



Global Economic Review



JULY 2014

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ครึ่งปีหลังมีแนวโน้มขยายตัวได้จากการบริโภคและการลงทุนภาคธุรกิจเป็นหลัก คาด Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในกลางปี 2015
- เศรษฐกิจยุโรป การฟื้นตัวเป็นไปอย่างช้าๆ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมยังคงเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยงหลัก ได้แก่ ภาวะเงินเฟ้อต่ำต่อเนื่อง การแข็งค่าของเงินยูโร และการหดตัวของสินเชื่อ
- เศรษฐกิจจีนครึ่งปีหลัง 2014 ส่งสัญญาณว่ามีเสถียรภาพเพิ่มขึ้นจากตัวชี้วัดหลักทางเศรษฐกิจเริ่มกลับมาฟื้นตัว โดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรม รวมถึง ภาคการส่งออกขยายตัวอย่างโดดเด่น
- คาดการฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะมีความต่อเนื่องตลอดช่วงที่เหลือของปี อย่างไรก็ตาม ยังคงต้องอาศัยเวลาพอสมควรกว่าที่เงินเฟ้อจะเข้าสู่เป้าหมาย 2%
- ภายหลังการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปรับตัวดีขึ้นทั้งการบริโภคและการลงทุน

Global Economic Review

Contents

○ สรุปภาวะและแนวโน้มเศรษฐกิจ	3
○ เศรษฐกิจสหรัฐฯ	4
○ เศรษฐกิจยูโรโซน	8
○ เศรษฐกิจจีน	11
○ เศรษฐกิจญี่ปุ่น	15
○ เศรษฐกิจไทย	18



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

คมศร ประกอบผล

ศรันดี สุนันท์สถาพร

อภิชาติ วิศิษฐ์กิจการ

วี โกวิทยา

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

พิมลพรรณ ประวังสุข

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

สรุปภาวะและแนวโน้มเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ครึ่งปีหลังมีแนวโน้มขยายตัวได้จากการบริโภคและการลงทุนภาคธุรกิจเป็นหลัก ด้านนโยบายการเงิน Fed น่าจะยุติการเข้าซื้อพันธบัตรในไตรมาส 4/2014 และคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยในกลางปี 2015 ด้านการเมือง จับตาดูผลการเลือกตั้งกลางเทอม โดยมีโอกาสที่พรรคริพับลิกันจะได้ครองทั้งสองสภา

เศรษฐกิจยูโรโซน การฟื้นตัวเป็นไปอย่างช้าๆ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมยังคงเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยงหลัก ได้แก่ ภาวะเงินเฟ้อต่ำต่อเนื่อง การแข็งค่าของเงินยูโร และการหดตัวของสินเชื่อ ส่งผลทำให้ธนาคารกลางยุโรปประกาศผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ทั้งมาตรการด้านดอกเบี้ยและมิเชดดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายคาดว่าจะมีผลในการกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อได้ค่อนข้างจำกัด แต่จะมีผลทำให้สภาพคล่องในระบบสถาบันการเงินผ่อนคลายมากขึ้น ทั้งนี้ หากปัจจัยเสี่ยงทั้ง 3 ข้างต้นยังคงดำรงอยู่ นโยบายการเงินอาจผ่อนคลายเพิ่มเติมอีก

เศรษฐกิจจีนครึ่งปีหลัง 2014 ส่งสัญญาณว่ามีเสถียรภาพเพิ่มขึ้นจากตัวชี้วัดหลักทางเศรษฐกิจเริ่มกลับมาฟื้นตัวโดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรม รวมถึงภาคการส่งออกขยายตัวอย่างโดดเด่น ด้านภาครัฐยังคงมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งความเสี่ยงของปัญหาฟองสบู่ที่อยู่อาศัยและระบบการเงินลดลง ทั้งนี้ คาดว่ารัฐบาลจีนจะสามารถบรรลุเป้าหมายอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ 7.5% ซึ่งเป็นระดับเดียวกันกับปีก่อน

คาดการณ์ฟื้นตัวของเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะมีความต่อเนื่องตลอดช่วงที่เหลือของปี 2014 ภาวะเศรษฐกิจมีภูมิคุ้มกันที่แข็งแกร่งต่อการปรับขึ้นภาษีพอสสมควร แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มสูงขึ้น หนุนโดยตลาดแรงงานปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ยังคงต้องอาศัยเวลาพอสสมควรกว่าที่เงินเฟ้อจะเข้าสู่เป้าหมาย 2% ดังนั้น ยังคงมีความเป็นไปได้ที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นจะออกมาตรการผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติม

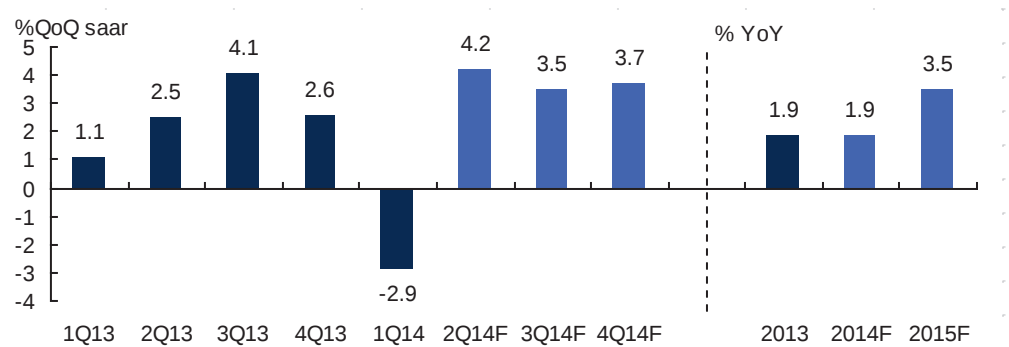
เศรษฐกิจไทยภายหลังการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปรับตัวดีขึ้นทั้งการบริโภคและการลงทุน จากความเชื่อมั่นที่ฟื้นตัวขึ้นเร็วกว่าที่คาดไว้ ประกอบกับนโยบายภาครัฐมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ปัจจัยดังกล่าวจะเป็นช่วยเกื้อหนุนให้เศรษฐกิจไทยกลับมาขยายตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ครึ่งปีหลังมีแนวโน้มขยายตัวได้จากการบริโภคและการลงทุนภาคธุรกิจเป็นหลัก ด้านนโยบายการเงิน Fed น่าจะยุติการเข้าซื้อพันธบัตรในไตรมาส 4/2014 และคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยในกลางปี 2015 ด้านการเมือง จับตามองผลการเลือกตั้งกลางเทอม โดยมีโอกาสที่พรรคริพับลิกันจะได้ครองทั้งสองสภา

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ครึ่งปีหลังขยายตัว หลังซบเซาจากสภาพอากาศช่วงต้นปี

แผนภาพที่ 1: DB คาดเศรษฐกิจสหรัฐฯขยายตัวดี



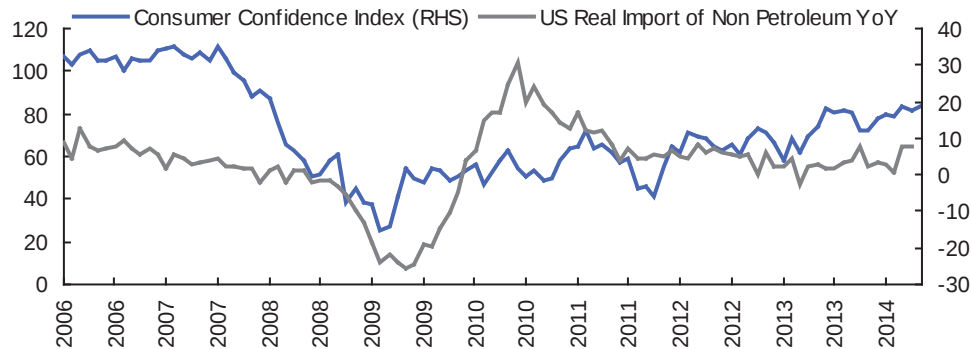
ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สภาพอากาศที่เลวร้ายช่วงต้นปีส่งผลกระทบต่อการผลิตและการบริโภคภาคครัวเรือน ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 1/2014 หดตัว 2.9% QoQ saar ซึ่งก่อนหน้านี้เกิดขึ้นเพียงสองครั้งในประวัติศาสตร์ที่เศรษฐกิจหดตัวโดยไม่ได้อยู่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม ปัจจัยดังกล่าวถูกมองว่าเป็นปัจจัยชั่วคราว ประกอบกับการฟื้นตัวต่อเนื่องของการบริโภค และปัจจัยหนุนการลงทุนภาคธุรกิจที่ชี้ถึงแนวโน้มลงทุนมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี รวมทั้งตลาดแรงงานที่มีแนวโน้มปรับตัวได้ดี ทำให้เรามองว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวเร็วขึ้น คาดทั้งปี 2014 ขยายตัว 1.9% และ 3.4% ในปี 2015

นำโดยการบริโภคภาคครัวเรือน...

แผนภาพที่ 2: ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและความต้องการในประเทศที่เพิ่มขึ้นสะท้อนถึงแนวโน้มการบริโภคสูงขึ้นในอนาคต



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

DB มองว่าการบริโภคภาคครัวเรือนจะเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการขยายตัวของ GDP ในช่วงต่อไป หนุนโดยปัจจัยสำคัญต่างๆ ได้แก่

1. ความมั่งคั่งของครัวเรือนที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องหลังวิกฤต โดยมีสัดส่วนหนี้ต่อรายได้ (Debt per disposable income ratio) ลดลงสู่ระดับต่ำสุดตั้งแต่ ไตรมาส 1/2003 ขณะที่สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่อหนี้สิน (Liquid asset per debt ratio) เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่ไตรมาส 3/2000
2. ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับสูงขึ้น
3. การจ้างงานมีคุณภาพดีขึ้น โดยชั่วโมงการทำงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Workweek) เพิ่มขึ้นกลับมาอยู่ที่ 39 ชั่วโมงต่อสัปดาห์ เป็นระดับเกือบสูงสุดหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (หลังได้รับผลจากสภาพอากาศในไตรมาสแรกลดลงไปอยู่ที่ 34.3 ชั่วโมงต่อสัปดาห์) ซึ่งการทำงานที่มากขึ้นจะทำให้ผลผลิตทางเศรษฐกิจซึ่งนับรวมใน GDP เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ การนำเข้าที่เพิ่มขึ้นยังชี้ว่าความต้องการภายในประเทศแข็งแกร่งขึ้นอีกด้วย

...และการลงทุนของภาคธุรกิจ

แผนภาพที่ 3: อัตราการใช้กำลังการผลิตเข้าสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาว



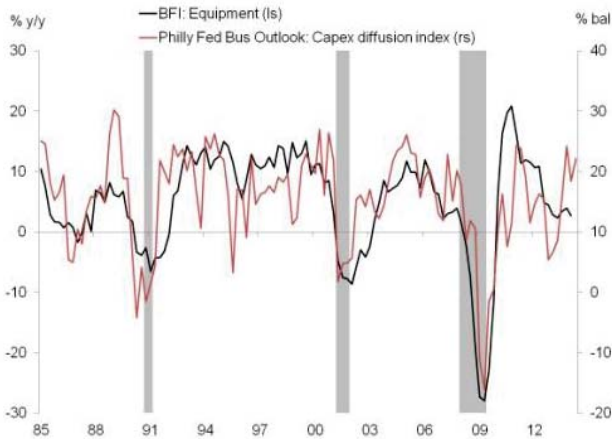
Source: FRB, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

ที่มา: Deutsche Bank

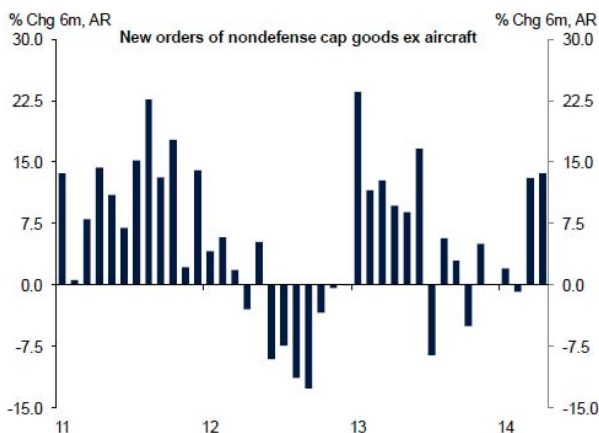
การลงทุนของภาคธุรกิจโดยเฉพาะในสินค้าน่าจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยจากผลสำรวจของ Fed สาขาฟิลาเดลเฟีย และรายงานยอดสั่งซื้อสินค้าคงทนล่าสุดแสดงแนวโน้มการลงทุนในภาคธุรกิจที่เพิ่มขึ้น(แผนภาพที่ 4-5) มองไปข้างหน้า ปัจจัยหนุนการลงทุนต่างๆ อาทิ อายุของเครื่องจักรที่มากขึ้นเนื่องจากการลงทุนในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจน้อยกว่าปกติ อัตราการใช้กำลังการผลิตที่เข้าสู่ระดับสูง และ สภาพคล่องที่มีอยู่ล้นเหลือในภาคธุรกิจ จะสนับสนุนแนวโน้มการลงทุนในอนาคตว่าจะเร่งขึ้น และเป็นสัดส่วนสำคัญต่อการขยายตัวของ GDP ในปีนี้ได้มากขึ้น

