



TIPS

July
2018

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เราคาดว่า สภาพคล่องในตลาดทุนโลกจะกลับมาตึงตัวอีกครั้งในไตรมาส 4/2018 จากปริมาณพันธบัตรสหรัฐฯ ออกใหม่ที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับความต้องการซื้อจากธนาคารกลางที่ลดลง
- ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐาน (Bull Market Correction) ราว 5-10% หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจนเกินไป ทะลุ 3.3%
- ในทางกลับกัน ตลาดหุ้นอาจเข้าสู่ตลาดขาลง (Bear Market) หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ทรงตัวในระดับต่ำราว 3.0 % เป็นเวลานานจนเกินไป จนทำให้ Yield Curve เปลี่ยนเป็นลักษณะ "Invert"
- เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นจีน ซึ่งมีปัจจัยบวกจากการลด RRR และการผ่อนคลายสภาพคล่อง

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Special Issue: กลุ่มดำในตลาดตราสารหนี้	7
ตลาดหุ้น	11
ตลาดตราสารหนี้	15
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	17
Global Economic Insights	22
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	23
เศรษฐกิจยุโรป	30
เศรษฐกิจจีน	36
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	40
เศรษฐกิจไทย	44



TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสเรตตีวณันท์
ซาร่า ผลพิบูลย์

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล
สุชานันท์ ภิกพสุชาติ

ธนาคารกสิกร จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารกสิกรทาวเวอร์ 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 บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แห่งความจริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สกอ.ไม่ต้องการรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำผู้ใช้โดยผู้ใช้อภัยความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

สภาพคล่องในตลาดทุนโลกมีความเสี่ยงที่จะกลับมาตึงตัวอีกครั้งในไตรมาส 4/2018 เนื่องจาก 1) สหรัฐฯ เตรียมออกพันธบัตรจำนวนมากในช่วงไตรมาส 4 ซึ่งเคยเกิดขึ้นมาแล้วในช่วงไตรมาส 1 ที่ผ่านมา เพื่อชดเชยรายได้ของรัฐที่ลดลงจากนโยบายลดภาษี และรายจ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการยกระดับเพดานหนี้ในช่วงต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา และ 2) ธนาคารกลางหลัก 3 แห่งได้แก่ Fed, BoJ และ ECB ซึ่งเคยเป็นผู้รับซื้อพันธบัตรรายใหญ่ผ่านมาตรการ QE ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา มีแนวโน้มที่จะทยอยลดการอัดฉีดสภาพคล่องจนหมดในไตรมาส 4/2018 ดังนั้นราคาสินทรัพย์ทางการเงินทั่วโลกมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลงในช่วงเวลาดังกล่าว

ทั้งนี้เรามองว่าตลาดหุ้นในช่วงครึ่งปีหลัง จะเข้าสู่จุดวัดใจว่าจะยังคงอยู่ในตลาดกระทิง (Bull Market) ต่อไป หรือเตรียมเข้าสู่ตลาดหมี (Bear Market) อย่างแท้จริงในระยะข้างหน้า เนื่องจากเศรษฐกิจโลกได้เข้าสู่ช่วง Late-Cycle ประกอบกับเงินเฟ้อมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง ตามราคาน้ำมันดิบและค่าจ้างที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นจากตลาดแรงงานที่ตึงตัว

โดยเราประเมินว่า หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสูงจนเกินไป ทะลุ 3.3% จะกดดันระดับ Valuation ของตลาดหุ้น และเพิ่มความเสี่ยงที่ตลาดหุ้นจะปรับฐานราว 5-10% อีกครั้ง (Bull Market Correction) ในทางกลับกันหาก Bond Yield ทรงตัวในระดับต่ำราว 3.0 % เป็นเวลานานจนเกินไป ก็จะทำให้ Yield Curve เปลี่ยนเป็นลักษณะ “Invert” ได้ โดยเราคาดว่าอาจเกิดขึ้นได้ในช่วงไตรมาส 1/2019 ซึ่งเป็นสัญญาณของภาวะเศรษฐกิจถดถอย และเข้าสู่ช่วงตลาดหุ้นหมี (Bear Market) โดยตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลงมากกว่า 10%

ในส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ราคาน้ำมันดิบ WTI ได้ปรับตัวลดลงกว่า 10% มาที่ระดับราว 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล หลังซาอุดีอาระเบียประกาศพิจารณาเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในการประชุม OPEC ครั้งนี้ ซึ่งตลาดคาดว่า OPEC จะเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบราว 7 แสน ถึง 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทั้งนี้เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบจะกลับขึ้นมาเทรดในกรอบแคบๆ 65-70 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในช่วง 1-2 เดือนหลังการประชุมดังกล่าว เนื่องจากเราคาดว่า OPEC จะตัดสินใจเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบน้อยกว่าที่ตลาดคาดในการประชุมครั้งนี้ ประกอบกับความต้องการใช้น้ำมันจำนวนมากในสหรัฐฯ ในช่วง Driving Season เดือน มิ.ย. – ส.ค. จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาน้ำมันดิบในระยะสั้น

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เราคาดว่า สภาพคล่องในตลาดทุนโลกจะกลับมาถึงตัวอีกครั้งในไตรมาส 4/2018 จากปริมาณพันธบัตรออกใหม่ที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับความต้องการซื้อจากธนาคารกลางที่ลดลง
- ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐาน (Bull Market Correction) ราว 5-10% หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสูงจนเกินไป ทะลุ 3.3%
- ในทางกลับกัน ตลาดหุ้นอาจเข้าสู่ตลาดขาลง (Bear Market) หาก Bond Yield ทรงตัวในระดับต่ำราว 3.0 % เป็นเวลานานจนเกินไป จนทำให้ Bond Yield เปลี่ยนเป็นลักษณะ “Invert”
- เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นจีน ซึ่งมีปัจจัยบวกจากการลด RRR และการผ่อนคลายสภาพคล่อง

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,705	-1.0%	-2.8%	-5.9%	-1.1%	-2.8%	8.1%
Philippines PCOMP	7,530	-2.1%	-4.5%	-8.1%	-9.7%	-12.0%	-5.5%
Indonesia JCI	5,994	0.2%	0.6%	-6.8%	-0.5%	-5.7%	5.6%
Singapore STI	3,357	-3.4%	-5.2%	-4.6%	-1.8%	-1.4%	3.9%
Malaysia KLCI	1,762	-1.3%	-4.7%	-4.5%	0.5%	-1.9%	-1.6%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	30,309	-2.1%	-2.4%	-3.8%	4.3%	1.3%	18.3%
China H HSCEI	11,870	-2.4%	-3.9%	-6.3%	4.0%	1.4%	14.3%
MSCI China	94	-1.5%	0.3%	-4.0%	7.9%	5.4%	30.9%
China CSI300	3,753	-0.7%	-3.8%	-7.5%	-5.8%	-6.9%	6.7%
Taiwan TWSE	11,087	-0.6%	2.4%	0.5%	5.5%	4.2%	9.2%
Korea KOSPI	2,400	-2.1%	-2.5%	-3.8%	-3.3%	-2.8%	1.6%
MSCI Korea	719	-2.2%	-2.3%	-5.4%	-4.1%	-4.0%	3.6%
India SENSEX	35,622	0.5%	0.2%	5.2%	7.8%	4.6%	14.5%
MSCI India	1,264	0.6%	2.6%	4.5%	2.0%	-0.1%	12.0%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,087	0.7%	0.0%	2.3%	0.8%	0.4%	5.4%
Japan TOPIX	1,779	-0.4%	-2.0%	2.4%	-2.1%	-2.1%	11.5%
Japan Nikkei 225	22,769	-0.2%	-0.7%	5.0%	-0.6%	0.0%	14.2%
Europe STOXX600	389	1.0%	-0.8%	3.6%	-0.4%	0.0%	0.1%
Euro STOXX50	3,505	1.7%	-1.7%	3.2%	-2.1%	0.0%	-1.5%
US Dow Jones	25,090	-0.9%	1.5%	0.6%	1.2%	1.5%	17.3%
US S&P500	2,780	0.0%	2.5%	1.0%	3.3%	4.0%	14.2%
MSCI US REITs	1,114	-0.8%	5.4%	5.0%	-5.7%	-3.7%	-4.9%
J-REITs	1,757	1.1%	0.7%	3.6%	4.9%	5.7%	1.0%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,634	-0.6%	-1.2%	6.9%	1.8%	-0.7%	1.8%
Germany DAX	13,011	1.9%	0.1%	6.5%	-0.9%	0.7%	1.9%
France CAC 40	5,502	0.9%	-0.7%	4.9%	1.9%	3.6%	4.6%
Switzerland SMI	8,643	1.5%	-3.9%	-2.7%	-8.0%	-7.9%	-2.5%
Portugal PSI 20	5,569	-0.8%	-0.8%	2.6%	3.4%	3.4%	5.0%
Spain IBEX 35	9,851	1.1%	-4.1%	1.6%	-4.0%	-1.9%	-9.5%
Italy FTSE MIB	22,190	3.9%	-8.1%	-2.2%	-0.9%	1.5%	5.2%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	70,758	-3.0%	-14.8%	-16.6%	-3.2%	-7.4%	14.8%
Chile IPSA	5,470	-1.0%	-3.5%	-2.3%	-2.2%	-1.7%	13.1%
Mexico MEXBO	46,939	2.2%	2.8%	-1.1%	-3.5%	-4.9%	-4.6%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	562	-1.9%	-0.8%	-4.2%	1.0%	-1.3%	12.1%
MSCI Latin America	2,428	-1.8%	-10.1%	-20.1%	-12.8%	-14.2%	-4.2%
MSCI All Country World	517	-0.7%	0.3%	-1.0%	1.1%	0.8%	11.0%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	64.30	-2.7%	-9.8%	3.1%	12.5%	6.4%	43.7%
Brent Spot	73.09	-4.4%	-6.9%	10.4%	15.3%	9.3%	54.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	8.79	-1.57	1.56	4.92	2.54	2.34	6.16
Gold Spot	1281.72	-1.4%	-0.9%	-2.8%	1.5%	-1.6%	2.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2205.49	-0.1%	-1.4%	2.3%	3.2%	3.5%	6.9%
Bloomberg Agri Subindex	46.06	-2.8%	-5.6%	-6.1%	-1.7%	-3.1%	-10.5%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	273.02	-0.1%	0.1%	-1.1%	-0.6%	-1.0%	1.8%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.41	0.0%	0.1%	-0.1%	0.5%	0.4%	1.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	278.68	-0.1%	0.0%	-0.5%	0.3%	0.0%	1.7%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	355.99	-0.3%	0.4%	-0.9%	-0.1%	-0.6%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	236.15	-0.1%	0.1%	-0.5%	0.3%	0.0%	1.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.53	-2	3	18	6	11	4
2Y	1.71	4	8	33	22	24	20
5Y	2.12	3	9	27	23	26	17
10Y	2.80	2	7	25	21	26	27
Spread 10Y-2Y	109	-1	-1	-8	-2	2	7
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.91	-4	-15	6	52	50	76
Japan 10Y	0.04	-1	-3	0	-1	-1	-2
UK 10Y	1.33	-6	-19	-11	18	14	30
German 10Y	0.40	-5	-24	-17	10	-2	12
Spain 10Y	1.30	-17	-6	-9	-16	-27	-12
Italy 10Y	2.61	-52	66	62	80	59	64
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	11.98	-0.2	-1.4	-3.8	2.5	0.9	1.6
Dollar index	94.92	1.4%	1.4%	5.2%	1.3%	3.0%	-2.3%
USD/THB	32.68	2.0%	1.5%	4.8%	0.1%	0.3%	-3.7%
EUR/USD	1.16	-1.7%	-1.6%	-6.2%	-1.7%	-3.5%	3.8%
GBP/USD	1.33	-0.8%	-1.5%	-5.6%	-0.9%	-1.8%	4.1%
USD/JPY	110.49	0.4%	-0.3%	4.3%	-1.8%	-2.0%	-0.8%
USD/CNY	6.44	0.5%	1.0%	1.8%	-2.6%	-1.0%	-5.4%
USD/CNH	6.44	0.7%	1.3%	2.0%	-2.4%	-1.1%	-5.6%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

6/18/2018

7:10:00 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- ราคาคาด Bond Yield 10 ปี เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 3.0% - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- เศรษฐกิจฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง - การปรับฐานทำให้เริ่มมี Upside เพิ่มขึ้น - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นไทย				- เศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่อง - Valuation เริ่มแพงเมื่อเทียบกับภูมิภาค - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				- นโยบายการเงินมีแนวโน้มกลับมาผ่อนคลายลงในไตรมาส 3 จากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน - ตลาดปรับฐานลงมาแรงถือเป็นโอกาสซื้อ - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- Fund outflow เริ่มชะลอลง หลังค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ทรงตัว - ได้ประโยชน์จากการเติบโตของหุ้นกลุ่ม Tech - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นอินเดีย				- ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป - การปรับฐานทำให้ตลาดมี Upside เพิ่มขึ้น - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังคงอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผล - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืน ตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				- นโยบายของรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN ชัดกับทาง EU ซึ่งอาจทำให้เกิดความขัดแย้งในภูมิภาค และความเสี่ยงที่อิตาลีอาจแยกตัวออกจาก EU ในระยะข้างหน้า - ยุโรปเริ่มมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรบริษัทจดทะเบียน - ลดน้ำหนักเป็น Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- ความเสี่ยงที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าจะกดดันราคาทองคำ - เงินเฟ้อที่น่าจะต่ำสุดในช่วงไตรมาส 3 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้น - แนะนำให้ซื้อเพื่อขายทำกำไรระยะสั้น
น้ำมัน				- OPEC น่าจะตัดสินใจเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในการประชุมวันที่ 22 มิ.ย. แต่เพิ่มขึ้นน้อยกว่าที่ตลาดคาดเอาไว้ - สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลงจนถึงต้นเดือน ก.ย. - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs				- Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มีความเสี่ยงที่จะกดดันราคาให้ลดลง - คงคำแนะนำ Underweight
J-REITs				- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - คงคำแนะนำ Underweight
Europe REITs				- โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ Current Recommendation ■ Previous Recommendation

■ Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน ■ Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน ■ Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Special Issue: หลุมดำในตลาดตราสารหนี้

ปริมาณพันธบัตรออกใหม่ที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับความต้องการซื้อจากธนาคารกลางที่ลดลง จะดูดสภาพคล่องจำนวนมหาศาลออกจากตลาดทุนโลก ซึ่งจะเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตามองในช่วงไตรมาส 4

หลุมดำในทางดาราศาสตร์หมายถึงมวลสารที่มีแรงโน้มถ่วงมหาศาลจนทำให้วัตถุทุกชนิด ซึ่งไม่ว่าแม้แต่แสง ถูกดูดหายไปใจกลางของหลุมดำ แต่ในช่วงปลายปีนี้ปริมาณพันธบัตรออกใหม่ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสวนทางกับความต้องการซื้อจากธนาคารกลางที่ลดลง อาจก่อให้เกิดหลุมดำในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งจะดึงดูดสภาพคล่องจำนวนมหาศาลออกจากตลาดทุน และส่งผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์ทางการเงินทุกประเภท

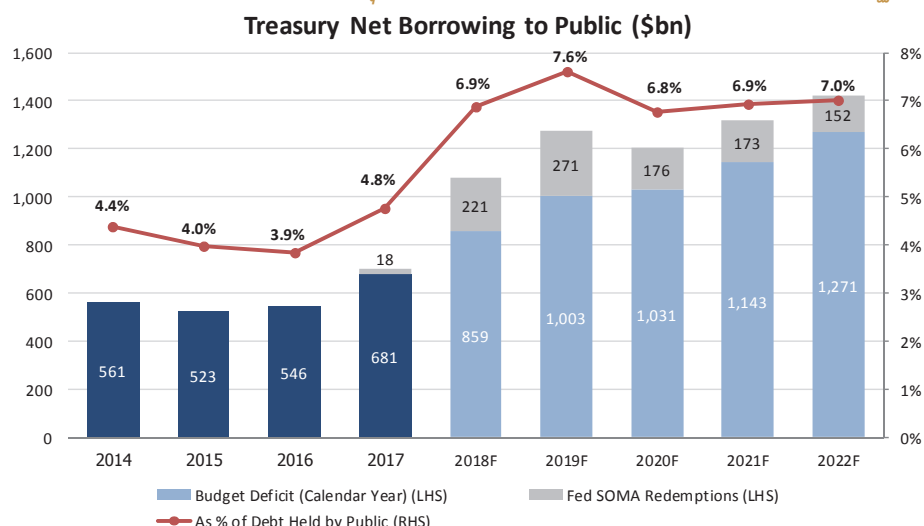
อุปทานเพิ่มขึ้น: สหรัฐฯ เตรียมออกพันธบัตรจำนวนมหาศาลเพื่อชดเชยการขาดดุลการคลัง

ความสำเร็จในการผลักดันนโยบายลดภาษีของประธานาธิบดี Trump ซึ่งลดอัตราภาษีนิติบุคคลลงจาก 35% เหลือ 21% รวมทั้งลดอัตราภาษีรายได้บุคคลธรรมดาจาก 39.6% เหลือ 37% และเพิ่มค่าลดหย่อนภาษีสำหรับบุคคลธรรมดาขึ้นสองเท่า ประกอบกับการผ่านร่างงบประมาณ ซึ่งมีการเพิ่มการใช้จ่ายและการลงทุนภาครัฐฯ มีส่วนสำคัญที่ช่วยผลักดันให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ กลับมาขยายตัวได้อย่างร้อนแรงในปี

แต่ในทางกลับกัน รัฐบาลสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อมาบรรจบกับรายได้ของรัฐที่ลดลงจากการลดภาษี ก็ส่งผลให้รัฐบาลมีการขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ รัฐบาลสหรัฐฯ จึงมีความจำเป็นที่จะต้องหาแหล่งเงินทุนอื่นเพื่อมาชดเชยการขาดดุลดังกล่าว ซึ่งแหล่งเงินทุนที่สำคัญของรัฐบาล ก็คือการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อกู้เงินจากตลาดทุนนั่นเอง

สำนักงานงบประมาณของสหรัฐฯ (US Congressional Budget Office: CBO) ประเมินว่ารัฐบาลสหรัฐฯ จะขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นจากประมาณ 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ประมาณ 3% ของ GDP) ในปี 2016 ไปแตะระดับ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2019 (5% ของ GDP) และอาจขาดดุลเพิ่มขึ้นต่อเนื่องถึงราว 1.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในอนาคต การขาดดุลงบประมาณที่เพิ่มขึ้นนี้จะทำให้รัฐบาลต้องออกพันธบัตรใหม่เพิ่มขึ้น ซึ่งปริมาณพันธบัตรใหม่ที่จะออกสู่ตลาดในแต่ละปีจะคิดเป็นสัดส่วนมากถึง 6-8% ของปริมาณพันธบัตรเดิมที่มีอยู่ในตลาด

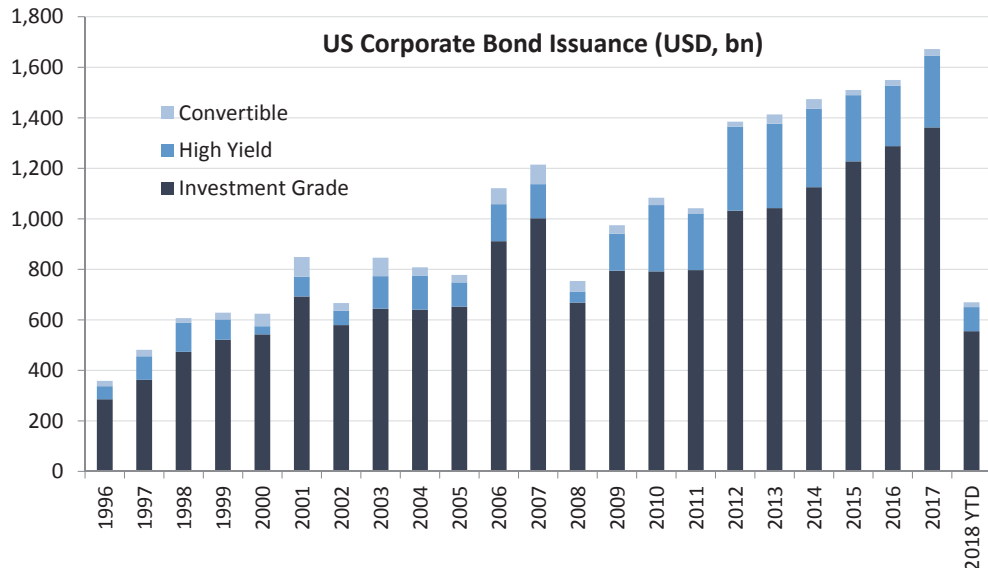
แผนภาพที่ 1: CBO ประเมินว่ารัฐบาลสหรัฐฯ จะขาดดุลงบประมาณแตะระดับ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2019 (5% ของ GDP) และอาจขาดดุลเพิ่มขึ้นต่อเนื่องถึงราว 1.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในอนาคต



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

นอกจากภาครัฐแล้ว ภาคเอกชนก็ยังมีแรงออกหุ้นกู้เป็นจำนวนมากในปี นี้ เพื่อลือคต้นทุนทางการเงินก่อนที่ดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นไปมากกว่านี้อีกด้วย ซึ่งนั่นหมายความว่าทั้งภาครัฐ และภาคเอกชนกำลังเร่งออกขายตราสารหนี้เป็นจำนวนมหาศาลเพื่อกู้เงินจากตลาดทุนในช่วงนี้

แผนภาพที่ 2: ปริมาณการออกหุ้นกู้ของภาคเอกชนในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2012



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

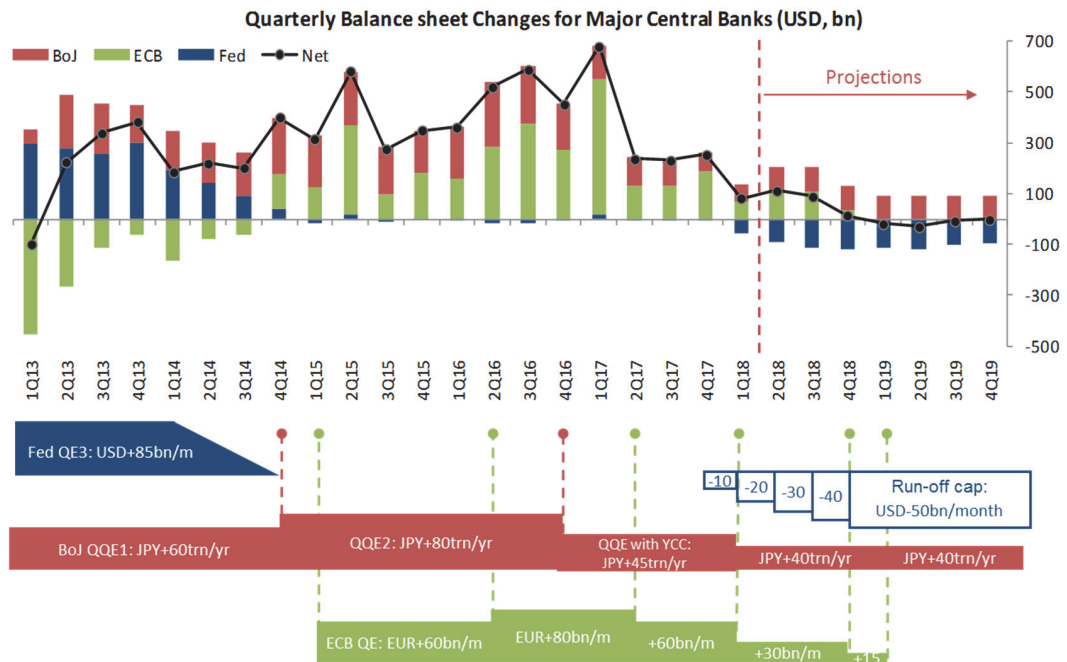
อุปสงค์ลดลง: Fed เติมน้ำลด Balance Sheet ตามแผน ในขณะที่ ECB จะทยอยลด QE ในไตรมาส 4 ส่วนธนาคารกลางจีน (PBoC) จะซื้อพันธบัตรสหรัฐฯ ลดลงตามดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลง

ธนาคารกลางทั่วโลกที่เคยเป็นผู้รับซื้อพันธบัตรรายใหญ่ผ่านมาตรการ QE ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ก็จะเริ่มซื้อน้อยลงเรื่อยๆ ในปีนี้ โดย Fed ได้ประกาศแผนการลด Balance Sheet โดยจำกัดวงเงินพันธบัตรที่จะปล่อยให้ครบอายุโดยไม่กลับไปซื้อคืน (Run-off Cap) ซึ่งจะทยอยเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จาก 1 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือนในไตรมาส 1/2017 ไปจนถึงอัตราสูงสุดที่ 5 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือนในไตรมาส 4/2018 และคงไว้ที่ 5 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือนไปจนกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงอีกครั้ง

ในขณะที่ ECB ได้ประกาศว่าจะลดวงเงินการซื้อพันธบัตรผ่านมาตรการ QE จากที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนในปัจจุบัน เหลือ 1.5 หมื่นล้านยูโรในช่วงไตรมาส 4/2018 และยุติการทำ QE ภายในปีนี้

จากการลด Balance Sheet ของ Fed ประกอบกับการลด QE ของ ECB เราประเมินว่าเงินอัดฉีด QE (ซึ่งทำโดยการซื้อพันธบัตรในตลาด) จากธนาคารกลางหลัก 3 แห่งได้แก่ Fed, BoJ และ ECB จะลดลงเรื่อยๆ ในปีนี้ จนหมดในช่วงไตรมาส 4/2018 และกลับเป็นติดลบ (มีปริมาณพันธบัตรที่ครบอายุมากกว่าที่ซื้อเข้าไปใหม่) ในช่วงไตรมาส 1/2019

