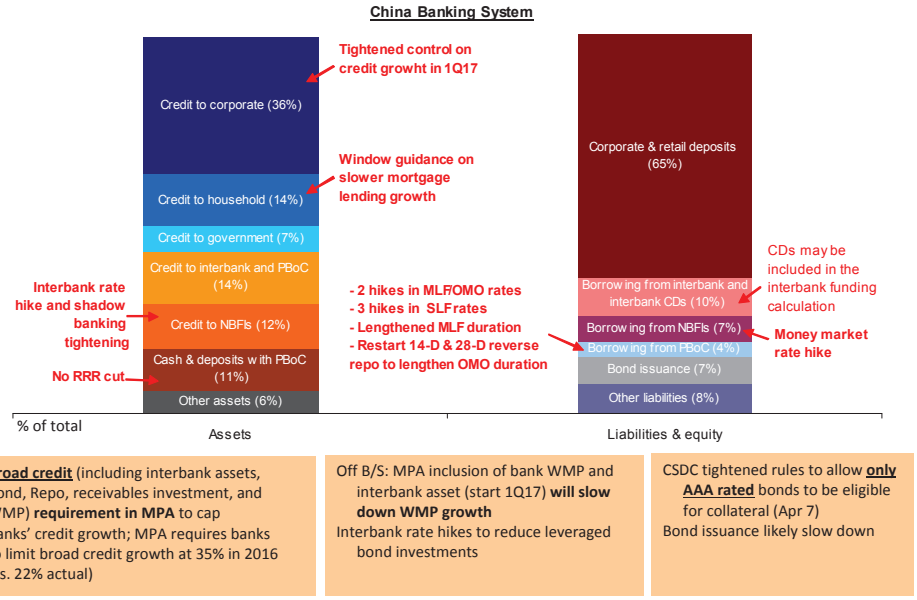
3) บังคับให้ธนาคารพาณิชย์ควบคุมการปล่อยสินเชื่อ (ผ่านการทำ Window guidance) โดยเฉพาะสินเชื่อบ้าน (Mortgage loans) โดยได้ประกาศให้ธนาคารพาณิชย์ควบคุมอัตราการขยายตัวของสินเชื่อบ้านไม่ให้ขยายตัวเกินกว่าไตรมาส 4 ปีที่แล้ว และให้เพิ่มระยะเวลาที่ใช้ในการอนุมัติปล่อยสินเชื่อบ้าน

4) การควบคุมสินเชื่อนอกภาคธนาคาร โดยการเพิ่มความเข้มงวดในการประเมินสัดส่วนเงินกองทุนที่เหมาะสมของธนาคารผ่าน Macro Prudential Assessment (MPA) จากเดิมที่จะประเมินเพียงจากสินเชื่อ แต่นับแต่ปี 2017 เป็นต้นไป จะประเมินจากสินเชื่อในวงกว้าง (Broad credit) ซึ่งจะรวมถึง interbank assets, bond, repo, receivable investment และ Wealth Management Products (WMP) ซึ่งเป็นธุรกรรมที่ก่อนหน้านี้ ธนาคารพาณิชย์ไม่ได้รายงานลงในงบดุล (Balance Sheet)

โดยธุรกรรมดังกล่าว เป็นการสร้างผลตอบแทนเพิ่มเติมให้กับธนาคารและเป็นการเพิ่มสินทรัพย์ โดยไม่เป็นการเพิ่มแรงกดดันให้กับอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Capital Adequacy Ratio) เนื่องจากไม่ต้องมีการสำรองทุนเพิ่มเหมือนในกรณีที่ปล่อยกู้

อย่างไรก็ดี นับแต่ไตรมาส 1/2017 นี้ ธนาคารพาณิชย์จะต้องรายงานธุรกรรมเหล่านั้น ลงในงบดุลด้วย ทำให้เราคาดว่าการระดมทุน WMP ซึ่งเป็นการระดมทุนนอกภาคธนาคาร (Shadow Banking Credit) ที่สำคัญจะชะลอตัวลงต่อ และอาจกระทบยอดระดมทุนและการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 30: PBoC ทยอยใช้นโยบายทางการเงินที่เข้มงวดขึ้นในปีนี้ โดยควบคุมทั้งระดับสินทรัพย์ (Assets) และหนี้สิน (Liabilities)