ทั้งนี้ ความสนใจของนักเศรษฐศาสตร์ต่อการลงทุนของภาคเอกชนที่เพิ่มมากขึ้นเป็นสัญญาณหนึ่งที่ชี้ว่าเศรษฐกิจกำลังฟื้นตัวเข้าสู่ระยะที่ฟื้นตัวโดยไม่ต้องอาศัยแรงกระตุ้นจากภาคการเงินการคลัง (Self-sustaining Recovery) และอาจส่งผลให้ Fed มีมุมมองเชิงเข้มงวดมากขึ้น ซึ่งจะกล่าวในหัวข้อต่อไป

แผนภาพที่ 4: ผลสำรวจแนวโน้มการใช้จ่ายในสินค้าทุนในอีก 6 เดือนข้างหน้า ของ Fed สาขาฟิลาเดลเฟีย เพิ่มขึ้น



แผนภาพที่ 5: ยอดสั่งซื้อสินค้าคงทนกลับมาสูงขึ้นหลังผลของสภาพอากาศหายไป

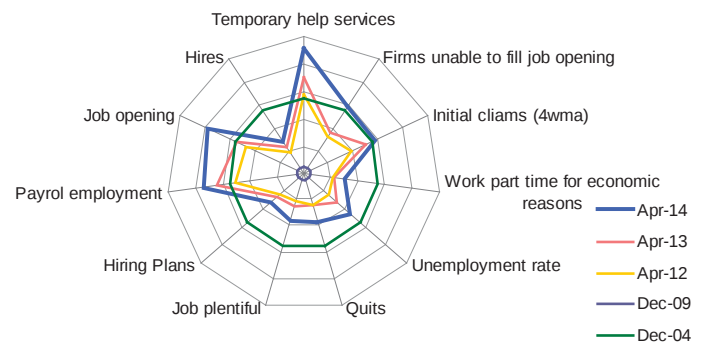


ที่มา: Deutsche Bank

เศรษฐกิจที่เติบโตส่งผลดีต่อการฟื้นตัวในตลาดแรงงานและเงินเพื่อให้ฟื้นตัวเร็วกว่าที่ Fed คาด

แนวโน้มเศรษฐกิจขยายตัวจะส่งผลดีต่อภาพรวมของตลาดแรงงานเช่นกัน ซึ่งหากการจ้างงานนอกภาคเกษตรยังคงเพิ่มขึ้นเดือนละกว่า 2 แสนตำแหน่งต่อไป จะทำให้เกิดการจ้างงานกว่า 2.6 ล้านตำแหน่งในปี (สูงสุดนับตั้งแต่ปี 1999) และทำให้อัตราการว่างงานลดลงต่ำกว่า 6% ภายในสิ้นปีนี้ เร็วกว่าที่ Fed ประเมินการไว้เกือบ 1 ปี

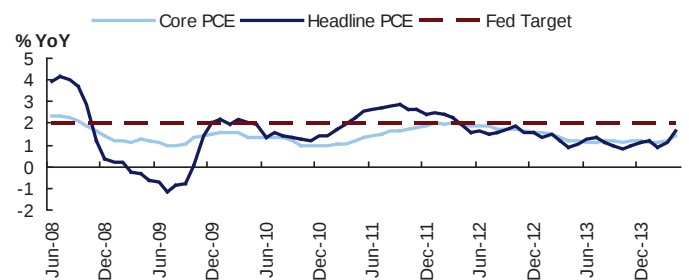
แผนภาพที่ 6: ตลาดแรงงานพัฒนาขึ้นต่อเนื่องแม้จะมีบางด้านที่ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าช่วงก่อนวิกฤต



ที่มา: Federal Reserve bank of St. Louis, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ ตลาดแรงงานในด้านอื่นๆพัฒนาขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน โดยหากเทียบข้อมูลปี (เส้นกราฟสีน้ำเงิน) กับสองปีก่อนหน้า (เส้นกราฟสีส้มและเหลือง) จะเห็นได้ว่าการปรับตัวขึ้นต่อเนื่องกว่าปีก่อนหน้าในทุกด้าน และ DB ยังมองว่าการฟื้นตัวดีกว่าที่นาง Yellen แสดงความกังวลในช่วงต้นปี สะท้อนจากอัตราเงินเฟ้อที่กำลังเพิ่มขึ้น (แผนภาพที่ 7)

แผนภาพที่ 7: เงินเฟ้อสูงขึ้นและอาจเท่ากับเป้าหมายของ Fed ในสิ้นปีนี้



ที่มา: Federal Reserve bank of St. Louis, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

DB คาดว่าเงินเฟ้อจะสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ภายในสิ้นปี 2014 เช่นกัน โดยในอดีต เงินเฟ้อจะมีแรงกดดันให้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่ออัตราการว่างงานจริงเท่ากับอัตราการว่างงานตามธรรมชาติ (NAIRU) ซึ่งหากดูจากแนวโน้มเงินเฟ้อที่สูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาจะสะท้อนถึงอัตราว่างงานที่เกือบเท่าอัตราว่างงานตามธรรมชาติ (ค่าเฉลี่ยอัตราการว่างงานใน 20 ปี อยู่ที่ 6% ซึ่ง DB เชื่อว่าเป็นอัตราว่างงานตามธรรมชาติ) ดังนั้น ในปัจจุบันที่มีอัตราว่างงาน 6.3% ซึ่งสูงกว่าอัตราธรรมชาติเพียง 30bps จึงน่าจะเป็นแรงกดดันให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นตลอดครึ่งหลังของปี

Fed จะยุติ QE ในไตรมาส 4/2014

Fed ประกาศลดวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ครั้งละ 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทุกการประชุมตั้งแต่ ธ.ค. 2013 (โดยเริ่มมีผลตั้งแต่เดือน ม.ค. 2014) จาก 8.5 หมื่นล้านฯ เหลือ 3.5 หมื่นล้านฯ ในปัจจุบันซึ่งตลาดคาดว่า Fed จะประกาศยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์ในการประชุมเดือน ต.ค. หรืออย่างช้าในเดือน ธ.ค. 2014 (เหลือการประชุมอีก 4 ครั้งในปีนี้ได้แก่วันที่ 29-30 ก.ค., 16-17 ก.ย., 28-29 ต.ค., และ 16-17 ธ.ค.)

ตลาดคาด Fed น่าจะขึ้นดอกเบี้ยนโยบายกลางปี 2015

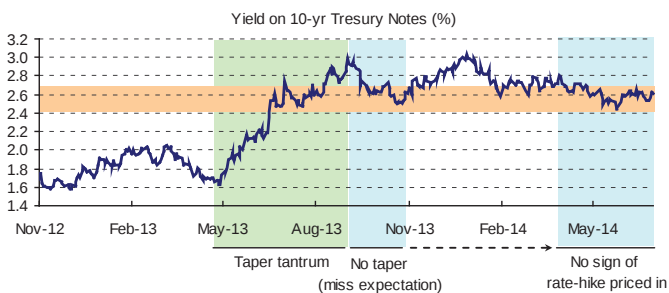
DB และตลาดมองว่า Fed จะเริ่มปรับดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Fund Rates) ขึ้นในกลางปี 2015 โดยอ้างอิงจากแถลงการณ์ของนาง Yellen ประธาน Fed ที่คาดว่าอาจเริ่มขึ้นดอกเบี้ย 6 เดือนหลังจากยุติการเข้าซื้อสินทรัพย์

อย่างไรก็ตามยังคงมีความเห็นของสมาชิก FOMC ซึ่งแตกต่างกัน อาทิ นาย Williams ประธาน Fed สาขาซานฟรานซิสโกที่เชื่อว่าดอกเบี้ยจะเริ่มขึ้นในครึ่งปีหลังของปี 2015 และ นาย Dudley รองประธาน Fed กล่าวว่า การขึ้นดอกเบี้ยกลางปี 2015 เป็นสิ่งที่เป็นไปได้ ขณะที่นาย Plosser ประธาน Fed สาขาฟิลาเดลเฟีย เสนอให้ขึ้นดอกเบี้ยในไตรมาส 3/2014 โดยมองว่าเศรษฐกิจเข้าใกล้การฟื้นตัวอย่างสมบูรณ์ เป็นต้น

แต่มีความเสี่ยงโดยเฉพาะตลาดพันธบัตร หาก Fed ส่งสัญญาณดอกเบี้ยเร็วกว่าคาด

ขณะนี้นักลงทุนไม่มีความกังวลว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นในเร็ววัน สะท้อนจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี อยู่ที่ราว 2.5% (ลดลงจากปลายปี 2013 ที่เริ่มลดวงเงิน QE) ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงที่ตลาดไม่ได้คาดถึงการปรับเปลี่ยนนโยบายในช่วง ต.ค. - ต้น ธ.ค. 2013 ดังนั้น ความผันผวนในตลาดพันธบัตรอาจเกิดขึ้นได้หาก Fed ส่งสัญญาณนโยบายเร็วกว่าที่คาด โดยเฉพาะหากเศรษฐกิจ การจ้างงาน และเงินเฟ้อขยายตัวได้ตามเป้าหมายในปลายปีตามที่ DB ประเมินไว้ดังที่กล่าวไปข้างต้น

แผนภาพที่ 8: ผลตอบแทนในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯยังไม่สะท้อนความกังวลต่อการปรับขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งอาจทำให้มีความผันผวนหาก Fed ส่งสัญญาณเร็วกว่าคาด



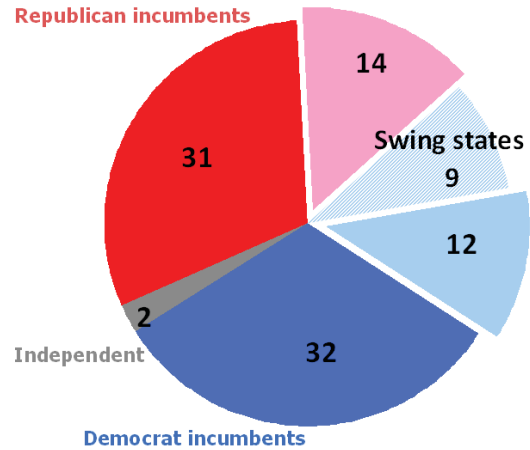
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ ในเดือน พ.ค. 2013 เมื่อนาย Bernanke ส่งสัญญาณจะเริ่มลดวงเงิน QE (QE Tapering) ในครึ่งปีหลัง (ซึ่งตลาดพันธบัตรไม่ได้คาดไว้) ทำให้เกิดการเทขายพันธบัตรอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรเดือน พ.ค. เพิ่มขึ้นจาก 1.62% เมื่อต้นเดือน พ.ค. ไปอยู่ที่ราว 3% ภายใน 5 เดือน

จับตามองการเลือกตั้งของสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย.

สหรัฐฯ จะจัดการเลือกตั้งกลางเทอม ณ วันที่ 4 พ.ย. 2014 โดยสภาผู้แทนจะจัดให้มีการเลือกตั้งใหม่ทั้งหมด 435 ที่นั่ง ขณะที่วุฒิสภาจะจัดให้มีการเลือกตั้งเพียง 1 ใน 3 (33 ที่นั่ง และอาจมีการเลือกตั้งพิเศษในรัฐอื่นเพิ่มเติมอีก 2 ที่นั่ง)

แผนภาพที่ 9: รีพับลิกันมีโอกาสที่จะชิงวุฒิสภามาจากเดโมแครต



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เพราะมีความเป็นไปได้ที่รีพับลิกันอาจได้เสียงส่วนใหญ่ทั้งสองสภา

จากผลสำรวจล่าสุดพบว่า ในสภาล่างพรรครีพับลิกันน่าจะได้รับการเลือกตั้งและกลับมาเป็นเสียงส่วนใหญ่ได้อีกครั้ง นอกจากนี้ พรรครีพับลิกัน มีโอกาสที่จะชนะการเลือกตั้งในวุฒิสภาที่เดโมแครตเป็นเสียงส่วนใหญ่อยู่ เพราะในจำนวน 35 ที่นั่งที่ต้องเลือกตั้งนั้น เป็นของเดโมแครต 21 ที่นั่ง และรีพับลิกัน 14 ที่นั่ง ซึ่งใน 14 ที่นั่งของรีพับลิกัน คาดว่าพรรคจะได้อีกคืนมาทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ใน 21 ที่นั่งของเดโมแครต อาจมีบางรัฐต้องเสียให้กับรีพับลิกันก็เป็นได้ เนื่องจากเป็นรัฐที่สูสีมาก (Swing State) ในการเลือกตั้งครั้งก่อน และรีพับลิกันต้องการอีกเพียง 6 ที่นั่ง ก็จะได้เป็นเสียงส่วนใหญ่ในวุฒิสภา และหากรีพับลิกันทำสำเร็จ จะส่งผลให้การบริหารงานของ ปธน. โอบามา ยกขึ้นในช่วง 2 ปีสุดท้ายของการดำรงตำแหน่ง เนื่องจากเสียงส่วนใหญ่ของทั้งสองสภาเป็นของพรรคฝ่ายค้าน