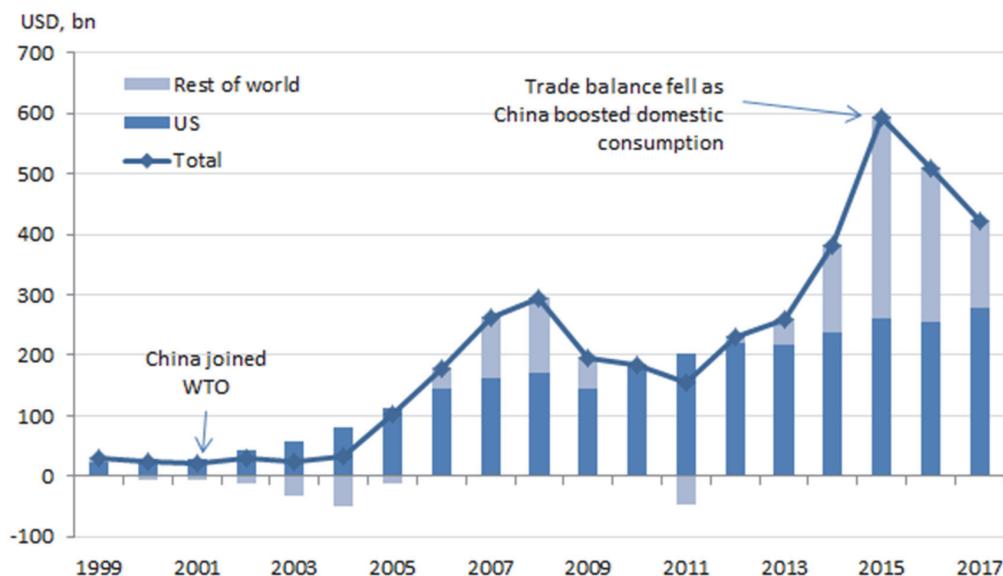
แผนภาพที่ 3: เงินอัดฉีด QE จากธนาคารกลางหลัก 3 แห่งจะลดลงจนเหลือ 0 ในช่วงไตรมาส 4



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU);
assume fixed exchange rates: USDJPY = 114, EURUSD = 1.16

นอกจาก 3 ธนาคารกลางหลักที่มีแนวโน้มจะซื้อพันธบัตรลดลงตามที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ธนาคารกลางจีนก็มีแนวโน้มจะซื้อพันธบัตรสหรัฐฯ น้อยลงเช่นกัน เนื่องจากดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ของจีนซึ่งลดลงเรื่อยๆ จากความพยายามของรัฐบาลจีนในการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจให้พึ่งพาการส่งออกน้อยลงและส่งเสริมการบริโภคในประเทศเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 4: ดุลการค้าของจีนเกินดุลลดลงนับตั้งแต่ปี 2016 จากการส่งเสริมการบริโภคในประเทศ



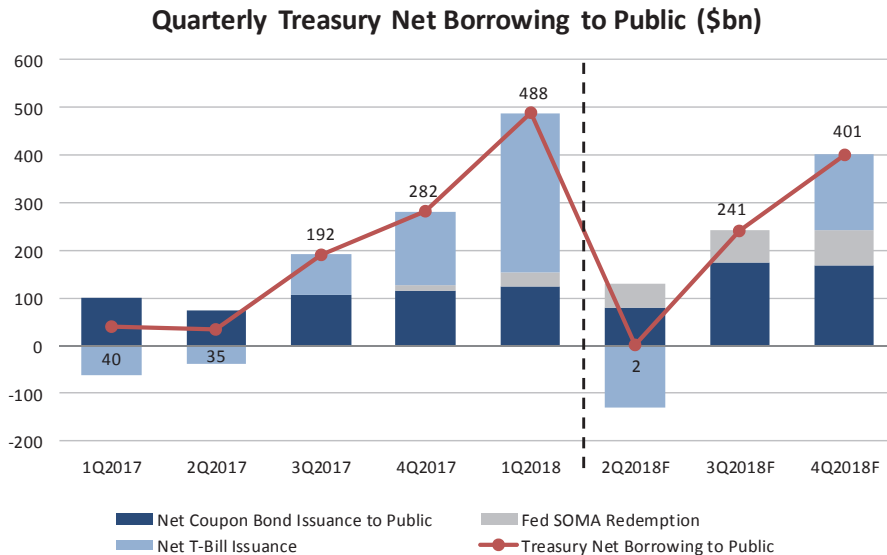
Source: Bloomberg, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดจะเผชิญแรงกดดันจากสภาพคล่องในไตรมาส 4

เมื่อธนาคารกลางซื้อพันธบัตรน้อยลง สวนทางกับปริมาณการออกพันธบัตรเพิ่มขึ้น ก็หมายความว่านักลงทุนในตลาดต้องเข้าไปซื้อพันธบัตรเพิ่มขึ้นนั่นเอง ซึ่งเม็ดเงินที่จะต้องไหลเข้าไปซื้อพันธบัตรใหม่เป็นจำนวนมาก อาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของเงินสกุลดอลลาร์ในตลาด และเป็นการ “แย่ง” เม็ดเงินลงทุนจากสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาของสินทรัพย์ทางการเงินอื่นๆ อีกด้วย

พันธบัตรใหม่ซึ่งออกสู่ตลาดเป็นจำนวนมาก ได้ส่งผลกระทบต่อตลาดไปแล้วครั้งหนึ่งในช่วงไตรมาส 1/2018 ซึ่งมีปริมาณพันธบัตรออกใหม่สุทธิ (Net Issuance) มากถึง 488 แลันดอลลาร์ และได้ส่งผลให้เกิดภาวะสภาพคล่องตึงตัวและกดดันตลาดหุ้นให้ปรับฐานลง แต่ปัญหาดังกล่าวได้คลี่คลายลงในช่วง 2/2018 ซึ่งเป็นฤดูกาลเก็บภาษีซึ่งทำให้ภาครัฐมีรายได้เข้ามาใช้จ่ายและทำให้ปริมาณการออกพันธบัตรลดลง (ดูรายละเอียดใน TISCO ESU Special Issue : LIBOR พุ่งขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลก สะท้อนปัญหาสภาพคล่อง วันที่ 30 มี.ค. 2018)

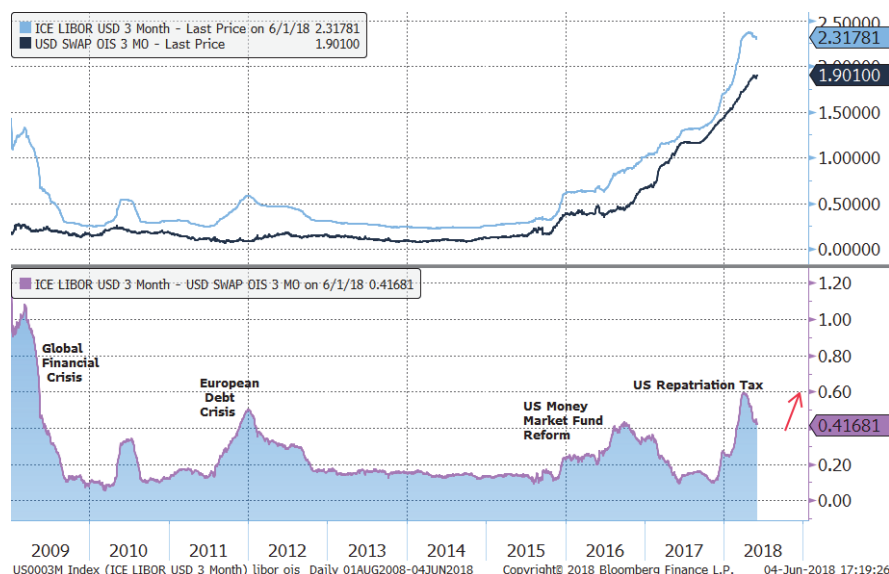
แผนภาพที่ 5: ปริมาณการออกพันธบัตรจะกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งในไตรมาส 4/2018



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

อย่างไรก็ดี ปริมาณการออกพันธบัตรมีแนวโน้มจะกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งในไตรมาส 4/2018 ซึ่งปริมาณการออกพันธบัตรสุทธิ (Net Issuance) จะเพิ่มขึ้นเป็นราว 4 แลันดอลลาร์สหรัฐฯ ใกล้เคียงกับช่วงไตรมาส 1/2018 และอาจทำให้ปัญหาสภาพคล่องกลับมากดดันตลาดหุ้นอีกครั้ง

แผนภาพที่ 6: LIBOR/OIS Spread เพิ่มขึ้นในไตรมาส 1 สะท้อนสภาพคล่องที่ตึงตัวจากผลของการออกพันธบัตรเป็นจำนวนมาก ซึ่งมีแนวโน้มที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนวโน้มสภาพคล่องและทิศทางการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางจะเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดทิศทางการลงทุนในช่วงที่เหลือของปีนี้ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรติดตามการเคลื่อนไหวของดัชนีชี้วัดสภาพคล่อง เช่น LIBOR/OIS Spread อย่างใกล้ชิด และปรับพอร์ตลดความเสี่ยงหาก Spread ดังกล่าวกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงไตรมาส 4

ตลาดหุ้น

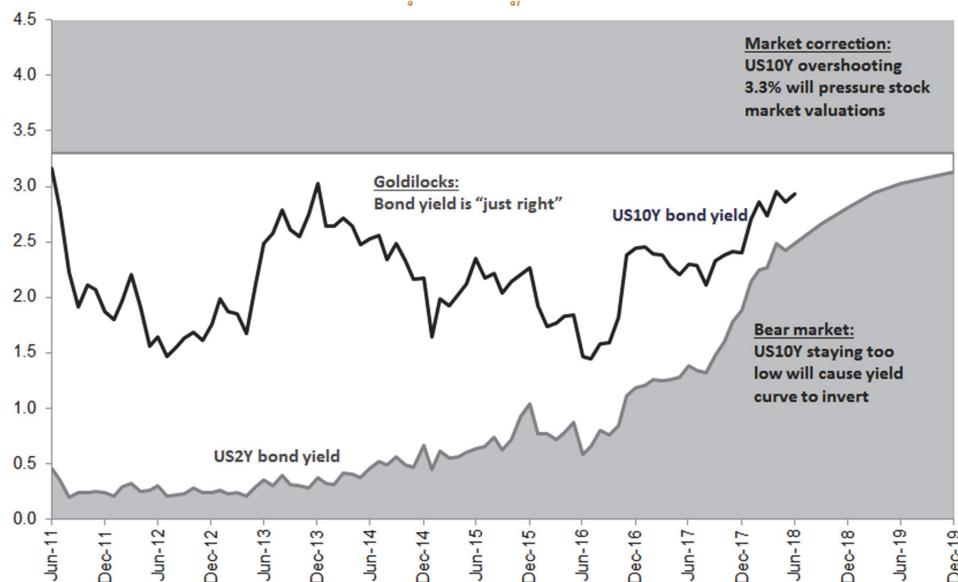
ตลาดหุ้นในช่วงครึ่งปีหลัง จะเข้าสู่จุดวัดใจว่าจะยังคงอยู่ในตลาดกระทิง (Bull Market) ต่อไป หรือ เตรียมสู่ตลาดขาลง (Bear Market) อย่างแท้จริงในระยะข้างหน้า โดยเราประเมินว่า หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสูงจนเกินไป ทะลุ 3.3% จะทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานอีกครั้ง (Market Correction) แต่หากต่ำเกินไปจน Bond Yield Invert ตลาดหุ้นอาจเข้าสู่ภาวะตลาดขาลง และมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลงมากกว่า 10%

ตลาดหุ้นในช่วงครึ่งปีหลังเข้าสู่จุดวัดใจว่าจะ Bull หรือ Bear

ในช่วงครึ่งแรกของปี ตลาดหุ้นทั่วโลกค่อนข้างผันผวน และให้ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง หลัง Bond Yield สหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นปีตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับฐานลงราว 10 % ในช่วงต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมานอกจากนั้นความเสี่ยงทางการเมืองระหว่างประเทศได้เพิ่มขึ้น หลังนาย Donald Trump ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ได้ประกาศขึ้นภาษีในหลายกลุ่มสินค้านำเข้ากับประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะกับทางจีนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดดุลการค้าของสหรัฐฯ ลง และในช่วงเดือน พ.ค. ที่ผ่านมานี้ ความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลีได้กลับมาปะทุอีกครั้งจากประเด็นการเจรจาจัดตั้งรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค Five-Star Movement (M5S) และพรรค Lega (LN) แม้ล่าสุดจะร่วมกันจัดตั้งรัฐบาลสำเร็จ แต่นโยบายของทั้งสองพรรคซึ่งขัดกับทาง EU อาจทำให้เกิดความขัดแย้งในภูมิภาค และความเสี่ยงที่อิตาลีอาจแยกตัวออกจาก EU ในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตามตลาดหุ้นทั่วโลกยังคงยืนหยัดอยู่ได้ในระดับใกล้เคียงกับช่วงต้นปี เนื่องจากผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ออกมาแข็งแกร่งและดีกว่าคาด และราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวขึ้นแรงในปีนี้

เรามองว่าตลาดหุ้นในช่วงครึ่งหลังของปีจะเข้าสู่จุดวัดใจ (Critical Point) ว่าจะยังคงอยู่ในตลาดกระทิง (Bull Market) ต่อไป หรือเตรียมเข้าสู่ตลาดขาลง (Bear Market) อย่างแท้จริงในระยะข้างหน้า เนื่องจากเศรษฐกิจโลกได้เข้าสู่ช่วง Late-Cycle และเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นตามราคาน้ำมัน และค่าจ้างที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นจากตลาดแรงงานที่ตึงตัว โดยทาง ESU ได้ประเมินตลาดหุ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ออกเป็น 3 สถานการณ์ดังนี้

แผนภาพที่ 7: Bond Yield ที่สูงจนเกินไป ทะลุ 3.3% จะทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานอีกครั้ง (Market Correction) แต่หากต่ำเกินไปจน Bond Yield Invert ตลาดหุ้นอาจเข้าสู่ภาวะตลาดขาลง



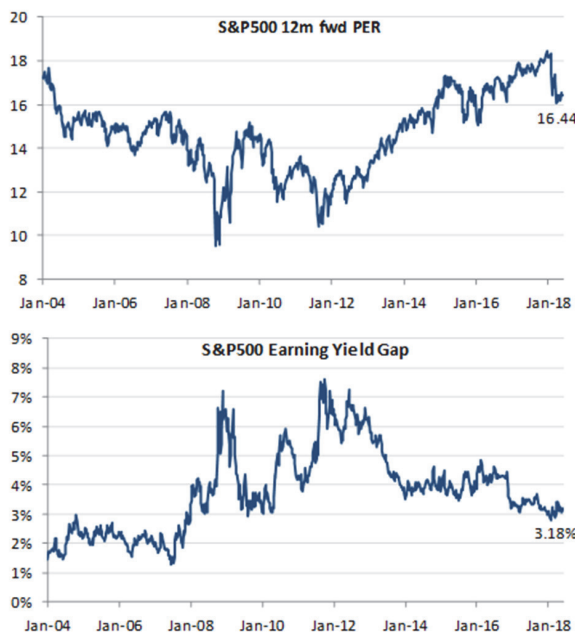
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

1) Bull Market Correction: Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ พุ่งทะลุ 3.3% กดดันระดับ Valuation ของตลาดหุ้น และทำให้ตลาดหุ้นเผชิญความเสี่ยงปรับฐานอีกครั้งราว 5-10%

ในกรณีนี้ Bond Yield สหรัฐฯ อาจพุ่งทะลุ 3.3% และ Yield Curve จะมีลักษณะชันขึ้นแบบ Bear Steepening (ดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้นมากกว่า ระยะสั้น) หากเศรษฐกิจสหรัฐฯ พื้นตัวได้อย่างร้อนแรงจนทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นเร็วกว่าคาด ซึ่งทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาด ประกอบกับความเสี่ยงที่สภาพคล่องจะกลับมาตึงตัวอีกครั้งในช่วงไตรมาส 4/2018 เนื่องจาก 1) การออกขายพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯ จำนวนมากในช่วงไตรมาส 4/2018 ซึ่งเกิดขึ้นมาแล้วในช่วงไตรมาส 1/2018 ที่ผ่านมา (แผนภาพที่ 5) เพื่อชดเชยรายได้ที่ลดลงจากนโยบายลดภาษีของประธานาธิบดี Trump และรายจ่ายที่เพิ่มขึ้นหลังจากรายการระดับเพดานหนี้ในช่วงต้นเดือน ก.พ. และ 2) ธนาคารกลางหลัก 3 แห่งได้แก่ Fed, BoJ และ ECB ซึ่งเป็นผู้ซื้อรายใหญ่มาโดยตลอด มีแนวโน้มที่จะทยอยลดการอัดฉีดสภาพคล่องจนเหลือ 0 ในไตรมาส 4/2018 (แผนภาพที่ 3)

เราคาดว่า Bond Yield สหรัฐฯ ที่พุ่งทะลุ 3.3% และ LIBOR/OIS Spread ที่อาจกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งจากปัญหาสภาพคล่องตึงตัวในไตรมาส 4/2018 (แผนภาพที่ 6) จะกดดันระดับ Valuation ของตลาดหุ้น และส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งราว 5-10% อย่างไรก็ตามเรามองตลาดหุ้นที่ปรับฐานลงในกรณีนี้เป็นโอกาสในการเข้าลงทุน เนื่องจากเศรษฐกิจที่ขยายตัวได้ต่อเนื่องจะสนับสนุนให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มขยายตัวเพิ่มขึ้นเช่นกัน

แผนภาพที่ 8: หาก Bond Yield พุ่งทะลุ 3.3% ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้ง เนื่องจากระดับ Valuation ที่ไม่เหมาะสม



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

S&P500 PER will have to fall below 16x if US10Y bond yield overshoots 3.3%

	Earning Yield Gap				
	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%
2.80%	19.8	18.9	18.0	17.2	16.5
2.90%	19.4	18.5	17.7	16.9	16.3
3.00%	19.0	18.2	17.4	16.7	16.0
3.10%	18.7	17.9	17.1	16.4	15.7
3.20%	18.3	17.5	16.8	16.1	15.5
3.30%	18.0	17.2	16.5	15.9	15.3
3.40%	17.7	16.9	16.3	15.6	15.0
3.50%	17.4	16.7	16.0	15.4	14.8
3.60%	17.1	16.4	15.7	15.2	14.6
3.70%	16.8	16.1	15.5	14.9	14.4
3.80%	16.5	15.9	15.3	14.7	14.2
3.90%	16.3	15.6	15.0	14.5	14.0
4.00%	16.0	15.4	14.8	14.3	13.8

Recommendation: เราแนะนำนักลงทุนให้เข้าลงทุนเมื่อตลาดย่อตัว ซึ่งเราชอบตลาดหุ้นพัฒนาแล้ว (DM) มากกว่า ตลาดหุ้นกำลังพัฒนา (EM) เนื่องจากในกรณีนี้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นตามการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield สหรัฐฯ ซึ่งจะทำให้ตลาดหุ้น EM มีความเสี่ยงที่จะเผชิญกับเงินทุนไหลออกสูง โดยเราชอบตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ยังคงซื้อขายในระดับ Valuation ที่ต่ำโดยค่า P/E ของดัชนี Nikkei ยังอยู่ที่ระดับ 15.9 เท่า (-0.2 S.D.) นอกจากนี้ยังได้รับอานิสงค์จากการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายของ BoJ ซึ่งคาดว่าจะผ่อนคลายไปจนถึงปี 2020 และชอบหุ้นในกลุ่มการเงิน (Financials) ในสหรัฐฯ เนื่องจากแนวโน้มของกำไรที่จะเพิ่มขึ้นตามการปรับเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน

2) Extended goldilocks: Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ทรงตัวในกรอบ 3.0-3.3% ตลาดหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ แต่ Upside จำกัด

ในกรณีนี้ Bond Yield สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ในกรอบ 3.0-3.3% และ Yield Curve ยังคงมีลักษณะแบบชันขึ้น หากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เงินเฟ้อทรงตัวในระดับต่ำ ซึ่งทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ไม่เร่งรีบในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย และยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในระยะยาวต่ำกว่าระดับ 3.0% (ซึ่งล่าสุด FOMC Longer Run Dot Plot อยู่ที่ระดับ 2.875% ในการประชุมเดือน มี.ค.)

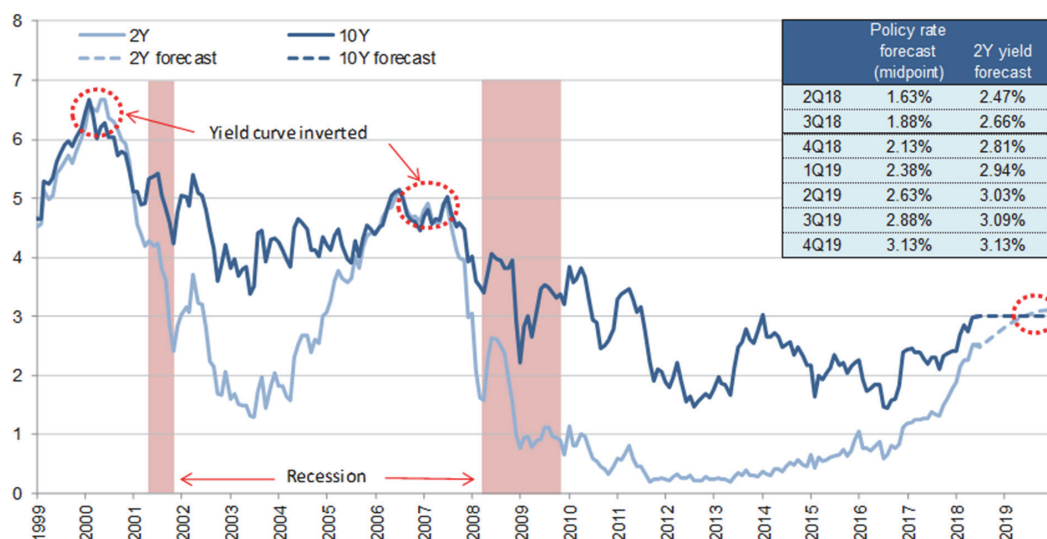
เราประเมินว่าหาก Bond Yield สหรัฐฯ ทรงตัวในกรอบ 3.0-3.3% ตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นต่อ แต่มี Upside ที่ค่อนข้างจำกัด โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมของตลาดจาก Earning Yield Gap Model ในแผนภาพที่ 8 ซึ่งให้ค่า Forward P/E ที่เหมาะสมของดัชนี S&P500 อยู่ในกรอบ 15.9 – 16.7 เท่า (Current Forward P/E = 16.4 เท่า)

Recommendation: เราแนะนำให้นักลงทุนถือพอร์ต “Let Profit Run” โดยในกรณีนี้ เราชอบตลาดหุ้น EM มากกว่า DM เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ น่าจะเริ่มทรงตัว ซึ่งจะชะลอการไหลออกของเงินทุนในตลาดหุ้น EM ประกอบกับแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศ EM ยังคงอยู่ในระดับสูง และภาวะเศรษฐกิจยังคงสูงกว่าศักยภาพ (Positive Output Gap) ทั้งนี้เราชอบตลาดหุ้น EM เช่น จีน และอินเดีย ซึ่งมีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว ซึ่งจะชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้

3) Bear Market: หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ทรงตัวที่ระดับ 3.0% จะทำให้ Yield Curve (10 ปี – 2 ปี) Invert ในช่วงไตรมาส 1/2019 ซึ่งชี้ถึงความเสี่ยง Recession และเป็นสัญญาณของตลาดขาลง (Bear Market)

หากแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ชะลอตัวลง ในขณะที่เงินเฟ้อยังคงเพิ่มขึ้นจากตลาดแรงงานที่ตึงตัว และราคาน้ำมันดิบที่ปรับขึ้นแรงในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งทำให้ Fed ต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อเนื่อง โดยเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยทุกไตรมาสละ 25 bps ไปจนถึงสิ้นปี 2019 ดังนั้น Bond Yield 2 ปี ก็จะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 3.0% ในไตรมาส 1/2019 และหาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ทรงตัวที่ 3.0% ณ เวลานั้น ก็จะทำให้ Yield Curve (10 ปี – 2 ปี) เข้าสู่ภาวะ Invert ในช่วงไตรมาส 1/2019

แผนภาพที่ 9: หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ทรงตัวที่ระดับ 3.0%
ก็จะทำให้ Yield Curve เข้าสู่ภาวะ Invert ในช่วงไตรมาส 1/2019



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การ Invert ของ Yield Curve นับเป็นสัญญาณการสิ้นสุดของวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจ และเข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งก็มักเป็นสัญญาณของการ “จบรอบ” ของตลาดหุ้นขาขึ้น และเข้าสู่ตลาดหุ้นขาลง นอกจากการ Invert ของ Yield Curve แล้วข้อมูลในอดีตอื่นๆก็ชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐมีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงปลายปี 2019 ถึงต้นปี 2020 (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ใน Special Topic ใน TIPS ฉบับเดือน มิ.ย. 2018) ดังนั้น ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐจะชะลอตัวลง และอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีหน้า อาจทำให้ตลาดหุ้นซึ่งเคลื่อนไหวสะท้อนเหตุการณ์ล่วงหน้า มีแนวโน้มที่จะกลับมาผันผวน และเผชิญความเสี่ยงที่จะปรับตัวลงมากกว่า 10% ในช่วงปลายปีนี้

Recommendation: เราแนะนำให้นักลงทุนทยอยขายสินทรัพย์เสี่ยง หากความชันของ Yield Curve ลดลงเรื่อยๆ จนเสี่ยงที่จะ Invert โดยในกรณีนี้ เราชอบตลาดหุ้น DM มากกว่า EM เนื่องจากตลาดหุ้น EM มีความเสี่ยงที่จะเผชิญกับภาวะเงินไหลออกมากกว่า ประกอบกับโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาที่เปราะบางกว่า ดังนั้นตลาดหุ้น EM จึงมีแนวโน้มที่จะปรับฐานแรงกว่าตลาดหุ้น DM ทั้งนี้เราชอบหุ้นในกลุ่ม Health Care ของสหรัฐ ซึ่งมีกำไรสม่ำเสมอและผันผวนต่ำ แม้ในช่วงเศรษฐกิจถดถอยเช่นในปี 2002 (Dot Com Bubble) และปี 2008 (Global Financial Crisis) และแนะนำการลงทุนในทองคำ เพื่อลดความเสี่ยงของพอร์ตโดยรวม เนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ปลอดภัยที่มักให้ผลตอบแทนได้ดีในยามที่เศรษฐกิจเข้าสู่ช่วงภาวะวิกฤต และตลาดหุ้นผันผวน

ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐาน หาก Bond Yield สูงจนเกินไป หรือต่ำจนเกินไป

แนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจที่เริ่มไม่แน่นอน ประกอบกับความเสี่ยงที่เศรษฐกิจอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2019 เนื่องจากการดำเนินนโยบายทางการเงินและการคลังที่เข้มงวดมากขึ้น นอกจากนี้สภาพคล่องในตลาดเงินที่มีแนวโน้มกลับมาตึงตัวในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ อาจทำให้ตลาดหุ้นเผชิญความเสี่ยงที่จะปรับฐานมากขึ้น เราแนะนำให้นักลงทุนสังเกตภาวะทางเศรษฐกิจ และการลงทุนที่ไปเปลี่ยนจากความเคลื่อนไหวของ Bond Yield สหรัฐฯ และ Yield Curve (10 ปี – 2 ปี)

หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯเพิ่มขึ้นสูงจนเกินไป ทะลุ 3.3% จะกดดันระดับ Valuation ของตลาดหุ้น และเพิ่มความเสี่ยงที่ตลาดหุ้นจะปรับฐานราว 5-10% อีกครั้ง ในขณะที่หาก Bond Yield ทรงตัวในระดับต่ำ 3.0 % เป็นเวลานานจนเกินไป ก็จะทำให้ Yield Curve เปลี่ยนเป็นลักษณะ “Invert” ได้ โดยเราคาดว่าอาจเกิดขึ้นได้ในช่วงไตรมาส 1/2019 ซึ่งเป็นสัญญาณของภาวะเศรษฐกิจถดถอย และเข้าสู่ช่วงตลาดหุ้นขาลง โดยตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลงมากกว่า 10% 

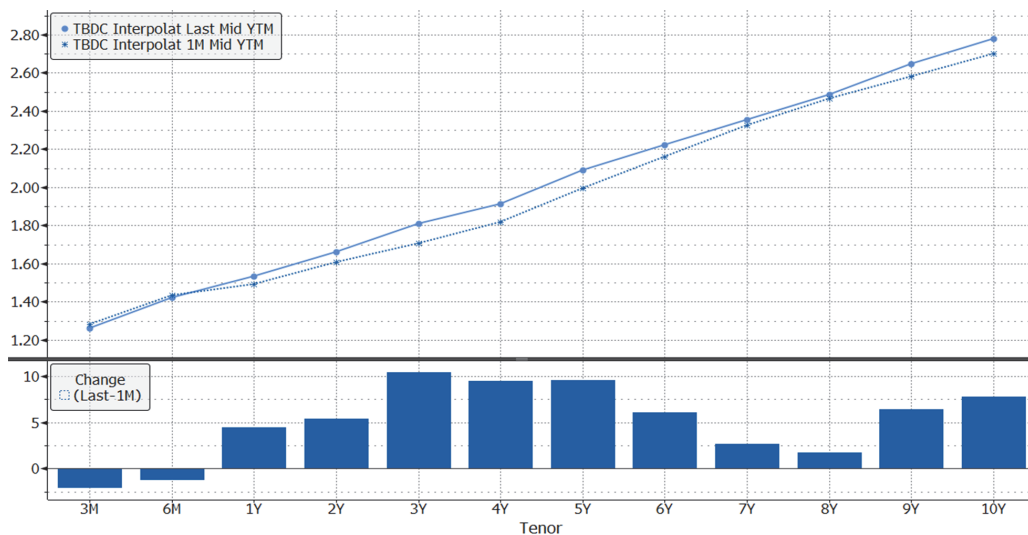
ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงแนะนำ Underweight (ลดน้ำหนักการลงทุน) ตราสารหนี้ระยะยาว เนื่องจาก 1) เราคาดว่าเงินบาทที่แข็งค่าซึ่งเป็นแรงจูงใจในการลงทุนในพันธบัตรไทยในช่วงที่ผ่านมา ได้แข็งค่าขึ้นทำจุดสูงสุดไปแล้ว โดยเราคาดเงินบาทจะอยู่ที่ระดับ 32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี (vs. 32.18 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในปัจจุบัน) ซึ่งจะทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนในตลาดพันธบัตรไทยมีลดลง และ 2) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก ทำให้มีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุน

Bond Yield ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรอายุ 3 ถึง 6 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6-10bps ส่วนพันธบัตรอายุ 1 ถึง 2 ปี เพิ่มขึ้น 4-5bps พันธบัตรอายุ 7 ถึง 8 ปี เพิ่มขึ้น 1-2bps และพันธบัตรอายุ 9 ถึง 10 ปี เพิ่มขึ้น 6-8bps โดยมีเพียงพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 ถึง 6 เดือนที่ปรับตัวลดลง 1-2bps โดยการปรับตัวเพิ่มขึ้นของพันธบัตรเป็นผลจาก GDP ไตรมาส 1 ของไทยที่ขยายตัวสูงกว่าตลาดคาดที่ +4.8% YoY (vs. ตลาดคาด +4.0%)

แผนภาพที่ 10: ผลตอบแทนพันธบัตรไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรอายุ 3-5 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นราว +10bps



Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

13-Jun-2018 14:13:41

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยเราคาด Bond Yield ไทยจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้

เราประเมินว่า Bond Yield ไทยจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ (รายละเอียดเพิ่มเติมใน TIPS เดือน มิ.ย. 2018) โดยเราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรไทยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อในระยะข้างหน้าเนื่องจาก 1) เราคาดว่าเงินบาทที่แข็งค่าซึ่งเป็นแรงจูงใจในการลงทุนในพันธบัตรไทยในช่วงที่ผ่านมา ได้แข็งค่าขึ้นทำจุดสูงสุดไปแล้ว โดยเราคาดเงินบาทจะอยู่ที่ระดับ 32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี (vs. 32.18 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในปัจจุบัน) ซึ่งจะทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนในตลาดพันธบัตรไทยมีลดลง

แผนภาพที่ 11: เราคาดว่าเงินบาทได้แข็งค่าขึ้นทำจุดสูงสุดไปแล้ว และ คาดเงินบาทจะอ่อนค่าลงสู่ระดับ 32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปี



Source: Bloomberg

และ 2) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ในปัจจุบันอยู่ที่ระดับ -0.16% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในรอบ 3 ปี และ 5 ปี ค่อนข้างมาก (0.27% และ 0.58% ตามลำดับ) ทำให้เราคาดว่า พันธบัตรไทยมีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3% ในปีนี้

แผนภาพที่ 12: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (เส้นสีดำ) อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก ทำให้เราคาดว่าอัตราผลตอบแทน พันธบัตรไทยมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบจะกลับขึ้นมาเทรดในกรอบแคบๆ 65-70 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในช่วง 1-2 เดือนหลังการประชุม OPEC วันที่ 22 มิ.ย. จากการคาดการณ์ที่ว่า OPEC จะตัดสินใจเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบน้อยกว่าที่ตลาดคาด ประกอบกับความต้องการใช้น้ำมันจำนวนมากในสหรัฐฯในช่วง Driving Season เดือน มิ.ย. – ส.ค. จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาน้ำมันดิบในระยะสั้น สำหรับทองคำ เราแนะนำให้รอขายทองคำเพื่อทำกำไรในช่วงไตรมาส 3 ที่ราคาระหว่าง 1,340-1,410 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ เนื่องจาก 1) ในช่วงไตรมาส 3 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Yield) มีแนวโน้มลดลง ตามการคาดการณ์เงินเฟ้อที่จะเพิ่มขึ้น ขณะที่ Nominal Bond Yield น่าจะทรงตัวที่ราว 3% และ 2) ในช่วงไตรมาส 4 ราคาทองมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลดลง จาก Bond Yield ที่จะพุ่งขึ้นตามสภาพคล่องในตลาดที่น้อยลง

น้ำมัน

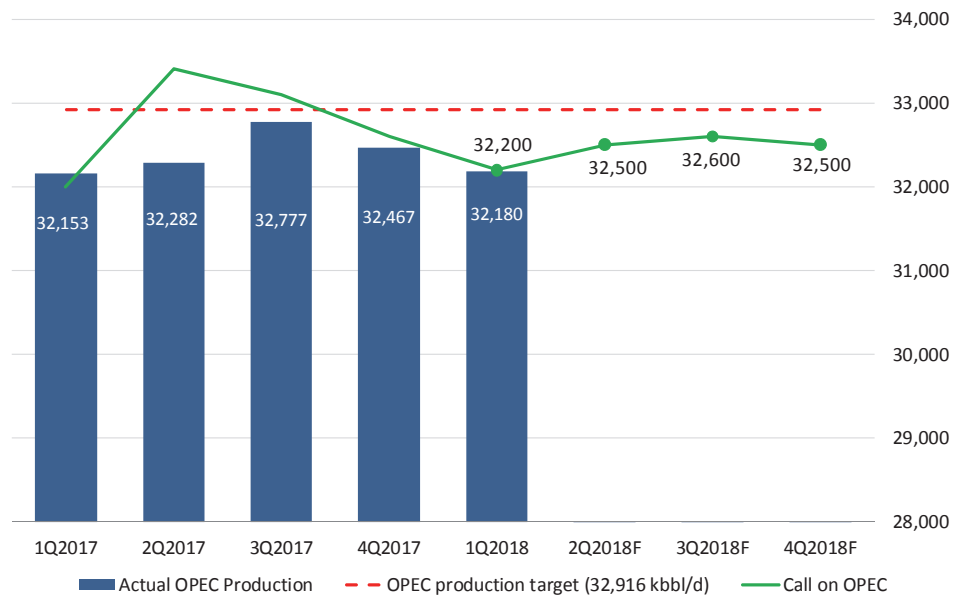
ตั้งแต่ช่วงปลายเดือน พ.ค. ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับตัวลงเกือบ 10% จากจุดสูงสุดในรอบมากกว่า 3 ปีที่ราคา 72.24 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล มาที่ระดับราว 66 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล (ณ วันที่ 12 มิ.ย.) หลังซาอุดีอาระเบียประกาศเตรียมพิจารณาเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในการประชุม OPEC วันที่ 22 มิ.ย. เพื่อชดเชยปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในเวเนซุเอลาซึ่งลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 60 ปี จากปัญหาเศรษฐกิจภายในประเทศ และการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านที่อาจลดลงในช่วงปลายปีนี้ หลังสหรัฐฯได้ถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่านไปเมื่อต้นเดือน พ.ค. และเตรียมออกมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านในเดือน พ.ย.

ตลาดคาด OPEC เพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบราว 7 แสน – 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน

ตลาดคาดว่า ทางผู้ผลิตทั้งใน และนอกกลุ่ม OPEC จะตัดสินใจเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบขึ้นราว 7 แสน ถึง 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในการประชุม OPEC วันที่ 22 มิ.ย. เพื่อชดเชยอุปทานที่ลดลงในเวเนซุเอลา และผลกระทบจากการคว่ำบาตรอิหร่านของสหรัฐฯ โดยการเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบไปที่ระดับเป้าหมายที่ OPEC ตั้งไว้ภายใต้ข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันในปี 2016 ที่ระดับ 32.92 ล้านบาร์เรลต่อวัน หลังในช่วงไตรมาส 1/2018 ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC ได้ลดลงมาอยู่ที่ 32.18 ล้านบาร์เรลต่อวัน

ในขณะที่ทาง ESU ประเมินว่า OPEC จะตัดสินใจเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในการประชุมครั้งนี้ แต่น้อยกว่าที่ตลาดคาด โดยจะเพิ่มปริมาณการผลิตไม่เกินกว่า 3 - 4 แสนบาร์เรลต่อวัน หรือผลิตไม่เกิน Call On OPEC ที่ระดับราว 32.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี นี้ เนื่องจากหากเกินระดับดังกล่าวจะทำให้อุปทานส่วนเกินในตลาดน้ำมันดิบโลกกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง ซึ่งจะขัดกับวัตถุประสงค์หลักของทางกลุ่ม OPEC ที่พยายามลดอุปทานส่วนเกิน และรักษาเสถียรภาพในตลาดน้ำมันดิบโลก นอกจากนั้นเราคาดว่าทาง OPEC จะยังคงข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่ 1.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ไปจนถึงสิ้นปีนี้ตามเดิม เพื่อรักษาเสถียรภาพของราคาน้ำมัน ก่อนที่จะตัดสินใจประกาศค่อยๆ ลดการควบคุมปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ ในการประชุม OPEC ช่วงปลายปีนี้

แผนภาพที่ 13: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของ OPEC ลดลงต่อเนื่อง และต่ำกว่าเป้าหมายที่กำหนดไว้

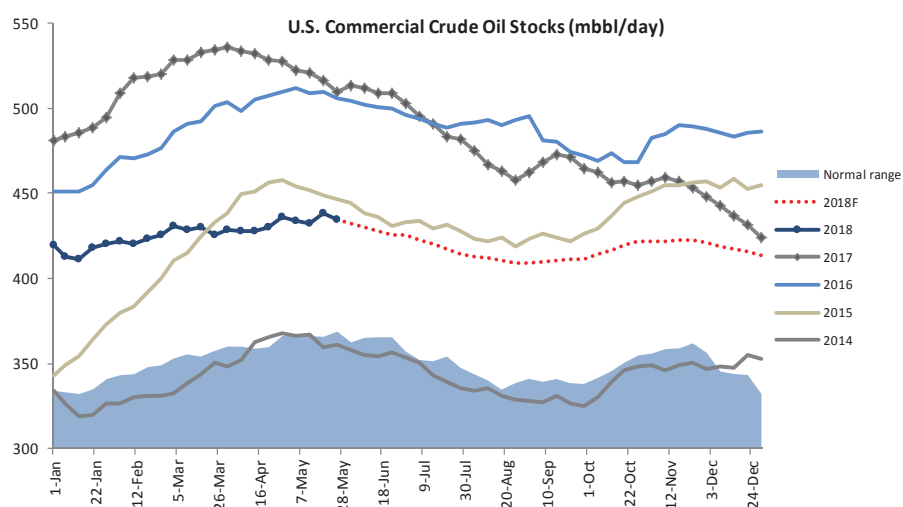


Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯเริ่มส่งสัญญาณปรับตัวลง

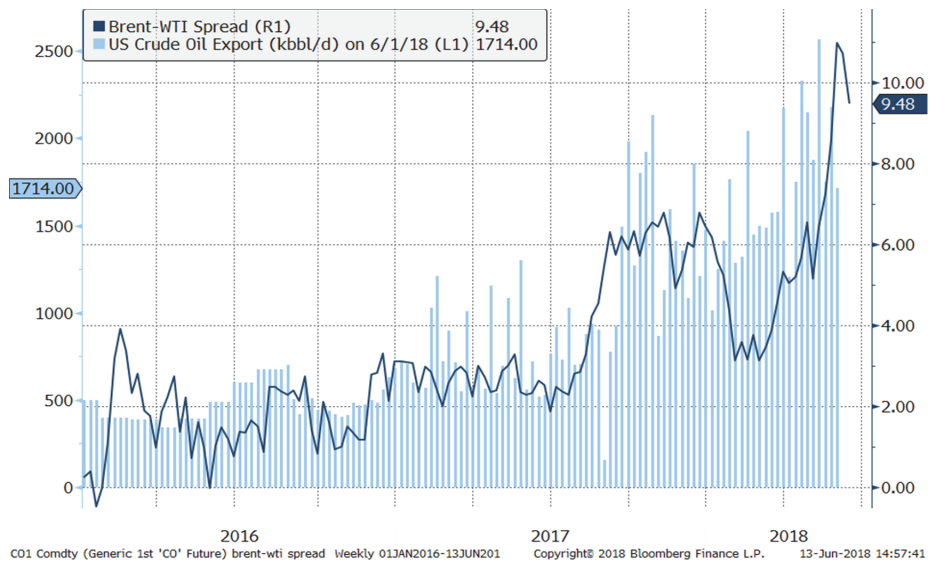
สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯเริ่มส่งสัญญาณปรับตัวลงในเดือน มิ.ย. ซึ่งเราคาดว่าสต็อกจะลดลงต่อเนื่องไปจนถึงต้นเดือน ก.ย. เนื่องจาก 1) ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปในสหรัฐฯจำนวนมาก ในช่วง Driving Season เดือน มิ.ย. – ส.ค. โดยสังเกตได้จากอัตราการกลั่นน้ำมันดิบของโรงกลั่นที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นเดือน พ.ค. ทำให้มีการดึงน้ำมันออกจากสต็อกมากขึ้น เพื่อนำไปผลิตและสะสมน้ำมันสำเร็จรูปให้เพียงพอต่อความต้องการใช้ (Demand) และ 2) ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า หลังส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบ Brent กับ WTI กว้างขึ้นเกินกว่า 10 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล เนื่องจากข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) จากแหล่งผลิตน้ำมัน Permian ซึ่งเป็นแหล่งผลิตน้ำมันดิบหลักของ Shale oil ในสหรัฐฯ โดยขณะนี้ท่อขนส่งน้ำมันดิบใน Permian มีศักยภาพในการขนส่งน้ำมันดิบได้ 3.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน แต่ปริมาณการผลิตน้ำมันใน Permian อยู่ที่ระดับ 3.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก ตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ ดังนั้นน้ำมันดิบ WTI จึงเป็นที่ต้องการของต่างชาติมากขึ้น

แผนภาพที่ 14: สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯซึ่งเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปลายเดือน ม.ค. เริ่มส่งสัญญาณปรับตัวลง



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 15: ส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบ Brent กับ WTI ที่กว้างขึ้น
น่าจะส่งผลให้ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า



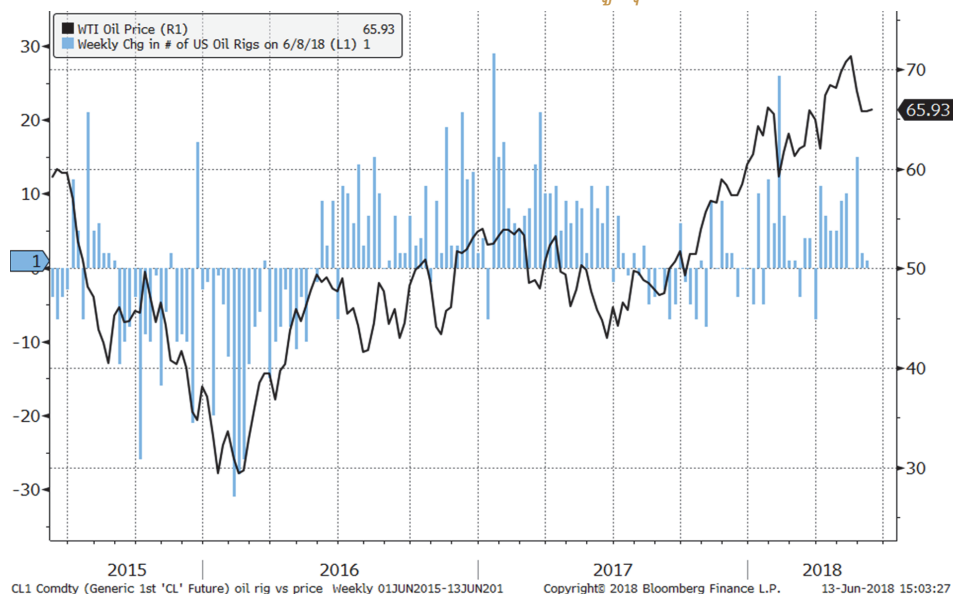
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โอกาสขึ้นครั้งสุดท้ายของราคาน้ำมันดิบ ก่อนที่จะลดลงมาทรงตัวที่ 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018

เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI จะยืนได้ และกลับขึ้นมาเทรดในกรอบแคบๆ 65-70 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ในระยะ 1-2 เดือนหลังการประชุม OPEC ในวันที่ 22 มิ.ย. จากการคาดการณ์ที่ว่าผู้ผลิตทั้งใน และนอกกลุ่ม OPEC จะตัดสินใจเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบน้อยกว่าที่ตลาดคาดในการประชุมครั้งนี้ ประกอบกับสต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องไปจนถึงต้นเดือน ก.ย. จากความต้องการใช้น้ำมันดิบจำนวนมากในช่วง Driving Season และปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

หลังจากนั้น ราคาน้ำมันดิบ WTI จะถูกกดดันให้ลงมาทรงตัวที่ระดับราว 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018 เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ ประกอบกับความเสี่ยงที่ OPEC อาจส่งสัญญาณสิ้นสุดข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ และตัดสินใจค่อยๆเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในปีหน้า ในการประชุม OPEC เดือน ธ.ค.

แผนภาพที่ 16: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบสหรัฐฯเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี
มาที่ 862 แท่น ณ สัปดาห์แรกของเดือน มิ.ย. ซึ่งสูงสุดตั้งแต่ปี 2015



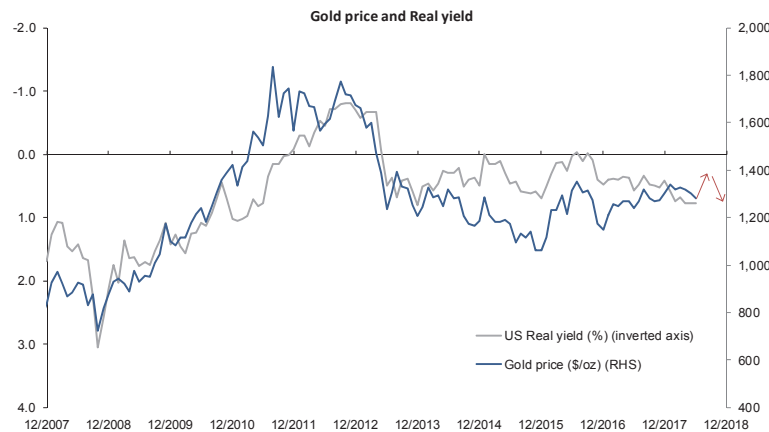
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทองคำ

เรามองราคาทองคำมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นในช่วงไตรมาส 3

เรามองว่าราคาทองคำมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น ในช่วงไตรมาส 3 ตามอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Yield) ที่ถูกกดดันให้ลดลง เนื่องจาก 1) Nominal Bond Yield น่าจะทรงตัวอยู่ที่ราว 3% ใกล้เคียงกับระดับปัจจุบัน จากความกังวลเรื่องสงครามการค้าที่เริ่มกลับมารุนแรงขึ้น และ Bond Yield ของยุโรปที่จะทรงตัวในระดับต่ำ หลัง ECB ประกาศคงดอกเบี้ยจนถึงไตรมาส 3/2019 ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ 2) การคาดการณ์เงินเฟ้อ (Inflation Expectation) น่าจะเพิ่มขึ้นสูงกว่าคาด ตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากไตรมาส 1 ซึ่งการทรงตัวของ Nominal Bond Yield และการเพิ่มขึ้นของการคาดการณ์เงินเฟ้อ จะกดดันให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield) ลดลง และทำให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 17: ราคาทองคำมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3
สวนทางกับการลดลงของผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield)



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

เรามอง Upside ที่ราว 10%

เรามองว่ามีโอกาสที่ราคาทองคำจะเพิ่มขึ้นไปถึงราคา 1,340-1,410 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ หรือราว 10% จากราคาปัจจุบัน เนื่องจากเราได้ทำการศึกษาการเคลื่อนไหวของทองคำย้อนหลังตั้งแต่ปี 2014 ถึง 2017 และพบว่าราคาทองคำมักจะเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบราว 10% ในช่วง 2-3 เดือนก่อนทำจุดสูงสุดในแต่ละปี หากเราสมมติให้ราคาทองคำทำจุดต่ำสุดในเดือน มิ.ย. ที่ 1,279 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ และให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดไป 10% ราคาทองคำมีโอกาสเพิ่มขึ้นไปเป็น 1,407 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ ทำให้เรากำหนดกรอบบนของราคาขายที่ราคาดังกล่าว และกำหนดกรอบล่างของราคาขายลงมา 5% เป็น 1,337 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ เราจึงแนะนำราคาขายทำกำไรอยู่ในช่วงราคา 1,340-1,410 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์

แผนภาพที่ 18: ราคาทองคำมีโอกาสเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดราว 10%



Gold price USD per ounce	2018	2017	2016	2015	2014
Highest price	1,407	1,347	1,366	1,294	1,383
Nearest bottom	1,279	1,212	1,212	1,188	1,237
% Change	10%	11%	13%	9%	12%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาทองอาจปรับลดลงในไตรมาส 4 ตามความเสี่ยง Bond Yield ที่จะพุ่งขึ้น

ราคาทองคำมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงในไตรมาส 4 ตามสภาพคล่องในตลาดที่น้อยลง จากการลดเข้าซื้อสินทรัพย์ของธนาคารกลาง Fed, BoJ และ ECB ที่จะเหลือ 0 ในไตรมาส 4/2018 และการออกขายพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จำนวนมากในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งจะผลักดันให้ Bond Yield ทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield) เพิ่มขึ้น ส่งผลให้กดดันราคาทองคำให้ปรับตัวลดลง

เราแนะนำให้รอขายทองคำในไตรมาส 3

โดยสรุปเราแนะนำให้รอขายทองคำเพื่อทำกำไรในช่วงไตรมาส 3 ที่ราคาระหว่าง 1,340-1,410 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ เนื่องจาก 1) ในช่วงไตรมาส 3 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Yield) มีแนวโน้มลดลง ตามการคาดการณ์เงินเฟ้อที่จะเพิ่มขึ้น ขณะที่ Nominal Bond Yield น่าจะทรงตัวที่ราว 3% และ 2) ในช่วงไตรมาส 4 ราคาทองคำมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลดลง จาก Bond Yield ที่จะพุ่งขึ้น ตามสภาพคล่องในตลาดที่น้อยลง

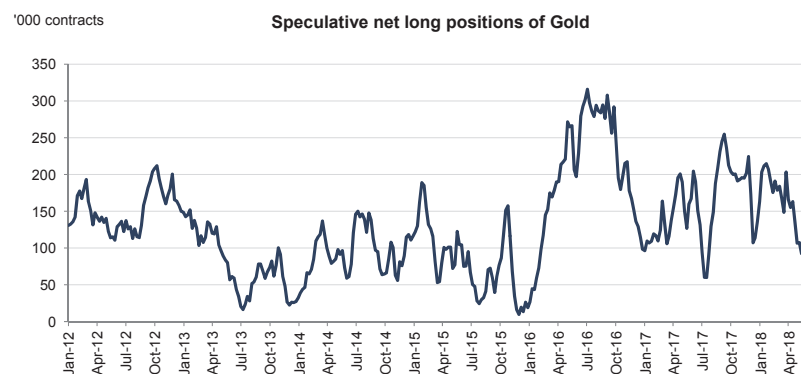
แผนภาพที่ 19: เราแนะนำให้ขายทองคำทำกำไรทองคำที่ราคา 1,340-1,410 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ ในช่วงไตรมาส 3



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ รายงานสถานะการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (CFTC Commitment of Traders Report) ชี้ว่านักลงทุนในกลุ่ม Hedge Funds ได้ค่อยๆทำการลดสถานะ Long Position ในทองตั้งแต่เดือน ก.พ. ที่ผ่านมามาจนอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือนในปลายเดือน พ.ค. และเริ่มเพิ่มขึ้นมาเล็กน้อย ซึ่งชี้ว่าแรงขายในตลาดทองคำได้เริ่มลดลงแล้ว และราคาทองมีโอกาสสูงที่จะปรับตัวขึ้น