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ภาพรวมเศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอตัวลง ในภาคการผลิตและการบริโภค ขณะที่การลงทุนยังคงทรงตัว และการส่งออกเร่งตัวขึ้น ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า BoJ จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงิน แม้เงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้น แต่ยังคงอยู่ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2% ค่อนข้างมาก ประกอบกับการคาดการณ์เงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำจะกดดันให้ BoJ ยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อเนื่อง ขณะที่ ภาครัฐฯ ยังมีความเป็นไปได้ที่จะออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ก่อนการจัดเลือกตั้งในช่วงปลายปี เนื่องจากความนิยมของนายกรัฐมนตรี Abe ยังคงอยู่ในระดับสูง แม้มีข่าวว่าอาจเกี่ยวเนื่องกับการคอร์รัปชัน

แผนภาพที่ 31: การส่งออกเร่งตัวขึ้น การลงทุนพลิกกลับมาขยายตัว การผลิตชะลอตัวลง ขณะที่การบริโภคชะลอลง สวนทางกับความเชื่อมั่น

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

การส่งออกเร่งตัวขึ้น การลงทุนพลิกกลับมาขยายตัว การผลิตชะลอตัวลง ขณะที่การบริโภคชะลอลง สวนทางกับความเชื่อมั่น

การส่งออกเร่งตัวขึ้น: ยอดส่งออกในรูปเงินเยน เดือน ก.พ.เร่งตัวขึ้น +11.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +1.3%YoY และดีกว่าตลาดคาดที่ +10.1%YoY โดยปริมาณการส่งออก (Export volume) พลิกกลับมาขยายตัว +8.3%YoY จากเดือนก่อนที่ -0.3%YoY จากการส่งออกไปจีนเป็นสำคัญ ตามการกลับมาเปิดโรงงาน หลังจากที่หยุดทำการไปในช่วงตรุษจีน

การลงทุนพลิกกลับมาขยายตัว: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) เดือน ก.พ. พลิกกลับมาขยายตัว +1.5%YoY จากเดือนก่อนที่ -3.2%YoY โดยเรามองว่ายอดสั่งซื้อเครื่องจักร ซึ่งเป็นดัชนีชี้นำการลงทุนยังคงทรงตัว และยังไม่มีแนวโน้มว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด อย่างไรก็ดี ยอดสินเชื่อภาคเอกชนยังคงขยายตัวได้ดี และเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวขึ้นมาตั้งแต่ไตรมาส 4 จะช่วยสนับสนุนให้การลงทุนฟื้นตัวได้

การบริโภคชะลอลง สวนทางกับความเชื่อมั่น: ยอดค้าปลีก (Retail sales) เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงเป็น +0.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +1.0%YoY ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน มี.ค. เพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 43.9 จุด ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงที่นายกรัฐมนตรี Abe ชนะการเลือกตั้งและได้ออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ Abenomics ในปี 2013

การผลิตชะลอตัวลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ลดลง -0.9 จุด เป็น 52.4 จุด ซึ่งอาจชะลอตัวลงชั่วคราว เนื่องจากดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.พ. ขยายตัว +4.8%YoY เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ +3.7%YoY หลังจากที่ฟื้นตัวต่อเนื่องมาตั้งแต่กลางปีก่อน ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์โลก

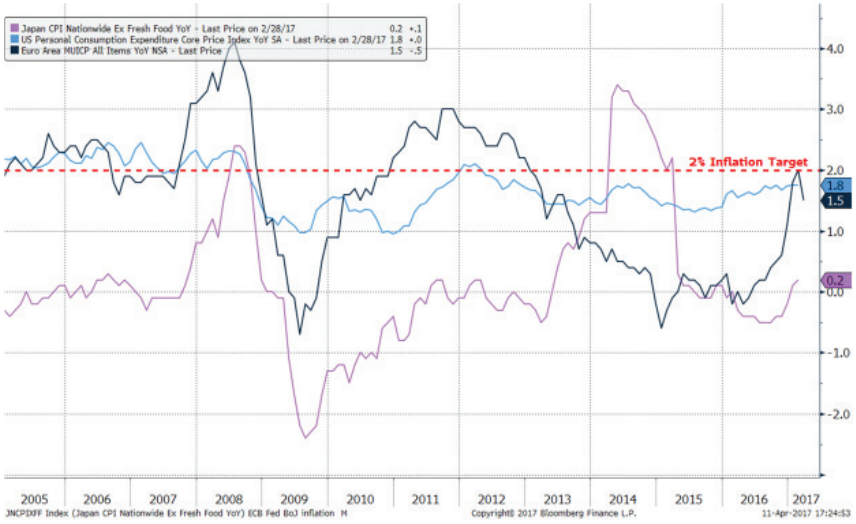
เงินเฟ้อ และการคาดการณ์เงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำจะกดดันให้ BoJ ยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงิน

การดำเนินนโยบายการเงินของหลายประเทศเริ่มเปลี่ยนเป็นค่อยๆ ลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินลง หลังจากที่เงินเฟ้อเริ่มเพิ่มขึ้นเข้าใกล้เป้าหมายที่ 2% และได้หันมาเน้นว่าให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2% ได้อย่างยั่งยืนมากขึ้น เช่น สหรัฐฯ และยุโรป

อย่างไรก็ดี เรามองว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก

- เงินเฟ้อ ไม่รวมราคาอาหารสด (Core CPI) ยังคงห่างไกลเป้าหมายที่ 2% ของ BoJ ถึงแม้ว่าจะเร่งตัวขึ้นมาจากช่วงกลางปี 2016 ที่ -0.5%YoY ตามราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น และมาอยู่ที่ +0.2%YoY ในเดือน ก.พ. โดยเราคาดว่าเงินเฟ้อ Core CPI จะทรงตัวอยู่ที่ +0.7% ในปี 2017 และ
- การคาดการณ์เงินเฟ้อของญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับประเทศอื่น และมีแนวโน้มลดลงในช่วงที่ผ่านมา ทำให้โอกาสที่ BoJ จะเปลี่ยนทิศทางการผ่อนคลายนโยบายการเงินมีน้อยมาก

แผนภาพที่ 32: เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเข้าใกล้เป้าหมายที่ 2% ของธนาคารกลาง



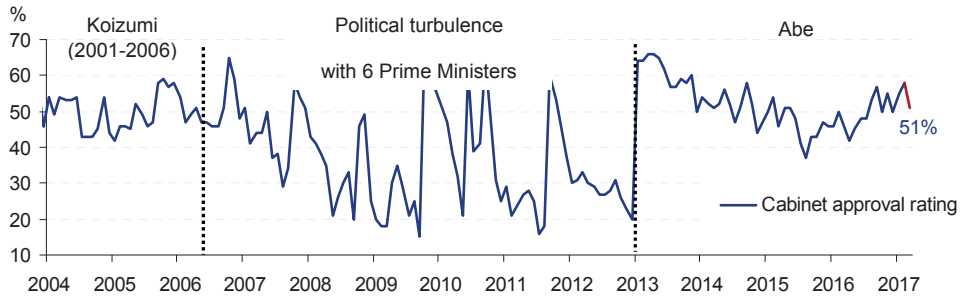
แผนภาพที่ 33: การคาดการณ์เงินเฟ้อ (Nominal bond yield – Inflation-linked bond yield) ของประเทศที่สำคัญ

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความนิยมของนายกรัฐมนตรี Abe ยังคงอยู่ในระดับสูงมากกว่า 50% แม้มีข่าวว่าอาจเกี่ยวเนื่องกับการคอร์รัปชัน

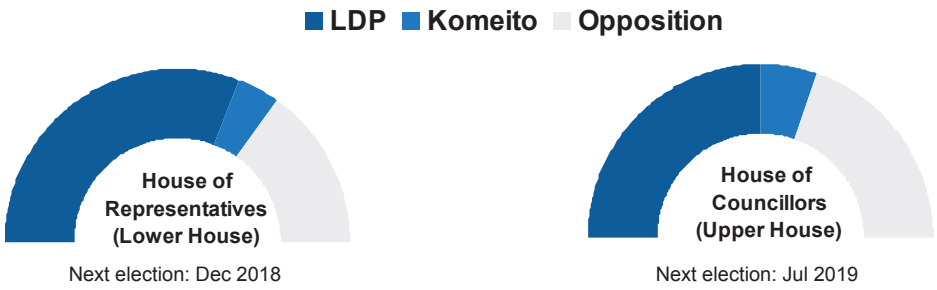
ในช่วงเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา ภรรยาของนายกรัฐมนตรี Shinzo Abe ถูกสอบสวน หลังจากที่ถูกสงสัยว่าอาจให้สินบนกับพนักงานในการซื้อที่ดินจากรัฐฯ เพื่อสร้างโรงเรียนในราคาที่ต่ำกว่าราคาประเมินมาก ซึ่งส่งผลให้คะแนนนิยมของนายกรัฐมนตรี Abe ลดลงมาอยู่ที่ 51% จากเดือนก่อนที่ 58% อย่างไรก็ดี คะแนนนิยมยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับความนิยมของนายกรัฐมนตรีคนก่อนๆ ทำให้ความเป็นไปได้ที่นายกรัฐมนตรี Abe จะยุบสภาและจัดการเลือกตั้งใหม่ในช่วงปลายปียังคงมีอยู่