แผนภาพที่ 10: คาดการณ์เศรษฐกิจสหรัฐฯ ล่าสุดโดย Deutsche Bank

Macro-economic activity & inflation forecasts											
Economic Activity (% qoq, saar)	2014				2015				2013	2014F	2015F
GDP	-2.9	4.2	3.5	3.7	3.4	3.3	3.2	3.1	1.9	1.9	3.5
Private consumption	1.0	3.0	2.6	2.6	2.8	2.9	3.0	3.0	2.0	2.3	2.8
Investment	-11.7	10.6	9.6	8.5	7.7	7.1	6.2	5.2	5.4	3.5	7.8
Gov't consumption	-0.8	1.3	2.6	3.6	2.6	2.6	2.6	2.6	-2.2	-0.4	2.7
Exports	-8.9	6.0	6.0	6.0	5.0	5.0	5.0	5.0	2.7	2.5	5.4
Imports	1.8	3.0	7.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	1.4	3.3	5.9
Contribution (ppi): Stocks	-1.6	0.4	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0
Net trade	-1.4	0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.1	-0.2	-0.2
Industrial Production									2.9	2.5	4.7
Unemployment rate, %	6.7	6.3	6.1	5.9	5.8	5.7	5.5	5.4	7.4	6.2	5.6
Prices & wages (% yoy)											
CPI	1.4	2.0	2.1	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2	1.5	2.0	2.3
Core CPI	1.6	1.9	2.0	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	1.8	1.9	2.5
Producer prices	1.5	2.8	3.1	3.8	3.6	3.4	3.2	3.0	1.2	2.8	3.3
Compensation per empl.	2.3	2.1	2.5	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	1.6	2.4	2.9
Productivity	1.0	0.9	0.4	0.2	1.3	1.3	1.3	1.3	0.5	0.6	1.3

Source: National Authorities & Deutsche Bank

ที่มา: Deutsche Bank

เศรษฐกิจยูโรโซน

การฟื้นตัวเป็นไปอย่างช้าๆ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมยังคงเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยงหลัก ได้แก่ ภาวะเงินเฟ้อต่ำต่อเนื่อง การแข่งค่าของเงินยูโร และการหดตัวของสินเชื่อ ส่งผลทำให้ ธนาคารกลางยุโรปประกาศผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ทั้งมาตรการด้านดอกเบี้ย และมีใช้ดอกเบี้ย อย่างไรก็ดี นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายคาดว่าจะมีผลในการกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อได้ค่อนข้างจำกัด แต่จะมีผลทำให้สภาพคล่องในระบบสถาบันการเงินผ่อนคลายมากขึ้น ทั้งนี้ หากปัจจัยเสี่ยงทั้ง 3 ข้างต้นยังคงดำรงอยู่ นโยบายการเงินอาจผ่อนคลายเพิ่มเติมอีก

แนวโน้มเศรษฐกิจครึ่งหลังของปี 2014

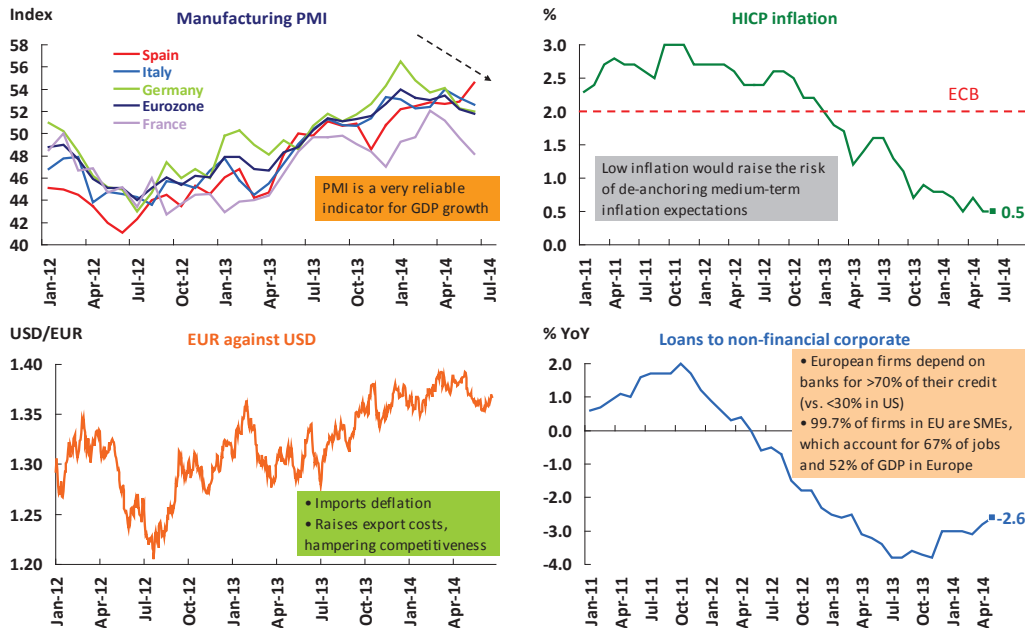
การฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นไปอย่างช้าๆ ...

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มแผ่วลง สะท้อนจาก ดัชนีผู้จัดการจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing PMI) ในไตรมาส 2/2014 โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 52.5 แผ่วลงจาก 53.4 ในไตรมาศก่อนหน้า เป็นสัญญาณชี้ว่าอัตราขยายตัวของเศรษฐกิจ (GDP) ไตรมาสที่ 2 มีแนวโน้มชะลอลงจากไตรมาสที่ 1 ซึ่งขยายตัวค่อนข้างต่ำ +0.2% QoQ sa (เทียบกับไตรมาสก่อนหน้าหลังปรับผลของฤดูกาล) เนื่องจากดัชนี PMI เป็นเครื่องชี้วัด GDP ที่ค่อนข้างแม่นยำ

... เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมยังคงเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยงหลัก: ภาวะเงินเฟ้อต่ำต่อเนื่อง การแข่งค่าของเงินยูโร และการหดตัวของสินเชื่อ

ภาวะเงินเฟ้อต่ำเป็นเวลานานจะมีผลต่อการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในระยะปานกลาง อันจะส่งผลทำให้ทั้งภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจชะลอการใช้จ่ายด้านการบริโภคและการลงทุน ด้วยคาดการณ์ว่าราคาสินค้าหรือต้นทุนการผลิตในอนาคตจะถูกกด ในขณะที่การแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องของค่าเงินยูโรส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อที่ต่ำอยู่แล้วอาจต่ำลงอีก (ผ่านทางต้นทุนการนำเข้าที่ลดลง โดยเฉพาะราคาพลังงาน) และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอาจชะงักงัน (ผ่านการชะลอตัวของภาคส่งออก จากการสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน) สำหรับผลกระทบจากการหดตัวของสินเชื่อ เนื่องจากโครงสร้างการกู้ยืมของภาคเอกชนในยูโรโซนพึ่งพิงการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก (คิดเป็น 70% ของการระดมทุนทั้งหมด vs. 30% ในสหรัฐฯ) โดยภาคธุรกิจที่ประสบปัญหาการเข้าถึงแหล่งเงินทุนส่วนใหญ่เป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ซึ่งจำนวนบริษัทที่เป็น SMEs ในยุโรปมีสัดส่วนถึง 99.7% ของจำนวนบริษัททั้งหมด ขณะที่จ้างงานเกือบ 70% ของการจ้างงานทั้งหมด และขนาดเศรษฐกิจรวมกันมีสัดส่วนสูงกว่า 50% ของเศรษฐกิจโดยรวม

แผนภาพที่ 11: การฟื้นตัวเป็นไปอย่างช้าๆ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโดยรวมยังคงเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยงหลัก: ภาวะเงินเฟ้อต่ำต่อเนื่อง การแข็งค่าของเงินยูโร และการหดตัวของสินเชื่อ



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

ส่งผลทำให้ ธนาคารกลางยุโรปประกาศผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม

ท่ามกลางปัจจัยเสี่ยงดังกล่าว ส่งผลทำให้ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินวันที่ 5 มิ.ย. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank: ECB) ตัดสินใจผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ทั้งมาตรการด้านดอกเบี้ยและมิใช่ดอกเบี้ย ด้วยหวังว่าจะทำให้กลไกการส่งผ่านนโยบายการเงิน (ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อสู่ภาคเศรษฐกิจจริง) ทำงานได้มากขึ้น ทั้งนี้ ECB ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้ง 3 ประเภทลง ได้แก่ Main Refinancing Operations (MRO: ธนาคารพาณิชย์กู้ ECB ระยะ 1 สัปดาห์) ลดลง 0.10ppt เหลือ 0.15%; Marginal Lending Facility (MLF: ธนาคารพาณิชย์กู้ ECB ระยะข้ามคืน) ลดลง 0.35ppt เหลือ 0.40%; และ Deposit Facility (DF: ธนาคารพาณิชย์ฝากสภาพคล่องส่วนเกินไว้กับ ECB) ลดลง 0.10ppt เป็น ติดลบ 0.15% เพื่อผลักดันให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจมากขึ้น (เพราะมีต้นทุนในการฝากเงินกับ ECB)

นอกจากมาตรการด้านดอกเบี้ยแล้ว ECB ได้ประกาศใช้เครื่องมืออื่นๆ ควบคู่ไปด้วย ประกอบด้วย ต่ออายุมาตรการ Fixed-Rate Full Allotment (เงินกู้ยืมปรับสภาพคล่องไม่จำกัดจำนวน) ออกไปจนถึง ธ.ค. 2016; ยุติการดูดซับสภาพคล่องภายใต้มาตรการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (Ending SMP Sterilisation); และการให้สินเชื่อระยะยาวแก่ธนาคารพาณิชย์ที่ปล่อยสินเชื่อให้กับภาคเอกชนที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และไม่รวมสินเชื่อสิ่งทรมทรัพย์ (Targeted Long-Term Refinancing Operations: TLTROs)

อย่างไรก็ดี มาตรการผ่อนคลายเป็นดังกล่าวก้าวหน้าจะมีผลในการกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อได้ค่อนข้างจำกัด แต่จะมีผลทำให้สภาพคล่องในระบบสถาบันการเงินผ่อนคลายมากขึ้น

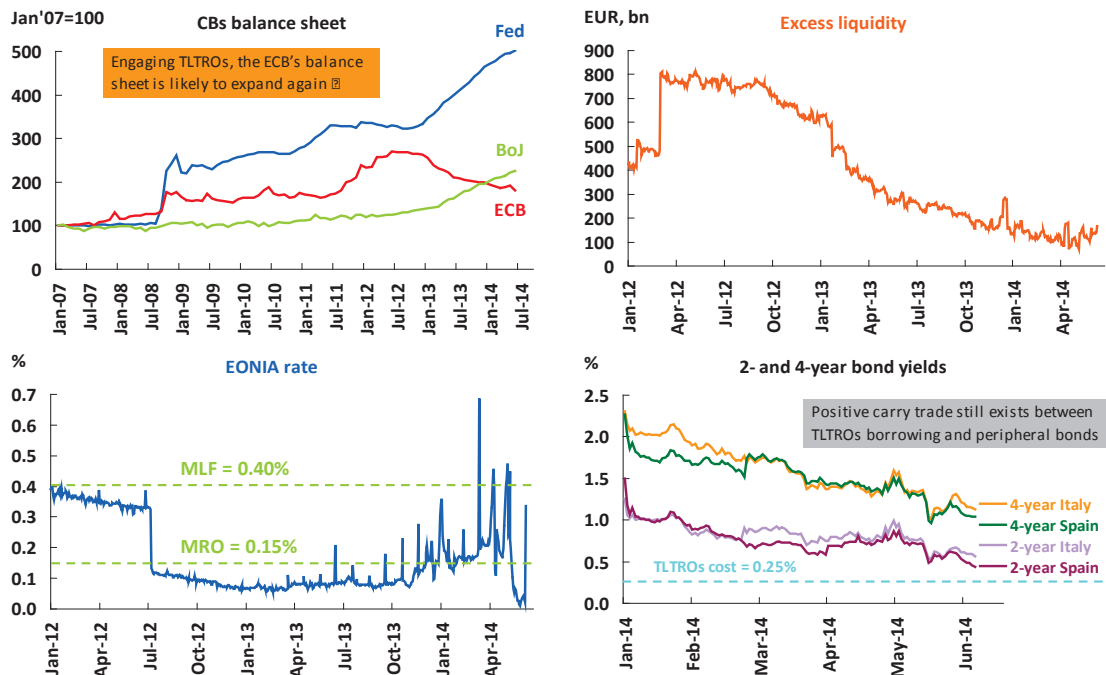
นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ประเมินว่ามาตรการผ่อนคลายล่าสุดของ ECB จะมีผลในการกระตุ้นการปล่อยสินเชื่ออย่างจำกัด แต่จะมีผลทำให้ค่าเงินยูโรอ่อนค่าได้ระดับหนึ่ง เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำจะทำให้สินทรัพย์ที่กำหนดราคาเป็นเงินสกุลยูโรมีความน่าสนใจน้อยกว่าสินทรัพย์สกุลเงินอื่นๆ (กระแสเงินทุนไหลออกสุทธิมากขึ้น) นอกจากนี้ สภาพคล่องในระบบสถาบันการเงินจะผ่อนคลายมากขึ้น เนื่องจากมาตรการ TLTROs จะทำให้งบดุลของ ECB มีแนวโน้มขยายเพิ่มขึ้น (เช่นเดียวกับมาตรการ LTROs 2 ครั้งที่แล้วในเดือน ธ.ค. 2011 และ ก.พ. 2012) รวมถึงความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินมีแนวโน้มลดลง เนื่องจากกรอบอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Corridor) ทั้ง 3 ประเภทแคบลง เหลือ 0.25ppt (-0.10% DF; 0.15% MRO; 0.40% MLF) จากกรอบ 0.25-0.5ppt ก่อนหน้านี้ (0% DF; 0.25% MRO; 0.75% MLF) ช่วยลดทอนความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดกู้ยืมธนาคารพาณิชย์ให้อยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพมากขึ้น ขณะเดียวกันก็ยังคงกรอบการเคลื่อนไหวให้กว้างพอที่จะสร้างแรงจูงใจให้สถาบันการเงินปรับสภาพคล่องระหว่างกันในตลาดตามปกติ