แผนภาพที่ 20: นักลงทุนในกลุ่ม Hedge Funds ได้ค่อยๆทำการลดสถานะ Long Position ในทอง จนอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน พ.ค. และเริ่มเพิ่มขึ้นมาเล็กน้อย ซึ่งชี้ว่าแรงขายในตลาดทองคำได้เริ่มลดลงแล้ว



Source: Commodity Futures Trading Commission, Bloomberg, TIS

Global Economic Insights

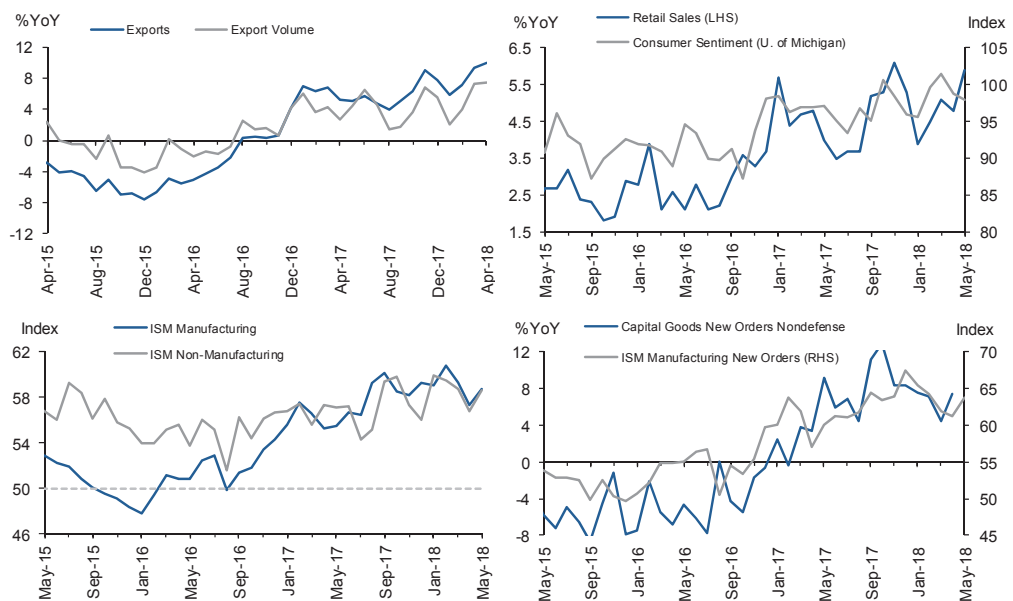
Key Recommendation

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในเดือนที่ผ่านมาฟื้นตัวในทุกภาค ทั้งภาคการลงทุน การบริโภค การผลิต และการส่งออก ด้านนโยบายการค้า เรามองว่าสหรัฐฯ จะออกมาตรการกีดกันการค้ากับจีนต่อ ขณะที่มาตรการกีดกันการค้าที่เตรียมออกกับประเทศอื่น เช่น ในกลุ่มรถยนต์ น่าจะมีการประนีประนอมกัน เนื่องจากผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ เองก็ค่อนข้างสูง
- เศรษฐกิจยุโรปยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวในไตรมาสที่ 2 โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นยังปรับตัวลดลงในเดือน พ.ค. ส่วนตัวเลขเศรษฐกิจจริงยังคงอ่อนแอ อย่างไรก็ตาม เงินเฟ้อเดือน พ.ค. ได้เร่งตัวขึ้นมากกว่าคาดและกดดันให้ ECB ยุติมาตรการ QE ลีนปีนี้ ส่วนความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลี ความตึงเครียดคาดว่าจะกลับมาอีกครั้งในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค.
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงในไตรมาสที่ 2 โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ชะลอตัวลงมากกว่าคาด มีเพียงส่งออกที่ยังขยายตัวได้ดี ทั้งนี้ การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่องได้ส่งผลให้การผิตนัดชำระหนี้ภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นในปี นี้ แต่เรายังมองว่ายังไม่น่ากังวลและจะเป็นปัจจัยช่วยพัฒนาตลาดพันธบัตรจีนให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นในเกือบทุกภาค นำโดยการส่งออก ซึ่งชี้ว่าอุปสงค์ภายนอกประเทศเริ่มกลับมาฟื้นตัว โดยในช่วงที่เหลือของปี การบริโภคและการส่งออกน่าจะยังเป็นปัจจัยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจต่อ ส่วนความเสี่ยงทางการเมืองเริ่มบรรเทาลง หลังคณะรัฐมนตรีนายก Abe เพิ่มขึ้น ซึ่งน่าจะทำให้นายกฯ ชนะการเลือกตั้งหัวหน้าพรรค
- เศรษฐกิจไทยขยายตัวดีจากภาคต่างประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่องและอุปสงค์ในประเทศที่มีทิศทางสดใสขึ้น โดยเราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีนี้ขึ้นเป็น +4.4% YoY จากเดิมที่ +4.1% และปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อทั่วไปปีนี้ขึ้นเป็น +1.2% YoY ตามราคาน้ำมัน แต่ดอกเบี้ยที่แท้จริงจะยังคงอยู่ในแดนบวกและทำให้กนง. ยังคงดอกเบี้ยตลอดปีนี้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจในเดือนที่ผ่านมาฟื้นตัวขึ้นในทุกภาค ทั้งภาคการลงทุน การบริโภค การผลิต และการส่งออก ด้านนโยบายการค้า เรามองว่าสหรัฐฯน่าจะออกมาตรการกีดกันการค้ากับจีนต่อ ตามที่หาเสียงไว้ ซึ่งมีประชาชนและสมาชิกสภาบางส่วนเห็นชอบ แต่มาตรการกีดกันการค้าที่เตรียมออกกับประเทศอื่น เช่น การเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ น่าจะมีการประนีประนอมขึ้น เนื่องจากมีสัดส่วนมูลค่านำเข้าค่อนข้างสูง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก และมีผู้คัดค้านจากหลายฝ่ายเป็นจำนวนมาก

แผนภาพที่ 21: ภาคการลงทุน การบริโภคและการผลิตเร่งตัวขึ้น การส่งออกฟื้นตัวขึ้นต่อ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาคการลงทุน การบริโภคและการผลิตเร่งตัวขึ้น การส่งออกฟื้นตัวขึ้นต่อ

การลงทุนเร่งตัวขึ้น: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้้นำการลงทุน เดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +7.4%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.5%YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน

โดยเรามองว่าการลงทุนจะกลับมาขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง จากการปฏิรูปภาษี ที่ได้เอื้อให้บริษัทเร่งค่าใช้จ่ายด้านการลงทุน นอกจากนี้ผลสำรวจประจำครึ่งปีของ ISM ที่เปิดเผยในเดือน พ.ค. ระบุว่าผู้ประกอบการจะใช้จ่ายด้านการลงทุนในปี 2018 เพิ่มขึ้น 10% เมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งสูงกว่าผลสำรวจครึ่งก่อนในเดือน ธ.ค. 2017 ที่ 2.7%

ภาคการผลิตเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน พ.ค. เพิ่มขึ้น +1.4 จุด เป็น 58.7 จุด โดยเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 3 เดือน โดยในระยะข้างหน้าเรามองว่าภาคการผลิตน่าจะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อการลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้น

การบริโภคเร่งตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +5.9%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.8%YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวมากสุดในรอบ 7 เดือน ในระยะข้างหน้าการบริโภคน่าจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง ตามปัจจัยหนุนจากการลดภาษีส่วนบุคคล ขณะที่ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน พ.ค. ลดลงเล็กน้อย -0.8 จุด เป็น 98.0 จุด ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 4 เดือน เนื่องจากผู้บริโภคกังวลว่ารายได้อาจไม่แรงเท่าอัตราดอกเบี้ยและเงินเฟ้อ

การส่งออกฟื้นตัวขึ้น: มูลค่าส่งออก เดือน เม.ย. ขยายตัว +9.9%YoY เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ +9.4% YoY ขณะที่มูลค่านำเข้าลดลงเล็กน้อยเป็น +8.0%YoY จากเดือนก่อนที่ +9.1%YoY

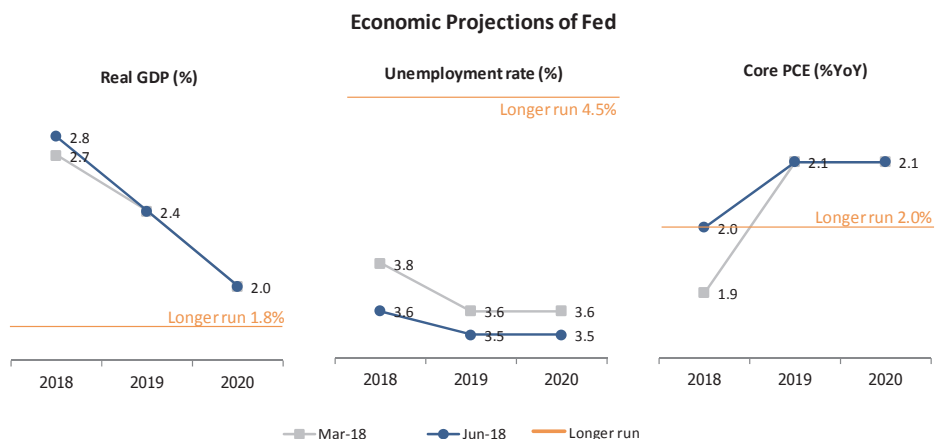
Fed ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25bps เป็น 1.75-2.00% ตามคาด

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติ 8-0 ให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25bps เป็น 1.75-2.00% ตามคาด ในการประชุมวันที่ 12-13 มิ.ย. ด้านการคาดการณ์ดอกเบี้ย ค่ากลางของ Dot Plot ชี้ว่า Fed มีแนวโน้มจะขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น โดยจะขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 4-3-1 ครั้งในปี 2018 - 2020 ตามลำดับ จากเดิมที่ชี้ว่าจะขึ้น 3-3-2 ครั้ง ส่วนคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะยาวยังคงไว้เท่าเดิมที่ 2.9%

ด้านมุมมองทางเศรษฐกิจ Fed ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีนี้ขึ้นเป็น 2.8% จาก 2.7% แต่คงของปี 2019 และ 2020 ไว้ที่ 2.4% และ 2.0% ตามลำดับ และปรับลดอัตราว่างงาน (Unemployment Rate) ของปีนี้ ลงเป็น 3.6% จาก 3.8% และของปี 2019-2020 ลงเล็กน้อยเป็น 3.5% จาก 3.6% สำหรับมุมมองด้านเงินเฟ้อ Fed มองว่าเงินเฟ้อปีนี้จะเร่งตัวขึ้นมากกว่าที่ประเมินไว้ โดย Fed ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อ Core PCE ของปีนี้ขึ้นเป็น 2.0% จาก 1.9% (เงินเฟ้อ Core PCE ล่าสุดอยู่ที่ +1.8%YoY) และคงเงินเฟ้อของปี 2019 และ 2020 ไว้ที่ 2.1%

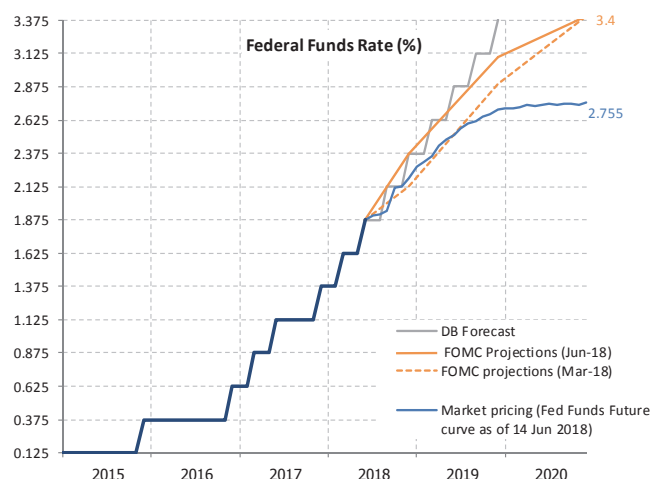
หลังการประชุม นาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวที่ Fed จะจัดให้มีการแถลงข่าว (Press Conference) หลังการประชุมรอบซึ่งจะเริ่มต้นตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไป จากเดิมที่มีเฉพาะเดือน มี.ค. มิ.ย. ก.ย. และ ธ.ค. ส่วนประเด็นทางเศรษฐกิจอื่นๆ นาย Powell กล่าวว่าไม่ได้เป็นกังวลถึงความเสี่ยงทางการเงินในยุโรปและนโยบายกีดกันการค้า

แผนภาพที่ 22: Fed ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปีนี้ขึ้นเป็น 2.8% จาก 2.7% เงินเฟ้อ Core PCE ของปีนี้ขึ้นเป็น 2.0% จาก 1.9% และปรับลดอัตราว่างงานของปีนี้ ลงเป็น 3.6% จาก 3.8%



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

แผนภาพที่ 23: ค่ากลางของ Dot Plot ชี้ว่า Fed มีแนวโน้มจะขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น โดยจะขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 4-3-1 ครั้งในปี 2018 - 2020 ตามลำดับ



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

ความตึงเครียดทางการค้ายังคงมีต่อไป เนื่องจากมาตรการกีดกันการค้าจะช่วยเพิ่มอำนาจการต่อรองให้กับสหรัฐฯ และทำให้คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump เพิ่มขึ้น

เรามองว่าประธานาธิบดี Trump ใช้การ ‘ขู่ว่าจะออกมาตรการกีดกันการค้า’ เพื่อเรียกร้องการเจรจาการค้าที่สหรัฐฯได้เปรียบ โดยประธานาธิบดีได้แสดงความต้องการที่จะเปลี่ยนไปเน้นการเจรจาการค้ากับประเทศคู่ค้าเป็นรายประเทศ หรือในระดับทวิภาคี (Bilateral Agreement) แทนการเจรจาในระดับพหุภาคี (Multilateral Agreement) มาตั้งแต่เข้ารับตำแหน่งอย่างเป็นทางการ จากการถอนตัวออกจากข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) ในต้นปี 2017 และการทบทวนข้อตกลงการค้าเสรีอเมริกาเหนือ (NAFTA) ที่ดำเนินการมาตั้งแต่ปีก่อน

แผนภาพที่ 24: สหรัฐฯกำลังอยู่ในระหว่างเจรจาการค้ากับจีน และเตรียมเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์เพิ่ม

Measures	Announced Date	Progress	Affected Countries	China's Response
Washing machines & solar cells	Jan 22	Effective	Globally	Feb: started an anti-subsidy investigation into sorghum imported from US May: dropped the investigation
Steel and aluminum	Mar 8	Effective	Globally except Argentina, Australia, Brazil and Korea	Levying tariffs on \$3bn of US imports (fresh fruits, nuts, wine and pork)
Intellectual Property High-tech industrial products (machine, electronics, autos, aircrafts and IC) worth \$50bn at 25% tariffs	• Mar 22	\$34bn worth of imports at 25% tariffs to be effective on 6 Jul \$16bn tariffs (no details released)	China	China plans to levy 25% of US imports (soybeans, automobiles, chemicals and aircraft)
Investment Restriction & Export Controls	• Mar 22	US to announce the proposed measures on 30 Jun	China	China plans to announce foreign investors off-limits in some industries on 1 July
Considering \$100bn of additional tariffs	• Apr 6	N/A	China	N/A
Considering another \$200bn at 10% tariffs	• Jun 19	N/A	China	N/A
Auto & parts	May 24	started investigation	Globally	N/A

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

นอกจากนี้ การออกมาตรการกีดกันการค้ายังช่วยให้คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump พุ่งตัวขึ้น โดยผลสำรวจคะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump ของ Real Clear Politics ซึ่งทำการเฉลี่ยผลสำรวจคะแนนนิยมของหลายแหล่ง ชี้ว่าคะแนนนิยมได้กลับมาเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปลายปีก่อนจากจุดต่ำสุดในเดือน ธ.ค. ที่ 37% เป็น 45% ในปัจจุบัน ซึ่งเป็นผลมาจากการผ่านกฎหมายปฏิรูปภาษีศุลกากรในเดือน ธ.ค. 2017 และการออกมาตรการกีดกันการค้าอย่างต่อเนื่อง ทำให้เรามองว่าสหรัฐฯน่าจะออกมาตรการกีดกันการค้าเพิ่มเติม โดยจะเน้นมาที่จีน

แผนภาพที่ 25: คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump พุ่งตัวขึ้นต่อเนื่อง ท่ามกลางมาตรการกีดกันการค้า



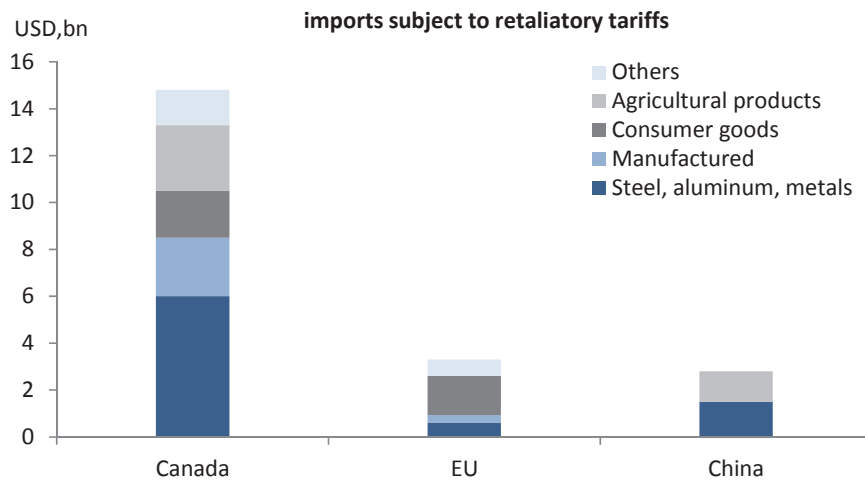
Source: Real Clear Politics, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลของการ ‘ชู้ว่าจะออกมาตรการกีดกันการค้า’ ทำให้หลายประเทศเข้ามาเจรจา และได้รับการยกเว้นภาษีนำเข้า ยกตัวอย่างเช่น หลังจากที่สหรัฐฯ ชู้ว่าจะเก็บภาษีนำเข้าเหล็กในอัตรา 25% ทำให้เกาหลีใต้เข้ามาเจรจา และยอมทำตามข้อตกลง โดยกำหนดโควตาส่งออกเหล็กไปสหรัฐฯ ที่ 70% ของยอดส่งออกเหล็กเฉลี่ยปี 2015-2017 เพื่อแลกกับการ ยกเว้นการเก็บภาษีนำเข้า

อย่างไรก็ดี ประเทศคู่ค้าหลายประเทศที่ไม่สามารถเจรจากันได้ และจบลงที่การถูกเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม ซึ่งประเทศคู่ค้าก็เตรียมออกมาตรการตอบโต้กลับ ด้วยการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าสหรัฐฯ ในมูลค่าใกล้เคียงกัน เช่น

- EU: เตรียมจะขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ มูลค่า 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่วันที่ 20 มิ.ย. โดยสินค้าที่คาดว่าจะถูกขึ้นภาษีนำเข้าได้แก่ รถมอเตอร์ไซด์, วิสกี้ Bourbon, สินค้าเกษตรบางชนิด
- จีน: ได้เริ่มเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ มูลค่า 3 พันล้านดอลลาร์แล้ว ในกลุ่มสินค้าเกษตร เช่น เนื้อหมูและผลไม้

แผนภาพที่ 26: แคนาดา EU และจีน เตรียมออกมาตรการตอบโต้การเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมของสหรัฐฯ



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

เรามองว่าสหรัฐฯ ไม่น่าออกมาตรการเก็บภาษีนำเข้า ในกลุ่มรถยนต์ และน่าจะมีท่าที ระเบียบระนองทางการเมืองการค้ากับประเทศคู่ค้าขึ้น ยกเว้นกับจีน

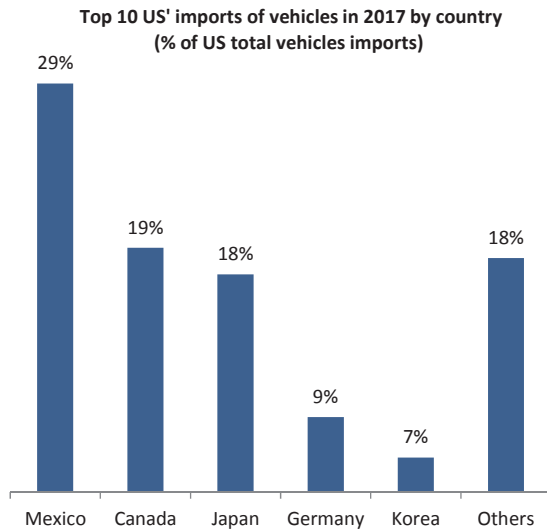
ขณะนี้สหรัฐฯ กำลังเตรียมออกมาตรการกีดกันการค้าในกลุ่มรถยนต์กับทุกประเทศ โดยกระทรวงพาณิชย์กำลังอยู่ระหว่างตรวจสอบและคาดว่าจะมีรายละเอียดเบื้องต้นออกมาในช่วงเดือน ส.ค. ซึ่งการตรวจสอบดังกล่าวเป็นไปตามมาตรา 232 เพื่อปกป้องความปลอดภัยของประเทศ (Section 232 : National-security Investigation) ซึ่งเป็นมาตราเดียวกับที่ใช้ออกมาตรการเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมก่อนหน้านี้ โดยเรามองว่าประธานาธิบดีไม่น่าออกมาตรการกีดกันการค้าในกลุ่มรถยนต์กับทุกประเทศ เนื่องจาก

1) มูลค่านำเข้ารถยนต์ และส่วนประกอบรถยนต์ มีมูลค่าค่อนข้างสูงราว 2.95 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ คิดเป็น 12% ของมูลค่านำเข้าทั้งหมดในปี 2017 ของสหรัฐฯ ซึ่งหากสหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มนี้จะกระทบกับเศรษฐกิจมากกว่าที่ผ่านมามาก

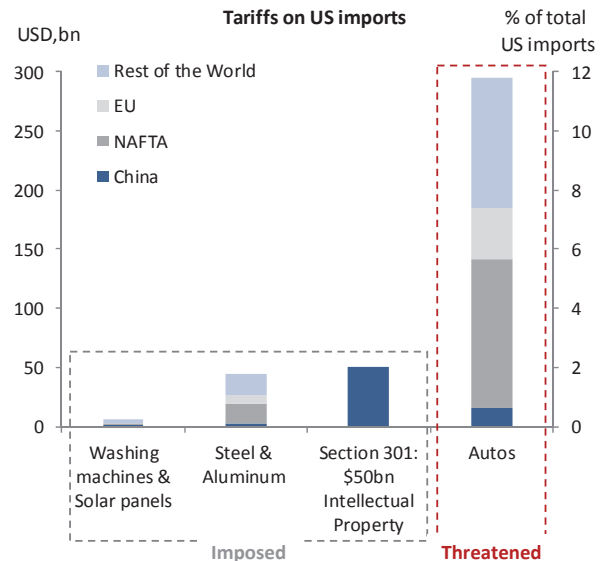
2) การตัดสินใจตอบโต้กลับการเก็บภาษีเหล็กและอลูมิเนียมจากประเทศอื่น จะทำให้สหรัฐฯ ระวังหรือชะลอการประกาศมาตรการกีดกันการค้าในระยะข้างหน้า โดยจะพิจารณาทำที่และประสิทธิภาพในการตอบโต้ของแต่ละประเทศมากขึ้น และ

3) สมาชิกสภาจากพรรค Republican หลายคนออกมากล่าวไม่เห็นด้วยกับการเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคโดยตรง ต่างกับการเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมที่เป็นวัตถุดิบในการผลิต ซึ่งจะมีการแบ่งรับราคาต้นทุนที่เพิ่มขึ้นตามสายการผลิตจนถึงผู้บริโภค และมีสมาชิกสภาบางคนได้เรียกร้องให้มีการออกเสียงเพื่อจำกัดอำนาจของประธานาธิบดีในการออกมาตรการกีดกัน ทำให้สหรัฐฯ ไม่น่าออกมาตรการกีดกันการค้ากับสินค้ากลุ่มนี้

แผนภาพที่ 27: หากสหรัฐฯออกมาตรการกีดกันการค้าในกลุ่มสินค้ารถยนต์จะกระทบกับเม็กซิโก แคนาดา และญี่ปุ่น เนื่องจาก สหรัฐฯมีมูลค่านำเข้ารถยนต์มากเป็น 3 อันดับแรก



แผนภาพที่ 28: ยอดนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ คิดเป็น 12% ของยอดนำเข้าทั้งหมด



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

การเจรจาการค้ากับจีนน่าจะยืดเยื้อและยากที่จะหาข้อสรุปร่วมกันได้

ในช่วงที่ผ่านมา จีนได้มีการประกาศนโยบายทางเศรษฐกิจ ซึ่งมีท่าทีประนีประนอมกับสหรัฐฯ ขึ้นอย่างเห็นได้ชัด แต่ทางสหรัฐฯ ยังคงเตรียมเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนในกลุ่มเทคโนโลยี มูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และจะประกาศมาตรการจำกัดการลงทุน (Investment Restrictions) และมาตรการควบคุมการส่งออกกับจีน (Export Controls) ทำให้เรามองว่าการเจรจาการค้ากับจีนน่าจะยืดเยื้อและยากที่จะหาข้อสรุปร่วมกันได้