แผนภาพที่ 34: นายกรัฐมนตรี Abe อาจจัดการเลือกตั้งขึ้นปลายปีนี้ เพื่อต่อสมัยการดำรงตำแหน่ง



Source: NHK Broadcasting Culture Research Institute, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 35: พรรค LDP ของนายกรัฐมนตรี Abe ครองเสียงส่วนมากในสภา



Source: Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

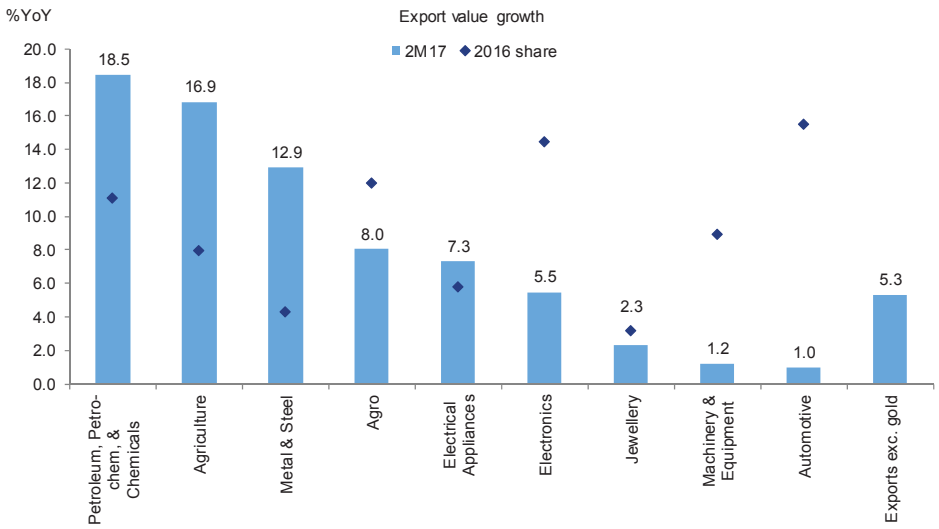
เศรษฐกิจไทย

เรามองว่าการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งหดตัวต่อเนื่องเป็นเวลานานกว่า 4 ปี เริ่มกลับเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ ตามการฟื้นตัวของการส่งออก รวมถึงโรดแมปทางการเมืองและนโยบายผลักดันการลงทุนในพื้นที่เศรษฐกิจพิเศษ EEC ที่มีความชัดเจนมากขึ้น นอกจากนี้ ธปท. ปรับประมาณการ GDP ปี 2017 เพิ่มเป็น +3.4% และคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวดีต่อเนื่องที่ +3.6% ในปี 2018 หนุนโดยการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

คาดการฟื้นตัวของภาคส่งออกและความคืบหน้าทางการเมืองช่วยกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชน

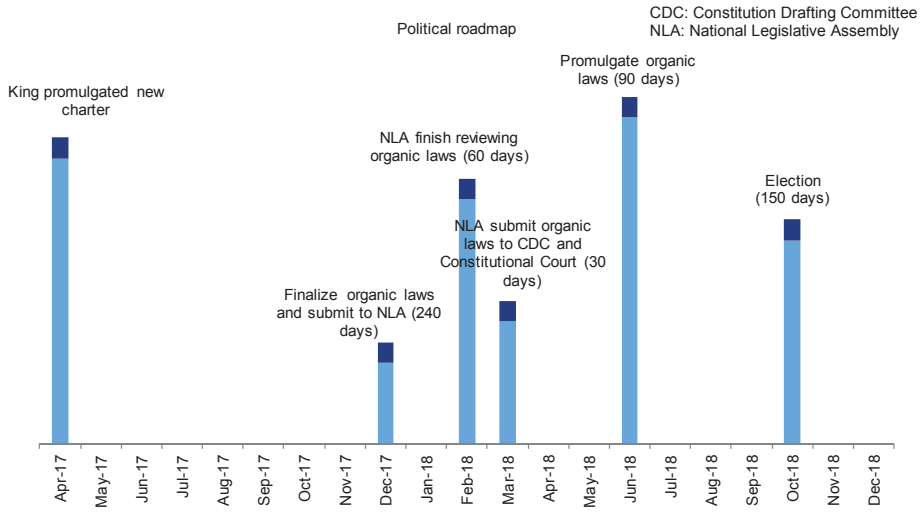
เราคาดว่าการลงทุนภาคเอกชนกำลังเริ่มเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นรอบใหม่ เนื่องจากการส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่งและกำหนดการการเลือกตั้งมีความชัดเจนมากขึ้น โดยมูลค่าส่งออกสินค้าไทยไม่รวมทองคำขยายตัวสูง +5.3% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกของปี (รวมทองคำ ขยายตัว +2.5%) ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์โลกและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ โดยการส่งออกสินค้าและการลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มเคลื่อนไหวสอดคล้องกันค่อนข้างสูง (ค่าสหสัมพันธ์ 0.75) นอกจากนี้ กำหนดการการเลือกตั้งเริ่มมีความชัดเจนมากขึ้น หลังการประกาศใช้รัฐธรรมนูญฉบับใหม่อย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 6 เม.ย. โดยเราคาดว่าจะเกิดการเลือกตั้งทั่วไปภายในไตรมาส 4 ปี 2018

แผนภาพที่ 36: ส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2017



Source: Bank of Thailand (BoT), Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 37: โรดแมปการเลือกตั้ง หลังการประกาศใช้รัฐธรรมนูญเมื่อวันที่ 6 เม.ย.



Source: Constitution B.E. 2560, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นโยบายพัฒนาพื้นที่เศรษฐกิจพิเศษ EEC จะช่วยหนุนการลงทุนภาคเอกชนในระยะข้างหน้า

คาดว่าแผนพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออกจะช่วยกระตุ้นการลงทุนรอบใหม่ โดยวันที่ 11 เม.ย. ที่ผ่านมา คณะรัฐมนตรีมีมติเห็นชอบร่างพระราชบัญญัติเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออกเพื่อวางรากฐานระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออกของประเทศไทย (Eastern Economic Corridor หรือ EEC) โดยภาครัฐคาดว่าพื้นที่เศรษฐกิจ EEC จะสามารถสร้างมูลค่าการลงทุนสูงถึง 1.5 ล้านล้านบาท (ประมาณ 10% ของ GDP) ในระยะ 5 ปีข้างหน้า โดยแบ่งเป็นมูลค่าการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานสูงถึง 6 แสนล้านบาท ทั้งนี้ คาดว่า พ.ร.บ. ดังกล่าวจะมีผลบังคับใช้ได้ภายในไตรมาส 2 ปีนี้

แผนภาพที่ 38: แผนการผลักดันการลงทุนในพื้นที่เศรษฐกิจพิเศษ EEC

Eastern Economic Corridor Development Plan

Objective	**Gateway to Asia**
Progress	Cabinet approved EEC draft in Oct'16 Established EEC committee in Jan'17 Priority projects commenced in Feb'17 **EEC Act expected to come into force in 2Q17**
Bt1.5trn Investment in 2017-2021	Bt500bn Industry Bt400bn New Cities / Hospitals Bt200bn U-Tapao international airport Bt158bn High-speed train Bt88bn Laem Chabang port Bt64bn Dual-track railway Bt35bn Motorway Bt10bn Map Ta Phut port
Key tax incentives	5-year 50% CIT reduction (after 8-year exemption) Potential maximum 17% PIT for expats
Other incentives	Long-term land lease (50+49 years) One stop services Fast-track (Special PPP Process: 3-month approval)