ขณะเดียวกัน ต้นทุนการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์เพื่อมาทำ Carry Trade ต่ำลงมาก กล่าวคือ ต้นทุนกู้ยืมภายใต้มาตรการ TLTROs ระยะ 4 ปี อยู่ที่ 0.25% ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอิตาลีและสเปนอายุ 4 ปี ปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 1% กว่าๆ ซึ่งส่วนต่างดังกล่าวจึงจูงใจมากพอที่จะทำให้ธนาคารพาณิชย์เลือกที่จะทำ Carry Trade มากกว่าที่จะไปปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ซึ่งมีความเสี่ยงสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอีกด้วย

ทั้งนี้ หากปัจจัยเสี่ยงทั้ง 3 ข้างต้นยังคงดำรงอยู่ ECB อาจประกาศผ่อนคลายเป็นเพิ่มเติมอีก

นอกเหนือจากมาตรการผ่อนคลายข้างต้น ECB ยังส่งสัญญาณว่าจะเข้าซื้อสินทรัพย์ที่มีสินเชื่อบนหลักทรัพย์ (Asset Backed Securities: ABS) โดยระบุว่าอยู่ในระหว่างการศึกษาและเตรียมการ โดยช่วงต้นอาจเริ่มจากการผ่อนคลายกฎเกณฑ์ในการทำธุรกรรมเกี่ยวกับ ABS เพื่อกระตุ้นให้ปริมาณธุรกรรม ABS มีจำนวนมากขึ้น เนื่องจากปัจจุบัน ตลาด ABS มีปริมาณหมุนเวียนที่ค่อนข้างน้อย มีขนาดเพียง 5.5 แสนล้านยูโร เมื่อเทียบกับ จำนวน 5.7 ล้านล้านยูโร ที่เป็นสินเชื่อภาคเอกชน (ที่ไม่ใช่สถาบันการเงินและไม่รวมสินเชื่อสหกรณ์) ในยูโรโซน ในจำนวนนี้ เป็น ABS ของธุรกิจ SMEs เพียง 5 หมื่นล้านยูโร ซึ่งมีปริมาณน้อยเกินกว่าที่การเข้าซื้อของ ECB จะสร้างผลกระทบที่มีนัยสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 12: ภาพการเงินมีแนวโน้มผ่อนคลายเป็นมากขึ้น ผ่านการขยายงบดุลของ ECB และความผันผวนในตลาดการเงินลดลง



ที่มา: European Banking Federation, ECB, US Federal Reserve, Bank of Japan (BoJ), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

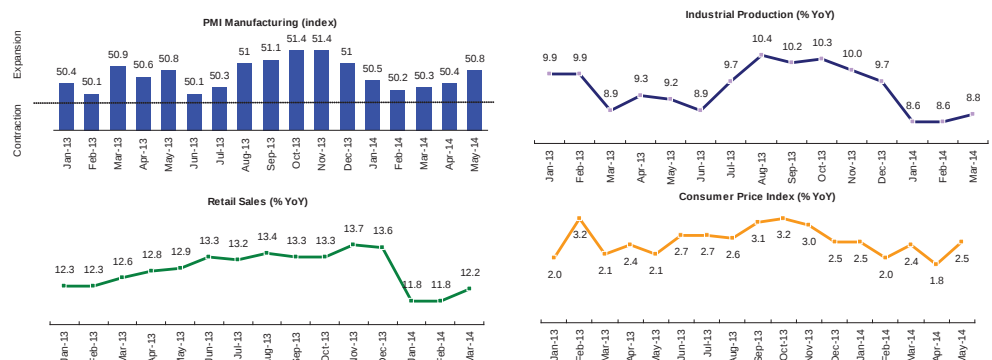
เศรษฐกิจจีนครึ่งปีหลัง 2014 ส่งสัญญาณว่ามีเสถียรภาพเพิ่มขึ้นจากตัวชี้วัดหลักทางเศรษฐกิจเริ่มกลับมาฟื้นตัวโดยเฉพาะภาคอุตสาหกรรม รวมถึง ภาคการส่งออกขยายตัวอย่างโดดเด่น ด้านภาครัฐยังคงมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศอย่างต่อเนื่อง อีกทั้ง ความเสี่ยงของปัญหาฟองสบู่ที่อยู่อาศัยและระบบการเงินลดลง ทั้งนี้คาดว่า รัฐบาลจีนจะสามารถบรรลุเป้าหมายอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ 7.5% ซึ่งเป็นระดับเดียวกันกับปีก่อน

สรุปภาวะเศรษฐกิจ

ตัวชี้วัดหลักทางเศรษฐกิจหลายตัว บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจีนเริ่มฟื้นตัวขึ้น

จากช่วงต้นปีที่ผ่านมาตัวเลขดัชนีชี้วัดหลักทางเศรษฐกิจออกมาไม่ค่อยดี แต่ในเดือน พ.ค. ดัชนีหลายตัว เริ่มมีแนวโน้มฟื้นตัวซึ่งเป็นสัญญาณว่าเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีหลังน่าจะเริ่มกลับมาดีขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคอุตสาหกรรมที่ขยายตัวขึ้นอย่างเห็นได้ชัด สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายซื้อภาคอุตสาหกรรม (PMI Manufacturing index) เดือน พ.ค. สูงขึ้นอยู่ที่ 50.8 นับว่าเป็นตัวเลขสูงสุดในรอบ 5 เดือน ซึ่งตลาดมองว่าเศรษฐกิจได้ผ่านจุดที่ต่ำสุดมาแล้วและกำลังมีเสถียรภาพขึ้นเรื่อยๆ ทั้งนี้เป็นผลจากมาตรการของภาครัฐในช่วงที่ผ่านมาเริ่มส่งผ่านมายังเศรษฐกิจจริง

แผนภาพที่ 13: ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจที่สำคัญหลายตัว บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจีนเริ่มกลับมามีเสถียรภาพ



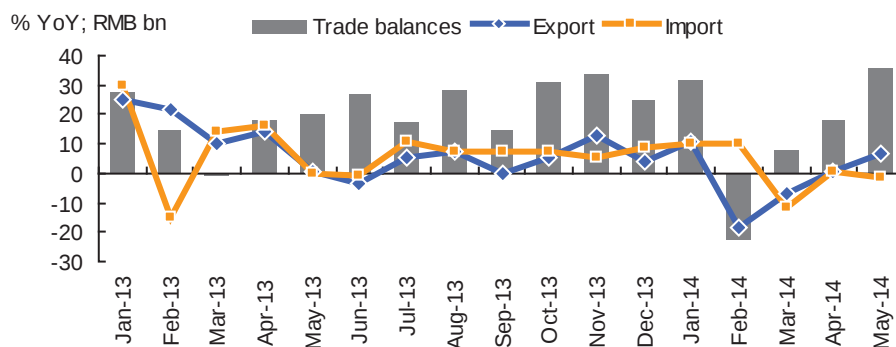
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออกปรับตัวดีขึ้นอย่างชัดเจน ขณะที่การนำเข้ามีแนวโน้มหดตัวมากขึ้น ทำให้คาดว่าในปี 2014 ดุลการส่งออกสุทธิจะเป็นตัวสนับสนุนอัตราการเติบโตของ GDP ที่ 0.6ppt

ตัวเลขการส่งออกมีแนวโน้มที่จะขยายตัวอย่างโดดเด่นในช่วงครึ่งปีหลังจากการที่ประเทศคู่ค้าหลักของจีน ได้แก่ สหรัฐฯ และประเทศในแถบยุโรปมีความต้องการนำเข้าเพิ่มขึ้นภายหลังที่เศรษฐกิจของประเทศเหล่านั้นก็กลับมาฟื้นตัว อีกทั้งผลของฐานการส่งออกสูงในปีก่อนค่อยๆหมดไปทำให้ตัวเลขการส่งออกเริ่มกลับมาแสดงค่าที่แท้จริง ภายหลังที่ตัวเลขการส่งออกจีนติดลบอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เดือน ก.พ. โดยเมื่อเฉลี่ย 4 เดือนแรกหดตัว 3.32% YoY ทั้งนี้การส่งออกเดือน พ.ค. กลับมาเร่งตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่ง สู่ 7% YoY และสูงกว่าตลาดคาด (จาก 0.9% YoY เดือนก่อน และ 6.7% ตลาดคาด)

ด้านการนำเข้ามีแนวโน้มลดลงจากการที่ธนาคารพาณิชย์เข้มงวดในการปล่อยกู้เพื่อการลงทุนในอุตสาหกรรมการผลิตสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะโลหะอุตสาหกรรมได้แก่ เหล็กและสังกะสี อีกทั้งกรมศุลกากรเข้ามาตรวจสอบการนำเข้ามากขึ้น ส่งผลให้ผู้บริโภคหันมาซื้อสินค้าภายในประเทศทดแทนการนำเข้า

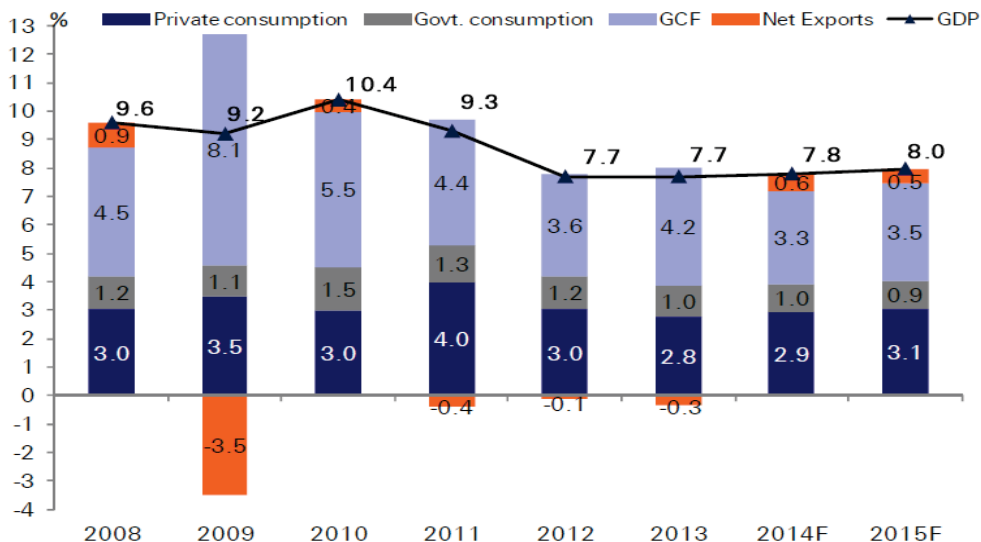
แผนภาพที่ 14: การส่งออกขยายตัวเพิ่มขึ้นขณะที่การนำเข้าหดตัว ส่งผลให้ดุลการส่งออกสุทธิเร่งตัวขึ้น



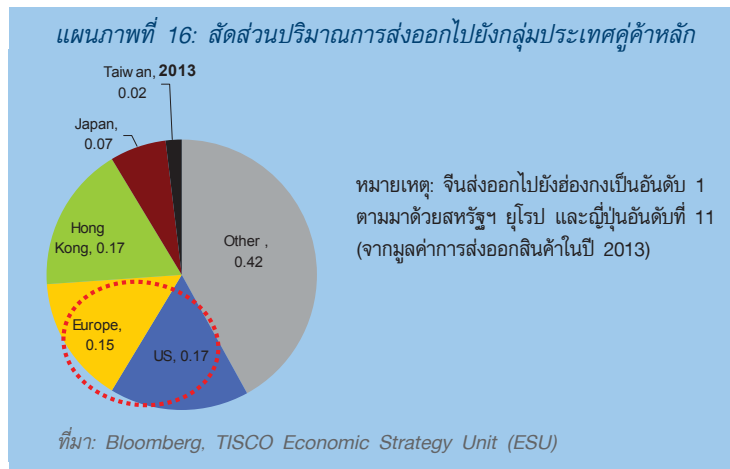
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

DB คาดว่า การส่งออกปี 2014 จะเพิ่มขึ้น 11% YoY และการนำเข้าจะลดลง 10% YoY ทำให้การเกินดุลของการส่งออกสุทธิมีส่วนสนับสนุนให้อัตราการเติบโตของ GDP เป็นบวกได้เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี ถึง 0.6ppt

แผนภาพที่ 15: ดุลการส่งออกสุทธิจะกระตุ้น GDP ได้ในปี 2014 ซึ่งนับเป็นปีแรกในรอบ 4 ปี