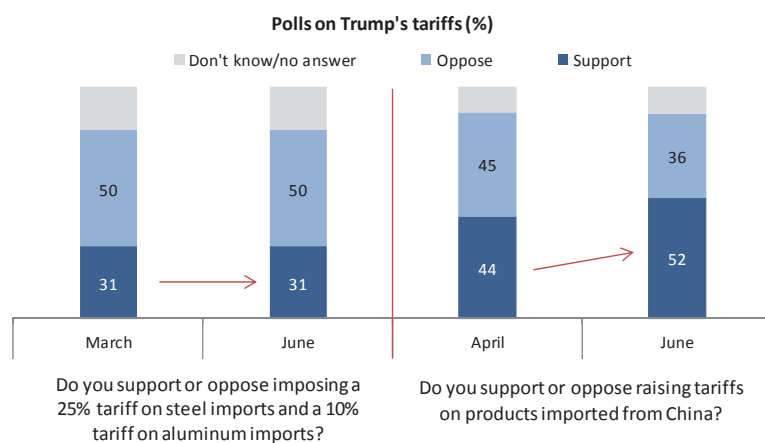
ยกตัวอย่างท่าทีที่ประนีประนอมของจีนเช่น

- ในเดือน เม.ย. ประธานาธิบดี Xi Jinping ของจีนกล่าวว่า จะลดภาษีนำเข้าจากทุกประเทศในหลายกลุ่มสินค้าลง ซึ่งรวมถึงรถยนต์ ซึ่งปัจจุบันอยู่ที่ 25% ซึ่งสูงมากเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ ที่ 2.5% นอกจากนี้จีนจะสนับสนุนการนำเข้าสินค้า และจะเพิ่มความเข้มงวดในการปกป้องทรัพย์สินทางปัญญา (Intellectual Property) ของทั้งธุรกิจจีนและธุรกิจต่างชาติ
- จีนประกาศยกเลิกมาตรการตอบโต้กลับการเก็บภาษีนำเข้าเครื่องซักผ้าและแผงวงจรไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Panels) โดยหลังจากที่สหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มดังกล่าว ในเดือน ม.ค. จีนก็ได้เริ่มตรวจสอบการนำเข้าข้าวฟ่างจากสหรัฐฯ เพื่อเตรียมเก็บภาษีนำเข้ากลับเช่นกัน และต่อมา จีนก็ได้เรียกเก็บเงินมัดจำกับผู้ส่งออกข้าวฟ่างจากสหรัฐฯ ที่ 179% ของมูลค่านำเข้าในระหว่างที่มีการตรวจสอบ อย่างไรก็ตามในเดือน พ.ค. จีนได้ประกาศยกเลิกการตรวจสอบและจะคืนเงินมัดจำให้ทั้งหมด
- ในเดือน มิ.ย. จีนประกาศว่าจะนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 2.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในกลุ่มสินค้าเกษตรและพลังงาน ซึ่งคิดเป็น 13% ของยอดที่สหรัฐฯ เสนอให้จีนลดยอดเกินดุลการค้าลง 2 แสนล้านดอลลาร์ ในการเจรจาในเดือน พ.ค. (จีนเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ 3.75 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2017)

อย่างไรก็ดี ประชาชนและสมาชิกสภาจากทั้งพรรค Democrat และ Republican ค่อนข้างเห็นด้วยกับมาตรการกีดกันการค้ากับจีน ยกตัวอย่างเช่น

- การไม่เห็นด้วยกับการยกเลิกการแบนบริษัท ZTE ของสมาชิกสภาจากทั้งพรรค Democrat และ Republican เนื่องจากเป็นกังวลถึงการที่จีนจะรุกล้ำเข้ามาในตลาด Tech. ของสหรัฐฯ มากเกินไป โดยก่อนหน้านี้บริษัท ZTE ซึ่งเป็นบริษัทผลิตอุปกรณ์โทรคมนาคมขนาดใหญ่เป็นอันดับที่ 2 ของจีน ถูกแบนจากสหรัฐฯ และได้หยุดดำเนินการมาตั้งแต่เดือน พ.ค. เนื่องจากได้ละเมิดข้อตกลง โดยส่งสินค้าไปให้อิหร่าน ในระหว่างที่สหรัฐฯ มีการ Sanction กับอิหร่าน ทำให้สหรัฐฯ ประกาศห้ามบริษัทสหรัฐฯ ขายอุปกรณ์และส่วนประกอบวงจรรวม (Integrated Circuit) ซึ่งเป็นชิ้นส่วนสำคัญในการผลิตสินค้าให้กับบริษัท ZTE อย่างไรก็ดีในเดือน มิ.ย. ทำเนียบขาวประกาศจะยกเลิกการแบนบริษัท ZTE หลังจากบริษัท ZTE ตกลงที่จะจ่ายค่าปรับและเปลี่ยนการดำเนินงานให้เป็นไปภายใต้การกำกับดูแลของสหรัฐฯ (US-chosen Compliance Team) ตามข้อเสนอของสหรัฐฯ เพื่อยกเลิกการแบนเป็นเวลา 10 ปี
- สมาชิกวุฒิสภาเตรียมเสนอกฎหมายกีดกันการค้ากับบริษัทโทรคมนาคมของจีนบางส่วน โดยจะไม่ให้หน่วยงานรัฐ ซื้อหรือเช่าอุปกรณ์และบริการจากบริษัท ZTE และบริษัท Huawei รวมถึงจะไม่ให้รัฐให้เงินสนับสนุน (Grants or Loans to Subsidize)
- ประชาชนค่อนข้างเห็นด้วยกับการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีน โดยผลสำรวจของมหาวิทยาลัย Quinnipiac ระบุว่าประชาชน โดยผลการสำรวจในเดือน มิ.ย. อยู่ที่ 52% เพิ่มขึ้นจากผลสำรวจเดือน เม.ย. ที่ 44% ขณะที่การเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมมีผู้เข้าร่วมตอบแบบสอบถามคงที่ โดยมีผู้ร่วมสำรวจคัดค้าน 50% และสนับสนุน 31%

แผนภาพที่ 29: ผลสำรวจระบุประชาชนเห็นด้วยกับการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนแต่คัดค้านการเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม



Source: Quinnipiac University Poll, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

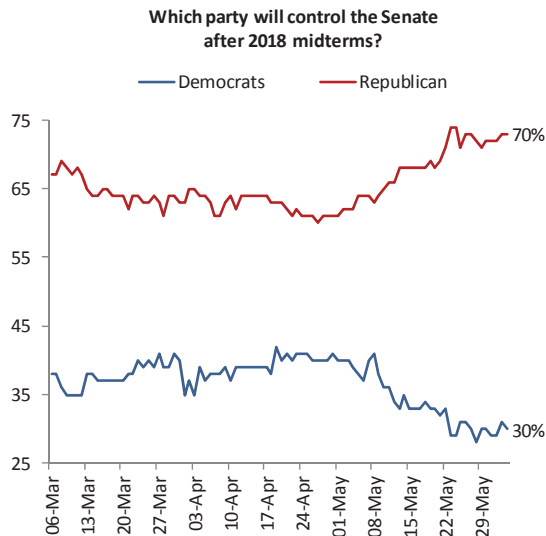
ตลาดคาดว่าพรรค Republican จะสามารถครองเสียงส่วนใหญ่ในวุฒิสภาได้ แต่จะสูญเสียที่นั่งส่วนมากในสภาผู้แทนราษฎร ในการเลือกตั้งวันที่ 6 พ.ย.

สหรัฐฯ จะมีการเลือกตั้ง Midterm ในวันที่ 6 พ.ย. ซึ่งจะมีการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรใหม่ทั้งหมดจำนวน 435 ที่นั่ง และจะมีการเลือกตั้งสมาชิกวุฒิสภา 1 ใน 3 หรือ 35 ที่นั่ง จากทั้งหมด 100 ที่นั่ง

พรรค Republican มีโอกาสสูงที่จะรักษาสีงส่วนมากในสภาไว้ได้ โดยขณะนี้พรรค Republican ครองเสียงส่วนมากในวุฒิสภาด้วยจำนวน 51 ที่นั่ง ซึ่งพรรค Republican ต้องเข้ารับการเลือกตั้งใหม่เพียง 9 ที่นั่ง ขณะที่พรรค Democrats ต้องเลือกตั้งใหม่ 26 ที่นั่ง ทั้งนี้ตลาดคาดว่าพรรค Republican จะสามารถครองเสียงส่วนมากในวุฒิสภาได้ โดยเว็บไซต์พนักออนไลน์ของสหรัฐฯ Predictit ซึ่งให้คนทั่วไปมาวางเงินเดิมพันในเรื่องการเมืองสะท้อนว่าตลาดประเมินโอกาสที่พรรค Republican จะครองเสียงส่วนมากในวุฒิสภาที่ 70% และประเมินโอกาสที่พรรค Democrat จะครองเสียงส่วนมากในวุฒิสภาเพียง 30%

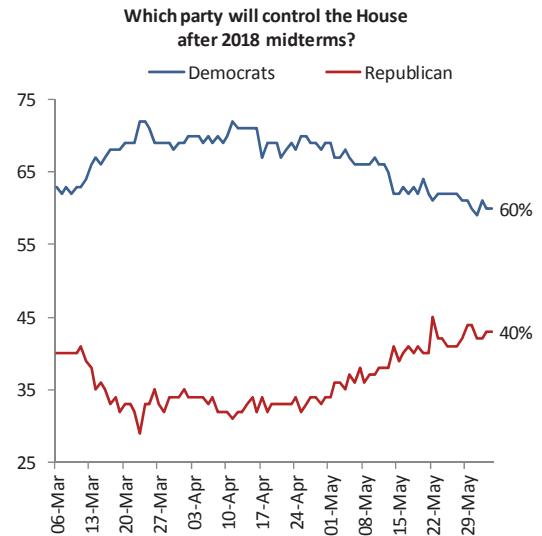
อย่างไรก็ดีตลาดมองว่าพรรค Republican จะสูญเสียที่นั่งส่วนมากในสภาผู้แทนราษฎร โดยตลาดประเมินโอกาสที่พรรค Republican จะครองเสียงส่วนมากในสภาผู้แทนฯ เพียง 40% แต่ประเมินโอกาสที่พรรค Democrat จะครองเสียงส่วนมากในสภาผู้แทนฯ สูงถึง 60%

แผนภาพที่ 30: ตลาดคาดว่าพรรค Republican จะสามารถครองเสียงส่วนมากในวุฒิสภาได้..



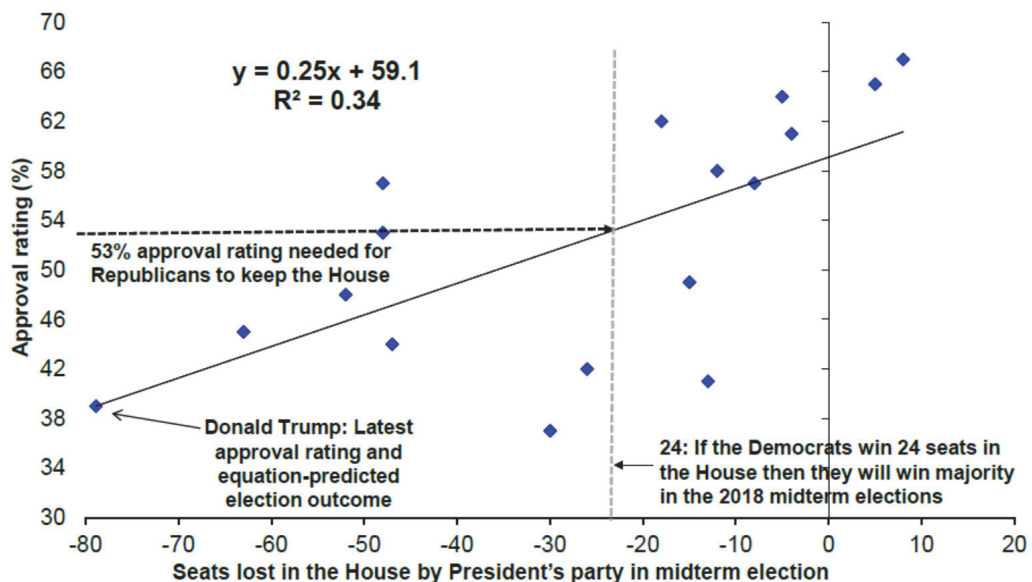
Source: Predictit, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 31: ...แต่จะสูญเสียที่นั่งส่วนมากในสภาผู้แทนราษฎร



ทั้งนี้ Deutsche Bank ได้ทำการประเมินหาความสัมพันธ์ของคะแนนนิยมของประธานาธิบดีและจำนวนที่นั่งในสภาผู้แทนฯ ที่สูญเสียไปในการเลือกตั้ง Midterm และพบว่าประธานาธิบดี Trump จะต้องมียอดคะแนนนิยมอย่างน้อย 53% เพื่อที่จะครองเสียงส่วนมากในสภาผู้แทนฯ ซึ่งขณะนี้คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump อยู่ที่เพียง 45% และตั้งแต่เข้าดำรงตำแหน่งมา คะแนนนิยมเคยอยู่สูงสุดที่เพียง 47%

แผนภาพที่ 32 : Deutsche Bank ได้ทำการประเมินและพบว่าประธานาธิบดี จะต้องมียอดคะแนนนิยมอย่างน้อย 53% เพื่อที่จะครองเสียงส่วนมากในสภาผู้แทนฯ



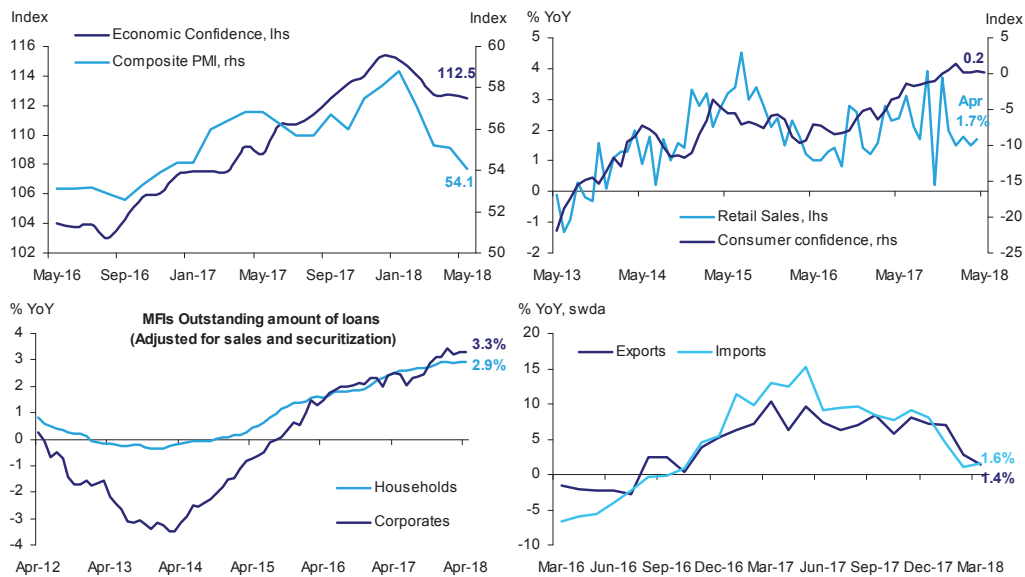
Source: The American Presidency Project data since 1960, Gallup, DB Global Research

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจนในไตรมาส 2 หลังชะลอตัวลงแรงในไตรมาสแรก โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่น เช่น PMI ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน พ.ค. และตัวเลขเศรษฐกิจจริง เช่น ยอดค้าปลีกและยอดส่งออก ยังคงอ่อนแอ ขณะที่เงินเฟ้อเดือน พ.ค. แรงตัวขึ้นมากกว่าคาดและกดดันให้ ECB ยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้

ส่วนความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลีจะยังคงเป็นประเด็นที่ต้องติดตาม ซึ่งแม้จะสามารถจัดตั้งรัฐบาลได้สำเร็จเมื่อปลายเดือน พ.ค. แต่นโยบายที่เพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐอย่างมากก็จะกดดันให้ Bond Yield ของอิตาลีพุ่งสูงขึ้น และนำไปสู่ความขัดแย้งกับ EU โดยเฉพาะในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค. ที่รัฐบาลอิตาลีจะต้องเสนอร่างงบประมาณปี 2019

แผนภาพที่ 33: ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMI ปรับตัวลดลงในเดือน พ.ค. ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อขยายตัวในเดือน เม.ย. ขณะที่ยอดค้าปลีกและภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ



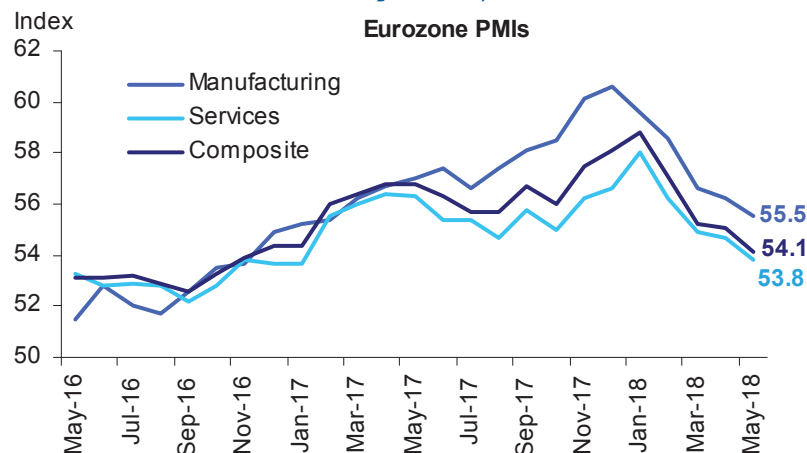
Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวในไตรมาสที่ 2

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ยังคงไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวหลังจากที่ได้ชะลอตัวลงแรง (+0.4% QoQ) ในไตรมาสแรกของปี โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ เช่น PMI ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน พ.ค. ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจจริง เช่น ยอดค้าปลีกยังคงอ่อนแอ

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน พ.ค. ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 54.1 จุด โดยเป็นการปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 4 เดือน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 17 เดือน จากทั้งภาคการผลิต (-0.7, 55.5 จุด) และภาคบริการ (-0.9, 53.8 จุด) ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายเดือน

แผนภาพที่ 34: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) เดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 4 เดือน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 17 เดือน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน พ.ค. ลดลง -0.2 จุด เป็น 112.5 จุด แต่ดีกว่ตลาดคาดที่ 112.0 จุด โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากความกังวลเรื่องความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศอิตาลีและสเปน ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ลดลง -0.1 จุด เป็น 0.2 จุด

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน เม.ย. ขยายตัว +1.7% YoY เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจาก +1.5% YoY ในเดือนก่อน (ปรับเพิ่มขึ้นจาก +0.8% YoY) โดยเราคาดว่ายอดขายปลีกจะเร่งตัวขึ้นต่อในระยะข้างหน้า จากปัจจัยสนับสนุนการบริโภคที่อยู่ในระดับที่ดี เช่น ตลาดแรงงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง (อัตราการว่างงานเดือน เม.ย. อยู่ที่ 8.5% ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2008) ซึ่งจะช่วยผลักดันให้อัตราราคาจ้างเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง

ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อเดือน เม.ย. ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว +3.3% YoY เท่ากับเดือนก่อน และสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +2.9% YoY เท่ากับเดือนก่อน ซึ่งเรามองว่าสินเชื่อมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ตามรายงานภาวะการปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลางยุโรป (ECB's Bank Lending Survey) ไตรมาส 1 ซึ่งชี้ว่าธนาคารส่วนใหญ่จะผ่อนคลายเงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นในไตรมาส 2 นอกจากนี้ ธนาคารส่วนใหญ่มองว่าความต้องการขอสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2 ตามปัจจัยสนับสนุนได้แก่ อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ, การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรที่เพิ่มขึ้นของภาคธุรกิจ, การใช้จ่ายในกลุ่มสินค้าคงทนที่เพิ่มขึ้น และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง

ยอดปล่อยสินเชื่อที่ขยายตัวดีจะช่วยสนับสนุนการบริโภคและการลงทุนในระยะข้างหน้า ซึ่งเรามองว่าจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญในปี

ภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ โดยยอดส่งออก (Exports) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น +1.4% YoY จาก +2.8% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 จากการส่งออกไปประเทศหลัก ได้แก่ OPEC (-10.9% YoY vs. -9.6% เดือนก่อน), สวิตเซอร์แลนด์ (+0.8% YoY vs. +3.2% เดือนก่อน) และรัสเซีย (+6.1% YoY vs. +9.6% เดือนก่อน) ที่ชะลอตัวลงมาก ขณะที่ส่งออกไปยังสหรัฐฯ (+10.3% YoY vs. +0.3% เดือนก่อน) และจีน (+0.5% YoY vs. -3.8% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ส่วนอังกฤษ (-4.2% YoY vs. -4.6% เดือนก่อน) หดตัวลดลงเล็กน้อย ส่วนยอดนำเข้า (Imports) เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +1.6% YoY จาก +1.1% YoY ในเดือนก่อน

เรามองว่าส่งออกจะได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว (เรคาดเงินยูโรจะแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 1.2 ดอลลาร์สหรัฐต่อยูโร ณ สิ้นปี) รวมถึงความเสี่ยงจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่อาจนำไปสู่การเกิดสงครามการค้า

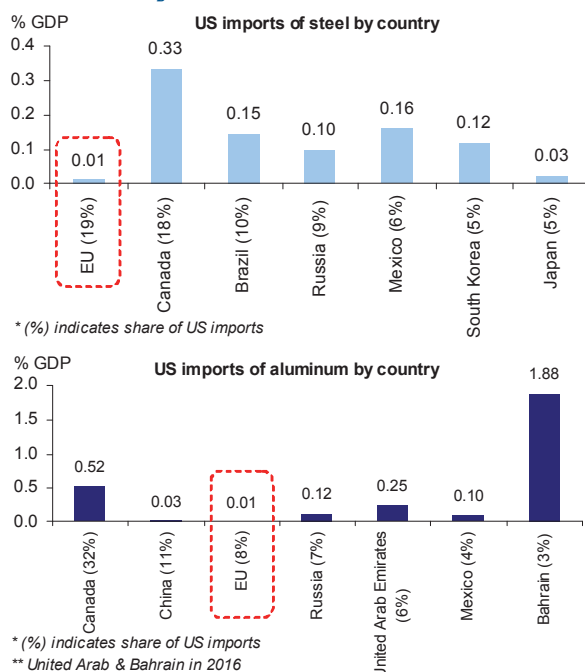
การขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ เมื่อวันที่ 1 มิ.ย. ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU ค่อนข้างจำกัด
สหรัฐฯ เติมนำเข้าภาษีนำเข้า (Tariffs) เหล็ก (25%) และอะลูมิเนียม (10%) กับสหภาพยุโรป (EU) นับตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. เป็นต้นมา หลังจากทีระยะเวลาผ่อนผันการเก็บภาษีดังกล่าว (นับตั้งแต่เดือน มี.ค. ที่สหรัฐฯ ได้ประกาศใช้) ล้นสุดลง และต่างฝ่ายก็ไม่สามารถหาข้อตกลงร่วมกันได้ โดยเราประเมินว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU จากการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าดังกล่าวมีค่อนข้างจำกัด เนื่องจากมูลค่าส่งออกของเหล็กและอะลูมิเนียมรวมกันคิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.02% ต่อ GDP เท่านั้น

อย่างไรก็ดี EU ได้ประกาศมาตรการโต้ตอบในทันที โดยกล่าวเตรียมเก็บภาษีนำเข้าที่อัตรา 25% กับสินค้าสหรัฐฯ รวบรวม 200 รายการ คิดเป็นมูลค่ารวม 3.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เช่น มอเตอร์ไซด์, เรือยนต์, วิสกี้ Bourbon, บุหรี่ และสินค้าเกษตรบางอย่าง โดยอาจประกาศใช้เดือน ก.ค.

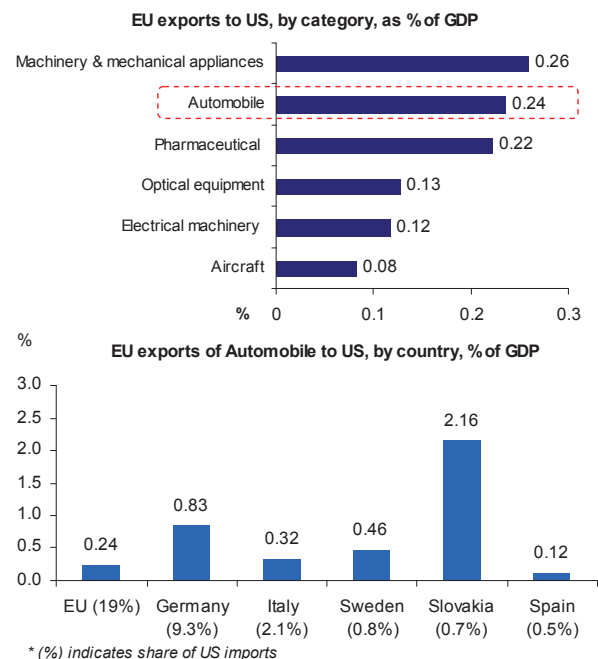
การประกาศมาตรการโต้ตอบดังกล่าวของ EU ส่งผลให้สหรัฐฯ ชุกกลับว่าหาก EU ได้ตอบกลับ สหรัฐฯ จะพิจารณาเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ที่ 25% ซึ่งเราประเมินว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU จะมีค่อนข้างสูง เนื่องจาก EU ส่งออกรถยนต์ไปสหรัฐฯ คิดเป็น 0.24% ของ GDP และประเทศที่จะได้รับผลกระทบมากคือ เยอรมนี เนื่องจากได้ส่งออกรถยนต์ไปสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก (0.83% ของ GDP)

ผลกระทบจากการขึ้นภาษีเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ มีค่อนข้างจำกัด แต่มีความเสี่ยงหากหลายๆ ประเทศออกมาโต้ตอบด้วยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มอื่น และทำให้เกิดสงครามการค้าขึ้น ซึ่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะค่อนข้างมากและต่างฝ่ายก็จะเสียประโยชน์

แผนภาพที่ 35: EU ส่งออกเหล็กและอะลูมิเนียมไปสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่าเพียง +0.02% ของ GDP เท่านั้น



แผนภาพที่ 36: สหรัฐฯ ชูจะเรียกเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ หาก EU ได้ตอบด้วยการเรียกเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ

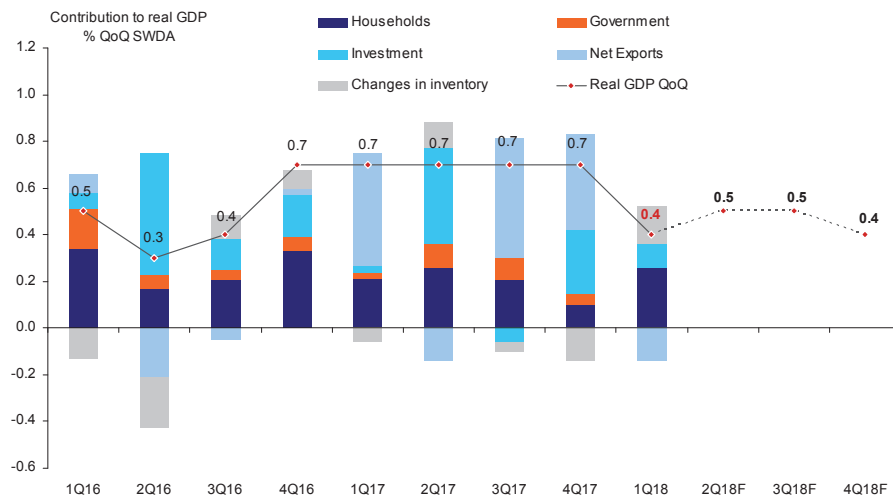


Source: CEIC, Deutsche Bank, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