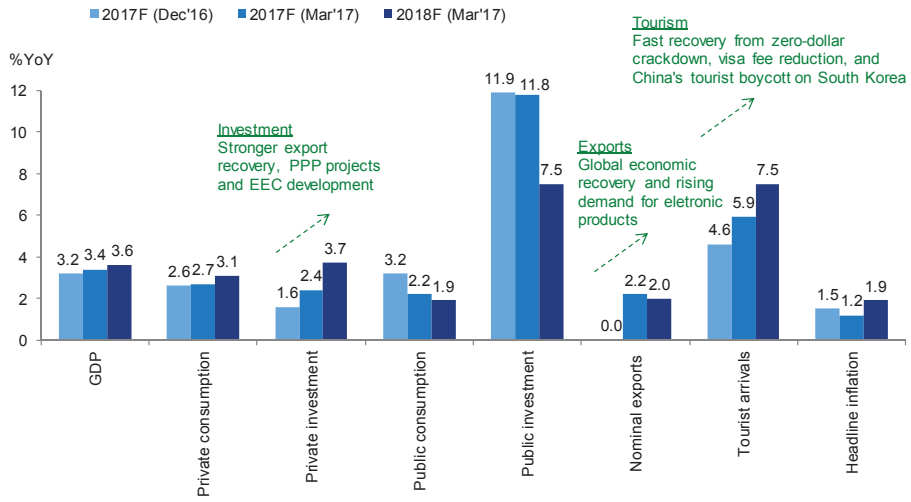
Targeted industries
Current s-curve
Next-generation automotive
Smart electronics
Medical & wellness tourism
Agriculture & Biochemistry
Food
New s-curve
Robotics
Medical hub
Aviation & logistics
Biofuels & biochemicals
Digital

Source: Ministry of Industry, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ธปท. มีมุมมองบวกต่อการลงทุนภาคเอกชนในปี 2017 และ 2018 มากขึ้น

ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปรับประมาณการ GDP ปี 2017 เพิ่มเป็น +3.4% จากคาดการณ์เดิมที่ +3.2% (vs. +3.6% ESU คาด) ตามแนวโน้มการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชนที่สดใสขึ้น โดย ธปท. คาดว่าการส่งออกจะขยายตัวดีขึ้นที่ +2.0% จากก่อนหน้านี้ที่คาดว่าจะไม่ขยายตัว ส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นเช่นกันที่ +2.4% จากเดิมคาดขยายตัว +1.6% นอกจากนี้ ธปท. คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะขยายตัวสูงขึ้นในปี 2018 ที่ระดับ +3.7% ส่วน GDP คาดว่าจะฟื้นตัวดีต่อเนื่องที่ +3.6%

แผนภาพที่ 39: ประมาณการการขยายตัวเศรษฐกิจปี 2017 และ 2018 ของ ธปท.



Source: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นโยบายการค้าสหรัฐฯ เป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวเศรษฐกิจไทย

เรามองว่านโยบายการค้าของสหรัฐฯ เป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า หลังประธานาธิบดี Trump ออกคำสั่งทบทวนการขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ กับ 16 ประเทศ รวมถึงไทย ซึ่งมีความเสี่ยงขึ้นบัญชีเฝ้าระวังในฐานะเป็นประเทศบิดเบือนค่าเงิน เนื่องจากผ่านเกณฑ์ข้อกำหนด 2 ใน 3 ข้อ ได้แก่ ดุลบัญชีเดินสะพัดเกิน 3% ต่อ GDP และมีการสะสมเงินสำรองระหว่างประเทศสูงกว่า 2% ต่อ GDP ในปี 2016 ส่วนมูลค่าเกินดุลการค้าของไทยที่ 1.9 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ อยู่ในระดับต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนดที่ 2 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ เพียงเล็กน้อย

มูลค่าเกินดุลการค้าไทยกับสหรัฐฯ ถือว่ามีขนาดค่อนข้างใหญ่เมื่อเทียบกับขนาดเศรษฐกิจหรือคิดเป็นสัดส่วน 4.6% ของ GDP ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงของมาตรการกีดกันการค้าสหรัฐฯ ต่อเศรษฐกิจไทยในอนาคต ในด้านผลกระทบต่ออุตสาหกรรม เรามองว่าสินค้าส่งออกที่มีการพึ่งพิงตลาดสหรัฐฯ สูงมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบต่อมาตรการกีดกันทางการค้าหรือการขึ้นภาษีนำเข้า ได้แก่ สินค้ากลุ่มที่ใช้แรงงานสูง เช่น อุตสาหกรรมสิ่งทอ และอาหาร ขณะที่ สินค้าส่งออกกลุ่มยานยนต์มีการพึ่งพาตลาดสหรัฐฯ ค่อนข้างต่ำ ทำให้ความเสี่ยงอาจจะอยู่ในระดับต่ำกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ

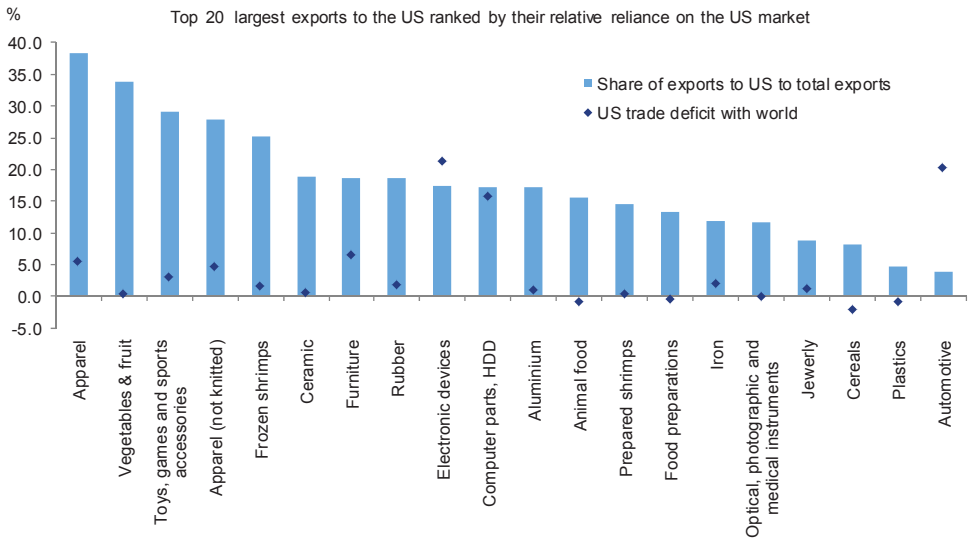
แผนภาพที่ 40: เกณฑ์เฝ้าระวังการบิดเบือนค่าเงินโดยกระทรวงการคลังของสหรัฐฯ

US Treasury criteria of being a currency manipulator

	Trade deficit (>US$20bn)	Current account to GDP (>3%)	Δ in foreign reserve to GDP (>2%)
China	347	1.8	-2.9
Japan	69	3.8	-0.4
Germany	65	8.6	0.0
Mexico	63	-3.3	0.0
Ireland	36	4.7	0.2
Vietnam	32	0.4	-1.4
Italy	28	2.6	0.0
South Korea	28	7.0	0.2
Malaysia	25	2.0	-0.1
India	24	-0.5	0.4
Thailand	**19**	**11.4**	**3.7**
France	16	-1.0	0.1
Switzerland	14	10.7	11.3
Taiwan	13	13.3	1.5
Indonesia	13	-1.7	1.1
Canada	12	-3.3	0.2

Source: International Monetary Fund, Bloomberg Finance LP, US Treasury, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 41: ส่งออกไทยตามลำดับสินค้าที่พึ่งพาการส่งออกไปยังสหรัฐฯ มากที่สุด

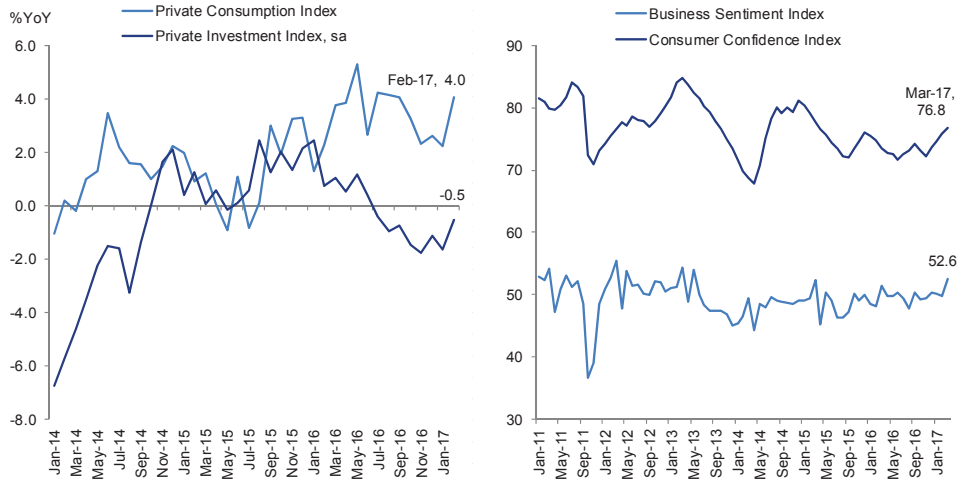


Source: Trade Map, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ท่ามกลางความเชื่อมั่นที่ปรับเพิ่มสูงสุดในรอบหลายปี