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



นอกจากนี้ ภาครัฐมีแนวโน้มที่จะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องตลอดทั้งปี เพื่อให้เศรษฐกิจปี 2014 เติบโตตามเป้าหมายที่ 7.5%

แผนภาพที่ 17: มาตรการของภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

Measures	Implementation	Details	Impact
Targeted RRR cut	Implemented	- Apr: RRR cut for country-level rural commercial banks by 200 bps and rural credit cooperative by 50 bps. - Jun: RRR cut for banks supporting rural borrowers and SMEs by 50 bps.	- DB estimates that this policy will have limited impact for financial system, liquidity at most Rmb100bn. - The targeted RRR cut will expand to be universal RRR cut in long term.
Relending to one of the policy banks	Implemented	May: PBoC injected liquidity quota at 50 billion yuan (\$8 billion).	This policy will expand relending facilities to smaller enterprises and increase the supply of bonds issued in the right way to distribute liquidity in the country.
Faster fiscal spending	Implemented	May: MoF urged quicker budget spending	DB pointed out - GDP 2014 is projected around 7.5% in line with their target as Premier Li intends to achieve these goals. - Premier Li has broken away from past modes of policy easing and instead emphasized "targeted stimulus measures."
Relending for SMEs loan	Plan	May: China will support SMEs loans by expanding the size of relending and special financial bonds.	
Lower funding cost for real economy	Plan	May: China will cut funding cost by better regulating interbank, clearing unnecessary funding tunnels and cutting administrative fees to mitigate corporate costs	

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

ช่วงกลางเดือน พ.ค. ที่ผ่านมานายหลี่ เค่อเฉียง นายกรัฐมนตรีจีนออกมายืนยันว่าจะไม่ทำให้เศรษฐกิจจีนอยู่ในจุดตกต่ำอย่างที่ผ่านมาและจะรักษาอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจให้เท่ากับปีก่อนที่ 7.5% ซึ่งตั้งแต่ต้นปีภาครัฐได้ส่งสัญญาณให้ความสำคัญกับการพัฒนาที่ยั่งยืน รวมถึงการปฏิรูปภาคเอกชน ระบบการเงิน ระบบการกระจายรายได้และการบังคับใช้กฎหมายให้มีความเข้มแข็ง โดยได้มีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการผ่อนคลายนโยบายทางการเงินและการคลัง ทั้งนี้ผลของนโยบายเริ่มส่งผ่านมายังเศรษฐกิจจริงให้เห็นในเดือน พ.ค. นอกจากนี้ มีแนวโน้มที่ภาครัฐจะมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องตลอดทั้งปี ทำให้ DB คาดว่าภาพรวมทางเศรษฐกิจจีนน่าจะกลับมามีทิศทางเป็นบวกมากขึ้น

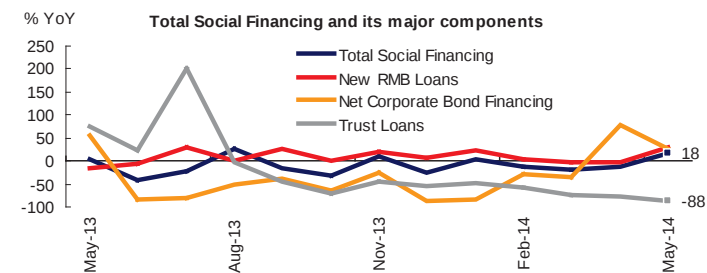
มาตรการที่โดดเด่นและน่าจับตามอง คือมาตรการลดสัดส่วนการกันสำรองธนาคารพาณิชย์ (Reserve Requirement Ratio: RRR) โดยล่าสุดธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้มีการประกาศปรับลดลงอีก 0.5% สำหรับธนาคารพาณิชย์ทุกแห่งที่มีสัดส่วนการปล่อยกู้ใหม่ให้กับภาคเกษตรและธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) มากกว่า 50% และยอดกู้ค้างในระบบอีก 30% ในปีก่อนหน้า ซึ่งมีผลบังคับใช้ วันที่ 16 มิ.ย. 2014 แต่การปรับลด RRR รอบนี้จะไม่ใช่กับธนาคารพาณิชย์ระดับเขตปกครองหรือธนาคารสหกรณ์ในท้องถิ่น ซึ่งได้ดำเนินการปรับลด RRR ไปแล้วเมื่อวันที่ 25 เม.ย. โดยลดลงจาก 18% เป็น 16% สำหรับธนาคารพาณิชย์ระดับเขตปกครองในพื้นที่ทางไกล และจาก 14.5% เป็น 14% สำหรับสหกรณ์เครดิตยูเนียนในพื้นที่ชนบท ทั้งนี้ธนาคารกลางจีนมีแผนที่จะจัดการประเมินธนาคารที่มีคุณสมบัติเหมาะสมสำหรับการปรับลดสัดส่วนการกันสำรองให้แก่บางธนาคาร ปีละ 1 ครั้ง

DB คาดว่า การปรับลดสัดส่วนการกันสำรองครั้งล่าสุดนี้จะทำให้มีปริมาณเงินอัดฉีดเข้าไปในระบบเพิ่มขึ้นประมาณ 1 แสนล้านหยวน และหากมีการลดสัดส่วนการกันเงินสำรองให้เท่ากันทั้งประเทศจะทำให้มีปริมาณเงินเพิ่มขึ้นประมาณ 5.4 แสนล้านหยวน ซึ่งในกรณีนี้อาจมีความเป็นไปได้น้อยที่จะเกิดขึ้นในระยะอันใกล้

ความเสี่ยงภายในระบบการเงินและปัญหาฟองสบู่ที่อยู่อาศัยลดลง

ปริมาณการระดมทุนรวมทั้งหมดภายในประเทศ เดือน พ.ค. ขยายตัว 18% อยู่ที่ 8.71 แสนล้านหยวนสูงกว่าที่ตลาดคาด (ตลาดคาด 7.54 แสนล้านหยวน) เมื่อดูรูปแบบการระดมทุน พบว่า มีปริมาณการระดมทุนผ่านสินเชื่อธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นขณะที่การระดมทุนในรูปแบบของกองทุนทรัสต์หดตัว ทั้งนี้ DB มองว่าการเปลี่ยนแปลงรูปแบบการระดมทุนมีทิศทางที่ดีขึ้นจากปริมาณการระดมทุนในรูปแบบของกองทุนทรัสต์ซึ่งเป็นรูปแบบหนึ่งของ Shadow Banking ลดลงจึงเป็นการลดความเสี่ยงในตลาดการเงิน จากเดิมที่หลายฝ่ายกังวลว่า ความเสี่ยงจะมีการผิวนัดชำระหนี้ของการทำธุรกรรมผ่าน Shadow Banking ที่เพิ่มขึ้น อาจนำไปสู่การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจภายในประเทศได้

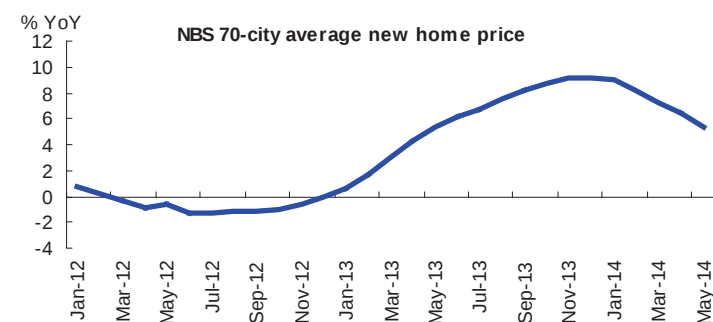
แผนภาพที่ 18: ปริมาณการปล่อยกู้ทั้งหมดภายในประเทศเพิ่มขึ้นแต่การปล่อยกู้ผ่านกองทุนทรัสต์ลดลง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

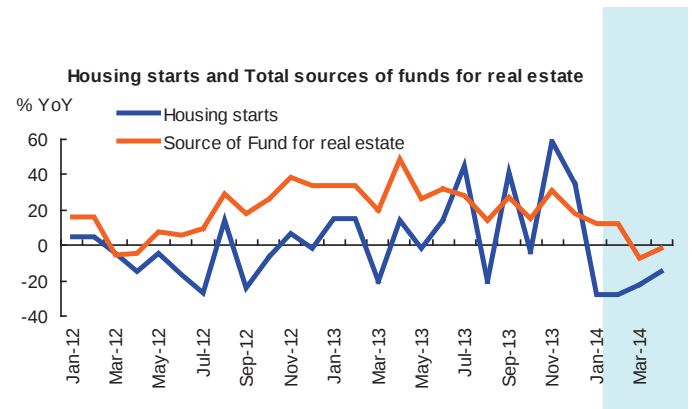
นอกจากนี้ ความเสี่ยงจากปัญหาฟองสบู่ที่อยู่อาศัยเริ่มลดลง ภายหลังจากที่ราคาบ้านชะลอตัวส่งผลให้ภาคครัวเรือนมีกำลังซื้อเพิ่มขึ้น และดึงดูดให้อุปสงค์ในตลาดบ้านเพิ่มขึ้น รวมถึงอัตราดอกเบี้ยที่ปล่อยกู้ให้ผู้อยู่อาศัยเริ่มมีสัญญาณว่าจะผ่อนคลายในอนาคต ทั้งนี้สะท้อนได้จากยอดสร้างบ้านใหม่ที่มีแนวโน้มลดลง

แผนภาพที่ 19: ดัชนีราคาบ้านเฉลี่ย 70 เมือง มีแนวโน้มชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 20: ยอดการสร้างบ้านใหม่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตั้งแต่ต้นปี 2014 สอดคล้องกับปริมาณการปล่อยกู้ด้านอสังหาริมทรัพย์ที่ชะลอการหดตัว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดสร้างบ้านใหม่ชะลอการหดตัวตั้งแต่ช่วงต้นปีที่ผ่านมาและมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ในระยะถัดไป ซึ่งนอกเหนือจากผลของราคาบ้านที่ชะลอตัวแล้ว ส่วนหนึ่งอาจมีผลมาจากยอดอนุมัติปล่อยกู้บ้านเพิ่มสูงขึ้น แม้ว่าจะยังไม่มีมาตรการดอกเบี้ยการกู้ยืมซื้อบ้าน

จากปัจจัยที่กล่าวมาทั้งหมดข้างต้นนี้จะเป็นตัวหนุนให้เศรษฐกิจจีนในครึ่งปีหลังแรงตัวได้ดี และ DB คาดว่าเศรษฐกิจจีนทั้งปี 2014 จะขยายตัวได้ถึง 7.8%

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

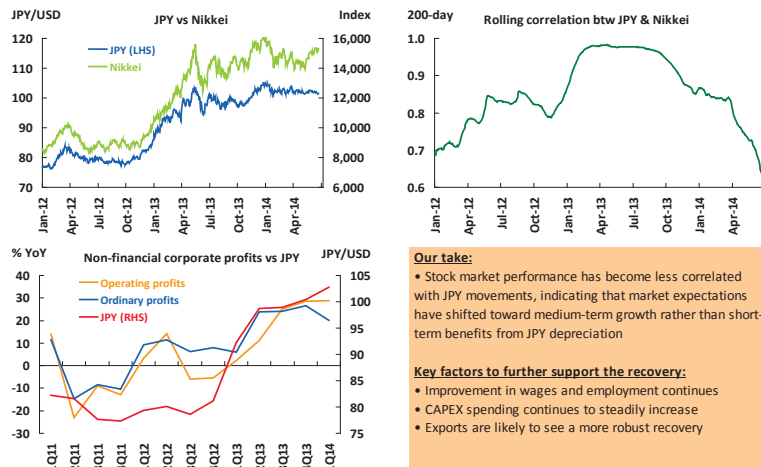
คาดการณ์ฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะมีความต่อเนื่องตลอดช่วงที่เหลือของปี 2014 ภาวะเศรษฐกิจมีภูมิคุ้มกันที่แข็งแกร่งต่อการปรับขึ้นภาษีพอสสมควร แรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มสูงขึ้น หนุนโดยตลาดแรงงานปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ยังคงต้องอาศัยเวลาพอสมควรกว่าที่เงินเฟ้อจะเข้าสู่เป้าหมาย 2% ดังนั้น ยังคงมีความเป็นไปได้ที่ธนาคารกลางญี่ปุ่นจะออกมาตรการผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติม

แนวโน้มเศรษฐกิจครึ่งหลังของปี 2014

นักลงทุนมีความเชื่อมั่นมากขึ้นว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะมีความต่อเนื่องตลอดช่วงที่เหลือของปี 2014

ในระยะหลัง ดัชนีตลาดหุ้นเคลื่อนไหวสอดคล้องกับค่าเงินเยนน้อยลง โดยมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ลดลงอย่างมีนัยสำคัญสู่ระดับ 0.6 ในปัจจุบัน (จากระดับใกล้ 1 ในช่วง 1 ปีก่อนหน้านี้) สะท้อนถึงตลาดได้ให้น้ำหนักกับแนวโน้มการเติบโตในระยะปานกลางมากขึ้น แทนที่จะให้น้ำหนักต่อผลบวกระยะสั้นจากการอ่อนค่าของเงินเยน (กำไรส่งกลับมายังบริษัทจดทะเบียนในรูปเงินเยนปรับตัวสูงขึ้น) กล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า นักลงทุนมีความเชื่อมั่นมากขึ้นว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจะมีความต่อเนื่องตลอดช่วงที่เหลือของปี 2014