GDP ไตรมาส 1 ชะลอตัวลงเป็น +0.4% QoQ จากภาคส่งออกที่อ่อนแอ

เศรษฐกิจไตรมาส 1 ชะลอตัวลงเป็น +0.4% QoQ จากที่ขยายตัวแรง +0.7% QoQ ในไตรมาสก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบ 7 ไตรมาสจากภาคต่างประเทศที่อ่อนแอ โดยส่งออกหดตัว -0.4% QoQ จากที่ขยายตัวแรง +2.2% QoQ ในไตรมาสก่อน ซึ่งนับเป็นการหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่ไตรมาส 4/2012 ส่วนการนำเข้าหดตัว -0.1% QoQ (vs.+1.5% ไตรมาสก่อน)

แผนภาพที่ 37: GDP ไตรมาส 1 ชะลอตัวลงเป็น +0.4% QoQ จากภาคส่งออก (แห่งสืฟ่าอ่อน) ที่อ่อนแอ



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

ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังขยายตัวดี นำโดยการบริโภคเอกชนที่เร่งตัวขึ้นแข็งแกร่ง (+0.5% QoQ vs. +0.2% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การลงทุน (+0.5% QoQ vs. +1.3% ไตรมาสก่อน) และการใช้จ่ายภาครัฐ (+0.0% QoQ vs. +0.3% ไตรมาสก่อน) ชะลอตัวลง

เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะฟื้นตัวขึ้นเป็น +0.5% QoQ และคาดว่าเศรษฐกิจทั้งปี 2018 จะขยายตัว +2.1% YoY ชะลอตัวลงจากที่ขยายตัวแรง +2.5% YoY ในปีก่อน โดยเรามองว่าการบริโภคเอกชนและการลงทุนจะขยายตัวได้ดีต่อและเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญของปีนี้ ขณะที่ภาคส่งออกจะได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่า (เรคาดเงินยูโรจะแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 1.2 ดอลลาร์สหรัฐต่อยูโร ณ สิ้นปีนี้) และความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ตัดสินใจปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ซึ่งเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมส่งออกหลักของยุโรป ซึ่งที่อาจนำไปสู่การเกิดสงครามการค้า

เงินเฟ้อเดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นมากกว่าคาด สนับสนุนให้ ECB ทอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในไตรมาส 4

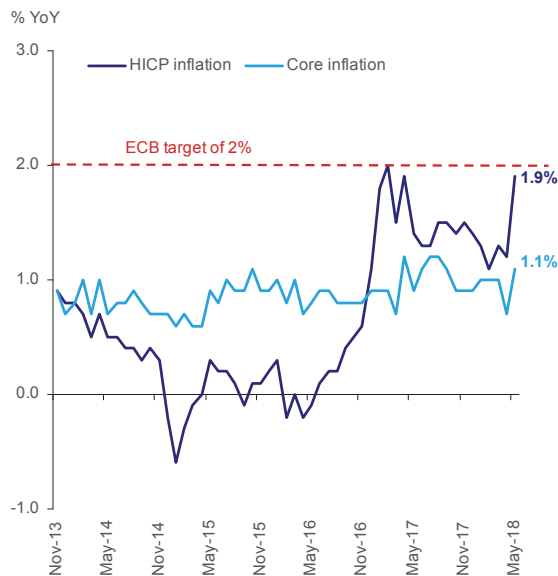
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (HICP Inflation) เดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +1.9% YoY จาก +1.2% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดในรอบ 13 เดือน และสูงกว่าตลาดคาดที่ +1.6% YoY จากการเพิ่มขึ้นแรงของราคาพลังงาน (+6.1% YoY vs. +2.6% เดือนก่อน โดยเฉพาะน้ำมันดิบ และราคาในกลุ่มบริการ (+1.6% YoY vs. +1.0% เดือนก่อน) โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ที่กลับมาเร่งตัวขึ้นหลังชะลอตัวลงมากในเดือนก่อน จากปัจจัยชั่วคราวจากการเลื่อนเดือนของเทศกาลวันหยุด Easter

โดยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ได้กลับมาเร่งตัวขึ้นเป็น +1.1% YoY จาก +0.7% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2017 และสูงกว่าตลาดคาดที่ +1.0% YoY

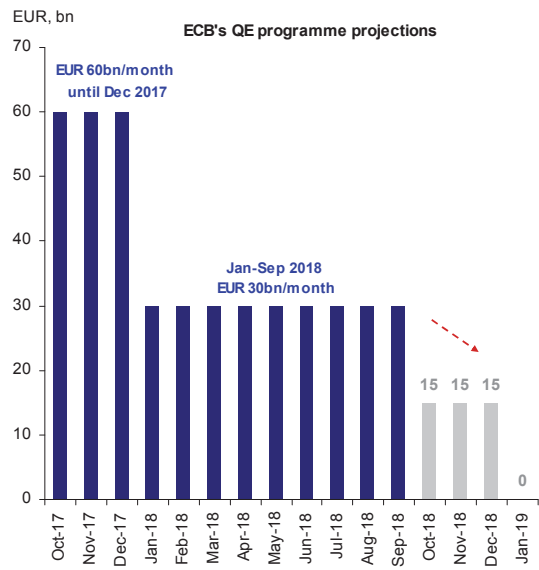
เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นกดดันให้ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นต่อไป โดยในการประชุมวันที่ 14 มิ.ย. ECB ได้ประกาศทอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE tapering) ในไตรมาส 4 และยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้ โดย ECB กล่าวจะลดอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงเป็น 1.5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ในเดือน ต.ค.-ธ.ค. หลังจากกำหนดปัจจุบันที่เข้าซื้อที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนจะสิ้นสุดในเดือน ก.ย.นี้

อย่างไรก็ดี ECB กล่าวว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Rate ที่ -0.4% และ Refinancing Rate ที่ 0.0%) จะคงอยู่ที่ระดับต่ำนี้ไปจนถึงกลางปี 2019 เป็นอย่างน้อย ทำให้เราเปลี่ยนคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ ECB เป็นปรับ Deposit Rate ขึ้น +20bps เป็น -0.2% และปรับ Refinancing Rate ขึ้น +25bps เป็น 0.25% ในการประชุมเดือน ก.ย. 2019 เลื่อนออกไปจากเดิมที่คาดจะประกาศในเดือน มิ.ย. 2019 แต่ยังคงคาดว่าจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งสองตัวขึ้นทุกๆ 6 เดือน หลังจากนั้น

แผนภาพที่ 38: เงินเฟ้อเดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นมากกว่าคาดจากราคาน้ำมันและภาคบริการ..



แผนภาพที่ 39: ...สนับสนุนให้ ECB ทอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในไตรมาส 4 และยุติ QE สิ้นปีนี้



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

พรรค M5S และ LN ซึ่งเป็น Anti-EU ร่วมกันจัดตั้งรัฐบาลสำเร็จ แต่เรามองว่าความเสี่ยงจะยังคงมีอยู่ โดยเฉพาะช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค. ที่อิตาลีต้องเสนอร่างงบประมาณต่อ EU ซึ่งจะกดดันให้ Bond Yield พุ่งขึ้นสูง และความตึงเครียดกับ EU เพิ่มขึ้น

การเจรจาจัดตั้งรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค Five-star Movement (M5S) และพรรค Lega (LN) ซึ่งทั้งสองพรรคมีจุดยืนต่อต้านสหภาพยุโรป (Anti-EU) ได้ประสบผลสำเร็จเมื่อปลายเดือน พ.ค. หลังจากที่ทั้งสองพรรคตกลงร่วมกันยอมเปลี่ยนตัวรัฐมนตรีกระทรวงการคลัง ซึ่งเป็นประเด็นขัดแย้งที่ทำให้ นาย Sergio Mattarella ประธานาธิบดี คัดค้านการจัดตั้งรัฐบาลในครั้งแรก

โดยในครั้งแรกได้มีการเสนอชื่อนาย Paolo Savona ซึ่งเป็นนักเศรษฐศาสตร์ที่มีจุดยืนสนับสนุนการออกจากยูโรโซน เข้าดำรงตำแหน่งรมต. กระทรวงการคลัง ซึ่งปธน. Mattarella ได้คัดค้านเนื่องจากมองว่าการแต่งตั้งนาย Savona จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและทำให้ต้นทุนทางการเงินของอิตาลีเพิ่มสูงขึ้นโดยไม่จำเป็น

สำหรับรัฐบาลชุดใหม่ นาย Luigi Di Maio หัวหน้าพรรค M5S จะดำรงตำแหน่งรองนายกรัฐมนตรี และรมต. กระทรวงแรงงานและการพัฒนาเศรษฐกิจ ขณะที่นาย Matteo Salvini หัวหน้าพรรค LN จะดำรงตำแหน่งรมต. กระทรวงมหาดไทย ส่วนตำแหน่งนายกรัฐมนตรีนั้น ทั้งสองพรรคตกลงให้นาย Giuseppe Conte ขึ้นดำรงตำแหน่ง ขณะที่รมต. กระทรวงการคลังซึ่งเป็นตำแหน่งที่สร้างความขัดแย้งก่อนหน้านี้ ได้ให้นาย Giovanni Tria อาจารย์มหาวิทยาลัยขึ้นดำรงตำแหน่งแทน

การยอมอ่อนข้อและเปลี่ยนตัวรมต. กระทรวงการคลัง ได้ช่วยคลายความกังวลของนักลงทุนต่อประเด็นการออกจากยูโรโซนของอิตาลีและลดความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งครั้งใหม่

อย่างไรก็ดี เรามองว่าประเด็นความเสี่ยงทางการคลังและความขัดแย้งกับทางสหภาพยุโรป (EU) จะยังคงอยู่เนื่องจากทั้งสองพรรคต้องการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสถานะทางการคลังของอิตาลีและขัดกับกฎการคลังของ EU (ดุลการคลังขาดดุลไม่เกิน 3% ของ GDP) ซึ่งอาจนำไปสู่ความขัดแย้งในภูมิภาค

โดยเรามองว่าความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลีจะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันตลาดทุนอีกครั้งในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค. เนื่องจากรัฐบาลอิตาลีมีกำหนดเสนอร่างงบประมาณปี 2019 ต่อสหภาพยุโรป (EU) โดยเราคาดว่าความตึงเครียดกับ EU จะเพิ่มขึ้นและ Bond Yield รัฐบาลอิตาลีจะพุ่งขึ้นสูง เนื่องจากร่างงบประมาณดังกล่าว มีแนวโน้มที่จะส่งผลให้อิตาลีขาดดุลการคลังเกินระดับ 3% ของ GDP นอกจากนี้ ช่วงเวลาดังกล่าวยังเป็นช่วงเดียวกับที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) จะเริ่มทยอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ลง (QE Tapering) อีกด้วย

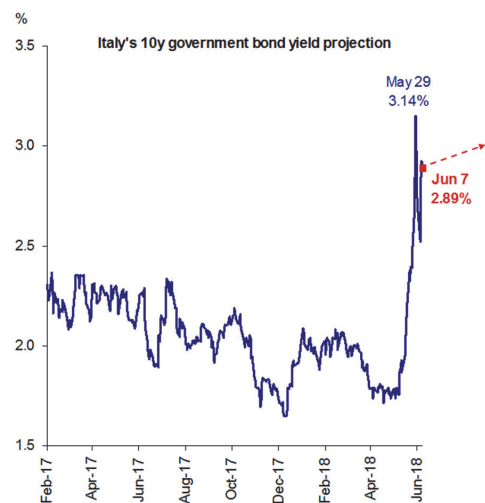
แผนภาพที่ 40: นโยบายของทั้งพรรค M5S และ LN จะส่งผลให้อิตาลีขาดดุลการคลังมากขึ้นและหนี้สาธารณะสูงขึ้น..

นโยบาย	พรรค Five-star Movement (M5S)	พรรค Lega (LN)
การปฏิรูปกองทุนบำเหน็จบำนาญ	• ยกเลิก/แก้ไขการใช้กองทุนบำเหน็จบำนาญที่ได้ปฏิรูปในปี 2012 (EUR 15-20bn)	
ภาษี	• ปรับเพิ่มเกณฑ์รายได้ขั้นต่ำที่ต้องเสียภาษี (EUR 15bn) • การการันตีรายได้พื้นฐานให้ประชาชนทุกคน (EUR 15bn)	• คิดอัตราภาษีเดียวที่ 15% (EUR 30-40bn)
สหภาพยุโรป (EU)	• มีแผนขาดดุลการคลังเกิน 3% ของ GDP (ซึ่งเป็นกฎของการคลังของ EU) เป็นระยะเวลา 2-3 ปี • ต้องการยกเลิก/แก้ไขสนธิสัญญาที่เกี่ยวข้องกับการคลังของ EU	

**การปฏิรูปกองทุนบำเหน็จบำนาญปี 2012 ได้ช่วยให้ค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับบำนาญทรงตัว, ซึ่งอิตาลีมีสัดส่วนค่าใช้จ่ายดังกล่าวที่สูงมาก 15% ของ GDP ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่มประเทศ OECD

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

แผนภาพที่ 41: ...ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ Bond Yield อิตาลีที่ปรับสูงขึ้นและความตึงเครียดกับ EU เพิ่มขึ้น



สำหรับในกรณีที่ตลาดกังวลมากจนกดดันให้ Bond Yield อิตาลีพุ่งขึ้นสูงจนส่งผลกระทบต่อภาคการเงินของประเทศ ทาง ECB ก็ไม่สามารถที่จะเข้าช่วยเหลือได้ โดยเราได้ทำการศึกษาเครื่องมือที่ใช้บรรเทาวิกฤตเศรษฐกิจของ ECB ซึ่งหลักๆ มี 3 เครื่องมือด้วยกัน (ตามตารางด้านล่าง) แล้วพบว่าเครื่องมือดังกล่าวต่างมีข้อจำกัดในการใช้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อรัฐบาลอิตาลีเป็นประชนานิยมที่ต้องการเร่งการใช้จ่าย

แผนภาพที่ 42: ECB ขาดเครื่องมือที่จะใช้ลดผลกระทบจาก Bond Yield อิตาลีที่อาจปรับตัวขึ้นแรง โดยเฉพาะในช่วงการเสนอร่างงบประมาณให้กับ EU ในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค.

เครื่องมือเพื่อรองรับวิกฤตของ ECB	สิ่งที่ ECB สามารถทำได้	ข้อจำกัด
การเข้าซื้อสินทรัพย์ตามมาตรการ Quantitative Easing (QE)	• ต่ออายุมาตรการ QE ออกไปจากไตรมาส 4/2018 • เพิ่มการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอิตาลีเป็นการชั่วคราว (เข้าซื้อมากกว่าสัดส่วนที่กำหนดตามขนาดเศรษฐกิจ (Capital key) ที่ 17.5% สำหรับอิตาลี)	• เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นแรง (+1.9% YoY เดือน พ.ค.) ทำให้การต่ออายุมาตรการ QE เป็นไปได้ยาก • การเข้าซื้อของ ECB เกือบถึงขีดจำกัดที่ 33% ซึ่งเป็นสัดส่วนการถือครองที่มากที่สุดตามกฎหมายที่กำหนด เพื่อป้องกันไม่ให้ ECB เป็นผู้ถือครองรายใหญ่
มาตรการ Emergency Liquidity Assistance (ELA) หรือการให้เงินกู้ฉุกเฉิน	• อนุญาตให้ธนาคารกลางอิตาลีอัดฉีดสภาพคล่องให้กับธนาคารพาณิชย์ โดยสามารถวางหลักประกัน เช่น พันธบัตรที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่าระดับ investment-grade ได้ ซึ่งในสภาวะปกติ ECB จะไม่ยอมรับ	• ECB จะไม่ยอมให้ธนาคารกลางอิตาลีอัดฉีดสภาพคล่องให้ธนาคารพาณิชย์อย่างไม่มีขีดจำกัด • ซึ่งจะส่งผลให้รัฐบาลอิตาลีต้องยอมผ่อนแนวคิดประชานิยมลงเพื่อแลกเปลี่ยนกับการใช้มาตรการ ELA
มาตรการ Outright Monetary transaction (OMT) หรือการเข้าซื้อพันธบัตรโดยไม่จำกัดวงเงิน	• ECB เข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอิตาลีในตลาดรองอย่างไม่มีขีดจำกัด	• รัฐบาลอิตาลีจะเผชิญเงื่อนไขสำคัญ คือ การใช้นโยบายรัดเข็มขัด ซึ่งขัดแย้งกับความต้องการของรัฐบาลประชานิยม M5S/LN ที่ต้องการเร่งการใช้จ่ายภาครัฐ

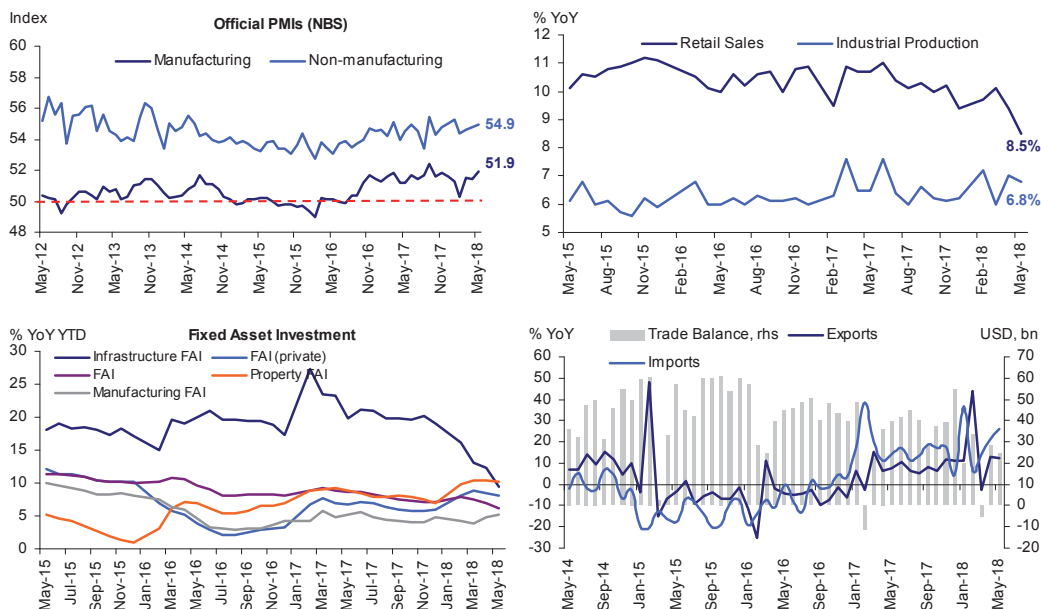
Source: Bloomberg, ECB, Deutsche Bank, the Economist, Financial Times, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ การให้ความช่วยเหลืออิตาลีโดยปราศจากเงื่อนไข จะส่งผลให้ ECB เข้าข่าย Moral Hazard เนื่องจากอิตาลีต้องการเร่งการใช้จ่ายเองจึงส่งผลให้ตลาดกังวลและกดดันให้ Bond Yield พุ่งขึ้นแรง ซึ่งขัดแย้งกับเจตนาการเข้าให้ความช่วยเหลือของ ECB แก่ประเทศที่ประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจจริง

เศรษฐกิจจีน

เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลอตัวลงเป็น +6.6% YoY จาก +6.8% YoY ในไตรมาสก่อน โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน พ.ค.ชะลอตัวลงมากกว่าคาด มีเพียงส่งออกเท่านั้นที่ยังขยายตัวได้ดี การใช้โยบายการเงินที่เข้มงวดได้ส่งผลให้การผิมนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจในปีเพิ่มขึ้นมากจากปีก่อน เนื่องจากสภาพคล่องในระบบตึงตัวขึ้นและอัตราดอกเบี้ยก็ยังมีอยู่ในระดับสูง แต่เรามองว่าการผิมนัดชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้นนี้ ยังไม่น่ากังวลนัก และมองว่าเป็นขั้นตอนสำคัญที่จะช่วยพัฒนาตลาดพันธบัตรเงินให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

แผนภาพที่ 43: ดัชนี PMI ของทางการจีนและกิจกรรมภาคต่างประเทศยังคงแข็งแกร่ง แต่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม การลงทุนและการบริโภคชะลอตัวลงมากกว่าคาดในเดือน พ.ค.



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

ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ชะลอตัวลงมากกว่าคาด โดยมีเพียงยอดส่งออกที่ยาวตัวต่อเนื่อง

เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลอตัวลงเป็น +6.6% YoY จาก +6.8% YoY ในไตรมาสก่อน โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ชะลอตัวลงมากกว่าคาดทั้งผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก และการลงทุน ส่วนทางกับดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของทางการจีนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่วนกิจกรรมภาคต่างประเทศยังคงขยายตัวต่อเนื่อง

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน พ.ค. ปรับเพิ่มขึ้น +0.5 จุด เป็น 51.9 จุด ระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2017 และดีกว่าตลาดคาดที่จะทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 51.4 จุด โดยรายละเอียดระบุ ดัชนียอดคำสั่งซื้อทั้งภายใน (+0.9, 53.8 จุด) และภาคนอกประเทศ (+0.5, 51.2 จุด) และดัชนีผลผลิต (+1.0, 54.1 จุด) ต่างปรับตัวเพิ่มขึ้น

ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) เพิ่มขึ้น +0.1 จุด เป็น 54.9 จุด ระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน และดีกว่าตลาดคาดที่จะทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 54.8 จุด

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +6.8% YoY จาก +7.0% YoY ในเดือนก่อน และที่ตลาดคาด โดยผลผลิตในอุตสาหกรรมหลัก ได้แก่ น้ำมันและรถยนต์ ชะลอตัวลง ขณะที่ผลผลิตในอุตสาหกรรมเหล็กและไฟฟ้าเร่งตัวขึ้น

ยอดขายปลีก (Retail Sales) สะท้อนเป็น +8.5% YoY จาก +9.4% YoY ในเดือนก่อน โดยชะลอตัวลงต่อเนื่อง 2 เดือน สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2003 และสวนทางกับตลาดค้าปลีกที่เร่งตัวขึ้นเป็น +9.6% YoY จากยอดขายในกลุ่มรถยนต์ (Automobile) ที่หดตัว -1.0% YoY (vs. +3.5% เดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นการหดตัวครั้งแรกในรอบกว่า 3 ปี

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +6.1% YoY YTD จาก +7.0% YoY YTD ในเดือนก่อน และที่ตลาดค้าปลีก โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบหลายปี ตามการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ที่ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็น +9.4% YoY YTD (vs. +12.4% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ที่ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +10.2% YoY YTD (vs. +10.3% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคการผลิต (Manufacturing FAI) เร่งตัวขึ้นเป็น +5.2% YoY YTD (vs. +4.8% เดือนก่อน)

ส่วนภาคต่างประเทศยังขยายตัวต่อเนื่องในเดือน พ.ค. โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐขยายตัว +12.6% YoY เท่ากับเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดค้าปลีกที่ +11.1% YoY โดยส่งออกไปยังประเทศหลักยังขยายตัวได้ดีต่อเนื่องในกลุ่ม Developed Market ได้แก่ สหรัฐฯ (+11.6% YoY vs. +9.7% เดือนก่อน), ญี่ปุ่น (+10.2% YoY vs. +9.6% เดือนก่อน) และสหภาพยุโรป (+8.5% YoY vs. +10.9% เดือนก่อน) ส่วนส่งออกไปยังกลุ่ม Emerging Market ขยายตัวดีในกลุ่ม ASEAN (+17.6% YoY vs. +17.7% เดือนก่อน), ไต้หวัน (+11.7% YoY vs. +13.4% เดือนก่อน) และฮ่องกง (+14.1% YoY vs. +10.8% เดือนก่อน)

ด้านการนำเข้า (Imports) เร่งตัวขึ้นเป็น +26.0% YoY vs. +21.5% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดค้าปลีกที่ +18.0% YoY โดยการนำเข้าสินค้าในกลุ่มโภคภัณฑ์ ได้แก่ น้ำมันดิบ (+41.3% YoY vs. +42.9% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (+17.4% YoY vs. +11.5% เดือนก่อน) ขยายตัวดีต่อเนื่องตามราคาที่ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ยอดนำเข้าแร่เหล็ก (-6.8% YoY vs. -14.3% เดือนก่อน) หดตัวลดลง ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน พ.ค. เกินดุล +2.49 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ลดลงจาก +2.83 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนก่อน

เรามองว่าเศรษฐกิจโลกที่ยังขยายตัวดี (Deutsche Bank คาด GDP โลกปีนี้จะขยายตัว +3.9% YoY vs. +3.8% ปี 2017) จะหนุนภาคส่งออกของจีนต่อไป แต่อย่างไรก็ดี ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ก็เป็นความเสี่ยงสำคัญ ซึ่งเรา มองว่าการเจรจาการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะยืดเยื้อและยากที่จะหาข้อสรุปร่วมกัน

ส่วนการนำเข้ามีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่องในระยะข้างหน้าตามการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจของจีนให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้น ขณะที่ลดการส่งออกและการลงทุนลง โดยรัฐบาลจีนได้ประกาศลดภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มบริโภคหลายรายการเมื่อปลายเดือน พ.ค. และจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ก.ค.นี้

แผนภาพที่ 44: รัฐบาลจีนประกาศลดภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าบริโภคหลายรายการ โดยจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ก.ค.

สินค้านำเข้า	อัตราภาษีนำเข้าเฉลี่ยในปัจจุบัน	อัตราภาษีนำเข้าเฉลี่ยใหม่	ประเทศส่งออกสินค้าหลัก
รถยนต์	25.0%	15.0%	เยอรมนี, ญี่ปุ่น, สหรัฐฯ, อังกฤษ
เสื้อผ้าและรองเท้า	15.1%	7.9%	อิตาลี, เวียดนาม, เกาหลีเหนือ, บังกลาเทศ, กัมพูชา, อินโดนีเซีย
อุปกรณ์กีฬา			ไต้หวัน, ญี่ปุ่น, สหรัฐฯ, เยอรมนี
เครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน เช่น เครื่องซักผ้าและตู้เย็น	20.5%	8.0%	ไต้หวัน, อิตาลี, เยอรมนี, ญี่ปุ่น, เกาหลีใต้, สิงคโปร์, สหรัฐฯ
อาหารทะเลและน้ำแร่ธรรมชาติ	15.2%	6.9%	รัสเซีย, สหรัฐฯ, แคนาดา, นอร์เวย์
เครื่องสำอางและผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ	8.4%	2.9%	ฝรั่งเศส, เกาหลีใต้, ญี่ปุ่น, สหรัฐฯ

Note: ในเดือน พ.ย. 2017, รัฐบาลจีนได้ประกาศลดภาษีสินค้านำเข้ากับสินค้าบริโภค 187 รายการ โดยได้มีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ธ.ค. 2017 หลังจากที่ ปธน. Xi Jinping ต้องการให้ผู้บริโภคในประเทศได้รับสินค้าที่มีความหลากหลายและมีคุณภาพ โดยอัตราภาษีนำเข้าเฉลี่ยในสินค้านี้ลดลงจาก 17.3% เป็น 7.7%

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

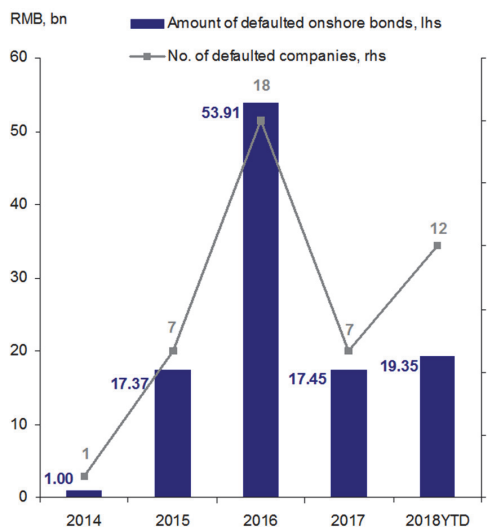
การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อเนื่องได้ส่งผลให้การผิดนัดชำระหนี้ภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นมากในปีนี้ แต่เรามองว่ายังไม่น่ากังวลและมองว่าเป็นขั้นตอนสำคัญที่จะช่วยพัฒนาตลาดพันธบัตรจีนให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น

การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่องเพื่อลดความเสี่ยงในภาคการเงิน โดยเฉพาะการลดสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking) ได้ส่งผลให้สภาพคล่องในระบบลดลงและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในตลาดอยู่ในระดับสูง ทำให้ภาคธุรกิจ โดยเฉพาะธุรกิจที่มีอันดับเครดิตต่ำ (ความเสี่ยงสูง) กู้ยืมเงินมาจ่ายคืนหนี้ได้ลำบาก

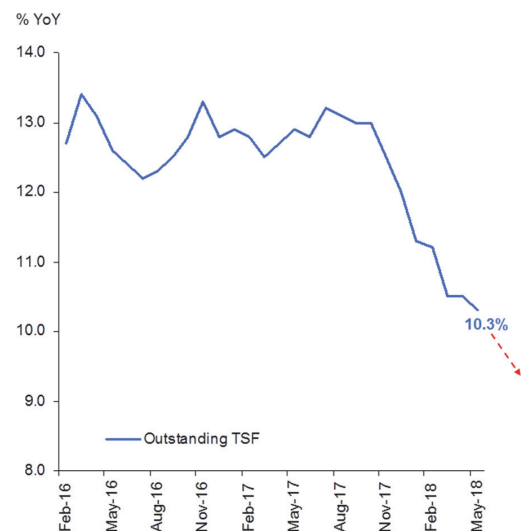
โดยในปีนี้มีบริษัทที่ผิดนัดชำระหนี้ (Default) จำนวน 12 บริษัท (จนถึงสิ้นเดือน พ.ค.) ซึ่งคิดเป็นมูลค่ารวม 1.94 หมื่นล้านหยวน เพิ่มขึ้นจากปี 2017 ที่มีบริษัทผิดนัดชำระหนี้ 7 บริษัท (1.75 หมื่นล้านหยวน) ซึ่งหากนับรวมยอดผิดนัดชำระหนี้ นับตั้งแต่ปี 2014 ซึ่งเป็นปีแรกที่มีการผิดนัดชำระหนี้เกิดขึ้นนั้น จะคิดเป็นมูลค่ารวม 1.09 แสนล้านหยวน

เราคาดว่า การผิดนัดชำระหนี้จะเพิ่มขึ้นต่อในระยะข้างหน้า เนื่องจากเรามองว่ารัฐบาลจีนจะยังคงใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการเติบโตของสินเชื่อต่อไป (ยอดระดมทุนคงค้างในระบบ: Outstanding TSF เดือน พ.ค. ขยายตัว +10.3% YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบหลายปี) และทำให้ธุรกิจเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ยาก

แผนภาพที่ 45: จำนวนการผิดนัดชำระหนี้ภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นมากในปีนี้ แต่มูลค่ารวมยังไม่สูงนัก



แผนภาพที่ 46: เราคาดการณ์การผิดนัดชำระหนี้จะเพิ่มขึ้นต่อจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดซึ่งกดดันการเติบโตของสินเชื่อ



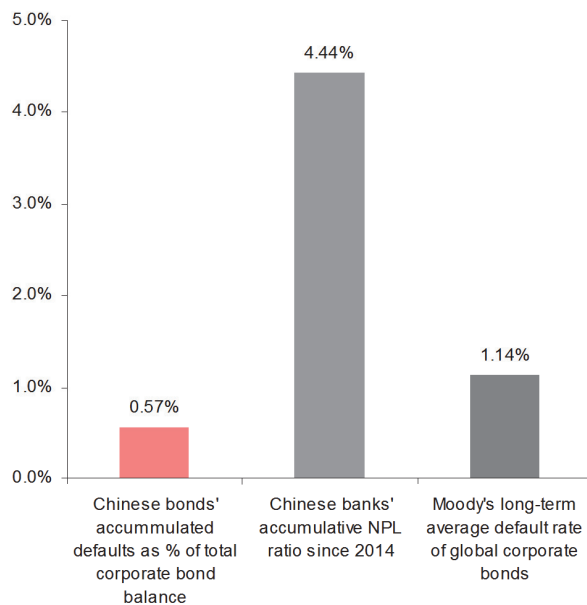
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี เรามองว่าการผิดนัดชำระหนี้ยังไม่น่ากังวลนัก เนื่องจากมูลค่าหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้ตอนนี้อยู่ที่ 1.09 แสนล้านหยวน ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.57% ของมูลค่าหุ้นกู้รวมในระบบเท่านั้น ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ของธนาคารในจีนรวมกันนับตั้งแต่ปี 2014 ซึ่งอยู่ที่ 4.44% และต่ำกว่าสัดส่วนหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้โดยเฉลี่ยในโลกซึ่งประเมินโดย Moody's ที่ 1.14%

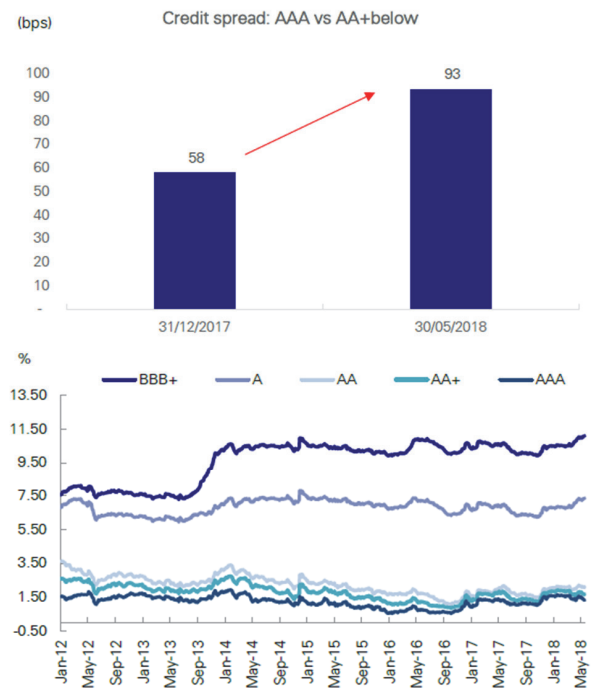
โดยเรามองว่าการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจจะส่งผลให้การกำหนดราคาหุ้นกู้ในตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยนับตั้งแต่ต้นปี ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตต่ำกว่า AA+ (ความเสี่ยงสูง) และหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิต AAA (ความเสี่ยงต่ำ) เพิ่มขึ้นราว +35bps เป็น 93bps ณ สิ้นเดือน พ.ค. ซึ่งสะท้อนถึงค่าใช้จ่ายในการระดมทุน (Funding Cost) ของธุรกิจที่มีอันดับเครดิตต่ำหรือความเสี่ยงสูงที่เพิ่มขึ้น โดยเราคาดว่านักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบมากขึ้นและพิจารณาความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งจะส่งผลให้การจัดสรรทุน (Capital Allocation) ในตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น

นอกจากนี้ แม้ว่าธนาคารจะเป็นผู้ลงทุนหุ้นกู้รายใหญ่ที่สุด (59%) แต่ก็ถือว่าน้อยมาก โดยคิดเป็นสัดส่วนเพียง 4% ของสินทรัพย์โดยรวมของธนาคารเท่านั้น โดย Deutsche Bank ประเมินว่าหากการผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นเป็น 1.14% เท่ากับสัดส่วนหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้โดยเฉลี่ยในโลก ก็จะมีผลกระทบต่อกำไรสุทธิ (NPAT) ของธนาคารในปี 2018 ลดลงเพียง 2.7% เท่านั้น

แผนภาพที่ 47: มูลค่าหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้คิดเป็นเพียง 0.57% ของมูลค่าหุ้นกู้รวมในระบบทั้งหมด ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วน NPL และสัดส่วนหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้โดยเฉลี่ยในโลก



แผนภาพที่ 48: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตต่ำกว่า AA+ และหุ้นกู้ AAA ปรับเพิ่มขึ้นสูงราว +35bps นับตั้งแต่ต้นปี

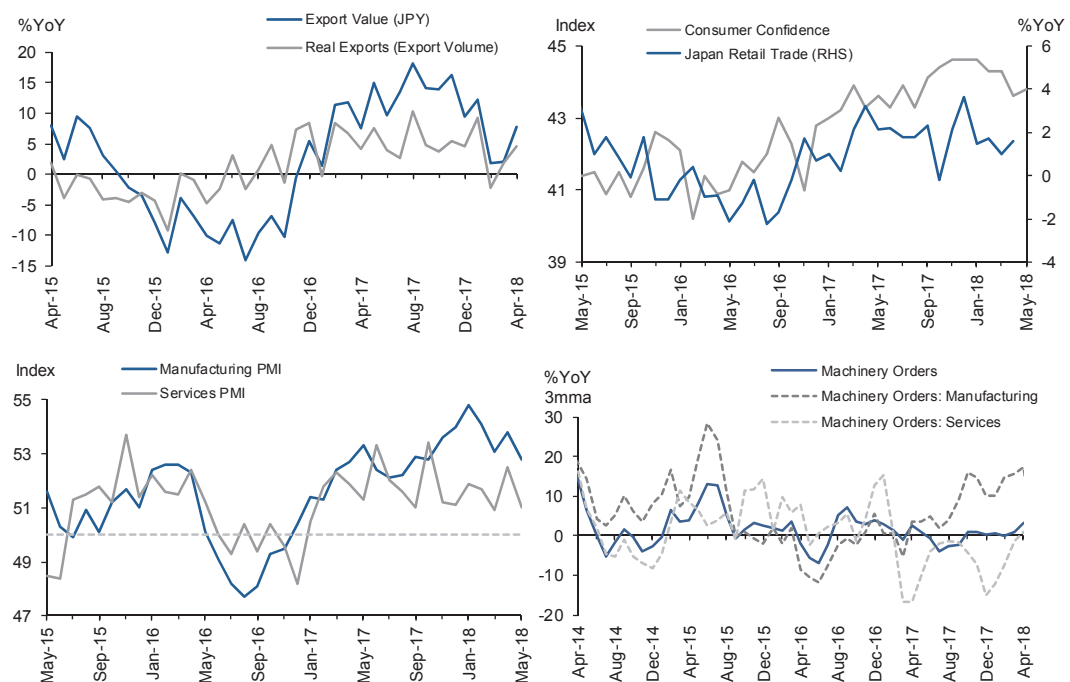


Source: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นในเกือบทุกภาค นำโดยการส่งออก ซึ่งชี้ว่าอุปสงค์ภายนอกประเทศเริ่มกลับมาฟื้นตัวขึ้นแล้ว โดยในช่วงที่เหลือของปี ภาคการบริโภคและการส่งออกน่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจต่อ ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ดีต่อจนถึงช่วงปลายไตรมาส 3 ตามการลงทุนก่อสร้างก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020 ก่อนจะชะลอตัวลงในไตรมาส 4 ส่วนความเสี่ยงทางการเมืองได้บรรเทาลงแล้ว หลังจากที่เคยแนบเนียน เดือน พ.ค. ของคณะรัฐบาลนายก Abe ทรงตัว และอัยการได้ตัดสินว่าเจ้าหน้าที่รัฐที่ถูกกล่าวหาว่าปรับแก้เนื้อหาในเอกสารไม่มี ความผิด ซึ่งน่าจะทำให้นายกชนะการเลือกตั้งหัวหน้าพรรคในเดือน ก.ย. นี้ได้

แผนภาพที่ 49: การส่งออก และการลงทุนเร่งตัวขึ้น การบริโภคฟื้นตัว ขณะที่ภาคการผลิตและภาคบริการลดลง



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

การส่งออก การลงทุนเร่งตัวขึ้น ส่วนการบริโภคฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตและภาคบริการลดลง

การส่งออกเร่งตัวขึ้น: ยอดส่งออกในรูปเงินเยน เดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +7.8%YoY ซึ่งนับเป็นการฟื้นตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 จากเดือนก่อนที่ +2.1% YoY ขณะที่ปริมาณการส่งออก (Export Volume) เร่งตัวขึ้น +3.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +0.3%YoY โดยยอดส่งออกฟื้นตัวขึ้น จากการเพิ่มขึ้นของยอดส่งออกรถยนต์ และเครื่องจักรที่ใช้ผลิต Semiconductors

การลงทุนเร่งตัวขึ้น: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +3.2%YoY, 3mma จากเดือนก่อนที่ +0.97%YoY, 3mma ในระยะข้างหน้าเรามองว่าการลงทุนน่าจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่องจนถึงช่วงปลายไตรมาส 3 ตามการลงทุนก่อสร้างก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020

การบริโภคฟื้นตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน เม.ย. ขยายตัว +1.6%YoY ดีกว่าตลาดคาดและเดือนก่อนที่ +1.0%YoY โดยการเพิ่มขึ้นของยอดขายปลีกมาจากยอดขายจากปั้มน้ำมัน ตามราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น และการฟื้นตัวของยอดขายปลีกในเกือบทุกกลุ่มสินค้า เช่น รถยนต์ เสื้อผ้า และของใช้ประจำวัน โดยยอดขายปลีกที่ไม่นับรวมยอดขายจากปั้มน้ำมัน ฟื้นตัวขึ้นเป็น +0.7%YoY จากเดือนก่อนที่ +0.4%YoY นอกจากนี้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น +0.2 จุด มาอยู่ที่ 43.8 จุด

ภาคการผลิตและภาคบริการลดลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน พ.ค. ลดลง -1.0 จุด เป็น 52.8 จุด นับเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 9 เดือน โดยมีสาเหตุมาจากการลดลงของผลผลิต, ยอดคำสั่งซื้อใหม่ และการจ้างงาน ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศเพิ่มขึ้น ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน พ.ค. ลดลง -1.5 จุด เป็น 51.0 จุด นับเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน

ปัจจัยที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจในครึ่งปีหลังมาจากการบริโภคและส่งออก

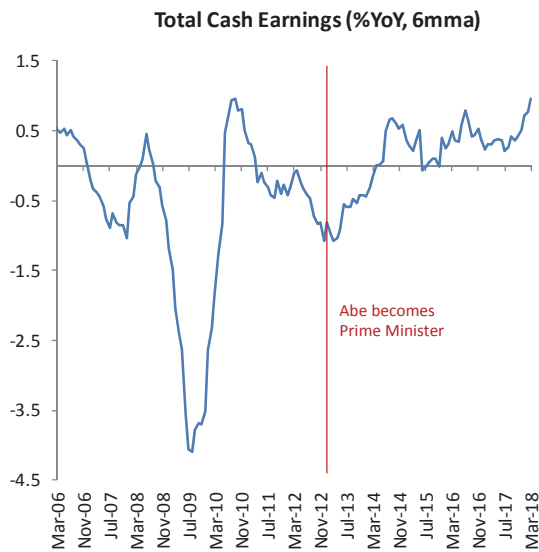
การหดตัวของ GDP ในไตรมาส 1 น่าจะสะท้อนโมเมนตัมที่ชะลอตัวของเศรษฐกิจปีนี้ได้ ซึ่งเราคาดว่า GDP ปี 2018 จะชะลอตัวลงเป็น 0.7% จากปีก่อนที่ 1.7% โดยเรามองว่าเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปีจะถูกขับเคลื่อนจากภาคการบริโภค และการส่งออกเป็นสำคัญ ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนจะเริ่มชะลอตัวลงซึ่งจะเห็นชัดเจนขึ้นในช่วงไตรมาส 4

ภาคการบริโภคมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัว ตามความเชื่อมั่นที่อยู่ในระดับสูงและค่าจ้างที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น โดยค่าจ้าง (Total Cash Earnings) เดือน เม.ย. เติบโตขึ้นมาเป็น +1.1%YoY, 6mma ซึ่งนับเป็นการขยายตัวมากที่สุดตั้งแต่ปี 2010 ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากนโยบายของนายก Shinzo Abe ตั้งแต่ปี 2013 ที่มีการปฏิรูประบบแรงงานสนับสนุนให้มีการให้ค่าจ้างมากขึ้น

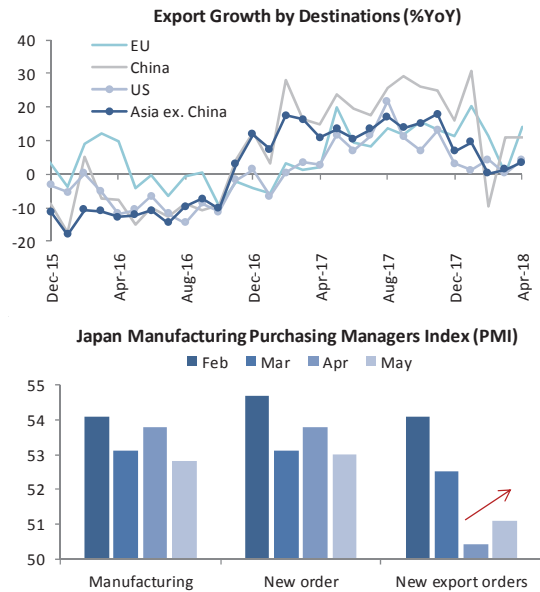
สำหรับการส่งออก ในช่วงไตรมาส 1 ได้รับผลกระทบจากเทศกาลตรุษจีนทำให้ชะลอตัวลงไปค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตามในช่วงที่เหลือของปีน่าจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ โดยยอดส่งออกไปจีนที่ติดลบในเดือน ก.พ. เป็นครั้งแรกในรอบ 16 เดือน ได้กลับมาขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ในเดือน เม.ย. ที่ +11%YoY ส่วนยอดส่งออกไปภูมิภาคอื่นได้เริ่มฟื้นตัวขึ้นเช่นกัน โดย สหรัฐฯ ขยายตัว +4.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +0.2%YoY, ยุโรป +14.1%YoY จาก +0.3% ในเดือนก่อน และเอเชีย ไม่รวมจีน +3.4%YoY จาก +1.3% ในเดือนก่อน นอกจากนี้ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ(New Export Orders) ในดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน พ.ค. กลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งว่าการส่งออกน่าจะเป็นปัจจัยหลักในสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจต่อไป

ส่วนการลงทุนภาคเอกชนน่าจะเพิ่มขึ้นใกล้ถึงจุดสูงสุดแล้วและมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงในครึ่งหลังของปี เนื่องจาก 1) ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร (Core Machinery Orders) ได้เพิ่มขึ้นใกล้ระดับก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 โดยยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นเป็น 9.4 แสนล้านเยน ทะลุกรอบ 8-9 แสนล้านเยนที่ทรงตัวมาตั้งแต่ปี 2014 2) สัดส่วนการลงทุนที่รายงานใน GDP ก็อยู่ในระดับที่สูงมากเมื่อเทียบกับมูลค่าเศรษฐกิจรวม (Nominal GDP) เช่นกัน 3) การก่อสร้างสถานประกอบการร้านอาหารและโรงแรมเพื่อเตรียมงานก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020 ที่เป็นปัจจัยหนุนการลงทุนในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา น่าจะเริ่มชะลอตัวลงในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้

แผนภาพที่ 50: ค่าจ้างที่ฟื้นตัวขึ้นจะสนับสนุนการบริโภคต่อ

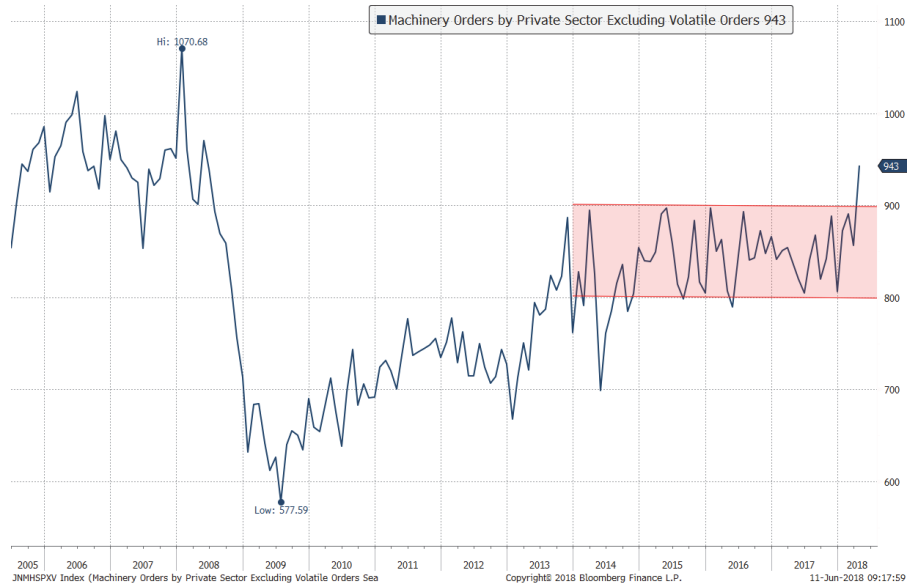


แผนภาพที่ 51: อุปสงค์จากต่างประเทศจะยังคงสนับสนุนการส่งออก



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

แผนภาพที่ 52: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร (Core Machinery Orders) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นทะลุกรอบ ๘8-9 แสนล้านที่ทรงตัวมาตั้งแต่ปี 2014 เป็นครั้งแรก

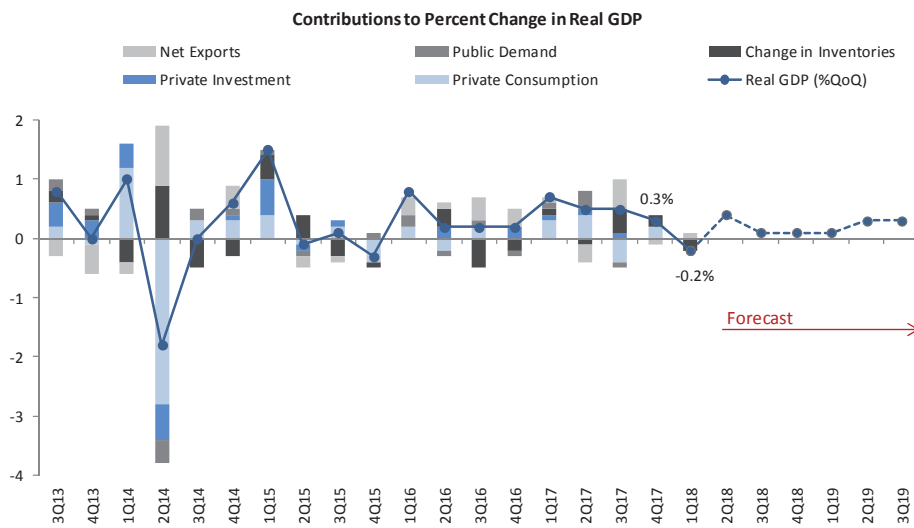


Source: Cabinet Office, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

GDP ไตรมาส 2 จะกลับมาขยายตัว

รายงาน GDP ไตรมาส 1/2018 หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปีกว่าที่ -0.2%QoQ จากไตรมาสก่อนที่ +0.3%QoQ โดยการหดตัวของ GDP มีสาเหตุจากภาคการลงทุน การบริโภค และสินค้าคงคลังเป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม การหดตัวในไตรมาส 1 มาจากปัจจัยชั่วคราว ตามการบริโภคที่ชะลอตัวลงหลังการเร่งซื้อโทรศัพท์ในไตรมาส 4/2017 และได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่หนาวเย็นกว่าปีก่อน ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการใช้จ่ายในช่วงเดือน ม.ค. ถึง มี.ค. ทำให้ GDP น่าจะกลับมาขยายตัวในไตรมาส 2 ได้ที่ +0.4%QoQ

แผนภาพที่ 53: GDP ไตรมาส 2 น่าจะกลับมาขยายตัว หลังไตรมาส 1 หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 9 ไตรมาส



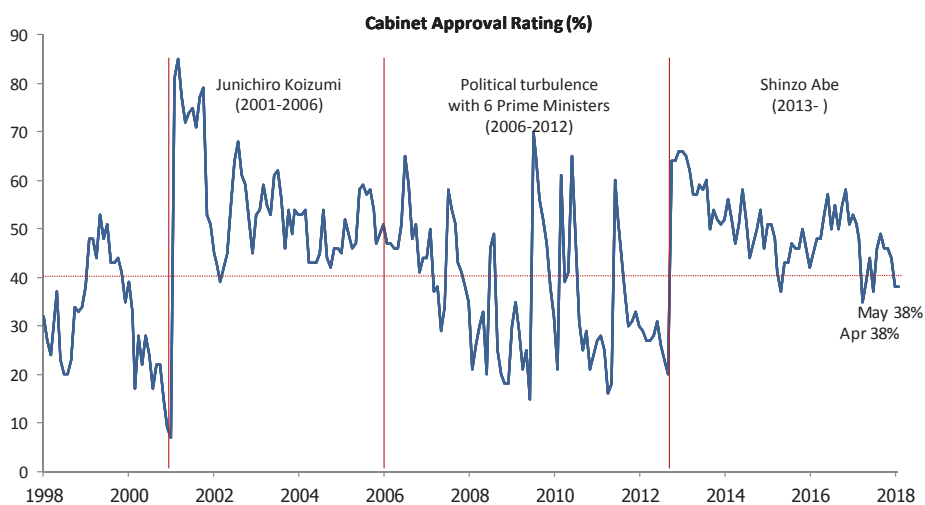
Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คะแนนนิยมของคณะรัฐมนตรีนายก Abe ทรงตัวในเดือน พ.ค. และน่าจะพุ่งจุดต่ำสุดไปแล้ว

คะแนนนิยมของคณะรัฐบาลนายก Shinzo Abe เดือน พ.ค. ทรงตัวที่ 38% เป็นเดือนที่ 2 หลังจากที่ลดลงแรงมาตั้งแต่ต้นเดือน มี.ค. มาใกล้เคียงระดับก่อนการเลือกตั้งในปีก่อน จากการกลับมาของข่าวอื้อฉาว เช่น ข่าวการปรับแก้เนื้อหาในเอกสารที่จะเข้าสภาที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายที่ดินของรัฐในราคาต่ำกว่าราคาตลาดของผู้อำนวยการโรงเรียนที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับภรรยาของนายก Abe ซึ่งการซื้อขายดังกล่าวเกิดขึ้นในปีก่อนแต่ยังไม่มีหลักฐานชี้ว่านายกและภรรยามีส่วนเกี่ยวข้อง ทั้งนี้ในต้นเดือน มิ.ย. มีความคืบหน้าเกี่ยวกับการปรับแก้เนื้อหาในเอกสาร โดยอัยการได้ตัดสินว่าเจ้าหน้าที่รัฐที่ถูกกล่าวหาว่าปรับแก้เนื้อหาในเอกสารไม่มีความผิด

คำตัดสินที่พ้นข้อกล่าวหาน่าจะทำให้คะแนนนิยมของคณะรัฐบาลนายก Abe กลับมาเพิ่มขึ้นได้ ซึ่งจะทำให้นายก Abe ชนะการเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP ในการเลือกตั้งเดือน ก.ย. นี้ และทำให้นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ Abenomics มีความต่อเนื่อง ส่งผลให้ความมั่นใจในการลงทุนเพิ่มขึ้น โดย Deutsche Bank ประเมินว่านายก Abe มีโอกาสราว 60% ที่จะชนะการเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP ในเดือน ก.ย. หากคะแนนนิยมไม่ลดลงต่ำกว่านี้

แผนภาพที่ 53: คะแนนนิยมของคณะรัฐมนตรีนายก Abe ทรงตัวในเดือน พ.ค.



Source: NHK, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

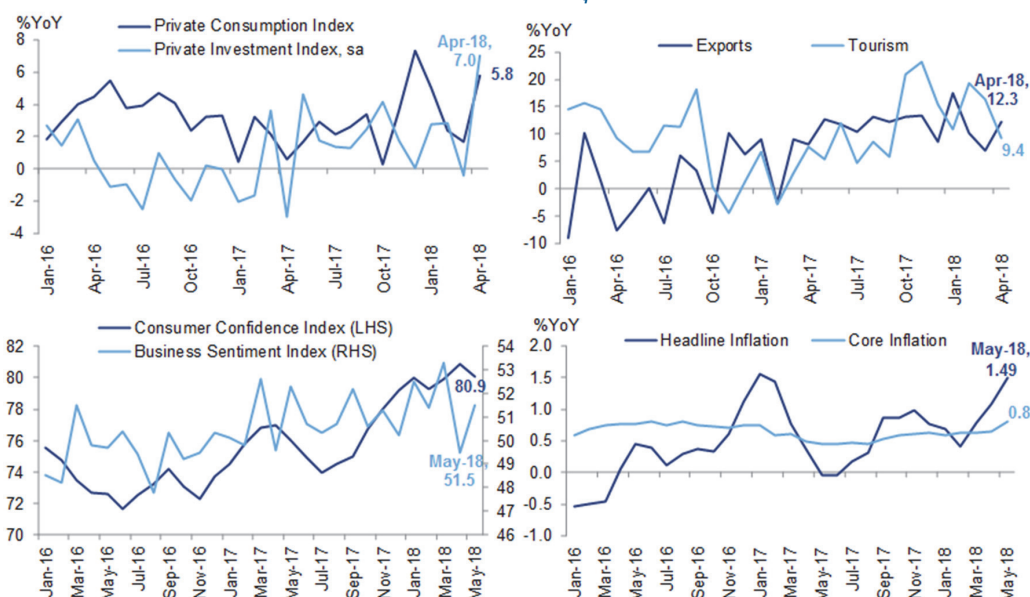
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยขยายตัวดีจากภาคต่างประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่อง ประกอบกับอุปสงค์ในประเทศที่มีทิศทางสดใสมากขึ้น เราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปี 2018 เป็น +4.4% YoY จากเดิม +4.1% โดยปรับเพิ่มคาดการณ์ของการส่งออก การนำเข้า และการบริโภคภาคเอกชน นอกจากนี้ เราได้ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อทั่วไปเป็น 1.2% YoY ตามราคาน้ำมันในตลาดโลกที่สูงขึ้นซึ่งจะยังทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงอยู่ในแดนบวกและส่งผลให้ กนง. ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018

อุปสงค์ในประเทศเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว

เศรษฐกิจไทยขยายตัวดีขึ้น ทั้งจากปัจจัยสนับสนุนในภาคต่างประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่องและอุปสงค์ในประเทศมีสัญญาณฟื้นตัว โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชนเดือน เม.ย. เติบโตขึ้นเป็น +5.8% YoY (vs. +1.7% เดือนก่อน) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นเป็น +7.0% YoY (vs. -0.3% เดือนก่อน) สำหรับอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือนพ.ค. เติบโตขึ้นมาที่ +1.49% YoY (vs. +1.07% เดือนก่อน) จากราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเร่งตัวขึ้นมาเป็น +0.8% YoY (vs. +0.64% เดือนก่อน) สูงสุดในรอบ 21 เดือน สะท้อนว่าอุปสงค์ในประเทศเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว

แผนภาพที่ 54: ภาคต่างประเทศขยายตัวต่อเนื่อง อุปสงค์ในประเทศเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว

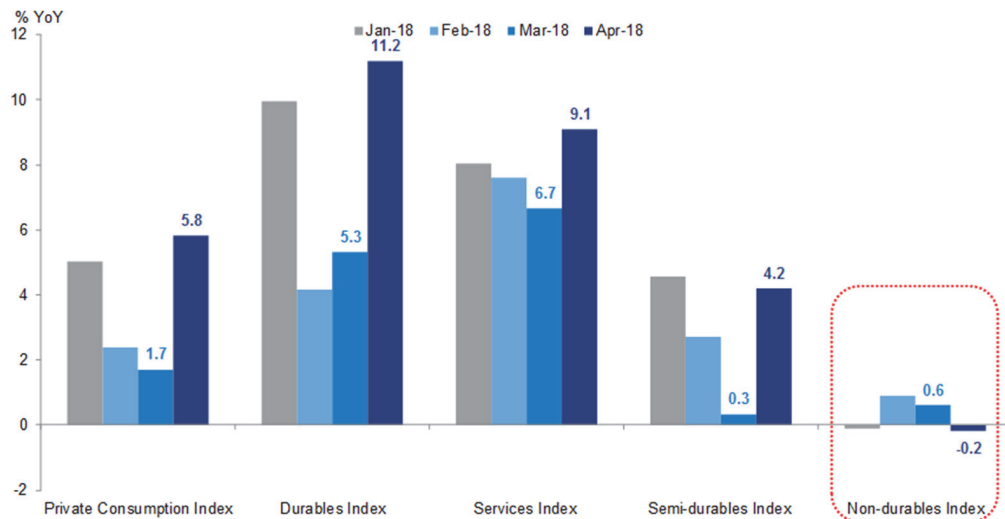


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้น แต่ยังกระจายตัวไม่ทั่วถึง

การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวดีขึ้น สะท้อนจากดัชนีการบริโภคภาคเอกชนเดือน เม.ย. เติบโตขึ้นเป็น +5.8% YoY (vs. +1.7% เดือนก่อน) โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักจากการบริโภคสินค้าคงทนและบริการ สำหรับการบริโภคสินค้าคงทนได้อานิสงส์จากยอดขายรถยนต์ในประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่องหลังจากที่โครงการรถยนต์คันแรกครบกำหนดการถือครองเป็นระยะเวลา 5 ปี ส่วนภาคบริการมีแนวโน้มสดใสจากค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้นตามราคาน้ำมันและค่าใช้จ่ายในการท่องเที่ยว อาทิ โรงแรมและร้านอาหาร อย่างไรก็ตาม การบริโภคสินค้าที่ปรับตัวดีขึ้นยังมีการกระจายตัวไม่ทั่วถึง สะท้อนจากดัชนีการบริโภคสินค้าไม่คงทนที่หดตัวเป็น -0.2% YoY (vs. 0.6% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 55: การบริโภคภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้น ขณะที่การบริโภคสินค้าไม่คงทนยังอยู่ในระดับต่ำ

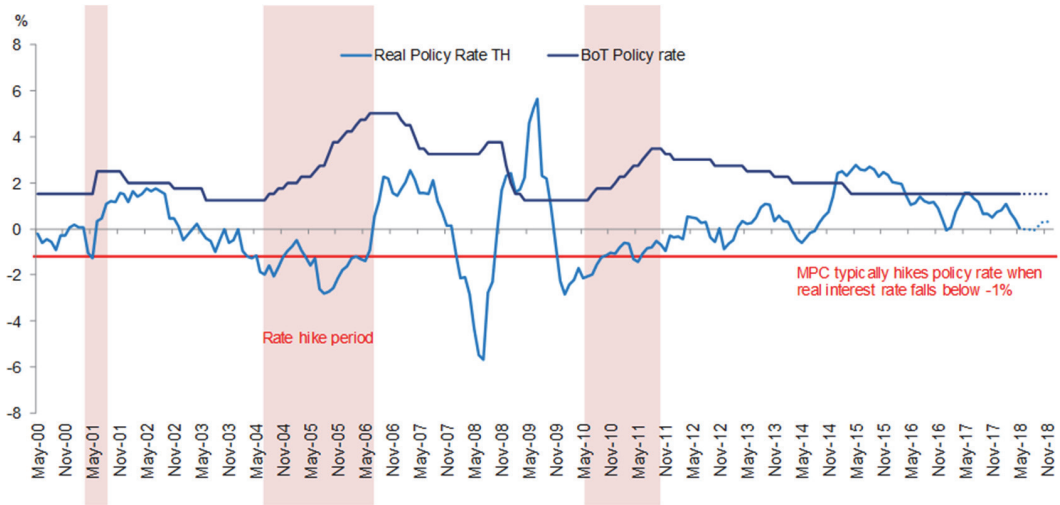


Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018

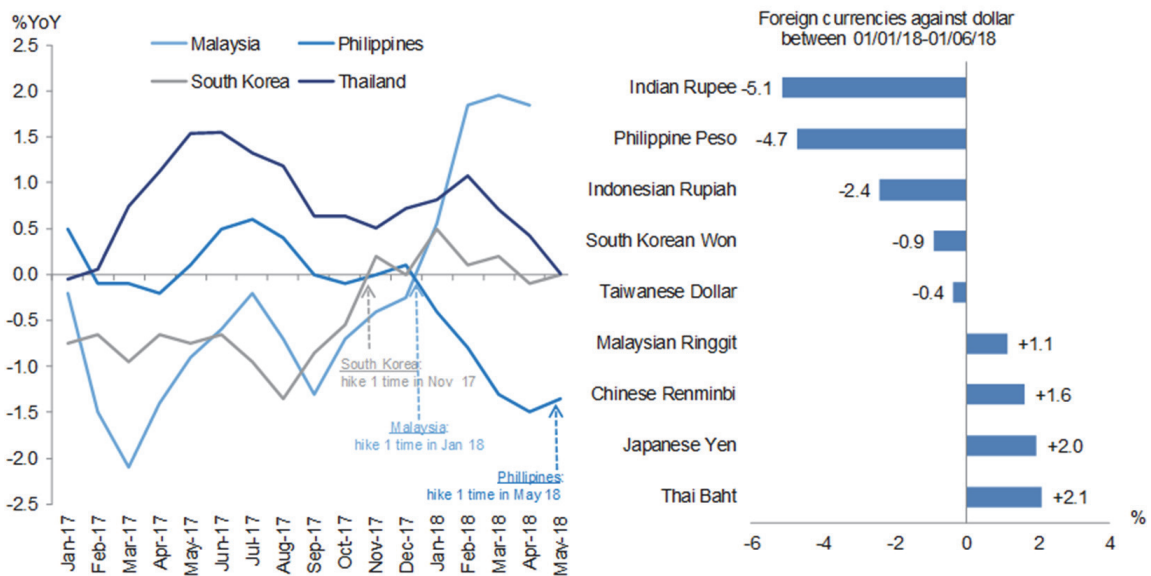
เรายังคงคาดการณ์ว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018 โดยมีเหตุผลสนับสนุน 3 ประการ ได้แก่ 1) เราพบว่าในช่วงที่ผ่านมา กนง. มักจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ (อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง=อัตราดอกเบี้ยนโยบาย-อัตราเงินเฟ้อทั่วไป) ซึ่งสอดคล้องกับพฤติกรรมของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค โดยนับตั้งแต่ต้นปี 2017 เป็นต้นมา ประเทศเกาหลีใต้ มาเลเซียและฟิลิปปินส์ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้งในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ ทั้งนี้ เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปปี 2018 จะอยู่ที่ +1.2% YoY ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังเป็นบวก 2) ค่าเงินบาทยังแข็งค่า +2.1% เมื่อเทียบกับช่วงต้นปี ซึ่งช่วยบรรเทาความกังวลด้านการอ่อนค่าของเงินบาท ในกรณีที่ กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในยุคที่อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้น และ 3) อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัว แต่ยังกระจายตัวอย่างไม่ทั่วถึง กนง. จึงมีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยเพื่อสนับสนุนให้อุปสงค์ในประเทศเติบโตต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 56: กนง. มักปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ



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

แผนภาพที่ 57: ประเทศในภูมิภาคขึ้นอัตราดอกเบี้ยเมื่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ และค่าเงินบาทที่แข็งค่าจากสถานะของดุลบัญชีเดินสะพัดที่แข็งแกร่งจะช่วยบรรเทาความกังวลเรื่องค่าเงินบาทอ่อน หากกนง.ไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามสหรัฐฯ

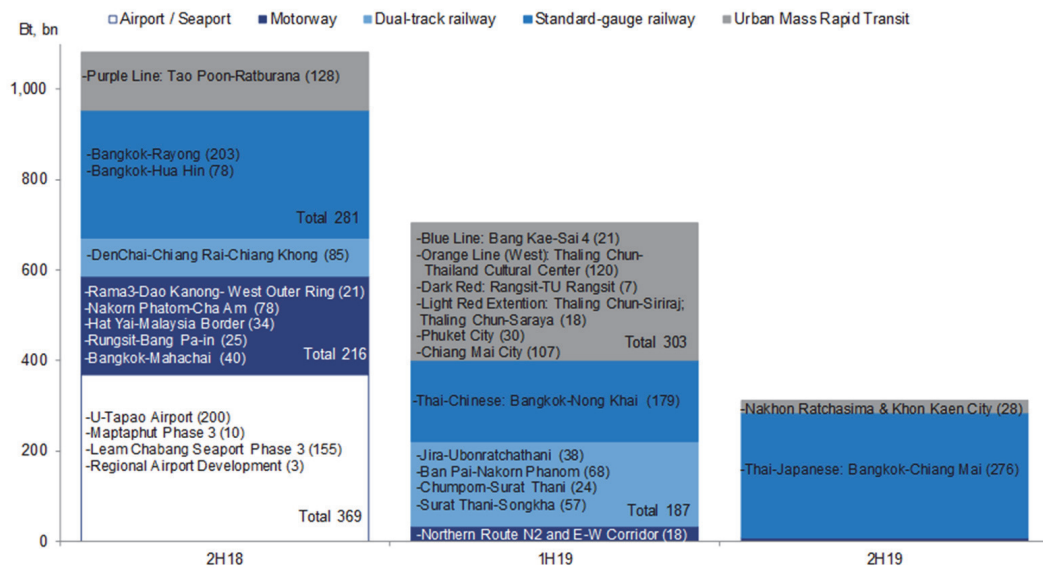


Source: Bloomberg, Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นใน 2H18

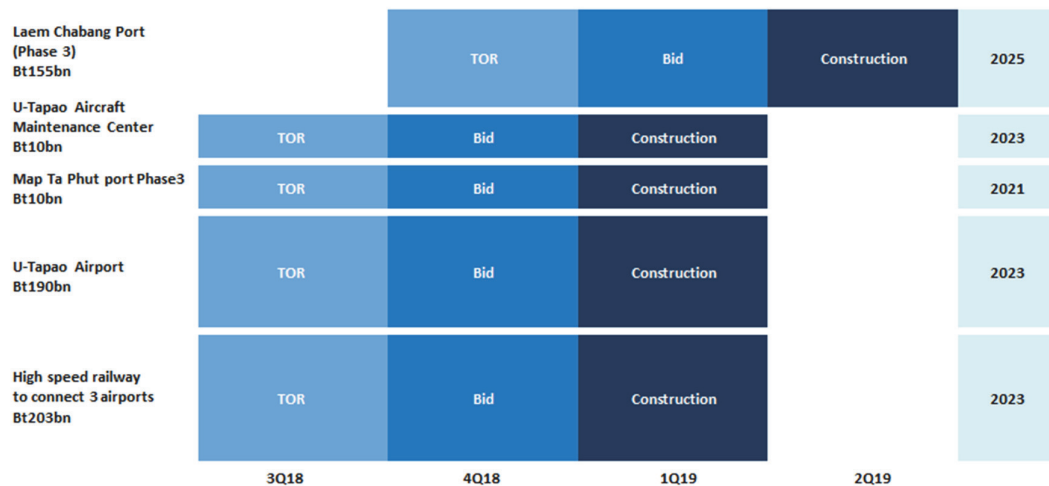
เราคาดว่าโครงการที่จะประมูลใน 2H18 มีมูลค่าราว 1 ล้านล้านบาท โดยเฉพาะการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน EEC ที่มีความคืบหน้ามากขึ้นหลังจากที่ พ.ร.บ. EEC มีผลบังคับใช้ในเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา โดยรัฐบาลเร่งรัดให้ 5 โครงการหลัก ของ EEC ได้แก่ โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน สนามบินอู่ตะเภา ศูนย์ซ่อมอากาศยานอู่ตะเภา ท่าเรือมาบตาพุด เฟส 3 และท่าเรือแหลมฉบัง เฟส 3 จะเริ่มกระบวนการประมูลใน 4Q18 ยกเว้นโครงการท่าเรือแหลมฉบัง เฟส 3 ที่จะเริ่มมีการประมูลใน 1Q19 นอกจากนี้ การระดมทุน Thailand Future Fund ที่สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (สคร.) คาดว่าจะเปิดให้ระดมทุนในเดือน ต.ค. จะทำให้โครงการที่ใช้เงินทุนจาก TFF มีความคืบหน้ามากขึ้น อาทิ ทางพิเศษสายพระราม 3-ดาวคะนอง-วงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานครด้านตะวันตก

แผนภาพที่ 58: การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการจะเข้าสู่ช่วงประมูลใน 2H18



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

แผนภาพที่ 59: โครงสร้างพื้นฐานหลักในพื้นที่ EEC จะเริ่มเข้าสู่การประมูลภายใน 1Q19

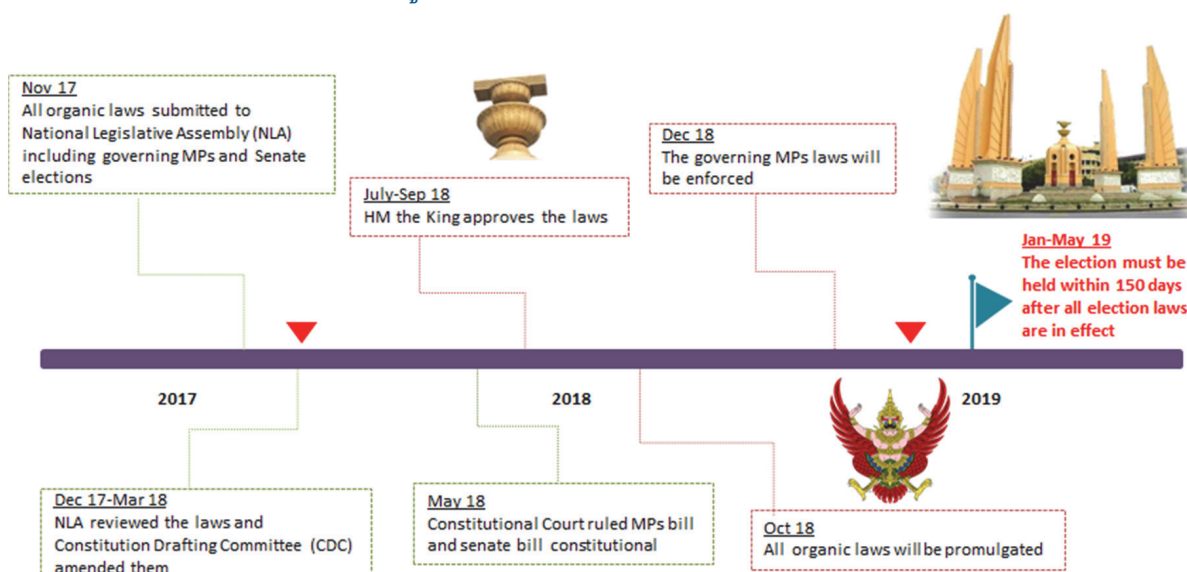


Source: Ministry of Transportation (MOT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การเลือกตั้งเลื่อนไปเป็นช่วง ม.ค.-พ.ค. 19

สภานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) ยื่น พ.ร.ป. ที่มา ส.ว. และ พ.ร.ป. การเลือกตั้ง ส.ส. ให้ศาลรัฐธรรมนูญตีความ ส่งผลให้การเลือกตั้งล่าช้าจากกำหนดการเดิมประมาณ 2-3 เดือน อย่างไรก็ตาม ล่าสุดศาลรัฐธรรมนูญได้ตัดสินว่า พ.ร.ป. การเลือกตั้ง ส.ส. และ พ.ร.ป. ที่มา ส.ว. ไม่ขัดต่อรัฐธรรมนูญส่งผลให้กระบวนการจัดการเลือกตั้งดำเนินต่อไป ในระยะถัดไปนายกรัฐมนตรีจะทูลเกล้าให้พระมหากษัตริย์ลงพระปรมาภิไธยและกฎหมายลูกจะมีผลบังคับใช้ทันทีหลังจากที่ประกาศในราชกิจจานุเบกษาในเดือน ต.ค. (ยกเว้น พ.ร.ป. การเลือกตั้ง ส.ส. ที่จะมีผลบังคับใช้ในเดือน ธ.ค. ตามที่ สนช. มีมติให้มีผลบังคับใช้หลังจากประกาศในราชกิจจานุเบกษา 90 วัน) ดังนั้น การเลือกตั้งจะสามารถจัดขึ้นภายในเดือน ม.ค.-พ.ค. 19 ซึ่งเป็นระยะเวลาภายใน 150 วัน หลังจากกฎหมายเลือกตั้งทั้งหมดมีผลบังคับใช้

แผนภาพที่ 60: การเลือกตั้งถูกเลื่อนออกไปเป็นช่วง ม.ค.-พ.ค. 19 จากเดิม ต.ค. 18 - ก.พ. 19



Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยปี 2018 เป็น +4.4% YoY จากเดิม +4.1% YoY

เราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปี 2018 ขยายตัว +4.4% YoY จากเดิม +4.1% YoY หลังจาก GDP ใน 1Q18 ขยายตัว +4.8% YoY เนื่องจากการคาดการณ์ของตลาด โดยเราปรับเพิ่มคาดการณ์การบริโภคภาคเอกชนเป็น +3.6% YoY หลังจากที่มีการบริโภคภาคเอกชนใน 1Q18 ขยายตัวสูงสุดในรอบ 7 ไตรมาส นอกจากนี้ เราปรับเพิ่มคาดการณ์การส่งออกเป็น +8.5% YoY และการนำเข้าเป็น +11.8% YoY ตามเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัว ขณะที่เราปรับลดคาดการณ์การลงทุนภาคเอกชนลงเล็กน้อยเป็น +4.0% YoY จากเดิม +4.4% YoY เนื่องจากการจำหน่ายวัสดุก่อสร้างในประเทศและพื้นที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างทั่วประเทศยังอยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้ เราปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานเป็น +1.2% YoY และ +0.7% YoY จากเดิม +1.1% YoY และ +0.6% YoY ตามราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้น

แผนภาพที่ 61: เราปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปี 2018 เป็น +4.4% YoY

Economic Forecasts		2017	2018F	
			TISCO ESU Nov'17	TISCO ESU May'18
Real GDP	YoY (%)	3.9	4.1	4.4
Real Private Consumption	YoY (%)	3.2	3.4	3.6
Real Public Consumption	YoY (%)	0.5	2.8	3.0
Real Private Investment	YoY (%)	1.7	4.4	4.0
Real Public Investment	YoY (%)	-1.2	9.6	9.6
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	9.7	7.0	8.5
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	14.4	10.8	11.8
Tourist Arrivals	million	35.4	38.3	38.3
Trade Balance	US\$, bn	31.9	23.4	27.9
Current Account Balance	US\$, bn	48.1	42.0	41.9
Current Account	% GDP	10.6	8.2	7.8
Dubai crude price - period average	US\$/bbl	53.1	57.0	62.0
Headline Inflation	YoY (%)	0.7	1.1	1.2
Core Inflation	YoY (%)	0.6	0.6	0.7
Thai Baht - period average	Bt/USD	33.9	32.0	32.0
Thai Baht - period end	Bt/USD	32.7	32.0	32.5
Policy rate - period end	%	1.5	1.5	1.5

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



TISCO Economic Strategy Unit

คณบดี ประกอบผล

Head of Strategy Unit

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์โท วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

มานะ นิมิตรวานิช

Head of Economic

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
Claremont Graduate University
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
University of Illinois at Urbana Champaign
- ปรินซ์โท รัฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: 6 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์นโยบายและแผน สำนักงาน

คณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

1 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรชำนาญการ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

1 ปี ในตำแหน่งผู้บริหารงานวิจัย

วิลันดา ดิสเตติวอน

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

ซาร่า ผลพิบูลย์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
Clemson University
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วีระพันธ์ ไรจน์กุล

Strategist

- ปรินซ์โท Investment Management (Award of Distinction & Beta Gamma Sigma Honor)
Cass Business School
- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจภาคภาษาอังกฤษ ภาคการเงิน (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- สอบผ่าน CFA Level 3

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

Research Assistant

- ปรินซ์โท 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

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 3 ชั้น 2	: 02 673 7017
	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	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์	: 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2	: 02 416 0811
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกชัย ชั้น M	: 02 108 2998	เอสไอเอส พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เอสไอเอส รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315				
จันทร - ศุภร์	สำนักงานใหญ่	: 02 633 7094	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกิ้งก่า	: 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	ทองหล่อ	: 02 712 5099	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141

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	พุกา	: 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	ไลต์ส ไรซ์	: 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	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนพิกุลอุทิศ หาดใหญ่	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

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