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) มีสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น โดยหดตัว -0.5% ในเดือน ก.พ. น้อยลงจากหดตัว -1.6% ในเดือนก่อนหน้า ขณะที่ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (PCI) ฟื้นตัวแข็งแกร่งโดยขยายตัวสูง +4.0% ในเดือน ก.พ. เร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนหน้าที่ +2.2% ท่ามกลางความเชื่อมั่นที่ปรับดีขึ้นต่อเนื่อง โดยในเดือน มี.ค. ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ปรับเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 4 ปี ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) เร่งตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 2 ปี สะท้อนทิศทางเศรษฐกิจที่สดใสในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 42: ดัชนี CCI และ BSI เดือน มี.ค. ปรับเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบหลายปี



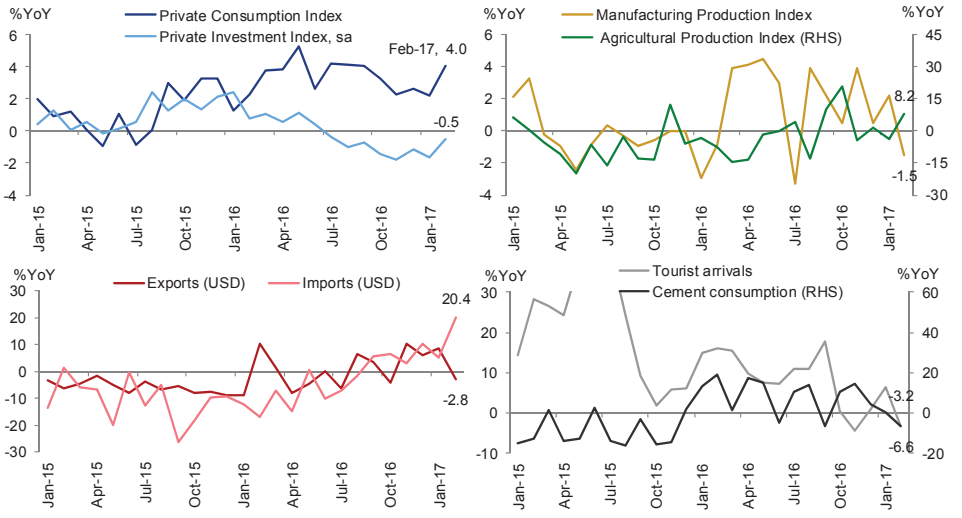
Source: BoT, University of the Thai Chamber of Commerce, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาวะเศรษฐกิจเดือน ก.พ. ปรับตัวดีขึ้น ตามยอดขายรถยนต์เป็นสำคัญ

การชะลอการซื้อรถยนต์จากปลายปีก่อนและการเปิดตัวรถรุ่นใหม่หลายรุ่นช่วยกระตุ้นยอดขายรถยนต์นั่งและรถยนต์พาณิชย์ในเดือน ก.พ. ส่งผลให้ดัชนี PCI และ PII ปรับตัวสูงขึ้น อย่างไรก็ดี มูลค่าการส่งออกพลิกกลับมาหดตัว -2.8% YoY หลังจากขยายตัวสูง +8.8% ในเดือนก่อนจากปัจจัยฐานเป็นสำคัญ เนื่องจากปีที่แล้วมีการส่งออกทองคำสูงกว่าระดับปกติค่อนข้างมาก

ในด้านการผลิต ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัวชั่วคราวที่ -1.5% YoY หลังจากเร่งตัวไปในเดือนก่อนที่ +2.2% ส่วนผลผลิตภาคการเกษตรขยายตัวสูง +8.2% YoY ฟื้นตัวดีขึ้นจากเดือนก่อนที่หดตัว -3.8% ตามผลผลิตข้าวที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ภาคบริการชะลอลงตามจำนวนนักท่องเที่ยวที่พลิกกลับมาหดตัว -3.2% YoY จากเดือนก่อนขยายตัว +6.5% เนื่องจากจำนวนวันที่ลดลง 1 วันในเดือน ก.พ. ปีนี้ และเทศกาลตรุษจีนปีนี้ที่ตกในช่วงเดือน ม.ค. (vs. เดือน ก.พ. ในปีก่อน)

แผนภาพที่ 43: การบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวดีขึ้น ขณะที่การส่งออกหดตัวจากปัจจัยฐาน



Source: BoT, MoC, Office of Agricultural Economics (OAE), Office of Industrial Economics (OIE), 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
Senior Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  London School of Economics and Political Science
  (ทุน British Chevening)
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

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

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แทนไท เสริมศิริมานนท์
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

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