แผนภาพที่ 21: ตลาดได้ให้น้ำหนักกับแนวโน้มการเติบโตในระยะปานกลางมากขึ้น ขณะที่ให้น้ำหนักผลบวกระยะสั้นจากการอ่อนค่าของเงินเยนน้อยลง

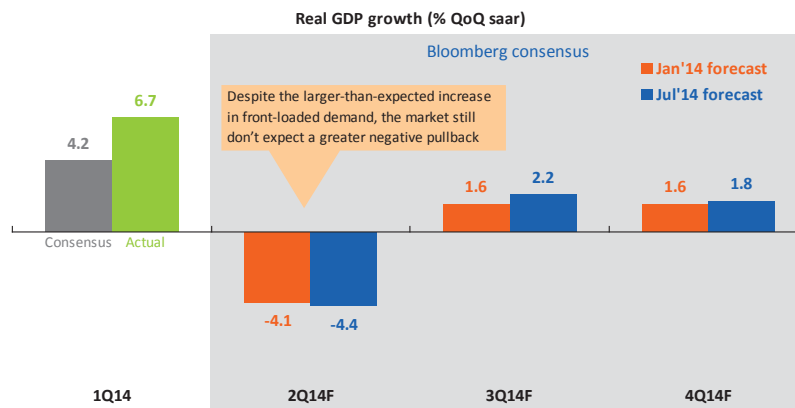


ที่มา: Ministry of Finance's Policy Research Institute (PRI), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาวะเศรษฐกิจมีภูมิคุ้มกันที่แข็งแกร่งต่อการปรับขึ้นภาษีพอสสมควร

อัตราขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP growth) ในไตรมาส 1/2014 เติบโต +6.7% QoQ saar (เทียบกับไตรมาสก่อนหน้าที่ปรับผลฤดูกาล) แข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ +4.2% ปัจจัยสนับสนุนสำคัญมาจากอุปสงค์ล่วงหน้า (Front-Loaded Demand) ก่อนขึ้นภาษีสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumption Tax) ที่มากเกินไป ทั้งนี้ แม้อุปสงค์ล่วงหน้าจะมากเกินไป ทว่าตลาดกลับไม่ได้คิดว่าผลกระทบด้านลบหลังขึ้นภาษีจะรุนแรง สะท้อนว่าเศรษฐกิจมีภูมิคุ้มกันที่แข็งแกร่งต่อการปรับขึ้นภาษีพอสสมควร ยกตัวอย่าง ผลกระทบของอุปสงค์ล่วงหน้าที่เกิดขึ้นในกรณีประเทศไทย ยอดขายรถยนต์ในช่วงปี 2012-13 สูงเกินปกติอย่างมาก เนื่องจากผู้บริโภคเร่งซื้อเพื่อรับมาตรการรถยนต์คันแรก แต่พอหลังสิ้นสุดมาตรการ ยอดขายรถยนต์ในประเทศหดตัวรุนแรงต่อเนื่องนับตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2013 เป็นต้นมา

แผนภาพที่ 22: แม้อุปสงค์ล่วงหน้าก่อนขึ้นภาษีสินค้าอุปโภคบริโภคจะมากเกินไป ตลาดกลับไม่ได้คิดว่าผลกระทบด้านลบหลังขึ้นภาษีจะรุนแรง

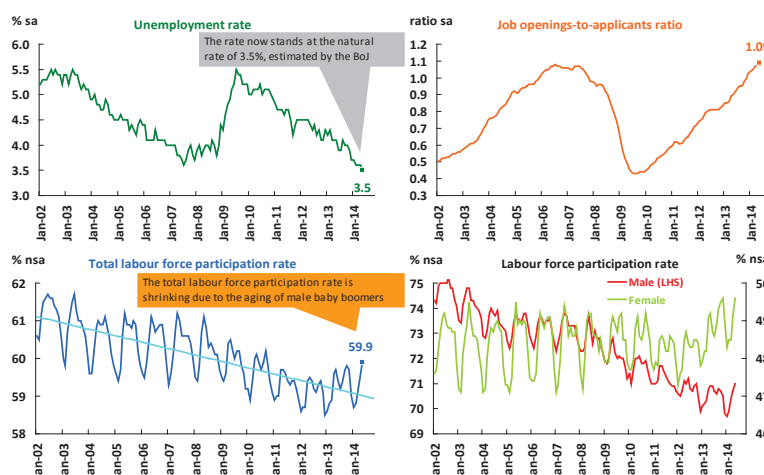


ที่มา: Economic and Social Research Institute, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดแรงงานถึงตัวต่อเนื่อง

การจ้างงานยังคงปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ส่งผลให้อัตราการว่างงานปรับตัวลดลงอยู่ที่ 3.5% (ข้อมูล ณ เดือน พ.ค. 2014) ซึ่งถือเป็นอัตราการว่างงานโดยธรรมชาติ (Natural Rate of Unemployment) ตามการประมาณการของธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank of Japan: BoJ) นอกจากนี้ ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดแรงงานถึงตัวต่อเนื่อง โดยด้านอุปสงค์พิจารณาจาก สัดส่วนตำแหน่งงานที่เปิดรับต่อผู้สมัครงาน (Job Openings-to-Applicants Ratio) ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับ 1.09 สูงที่สุด นับตั้งแต่ มิ.ย. 1992 (สัดส่วนสูงกว่า 1 หมายถึง ตำแหน่งงานมีมากกว่าจำนวนผู้หางานทำ) สำหรับด้านอุปทานแรงงาน อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (Labour Force Participation Rate) ปรับตัวลงต่อเนื่อง เนื่องจากกำลังแรงงานผู้ขายยุค Baby Boom ททยอยเกษียณ ขณะที่กำลังแรงงานผู้หญิง แม้จะเพิ่มขึ้นมากในระยะหลังๆ แต่ก็ไม่เร็วพอที่จะชดเชยกำลังแรงงานผู้ชายที่ลดลงไป ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดแรงงานที่ตึงตัวนี้เองจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ค่าจ้างแรงงานปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 23: ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดแรงงานถึงตัวต่อเนื่อง

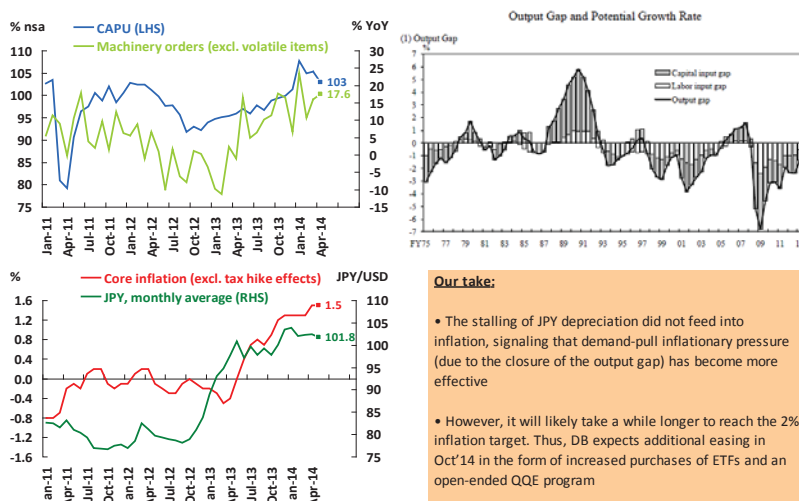


ที่มา: Ministry of Internal Affairs and Communications, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจชัดเจนขึ้น สะท้อนจากแรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ที่เร่งตัวขึ้น

ในระยะหลังการหยุดการอ่อนค่าของสกุลเงินเยนไม่ได้ทำให้เงินเฟ้อชะลอลง (ผ่านต้นทุนสินค้านำเข้าที่ลดลง) สะท้อนว่าแรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์มีผลมากขึ้นเป็นลำดับ ปัจจัยสำคัญมาจากอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ (Actual GDP Growth) ขยายตัวใกล้ระดับศักยภาพ (Potential GDP Growth) แล้ว กล่าวคือ Output Gap เป็นศูนย์ (ส่วนต่างระหว่าง Actual GDP กับ Potential GDP) และคาดว่าจะเป็นบวกในช่วงไตรมาส 4/2014 ทั้งนี้ เป็นเพราะตลาดแรงงานถึงตัวต่อเนื่อง ขณะที่อัตราการใช้จ่ายในการผลิตภาคอุตสาหกรรมปรับตัวขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ อย่างไรก็ตาม ยังคงต้องอาศัยเวลาพอสมควรกว่าที่เงินเฟ้อจะเข้าสู่เป้าหมาย 2% ดังนั้น ยังคงมีความเป็นไปได้ที่ BoJ จะออกมาตรการผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติม อาทิ การเพิ่มสัดส่วนการเข้าซื้อ ETFs เป็นต้น

แผนภาพที่ 24: อัตราการใช้จ่ายในการผลิตภาคอุตสาหกรรมปรับตัวขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์เพิ่มสูงขึ้น



Our take:

- The stalling of JPY depreciation did not feed into inflation, signaling that demand-pull inflationary pressure (due to the closure of the output gap) has become more effective
- However, it will likely take a while longer to reach the 2% inflation target. Thus, DB expects additional easing in Oct'14 in the form of increased purchases of ETFs and an open-ended QQE program

ที่มา: Ministries of Economy Trade and Industry, Land Infrastructure and Transport, Internal Affairs and Communications, Bank of Japan (BoJ), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไทย

ภายหลังการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปรับตัวดีขึ้นทั้งการบริโภคและการลงทุน จากความเชื่อมั่นที่ฟื้นตัวขึ้นเร็วกว่าที่คาดไว้ ประกอบกับนโยบายภาครัฐมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ปัจจัยดังกล่าวจะเป็นช่วยเกื้อหนุนให้เศรษฐกิจไทยกลับมาขยายตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง

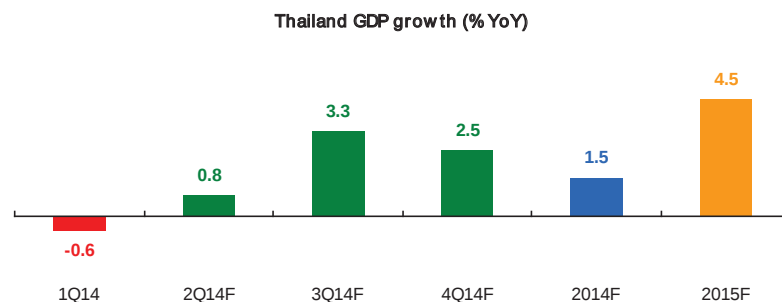
แนวโน้มเศรษฐกิจครึ่งหลังของปี 2014

เศรษฐกิจไทยในครึ่งปีหลังจะขยายตัวได้ในระดับปานกลาง ภายใต้แรงส่งจากการบริโภคที่ฟื้นตัวก่อนการลงทุน

ภายหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง ในวันที่ 22 พ.ค. ที่ผ่านมา ภาพรวมเศรษฐกิจไทยมีทิศทางปรับตัวดีขึ้น ประกอบกับแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจจากภาครัฐก็กลับมาทำงานได้อย่างปกติอีกครั้ง อีกทั้งเมื่อประเมินจากความเชื่อมั่น และภาพรวมการบริโภค และการลงทุนในประเทศแล้ว เราพบว่าความเชื่อมั่นฟื้นตัวเร็วกว่าที่คาดไว้ในตอนแรก จึงทำให้เราปรับประมาณการ การขยายตัวทางเศรษฐกิจใหม่ เป็นขยายตัว 1.5 % ในปี 2014 อย่างไรก็ตามในระยะสั้นนั้นเรามองว่าคงจะเป็นไปได้ยากที่เศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวอย่างก้าวกระโดดเหมือนในอดีต ทั้งนี้เราเชื่อว่าในช่วงครึ่งปีแรกของปีนี้เศรษฐกิจจะอยู่ในลักษณะทรงตัว อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากภาคการท่องเที่ยว การบริโภค และการลงทุน ที่หดตัวอย่างมาก ประกอบกับการส่งออกที่ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้

อย่างไรก็ดีเราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะกลับมาขยายตัวได้ในระดับปานกลางในช่วงครึ่งปีหลัง ภายใต้แรงส่งจากการบริโภค ที่คาดว่าจะฟื้นตัวก่อนการลงทุน เนื่องจากการใช้อัตราการผลิตของโรงงานในปัจจุบันยังอยู่ในระดับต่ำอยู่ จึงทำให้ผู้ผลิตไม่มีความจำเป็นที่จะลงทุนขยายโรงงาน โดยเรามองว่าการลงทุนใหม่จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2014 ต่อเนื่องถึงปี 2015 ภายหลังจากอุปสงค์ภายในและภาคนอกประเทศกลับมาขยายตัวในระดับศักยภาพอีกครั้ง ในขณะที่การส่งออกในครึ่งปีหลังนั้น คาดว่าจะกลับมาขยายตัวได้ดีอีกครั้ง ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าหลัก ทั้ง สหรัฐฯ ญี่ปุ่น และประเทศในกลุ่มอาเซียน ทั้งนี้เราคาดว่าแรงส่งจากการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงปลายปีนี้ จะส่งผลต่อเนื่องไปถึงปีหน้า ภายใต้แรงขับเคลื่อนของภาคการบริโภค การลงทุน การส่งออก และการท่องเที่ยว จึงทำให้เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะกลับมาขยายตัวอย่างแข็งแกร่งอีกครั้งในปี 2015 ที่ระดับ 4.5%

แผนภาพที่ 25: เศรษฐกิจไทยในครึ่งปีหลังจะขยายตัวได้ปานกลาง ภายใต้แรงส่งจากการบริโภคที่ฟื้นตัวก่อนการลงทุน



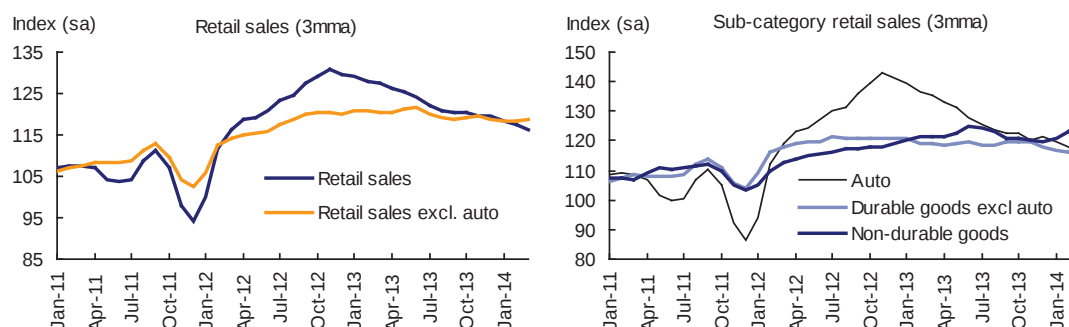
TISCO ESU economic forecasts	1H14	2H14	2014	2015
Real GDP	0.1%	2.9%	1.5%	4.5%
Real Private Consumption	-2.1%	2.3%	0.0%	3.3%
Real Government Consumption	2.4%	2.2%	2.3%	4.6%
Real Gross Fixed Investment	-8.4%	1.8%	-3.5%	8.1%
- Real Private Investment	-6.4%	1.9%	-2.5%	8.0%
- Real Public Investment	-15.5%	0.9%	-7.5%	8.6%
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	1.6%	3.9%	2.8%	7.3%
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	-10.4%	1.1%	-4.7%	9.9%
Trade balance (USD, bn)	8.7	7.3	16	15.1
Current account (USD, bn)	n.a.	n.a.	8.4	7.3
Current account (% of GDP)	n.a.	n.a.	2.2%	1.9%
Tourist arrivals (persons, m)	12.2	14.4	26.6	27.9
Tourist arrivals (% YoY)	-6.10%	4.70%	-0.5%	5.0%

ที่มา: NESDB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในครึ่งปีหลัง ตามความเชื่อมั่นที่ฟื้นตัว

การบริโภคในครึ่งปีแรกคาดว่าจะหดตัว เนื่องมาจากการใช้จ่ายภาคเอกชนยังอ่อนแอ และได้รับผลกระทบจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและการเมือง นอกจากนี้เมื่อพิจารณาในส่วนของการบริโภคภายในประเทศในช่วงครึ่งปีแรก กลับพบว่ายอดขายปลีกในสินค้าคงทน รวมไปถึงรถยนต์นั้นยังไม่ฟื้นตัว เนื่องจากผลกระทบเชิงลบที่เกิดจากนโยบายรถยนต์คันแรกยังไม่หมดไป จึงเป็นปัจจัยที่ลดปริมาณความต้องการในสินค้าปลีกหมวดให้หดตัวลงในช่วงครึ่งปีแรก ทั้งนี้เราคาดว่า การบริโภคภาคเอกชนในครึ่งปีหลังจะฟื้นตัวกลับคืนมาอีกครั้ง ภายหลังจากความเชื่อมั่นของผู้บริโภคฟื้นตัวกลับมา

แผนภาพที่ 26: ยอดค้าปลีกสินค้าคงทนและรถยนต์ยังไม่ฟื้นตัว เนื่องจากผลกระทบเชิงลบที่เกิดจากนโยบายรถยนต์คันแรกยังไม่หมดไป



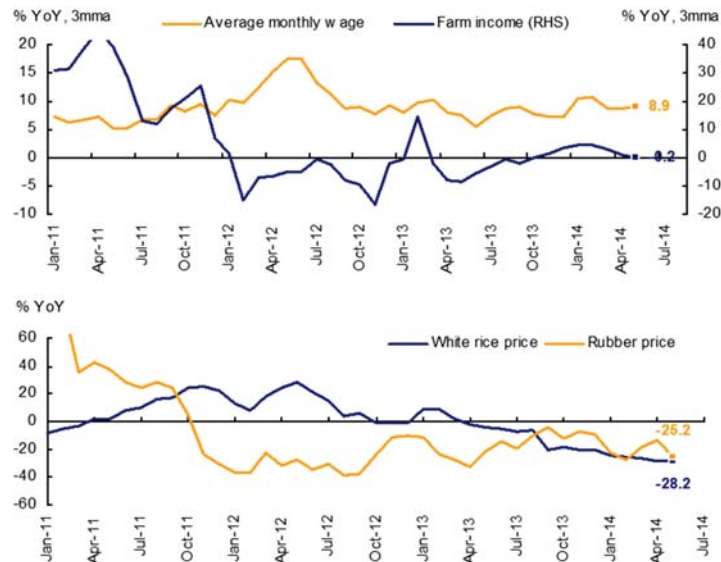
ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคจากกลุ่มคนรายได้ปานกลางถึงสูงน่าจะฟื้นตัวได้ก่อน ขณะที่รายได้เกษตรกรยังคงลดลง

เราคาดว่า การบริโภคจากกลุ่มคนรายได้ปานกลางถึงสูงมีแนวโน้มฟื้นตัวก่อน เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมาแม้เผชิญความไม่แน่นอนทางการเมือง รายได้ของกลุ่มคนดังกล่าวยังคงปรับตัวขึ้นได้อย่างมีเสถียรภาพ สะท้อนจากค่าจ้างเฉลี่ยรายเดือนที่ยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ด้วยความเชื่อมั่นที่ฟื้นตัว จากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ลดลง กลุ่มคนดังกล่าวจะมีความมั่นใจในการใช้จ่ายมากขึ้น

อย่างไรก็ดี การฟื้นตัวของการบริโภคยังคงจำกัด เนื่องจากเกษตรกรซึ่งเป็นภาคครัวเรือนส่วนใหญ่ยังคงเผชิญแรงกดดันจากรายได้ที่ลดลง อันเป็นผลมาจากราคาสินค้าเกษตร อาทิ ข้าว และยางพาราที่ยังหดตัวอยู่ จึงทำให้รายได้และอำนาจซื้อของเกษตรกรลดลงตามไปด้วย ถึงแม้ว่าจะมีการชำระหนี้จำนำข้าวคืนสู่ชวนาทก็ตาม แต่เราประเมินว่าเม็ดเงินจำนวนดังกล่าว จะไม่สามารถกระตุ้นการบริโภคได้มากนัก เนื่องจากเราคาดว่า เม็ดเงินจำนำข้าวส่วนใหญ่ที่เกษตรกรได้รับจะถูกนำไปใช้หนี้เสียมากกว่า ทำให้เหลือเม็ดเงินเพียงบางส่วนเท่านั้นที่ถูกนำมาใช้จ่ายจริงในการบริโภค ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาถึงแนวโน้มการบริโภคระยะถัดไปของกลุ่มเกษตรกร ซึ่งเป็นกลุ่มคนรายได้ต่ำนั้น มีแนวโน้มในการบริโภคค่อนข้างตึงตัว สืบเนื่องมาจากราคาสินค้าเกษตร อาทิเช่น ข้าว และยางพารา ที่มีแนวโน้มที่จะหดตัวลงอย่างต่อเนื่อง จึงส่งผลทำให้รายได้เกษตรกรมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงตาม

แผนภาพที่ 27: รายได้ของเกษตรกรมีแนวโน้มที่จะหดตัวลงต่อ สืบเนื่องมาจากราคาข้าวและยางพาราที่ยังหดตัว

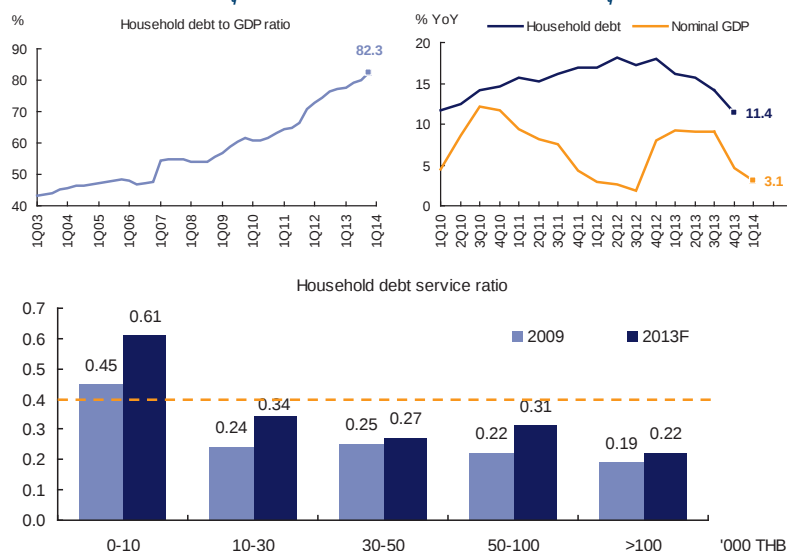


ที่มา: National Statistical Office (NSO), BoT, OAE, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ กลุ่มคนรายได้ต่ำ ยังมีข้อจำกัดจากการชำระหนี้

ภาคครัวเรือนยังมีความเปราะบางอยู่ สะท้อนจากปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อภาคการบริโภคในอนาคต ได้แก่ หนี้ครัวเรือนที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาภาระการชำระหนี้ พบว่า การเร่งตัวของหนี้ภาคครัวเรือนทำให้ความสามารถในการก่อหนี้เริ่มจำกัด และส่งผลต่อการบริโภคในกลุ่มคนรายได้ต่ำ (ไม่เกิน 1 หมื่นบาท) เนื่องจากกลุ่มดังกล่าวค่อนข้างที่จะมีการชำระหนี้สินต่อรายได้ในแต่ละเดือนค่อนข้างสูงถึง 0.61 เท่าของรายได้ เกินเกณฑ์ที่บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ (National Credit Bureau) กำหนดไว้ที่ 0.4 เท่าของรายได้ ในทางตรงกันข้ามภาระการชำระหนี้ต่อรายได้ของกลุ่มคนรายได้ปานกลางและรายได้สูงนั้น ยังอยู่ในระดับที่ไม่เกินเกณฑ์ที่บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติกำหนด ทำให้เราคาดว่าในช่วงครึ่งปีหลัง การบริโภคจากกลุ่มคนรายได้ปานกลาง และรายได้สูงจะเป็นกำลังซื้อหลักที่ผลักดันให้การบริโภคกลับมาฟื้นตัวได้อีกครั้ง ภายหลังจากความเชื่อมั่นฟื้นกลับคืนมา

แผนภาพที่ 28: การบริโภคในครึ่งปีหลัง จะฟื้นตัวจากกลุ่มคนรายได้ปานกลางถึงรวย ในขณะที่กลุ่มคนรายได้ต่ำ ยังมีข้อจำกัดจากการชำระหนี้

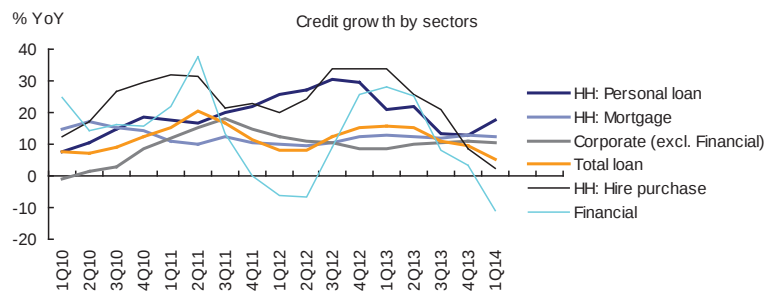


ที่มา: BoT, NESDB, National Credit Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การเติบโตของสินเชื่อชะลอตัวลง ยกเว้นในส่วนของสินเชื่อส่วนบุคคลที่เร่งตัวขึ้น อีกทั้งคุณภาพสินเชื่อส่วนบุคคล และเช่าซื้อลดลง ผลักดันให้ระดับหนี้เสียเร่งตัวขึ้น

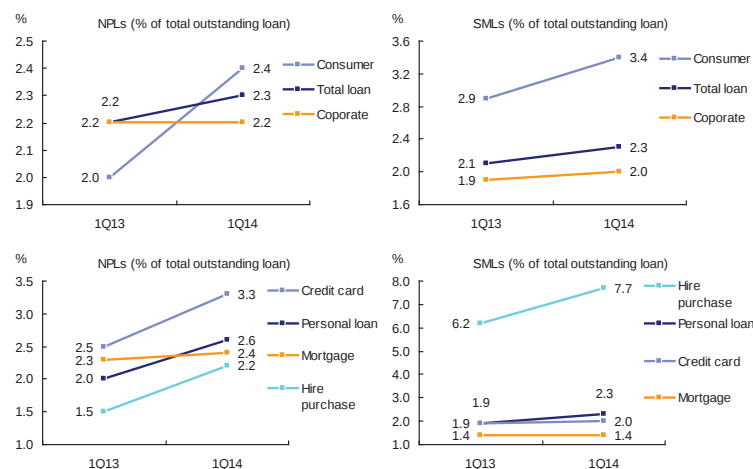
การขยายตัวของสินเชื่อทั้งระบบชะลอตัวลง ในขณะที่การปล่อยกู้สินเชื่อส่วนบุคคลเร่งตัวสูงขึ้นจากไตรมาสก่อน ทั้งนี้เมื่อพิจารณาในส่วน ofสินเชื่อเช่าซื้อ จะเห็นว่าสินเชื่อประเภทดังกล่าวยังคงชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง นับตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2013 อันเป็นผลพวงมาจากนโยบายรัดคั้นแรก ในแง่ของคุณภาพสินเชื่อนั้น จะเห็นว่าคุณภาพสินเชื่อเพื่อการบริโภคมีแนวโน้มลดลงอย่างมาก โดยที่ปัจจัยหลักๆมาจาก สินเชื่อส่วนบุคคล และเช่าซื้อ ซึ่งจะเห็นได้จากแนวโน้มระดับหนี้เสีย (NPL) และสัญญาณการค้างชำระหนี้ 31-90 วัน (SML) ที่เร่งตัวสูงขึ้นในกลุ่มดังกล่าว ปัจจัยดังกล่าวจะเป็นข้อจำกัดต่อแนวโน้มการฟื้นตัวของการบริโภคในระยะถัดไป

แผนภาพที่ 29: การเติบโตของสินเชื่อชะลอตัวลง ยกเว้นในส่วนของสินเชื่อส่วนบุคคลที่เร่งตัวขึ้น



ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 30: คุณภาพสินเชื่อส่วนบุคคล และเช่าซื้อลดลง ผลักดันให้ระดับหนี้เสียเร่งตัวขึ้น สะท้อนให้เห็นถึงแนวโน้มการบริโภคที่จะตึงตัวในระยะถัดไป

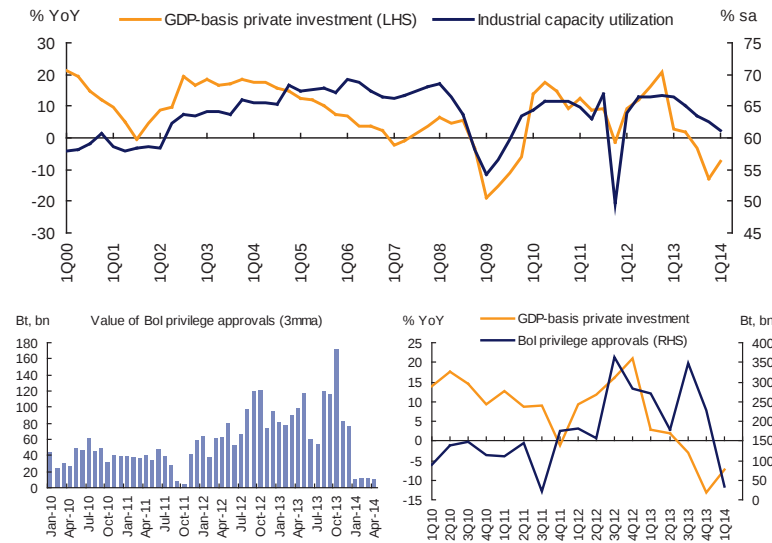


ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนภายในประเทศคาดว่าจะหดตัวในปี 2014 และจะกลับมาขยายตัวอีกครั้งในปี 2015 ภายหลังจากที่อุปสงค์ภายใน และภายนอกประเทศกลับมาขยายตัวอีกครั้ง

การลงทุนในประเทศทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ได้รับผลกระทบอย่างมากจากปัญหาทางการเมือง จึงทำให้ความเชื่อมั่นหายไปในช่วงครึ่งปีแรก ถึงแม้ว่าในครึ่งปีหลังจะมีมาตรการทางเศรษฐกิจที่ชัดเจนขึ้น แต่อย่างไรก็ดี เรามองว่าการลงทุนภาคเอกชนน่าจะยังไม่เกิดขึ้นจริง ถึงแม้ว่าจะมีบอร์ดส่งเสริมการลงทุน (BOI) แล้วก็ตามที เนื่องจากเรามองว่าการใช้กำลังการผลิตในปัจจุบัน ยังไม่เต็มขีดความสามารถการผลิต จึงทำให้การลงทุนใหม่จะยังไม่เกิดขึ้น เราจึงคาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะยังคงหดตัวในปี 2014 เนื่องจากการลงทุนส่วนใหญ่จะฟื้นตัว ภายหลังจากที่การส่งออกและการบริโภคกลับมาขยายตัวในระดับศักยภาพอีกครั้ง ในขณะที่การลงทุนภาครัฐ เราประเมินว่าความเสี่ยงจากการดำเนินการลงทุนภาครัฐยังคงมีอยู่ เนื่องจากต้องรอความชัดเจนในส่วนของการระยะเวลาในการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ โดยเราคาดว่า การลงทุนภาครัฐจะกลับมาขยายตัวอีกครั้งในปีหน้า ภายใต้กรอบงบประมาณการลงทุนปี 2015 สุดท้ายนี้เราเชื่อว่า ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่จะฟื้นกลับมา และความชัดเจนของแผนการลงทุนภาครัฐในงบประมาณปี 2015 จะเป็นตัวผลักดันให้การลงทุนรวมภายในประเทศกลับมาขยายตัวอีกครั้งในปีหน้า

แผนภาพที่ 31: การลงทุนภายในประเทศจะยังคงหดตัวในปี 2014 และจะกลับมาขยายตัวอีกครั้งในปี 2015 ภายหลังจากที่อุปสงค์ภายใน และภายนอกประเทศกลับมาขยายตัวอีกครั้ง



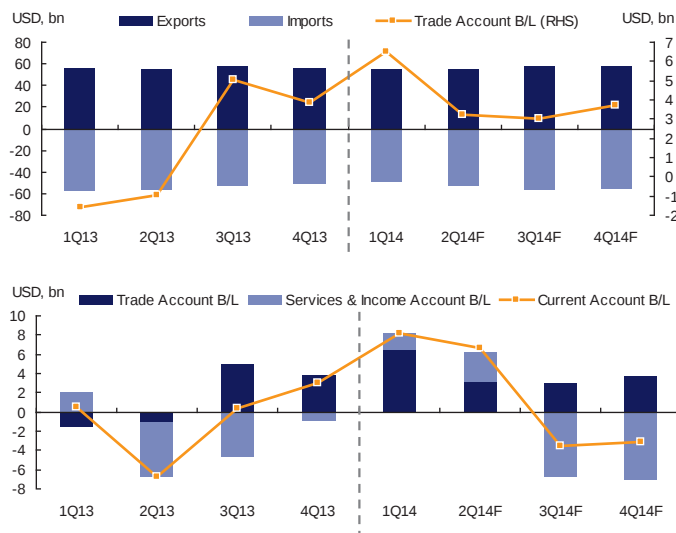
ที่มา: Board of Investment (BoI), NESDB, OIE, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจไทยในปีนี้ น่าจะยังคงอยู่ที่ภาคการส่งออก ถึงแม้ว่าแรงขับเคลื่อนจากการส่งออกในช่วงครึ่งปีแรกจะค่อนข้างแผ่ว อย่างไรก็ดีเราคาดว่า การส่งออกจะกลับมาขยายตัวได้อีกครั้งในช่วงครึ่งปีหลัง

การส่งออกสินค้าในครึ่งปีแรกค่อนข้างที่จะฟื้นตัวได้ช้า อันเป็นผลมาจากอุปสงค์จากประเทศคู่ค้าที่ยังอ่อนแอ และราคาสินค้าเกษตรที่ยังตกต่ำ จึงทำให้แรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่มาจากภาคการส่งออกในครึ่งปีแรกนั้น ไม่สามารถที่จะชดเชยการหดตัวของอุปสงค์ในประเทศและการส่งออกบริการได้ ในขณะที่การนำเข้าในครึ่งปีแรกยังหดตัวอย่างต่อเนื่อง สืบเนื่องมาจากการนำเข้าเครื่องจักร สินค้าทุน และวัตถุดิบที่หดตัวลง

ทั้งนี้เราคาดว่าภาคการส่งออกจะกลับมาขยายตัวได้อีกครั้งในช่วงครึ่งปีหลัง โดยอาศัยแรงส่งที่มาจากสินค้า ภาคอุตสาหกรรม อาทิเช่น เครื่องใช้ไฟฟ้า ยานพาหนะและส่วนประกอบ เม็ดพลาสติก เหล็กกล้า และเคมีภัณฑ์เป็นหลัก ประกอบกับปริมาณการส่งออกของสินค้าเกษตร อาทิเช่น ข้าว และมันสำปะหลัง ที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ซึ่งได้อานิสงส์มาจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ในขณะที่การนำเข้าในครึ่งปีหลังน่าจะขยายตัวได้เพียงเล็กน้อย ซึ่งไม่เพียงพอต่อการชดเชยการนำเข้าที่หดตัวอย่างมากในช่วงครึ่งปีแรก จึงเป็นปัจจัยที่ช่วยผลักดันให้ดุลการค้าในปี 2014 เกินดุล

แผนภาพที่ 32: การส่งออกฟื้นตัวช้ากว่าคาด ในขณะที่การนำเข้าหดตัวอย่างต่อเนื่อง ผลักดันให้ดุลการค้าเกินดุล

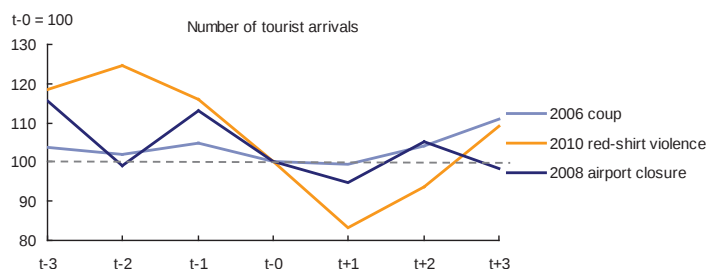


ที่มา: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

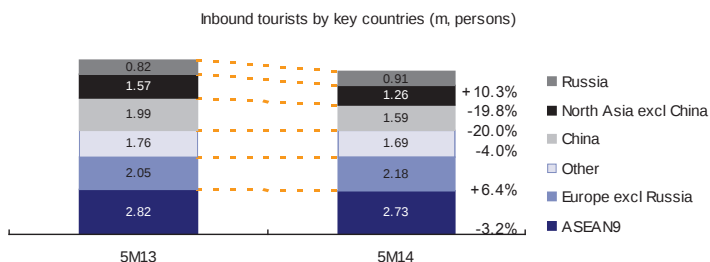
จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับมาฟื้นตัวอีกครั้งในช่วงครึ่งปีหลัง แต่ก็ไม่เพียงพอที่จะทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวทั้งปีพลิกกลับมาขยายตัว

จากเหตุการณ์ความขัดแย้งทางการเมืองในอดีต จะเห็นว่าการท่องเที่ยวมักจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ภายหลังจากมีเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองเกิดขึ้น เราจึงมองว่านักท่องเที่ยวต่างชาติ จะค่อยๆ ทยอยเดินทางกลับมาเที่ยวในประเทศไทยอีกครั้ง เมื่อมีมาตรการฟื้นฟูความเชื่อมั่นให้กลับคืนมาอีกครั้ง อย่างไรก็ตาม ด้วยฐานที่สูงในปี 2013 ประกอบกับกฎการศึกษาที่ยังคงมีอยู่ จึงทำให้เป็นเรื่องยากที่จะทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะพลิกฟื้นกลับมาขยายตัวได้ในปีนี้

แผนภาพที่ 33: จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มที่จะกลับมาฟื้นตัวในช่วงครึ่งปีหลัง แต่ก็ไม่เพียงพอที่จะทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวทั้งปีพลิกกลับมาขยายตัว



ที่มา: Department of Tourism, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินซ์เพส เอก เศรษฐศาสตร์
Michigan State University
- ปรินซ์เพส โท เศรษฐศาสตร์
National University of Singapore
(ทุน Asian Development Bank)
- ปรินซ์เพส ตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คณิศร ประกอบผล

Senior Strategist

- ปรินซ์เพส โท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์เพส ตรี วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ศรันต์ สุนันท์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซ์เพส โท เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์เพส ตรี เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

อภิชาติ วิเศษกิจการ

Economist

- ปรินซ์เพส โท เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์เพส ตรี วิศวกรรมศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วี โกวิทยา

Research Assistant

- ปรินซ์เพส ตรี บริหารธุรกิจ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

Research Assistant

- ปรินซ์เพส ตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พิมลพรรณ ประวังสุข

Research Assistant

- ปรินซ์เพส ตรี เศรษฐศาสตร์ (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

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

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

สาขานาครในเขตภูมิภาค

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	พิกษา	: 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	ไผ่ส ไคราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	สงขลา	: 074 343 111	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว