



TIPS

November
2018

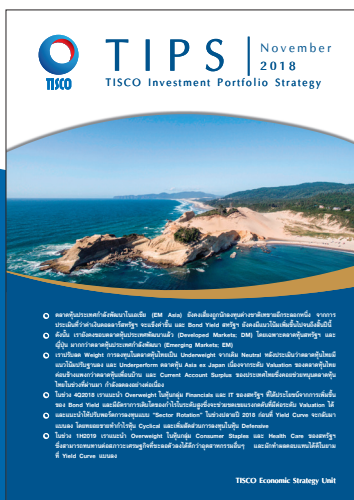
TISCO Investment Portfolio Strategy



- ตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย (EM Asia) ยังคงเสี่ยงถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายอีกระลอกหนึ่ง จากการประเมินที่ว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะแข็งค่าขึ้น และ Bond Yield สหรัฐฯ ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นไปจนถึงสิ้นปีนี้
- ดังนั้น เรายังคงชอบตลาดหุ้นประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets; DM) โดยเฉพาะตลาดหุ้นสหรัฐฯ และ ญี่ปุ่น มากกว่าตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Markets; EM)
- เราปรับลด Weight การลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็น Underweight จากเดิม Neutral หลังประเมินว่าตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับฐานลง และ Underperform ตลาดหุ้น Asia ex Japan เนื่องจากระดับ Valuation ของตลาดหุ้นไทยค่อนข้างแพงกว่าตลาดหุ้นเพื่อนบ้าน และ Current Account Surplus ของประเทศไทยซึ่งคอยช่วยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังลดลงอย่างต่อเนื่อง
- ในช่วง 4Q2018 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ของสหรัฐฯ ที่ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และมีอัตราการเติบโตของกำไรในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้
- และแนะนำให้ปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 ก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive
- ในช่วง 1H2019 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ของสหรัฐฯ ซึ่งสามารถทนทานต่อสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
ตลาดหุ้น	7
ตลาดตราสารหนี้	11
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	13
Global Economic Insights	16
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	17
เศรษฐกิจยุโรป	21
เศรษฐกิจจีน	27
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	32
เศรษฐกิจไทย	35



TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสเรตติวัฒน์
ซาร่า ผลพิบูลย์

วิระพันธ์ โรจน์ธัญกุล
สุชานันท์ ภิภพลูชาติ

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 บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์หรือแท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ได้ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย (EM Asia) ยังคงเสี่ยงที่จะถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายอีก ระลอกหนึ่ง จากการประเมินที่ว่า 1) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นอีก โดยสังเกตจาก สถานะการเก็งกำไรในเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ยังคงต่ำกว่าระดับสูงสุดในช่วงที่ผ่านมา มาอีกค่อนข้างมาก และ 2) Bond Yield สหรัฐฯ ที่ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นแรงไปจนถึงสิ้นปีนี้ เนื่องจากสภาพคล่องในตลาด พันธบัตรที่มีแนวโน้มดังตัวมากขึ้น ดังนั้น เราจึงยังคงชอบตลาดหุ้นประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets; DM) โดยเฉพาะตลาดหุ้นสหรัฐฯ และญี่ปุ่น มากกว่าตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Markets; EM)

ทั้งนี้เราได้ปรับลด Weight การลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็น Underweight จากเดิม Neutral โดย ประเมินว่าตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับฐานลง และ Underperform ตลาดหุ้น Asia ex Japan เนื่องจาก ตลาดหุ้นไทยเทรดในระดับ Valuation ที่แพงกว่าตลาดหุ้น Asia ex Japan ค่อนข้างมาก ประกอบกับ Current Account Surplus ของประเทศไทยที่คอยช่วยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นสัญญาณชี้ว่าแรงซื้อจากภายในประเทศกำลังจะหมดไปเช่นกัน

ในส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เรามองว่า Upside ของราคาน้ำมันดิบเริ่มจำกัด เนื่องจากตลาดได้รับ รู้ถึงความเสี่ยงจากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านไปมากแล้ว โดยเราคาดว่าปริมาณการส่งออก น้ำมันดิบของอิหร่านจะลดลงได้อีกไม่มากเพียง 4 แสนบาร์เรลต่อวัน มาที่ระดับ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงที่อิหร่านเคยถูกคว่ำบาตรในปี 2015

ในขณะเดียวกัน เราเริ่มเห็นถึงความเสี่ยงที่ราคาน้ำมันดิบอาจปรับตัวลงมาเทรดในกรอบ 65-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงปลายปีนี้ หลังประมาณการการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันดิบ โลก (Global Oil Demand Growth) ปี 2019 มีแนวโน้มถูกปรับลดลง เนื่องจาก 1) ราคาน้ำมันดิบที่ อยู่ในระดับสูง 2) ค่าเงิน EM ซึ่งอ่อนค่าแรงตั้งแต่ต้นปี และ 3) เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน



Global Investment Strategy

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย (EM Asia) ยังคงเสี่ยงถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายอีกระลอกหนึ่ง จากการประเมินที่ว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะแข็งค่าขึ้น และ Bond Yield สหรัฐฯ ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นไปจนถึงสิ้นปีนี้
- ดังนั้น เรายังคงชอบตลาดหุ้นประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets; DM) โดยเฉพาะตลาดหุ้นสหรัฐฯ และญี่ปุ่น มากกว่าตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Markets; EM)
- เราปรับลด Weight การลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็น Underweight จากเดิม Neutral หลังประเมินว่าตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับฐานลง และ Underperform ตลาดหุ้น Asia ex Japan เนื่องจากระดับ Valuation ของตลาดหุ้นไทยค่อนข้างแพงกว่าตลาดหุ้นเพื่อนบ้าน และ Current Account Surplus ของประเทศไทย ซึ่งคอยช่วยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังลดลงอย่างต่อเนื่อง
- ในช่วง 4Q2018 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ของสหรัฐฯที่ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และมีอัตราการเติบโตของกำไรในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้
- และแนะนำให้ปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 ก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive
- ในช่วง 1H2019 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ของสหรัฐฯ ซึ่งสามารถทนทานต่อสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,695	-0.1%	-2.8%	3.6%	-4.3%	-3.3%	-0.7%
Philippines PCOMP	7,100	1.4%	-2.6%	-4.7%	-8.9%	-17.0%	-15.8%
Indonesia JCI	5,869	0.8%	1.0%	-0.4%	-7.1%	-7.7%	-1.0%
Singapore STI	3,071	-1.9%	-2.2%	-5.2%	-13.7%	-9.8%	-7.7%
Malaysia KLCI	1,741	0.3%	-2.9%	-0.7%	-7.4%	-3.1%	-0.5%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	25,462	-2.7%	-5.5%	-9.6%	-15.3%	-14.9%	-11.3%
China H HSCEI	10,198	-2.1%	-2.5%	-3.7%	-14.3%	-12.9%	-11.8%
MSCI China	72	2.1%	-6.5%	-15.7%	-20.7%	-19.4%	-17.6%
China CSI300	3,118	-5.0%	-4.6%	-9.1%	-17.2%	-22.6%	-20.9%
Taiwan TWSE	9,979	-4.7%	-7.3%	-8.0%	-8.0%	-6.2%	-6.9%
Korea KOSPI	2,158	1.3%	-6.5%	-5.8%	-13.0%	-12.6%	-13.1%
MSCI Korea	652	2.0%	-5.2%	-5.8%	-13.0%	-12.9%	-13.8%
India SENSEX	34,780	0.1%	-6.7%	-4.4%	1.3%	2.1%	6.7%
MSCI India	1,217	-0.3%	-8.7%	-4.4%	-2.5%	-3.8%	0.2%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,931	0.8%	-3.7%	-5.0%	1.2%	-2.2%	0.7%
Japan TOPIX	1,716	0.8%	-2.5%	-2.0%	-1.9%	-5.6%	-0.5%
Japan Nikkei 225	22,810	1.0%	-2.6%	0.1%	2.9%	0.2%	6.8%
Europe STOXX600	364	-0.9%	-4.0%	-6.1%	-4.8%	-6.6%	-7.2%
Euro STOXX50	3,243	-0.7%	-3.4%	-6.9%	-7.1%	-7.4%	-10.4%
US Dow Jones	25,707	0.4%	-2.1%	2.0%	3.9%	4.0%	11.0%
US S&P500	2,809	0.8%	-3.3%	-0.2%	3.7%	5.1%	9.7%
MSCI US REITs	1,105	-0.9%	-5.3%	-2.7%	4.5%	-4.5%	-5.6%
J-REITs	1,772	0.3%	0.8%	-0.5%	3.9%	6.5%	8.1%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,055	-1.3%	-3.4%	-8.1%	-3.6%	-8.2%	-6.5%
Germany DAX	11,715	0.0%	-3.6%	-8.2%	-7.0%	-9.3%	-10.2%
France CAC 40	5,145	-1.2%	-4.1%	-5.6%	-4.4%	-3.2%	-4.4%
Switzerland SMI	8,750	-1.6%	-1.9%	-2.1%	-0.9%	-6.7%	-6.0%
Portugal PSI 20	5,058	0.4%	-5.7%	-10.1%	-8.0%	-6.1%	-7.4%
Spain IBEX 35	8,997	-1.8%	-4.8%	-7.8%	-8.7%	-10.4%	-12.4%
Italy FTSE MIB	19,455	-1.3%	-8.4%	-11.5%	-18.1%	-11.0%	-13.0%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	85,764	-0.4%	9.5%	10.9%	0.0%	12.3%	12.0%
Chile IPSA	5,141	-3.1%	-4.0%	-4.4%	-9.7%	-7.6%	-6.8%
Mexico MEXBO	47,888	-0.5%	-3.6%	-2.3%	-2.5%	-3.0%	-4.1%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	484	2.1%	-6.0%	-9.7%	-15.1%	-15.1%	-12.5%
MSCI Latin America	2,765	2.7%	10.6%	6.3%	-10.6%	-2.2%	-6.4%
MSCI All Country World	501	2.3%	-3.8%	-3.1%	-3.4%	-2.4%	1.0%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	69.91	-1.5%	0.1%	1.7%	2.1%	15.7%	34.3%
Brent Spot	80.27	0.0%	1.6%	10.1%	9.2%	20.0%	38.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	10.36	1.07	1.18	6.22	5.35	3.91	4.25
Gold Spot	1222.39	0.2%	2.0%	-0.4%	-9.6%	-6.2%	-4.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2110.44	0.7%	0.3%	-2.4%	-4.6%	-0.9%	-0.3%
Bloomberg Agri Subindex	44.53	3.0%	9.0%	3.5%	-8.5%	-6.3%	-7.8%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	272.88	0.3%	0.2%	0.5%	-1.2%	-1.1%	-0.8%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.72	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.6%	0.8%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	277.66	0.1%	-0.1%	-0.2%	-1.0%	-0.3%	-0.2%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	355.95	0.3%	0.1%	0.0%	-1.0%	-0.6%	-0.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	235.94	0.1%	0.0%	0.0%	-0.7%	-0.1%	0.1%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.79	1	7	23	43	36	37
2Y	2.00	0	5	26	60	54	56
5Y	2.42	-2	7	23	56	56	67
10Y	2.80	-6	-4	7	24	26	41
Spread 10Y-2Y	80	-6	-9	-19	-36	-27	-16
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.20	5	15	33	33	80	85
Japan 10Y	0.15	1	3	11	11	10	8
UK 10Y	1.58	-15	4	32	14	39	30
German 10Y	0.46	-9	0	12	-5	3	10
Spain 10Y	1.65	4	16	40	43	8	10
Italy 10Y	3.55	4	70	108	179	153	155
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	17.40	-5.6	4.6	5.3	1.8	6.4	7.3
Dollar index	95.62	0.6%	1.0%	0.6%	6.7%	3.8%	2.4%
USD/THB	32.56	-0.3%	0.0%	-2.3%	4.4%	-0.1%	-1.8%
EUR/USD	1.15	-0.6%	-1.3%	-1.3%	-7.2%	-4.2%	-2.4%
GBP/USD	1.31	-0.7%	-0.2%	0.3%	-7.8%	-3.0%	-0.7%
USD/JPY	112.59	0.3%	0.2%	-0.2%	5.1%	-0.1%	-0.2%
USD/CNY	6.93	0.0%	1.0%	3.3%	10.3%	6.5%	4.6%
USD/CNH	6.93	0.6%	0.9%	2.7%	10.5%	6.4%	4.7%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

10/18/2018

7:02:05 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- เราคาดว่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเงินเพื่อ - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- เศรษฐกิจฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง - ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เติบโตในระดับสูง ซึ่งคาดว่าเฉลี่ย +20% ทั้งปีนี้ จากนโยบายลดภาษีนิติบุคคล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย				- Valuation ของตลาดหุ้นไทย แพงกว่าตลาดหุ้นเพื่อนบ้านค่อนข้างมาก โดยส่วนต่าง (Premium) ของ FWD P/E ระหว่างตลาดหุ้นไทย กับดัชนี MSCI Asia ex Japan เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และทะลุรอบการเคลื่อนไหวในช่วงปี 2013 จนถึงปัจจุบัน - Current Account Surplus ของประเทศไทยซึ่งคอยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังลดลงอย่างต่อเนื่อง - ลดน้ำหนักเป็น Underweight
ตลาดหุ้นจีน				- PBoC มีแนวโน้มกลับมาผ่อนคลายนโยบายทางการเงินในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - แต่ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- เงินทุนยังคงเสี่ยงไหลออก จากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า - สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือ โดยเฉพาะไต้หวัน และเกาหลี - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				- ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป แต่ความเสี่ยงใหม่จากวิกฤตการเงินในอาร์เจนตินาและตุรกี กดดันค่าเงินรูปีให้อ่อนค่าเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ สู่ระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์ - Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว - ค่าเงินเยนที่มีแนวโน้มอ่อนค่า ช่วยหนุนกำไรของบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				- นโยบายของรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN ขัดกับทาง EU ซึ่งอาจทำให้เกิดความขัดแย้งในภูมิภาคและความเสี่ยงที่อิตาลีอาจแยกตัวออกจาก EU ในระยะข้างหน้า - ภาคธนาคารในยุโรปเผชิญความเสี่ยงจากวิกฤตการเงินของตุรกี เนื่องจากธนาคารยุโรปมีการปล่อยกู้ในตุรกีเป็นจำนวนมาก - เงินยูโรมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรของบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า และโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- แม้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกดดันราคาทองคำ - แต่ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				- ตลาดได้รับรู้ถึงความเสี่ยงจากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านไปมากแล้ว โดยเราคาดว่าปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านจะลดลงได้อีกไม่มาก - ประมาณการการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันดิบโลก (Global Oil Demand Growth) ปี 2019 มีแนวโน้มถูกปรับลดลง - ลดน้ำหนักเป็น Underweight
US REITs				- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ - แต่ Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral
Europe REITs				- โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ Current Recommendation ■ Previous Recommendation

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

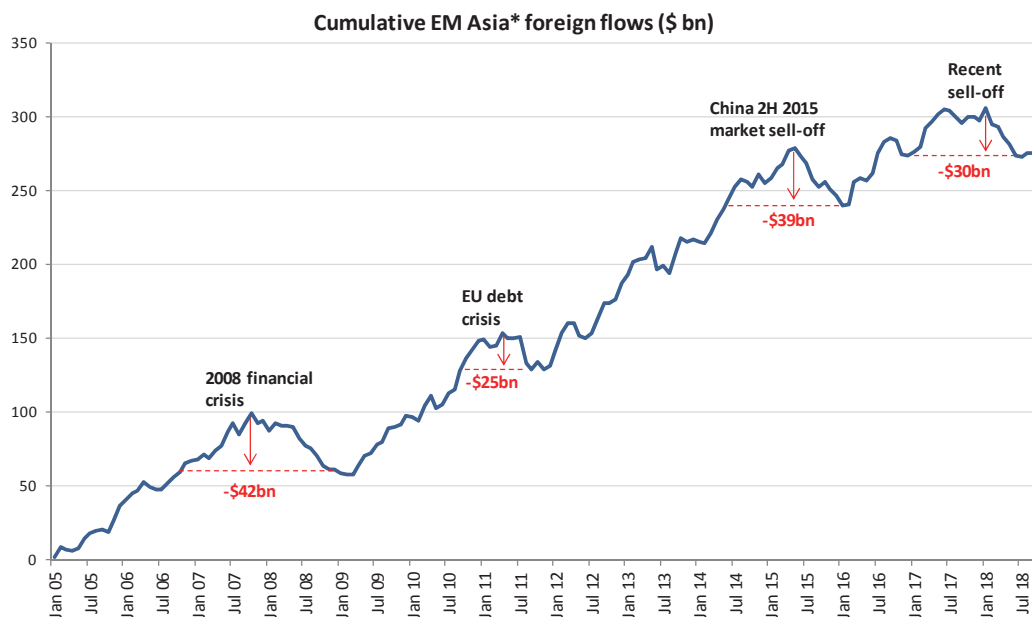
ตลาดหุ้น

เราปรับลด Weight การลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็น Underweight จากเดิม Neutral เนื่องจากตลาดหุ้นไทยมีความเสี่ยงที่จะถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายไปพร้อมกับตลาดหุ้น EM Asia อีกระลอกหนึ่ง ซึ่งเราประเมินว่า ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับฐานลง และ Underperform ตลาดหุ้น Asia ex Japan เนื่องจากตลาดหุ้นไทยเทรดในระดับ Valuation ที่แพงกว่าตลาดหุ้น Asia ex Japan ค่อนข้างมาก ประกอบกับ Current Account Surplus ของประเทศไทยที่คอยช่วยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นสัญญาณชี้ว่าแรงซื้อจากภายในประเทศกำลังจะหมดไปเช่นกัน

ตลาดหุ้น EM Asia* ยังคงเสี่ยงถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายอีก

ในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหุ้น EM Asia* ถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายเป็นจำนวนมากถึง 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งนับเป็นการเทขายที่รุนแรงที่สุดเป็นอันดับที่ 2 นับตั้งแต่หลังวิกฤตการเงินโลกปี 2008 โดยมีสาเหตุหลักมาจาก 1) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง หลังนักลงทุนในตลาดมีความกังวลต่อสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และวิกฤตค่าเงินในประเทศกำลังพัฒนา โดยเฉพาะตุรกีและอาร์เจนตินา ประกอบกับ 2) Bond Yield ทั่วโลกปรับตัวขึ้นแรง หลังการดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นของธนาคารกลางหลัก เช่น ธนาคารกลางสหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือ Bond Yield 10 ปี ของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 7 ปี มาที่ 3.24% ในช่วงต้นเดือนตุลาคมที่ผ่านมา ซึ่งการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ได้ส่งผลกระทบต่อระดับ Valuation ของตลาดหุ้นให้ปรับตัวลง

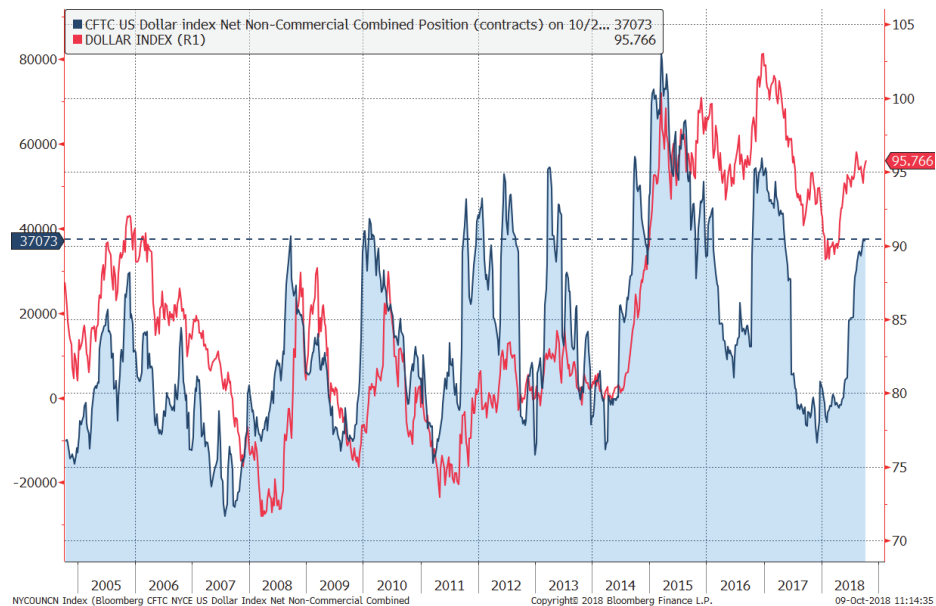
แผนภาพที่ 1: ในช่วงตลาดหุ้นขาลงรอบนี้ นักลงทุนต่างชาติเทขายหุ้น EM Asia ไปแล้วกว่า 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); *EM Asia: Korea, Taiwan, Thailand, Philippines, Indonesia, Vietnam, Malaysia and India

ทั้งนี้ ตลาดหุ้น EM Asia ยังคงเสี่ยงที่จะถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายอีกระลอกหนึ่ง จากการประเมินที่ว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นอีก โดยสังเกตจากสถานะการลงทุนของนักเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (CFTC Commitment of Trader Report) ซึ่งสะท้อนมุมมองของนักลงทุนประเภท Hedge Funds ซึ่งแม้ว่าสถานะการเก็งกำไรในค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบ 1 ปี ที่ระดับเกือบ 4 หมื่นสัญญา แต่หากเทียบกับในอดีตจะสังเกตเห็นได้ว่าสถานะการเก็งกำไรยังคงต่ำกว่าระดับสูงสุดในช่วงที่ผ่านมา มาอีกค่อนข้างมาก ซึ่งสะท้อนว่านักเก็งกำไรมีโอกาสที่จะเพิ่มสถานะการเก็งกำไร และหนุนให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นอีก

แผนภาพที่ 2: สถานะการเก็งกำไรในเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยังต่ำกว่าระดับสูงสุดในรอบที่ผ่านมา ซึ่งสะท้อนว่าค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอีก



Source: Bloomberg

ในขณะเดียวกัน Bond Yield สหรัฐฯ ซึ่งกลับมาเพิ่มขึ้นแรงตามที่เราคาด (อ่านเพิ่มเติมได้ใน TIPS ฉบับเดือนกันยายน) ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นแรงไปจนถึงสิ้นปีนี้ เนื่องจาก 1) สภาพคล่องในตลาดพันธบัตรที่มีแนวโน้มตึงตัวมากขึ้น และ 2) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง ยังคงสนับสนุนให้ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่อง ซึ่ง Dot Plot ล่าสุดชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 5 ครั้ง ไปจนถึงสิ้นปีที่ระดับ 3.4% ในเดือน ธ.ค. 2020

แผนภาพที่ 3: Bond Yield 10 ปี ของสหรัฐฯ พุ่งขึ้นแตะระดับสูงสุดในรอบ 7 ปีที่ 3.24% ในช่วงต้นเดือน ต.ค.

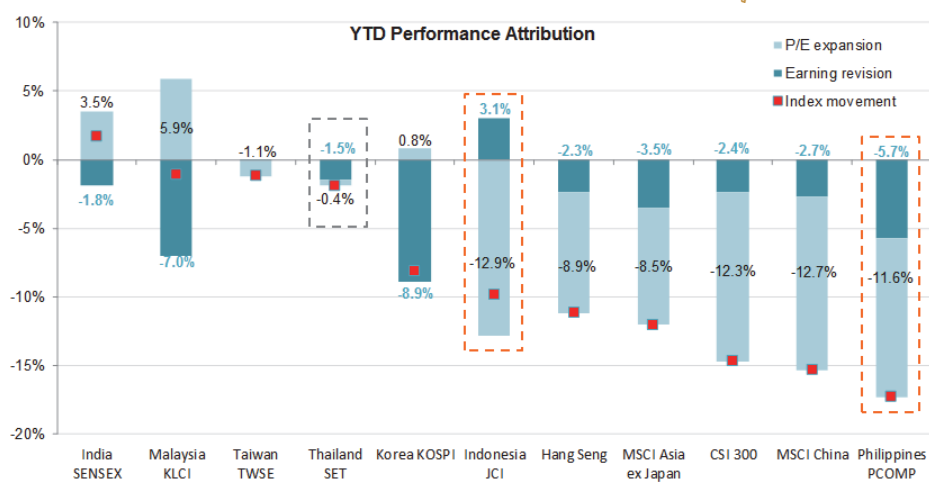


Source: Bloomberg

Valuation ของตลาดหุ้นไทยค่อนข้างแพง เมื่อเทียบกับตลาดหุ้นเพื่อนบ้าน

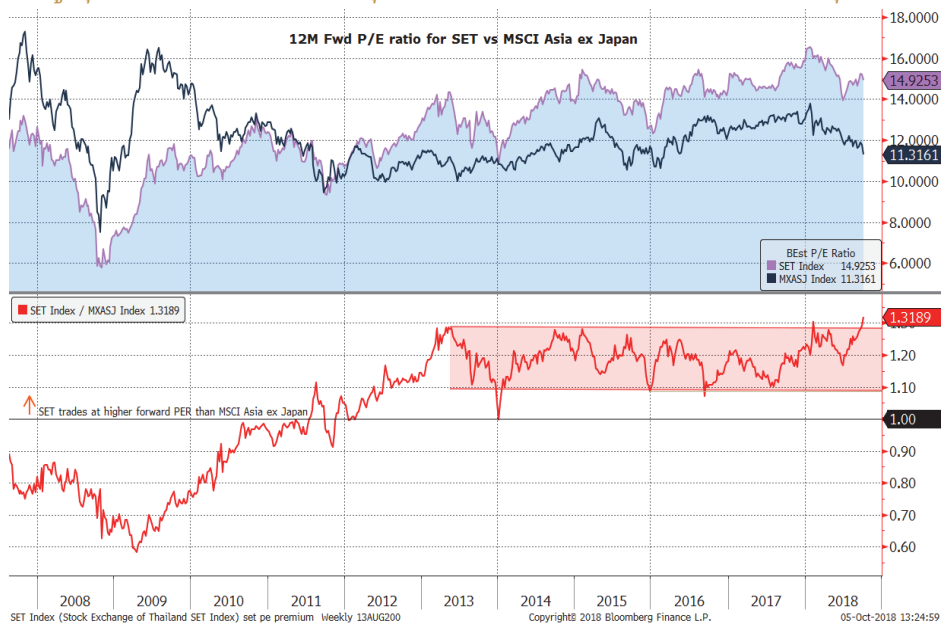
ในการปรับฐานของตลาดหุ้น EM Asia รอบนี้ ตลาดหุ้นไทย Outperform ตลาดหุ้น Asia ex Japan โดยตลาดหุ้นไทยปรับตัวลงไปเพียง 2% นับตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบัน (YTD) ซึ่งน้อยกว่าตลาดหุ้นส่วนใหญ่ใน Asia ex Japan ที่ปรับตัวลงแรงมากกว่า 10% YTD ได้แก่ ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย จีน และเกาหลี ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการปรับลดลงของ P/E Multiple หรือระดับ Valuation ของตลาดหุ้นราว 9-13% ในขณะที่ระดับ Valuation ของตลาดหุ้นไทยแทบจะไม่ลดลงเลย ดังนั้นส่วนต่าง (Premium) ของ Forward P/E ระหว่างตลาดหุ้นไทย กับดัชนี MSCI Asia ex Japan จึงปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ระดับเกินกว่า 1.3 เท่า และทะลุกรอบการเคลื่อนไหวในช่วงปี 2013 จนถึงปัจจุบัน ซึ่งสะท้อนว่าตลาดหุ้นไทยค่อนข้างแพงเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นเพื่อนบ้าน

แผนภาพที่ 4: P/E Multiple ซึ่งสะท้อนระดับ Valuation ของตลาดหุ้นเพื่อนบ้าน เช่น อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ลดลงไปแล้วกว่า 12-13% YTD ขณะที่ระดับ Valuation ของตลาดหุ้นไทยแทบจะไม่ลดลงเลย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 5: ส่วนต่าง (Premium) ของ Forward P/E ระหว่างตลาดหุ้นไทย กับดัชนี MSCI Asia ex Japan เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และทะลุกรอบการเคลื่อนไหวในช่วงปี 2013 จนถึงปัจจุบัน

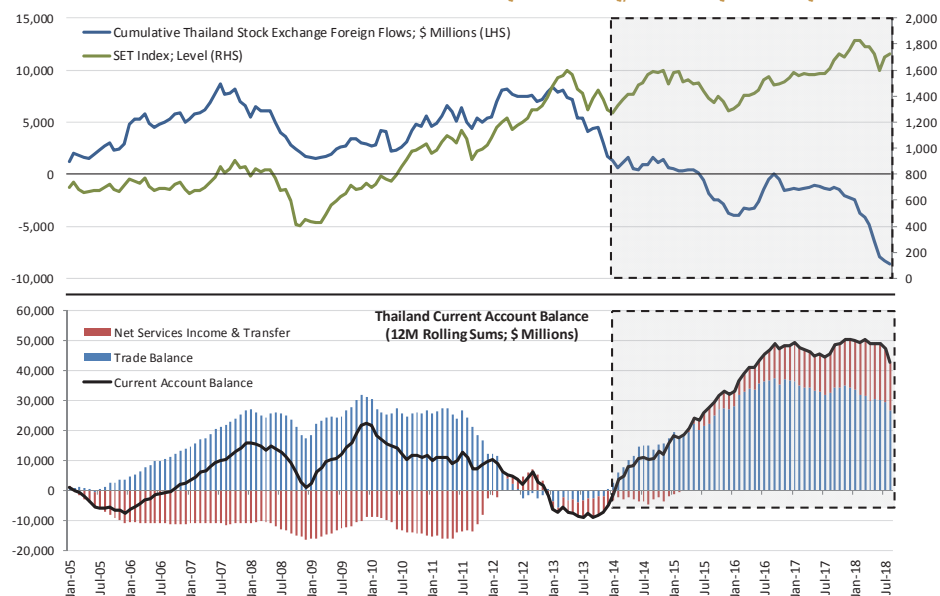


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Current Account Surplus ของไทยซึ่งคอยช่วยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา ... กำลังลดลง

เรามองว่าตัวช่วยสำคัญที่คอยหนุนตลาดหุ้นไทยในรอบนี้ คือดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ของประเทศไทยที่เกินดุลในระดับสูง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ประเทศไทยมีรายได้เข้าสู่ประเทศ มากกว่ารายจ่ายที่ออกนอกประเทศ ซึ่งทำให้เกิดแรงซื้อจากภายในประเทศมากขึ้น และช่วยชดเชยเม็ดเงินต่างชาติที่ไหลออกจากตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า Current Account Surplus ของประเทศไทยน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง หลังราคาน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นมาทรงตัวในระดับสูง และการลงทุนภายในประเทศที่กลับมาเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปีที่ผ่านมา ได้ส่งผลให้การนำเข้า (Import) ของไทยเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันเราคาดว่าการส่งออก (Export) ของไทยในปีหน้ามีแนวโน้มที่จะลดลง เนื่องจากผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ดังนั้น เราอาจสรุปได้ว่า แรงซื้อจากภายในประเทศที่คอยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังจะหมดไป

แผนภาพที่ 6: Current Account ของประเทศไทยซึ่งเกินดุลในระดับสูง ช่วยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Underweight การลงทุนในตลาดหุ้นไทย

เราปรับลด Weight การลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็น Underweight จากเดิม Neutral เนื่องจากตลาดหุ้นไทยมีความเสี่ยงที่จะถูกนักลงทุนต่างชาติเทขายไปพร้อมกับตลาดหุ้น EM Asia อีกระลอกหนึ่ง ซึ่งเราประเมินว่า ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับฐานลง และ Underperform ตลาดหุ้น Asia ex Japan เนื่องจากตลาดหุ้นไทยเทรดในระดับ Valuation ที่แพงกว่าตลาดหุ้น Asia ex Japan ค่อนข้างมาก ประกอบกับ Current Account Surplus ของประเทศไทยที่คอยช่วยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นสัญญาณชี้ว่าแรงซื้อจากภายในประเทศกำลังจะหมดไปเช่นกัน



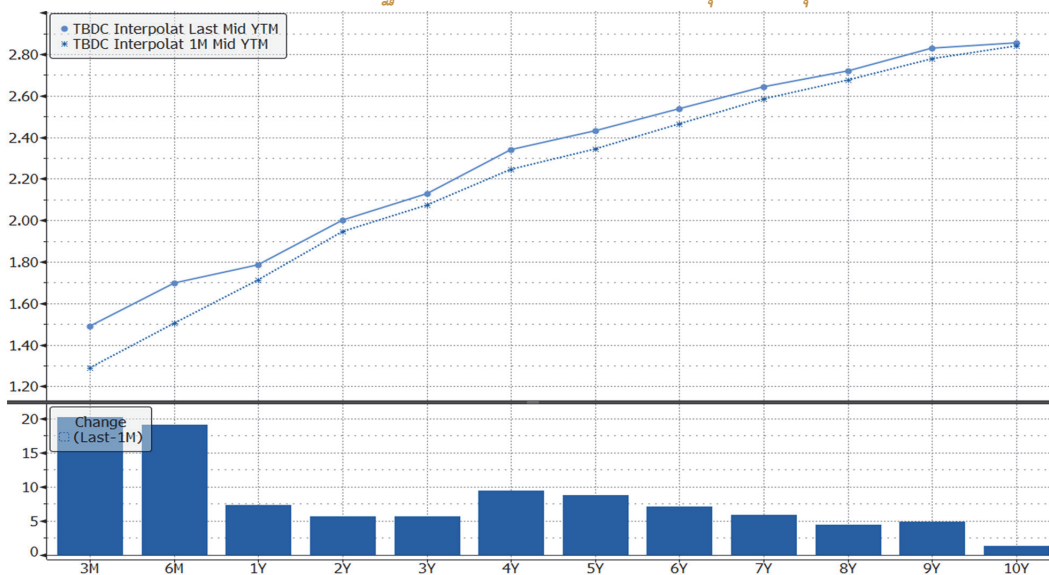
ตลาดตราสารหนี้

เราคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตลาดตราสารหนี้ระยะยาว โดยเราคาดว่า Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.1% ณ สิ้นปีนี้ ในขณะที่เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.5% ตลอดทั้งปี 2018

Bond Yield ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั่วโลกหลังตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ออกมาแข็งแกร่งต่อเนื่อง

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน และ 6 เดือนที่ปรับเพิ่มขึ้น 19-20 bps ส่วนพันธบัตรอายุ 1-3 ปี ปรับเพิ่มขึ้น 5-7bps พันธบัตรอายุ 4-7 ปี ปรับเพิ่มขึ้น 6-9 bps และพันธบัตรระยะยาวอายุ 8-10ปี ปรับเพิ่มขึ้น 1-5bps

แผนภาพที่ 7: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg

เรายังคง Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยประเมินว่า Bond Yield ไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.1% ณ สิ้นปีนี้

Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น 2bps สู่ระดับ 2.85% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามการปรับเพิ่มขึ้นแรงของ Bond Yield สหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น 16bps สู่ระดับ 3.16% หลังตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ เดือน ก.ย. ยังออกมาแข็งแกร่งต่อเนื่อง ซึ่งจะสนับสนุนให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ทயอยปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง โดยตลาดซึ่งดูจาก Fed Fund Futures ได้รับเพิ่มคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ขึ้นเป็น 3 ครั้งไปอยู่ที่ประมาณ 2.9% จากเดิมที่คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยได้อีกเพียง 2 ครั้งเท่านั้น

เราปรับเพิ่มคาดการณ์ Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยขึ้นเป็น 3.1% ณ สิ้นปีนี้ (จากเดิมที่คาด 2.9%) โดยมองว่า Bond Yield ไทยมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นจาก 1) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ได้หดแคบลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก โดยปัจจุบันอยู่ที่ระดับ -0.31% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในรอบ 3 ปี (0.18%) และ 5 ปี (0.47%) ทำให้ Bond Yield ไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับเพิ่มขึ้นต่อ และ 2) Bond Yield ไทยยังมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั้งหมด โดยเฉพาะ Bond Yield สหรัฐฯ ซึ่งเราคาดว่าจะมีโอกาที่จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.5% ในสิ้นปีนี้ และ Bond Yield ในยุโรปที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังธนาคารกลางยุโรป (ECB) ลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่อเดือนลงครึ่งหนึ่งในไตรมาส 4 และคาดว่าจะหยุดมาตรการ QE สิ้นปีนี้

แผนภาพที่ 8: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่ต่ำมาก (-0.31%) ทำให้พันธบัตรไทยมีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะปรับตัวสูงขึ้นในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรน้ำมันดิบ จากการประเมินที่ว่า Upside ของราคาน้ำมันดิบเริ่มจำกัด หลังตลาดได้รับรู้ถึงความเสี่ยงจากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านไปมากแล้ว โดยเราคาดว่าปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านจะลดลงได้อีกไม่มากนัก และมองเห็นความเสี่ยงที่ราคาน้ำมัน WTI จะกลับลงมาเทรดในกรอบ 65-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเนื่องจากประมาณการ Global Oil Demand Growth ปี 2019 มีแนวโน้มถูกปรับลดลงอีก ในขณะที่เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อทองคำและคงคำแนะนำ Overweight เนื่องจากความเสี่ยงทั้งทางด้านเศรษฐกิจ เช่น การยกระดับของสงครามการค้าสหรัฐฯ – จีน และความเสี่ยงทางการเมืองภายในสหรัฐฯ และยุโรปที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นไปจนถึงปลายปีนี้

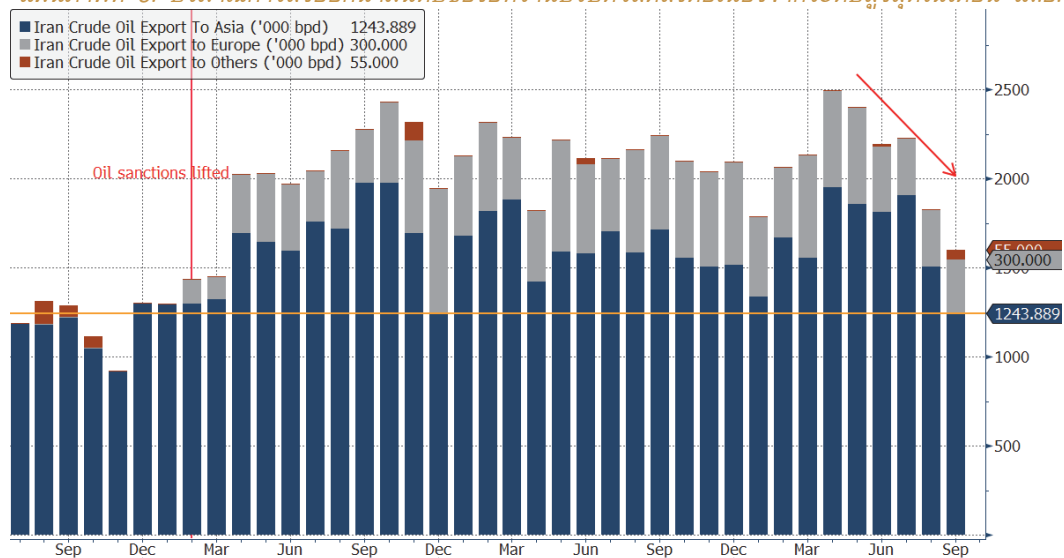
น้ำมัน

ราคาน้ำมันดิบปรับเพิ่มขึ้นแรงตามที่เราคาด โดยราคาน้ำมันดิบ WTI เพิ่มขึ้นมาเทรดในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และแตะระดับเป้าหมายของเราที่ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นเดือนตุลาคมที่ผ่านมา หลังตลาดเริ่มสะท้อนความเสี่ยงจากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรอิหร่าน ซึ่งทางสหรัฐฯ จะจำกัดการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านสู่ตลาดน้ำมันดิบโลก โดยจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 4 พ.ย. ที่จะถึงนี้

แนะนำขายทำกำไรน้ำมันดิบ... หลัง Upside เริ่มจำกัด

เราแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรน้ำมันดิบ จากการประเมินที่ว่า Upside ของราคาน้ำมันดิบเริ่มจำกัด หลังปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านได้ลดลงอย่างต่อเนื่องจากระดับสูงสุดที่ 2.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน เม.ย. มาที่ระดับ 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ซึ่งเราคาดว่าปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านจะลดลงได้อีกไม่มากเพียง 4 แสนบาร์เรลต่อวัน มาที่ระดับ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงที่อิหร่านเคยถูกคว่ำบาตรในปี 2015

แผนภาพที่ 9: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านปรับตัวลดลงต่อเนื่องจากระดับสูงสุดในเดือน เม.ย.



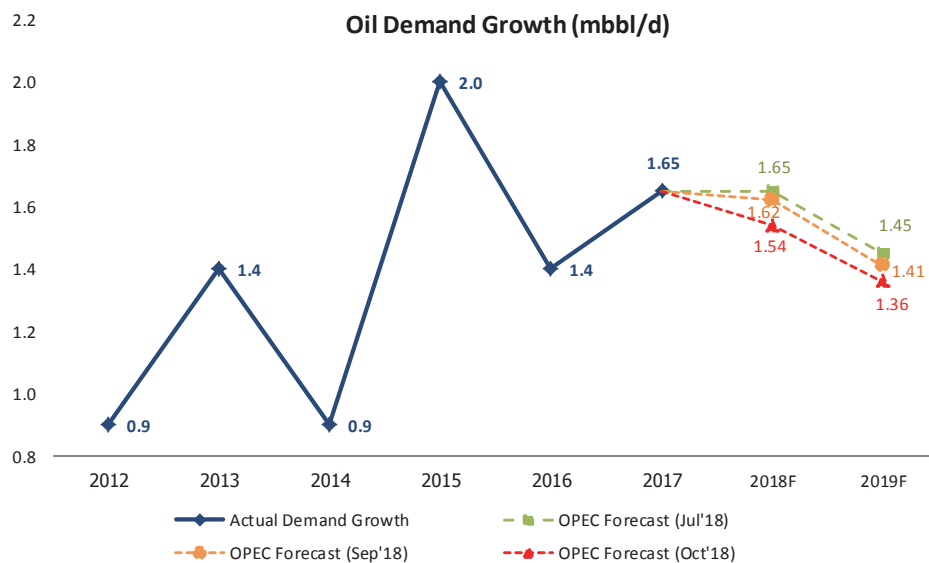
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Global Oil Demand Growth ปี 2019 มีแนวโน้มลดลง ... อาจกดดันราคาน้ำมันดิบในช่วงปลายปีนี้

มากไปกว่านั้น เราเริ่มเห็นถึงความเสี่ยงที่ราคาน้ำมันดิบอาจปรับตัวลงมาเทรดในกรอบ 65-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงปลายปีนี้ เนื่องจากการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันดิบโลก (Global Oil Demand Growth) ในปีหน้า มีแนวโน้มที่จะลดลง โดยมีสาเหตุหลักมาจาก 1) ราคาน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับสูง ประกอบกับ 2) ค่าเงินของประเทศกำลังพัฒนา (EM currencies) ที่อ่อนค่าลงแรงเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้ต้นทุนในการนำเข้าน้ำมันดิบของประเทศกำลังพัฒนาเพิ่มสูงขึ้น และ 3) ผลกระทบจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และลดความต้องการในการใช้น้ำมันในที่สุด

ซึ่งล่าสุดในเดือน ต.ค. ทาง OPEC ได้ปรับลดประมาณการ Global Oil Demand Growth ของทั้งปี 2018 และ 2019 ลงมาที่ระดับ 1.54 และ 1.36 ล้านบาร์เรลต่อวัน จากการประมาณการในเดือนก่อนหน้าที่ระดับ 1.62 และ 1.41 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ ซึ่งเป็นการปรับลดประมาณการต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ติดต่อกัน

แผนภาพที่ 10: OPEC ปรับลดประมาณการ Global Oil Demand Growth ของทั้งปี 2018 และ 2019 ต่อเนื่อง



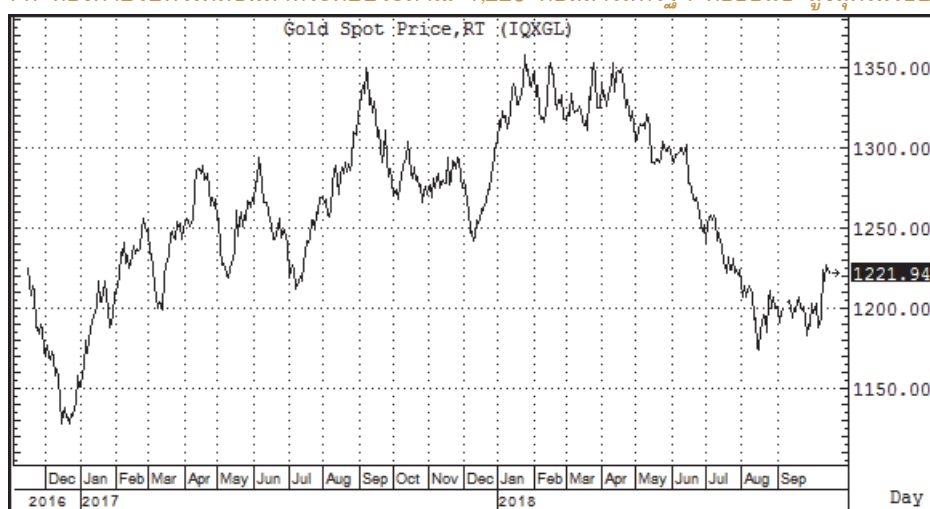
Source: OPEC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทองคำ

ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นมาที่ระดับประมาณ 1,220 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบกว่า 2 เดือน โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เริ่มกลับมาอ่อนค่า และการปรับฐานของตลาดหุ้นซึ่งทำให้ความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ปลอดภัยเพิ่มขึ้น

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อทองคำและคงคำแนะนำ Overweight เนื่องจากความเสี่ยงทั้งทางด้านเศรษฐกิจ เช่น การยกระดับของสงครามการค้าสหรัฐฯ – จีน และความเสี่ยงทางการเมืองที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นไปจนถึงปลายปี ได้แก่ 1) การเลือกตั้ง Mid Term ของสหรัฐฯ ในวันที่ 6 พ.ย. 2) การเจรจา Brexit ซึ่งมีเส้นตายภายในปีนี้ และ 3) ความขัดแย้งระหว่างอิตาลีและ EU ในประเด็นการขาดดุลงบประมาณ ซึ่งเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำไปจนถึงสิ้นปีนี้เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 11: ทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นมาที่ระดับประมาณ 1,220 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ สูงสุดในรอบกว่า 2 เดือน



Source: Aspen



Global Economic Insights

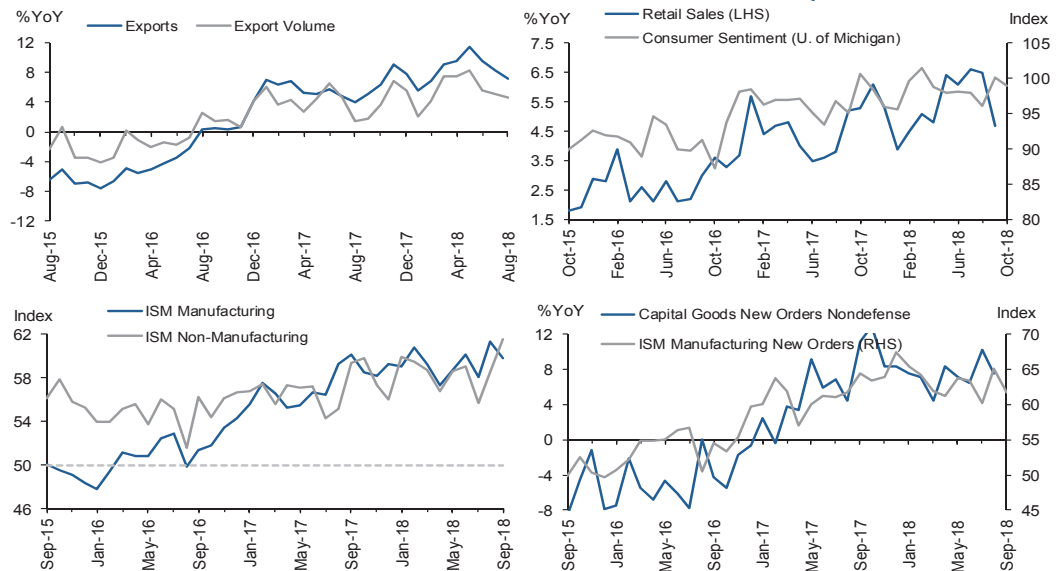
Key Recommendations

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังขยายตัวดีต่อเนื่องโดยดัชนีภาคบริการได้เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 21 ปี ในขณะที่การส่งออกชะลอตัวในเดือน ส.ค. หลังภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้ ส่วนยอดค้าปลีกชะลอตัวในเดือน ก.ย. จากผลกระทบของพายุ โดยตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง ทำให้ตลาดตราสารหนี้เริ่มซึมซับแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed มากขึ้น
- เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +2.0% YoY ในปี 2018 จากที่ขยายตัวทำจุดสูงสุด +2.5% YoY ในปีก่อน จากภาคการผลิตที่อ่อนกำลังลงนับตั้งแต่ต้นปี ส่งออกที่โดนแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าในปลายปีก่อน และการบริโภคที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง นอกจากนี้ ยุโรปยังต้องเผชิญความเสี่ยงทางการเมืองทั้งจากอิตาลีและ Brexit
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +6.6% YoY ในปี 2018 จาก +6.9% YoY ในปีก่อน ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อภาคส่งออกจริงยังมีจำกัดในช่วงที่ผ่านมา จากการเร่งนำเข้าสินค้าของบริษัทสหรัฐฯ ก่อนที่ภาษีนำเข้าจะมีผลบังคับใช้
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นอาจพลิกกลับไปหดตัวในไตรมาส 3 (เรคาดหดตัว -0.7% QoQ, saar) หลังจากที่เคยขยายตัวแรงในไตรมาสก่อน (+3.0% QoQ, saar) จากการลงทุนที่อาจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า ในขณะที่การส่งออกในเดือน ก.ย. พลิกกลับไปหดตัว แต่คาดว่าจะเป็ผลมาจากปัจจัยชั่วคราว
- เศรษฐกิจไทยยังขยายตัวได้ดีจากทั้งการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน ในขณะที่ภาคต่างประเทศเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยเรคาดส่งออกจะชะลอตัวลงชัดเจนในช่วงไตรมาส 4 จากผลกระทบของสงครามการค้าที่จะเริ่มชัดเจนขึ้น ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้ง ใน 1Q19

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังขยายตัวต่อเนื่องโดยดัชนีภาคบริการเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 21 ปี ในขณะที่การส่งออกชะลอตัวในเดือน ส.ค. หลังภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้ และยอดค้าปลีกชะลอตัวในเดือน ก.ย. จากผลกระทบของพายุ Hurricane Florence ตลาดแรงงานที่ตึงตัว และแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นตามแนวโน้มของค่าจ้าง ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง ทำให้ตลาดตราสารหนี้เริ่มซึมซับแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed มากขึ้น

แผนภาพ 12: ดัชนี ISM Non-manufacturing เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 21 ปี ขณะที่ส่งออกชะลอตัวในเดือน ส.ค. หลังภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้ และยอดค้าปลีกชะลอตัวในเดือน ก.ย. จากผลกระทบของพายุ Hurricane Florence



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาพรวมเศรษฐกิจชะลอตัวลงเล็กน้อยในส่วนของ การลงทุน การบริโภค และการส่งออก

การบริโภคชะลอตัวลงจากปัจจัยชั่วคราว: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. ขยายตัว +0.1% MoM เท่ากับเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ +0.6% MoM จากการลดลงของยอดขายในกลุ่มร้านอาหารเป็นสำคัญ (-1.8% MoM ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2016) ซึ่งส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลกระทบจากพายุ Hurricane Florence ซึ่งเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น โดยเราคาดว่ายอดค้าปลีกจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในเดือนถัดไป ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Consumer Sentiment) ปรับลดลงเล็กน้อยในเดือน ต.ค. แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง (99.0 จุด)

การลงทุนชะลอตัวลง: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้การลงทุน ชะลอตัวลงเป็น +7.5% YoY ในเดือน ส.ค. จาก +10.3% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนี ISM Manufacturing New Orders ปรับตัวลดลง -3.3 จุด เป็น 61.8 จุด ซึ่งอาจสะท้อนถึงการลงทุนที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า

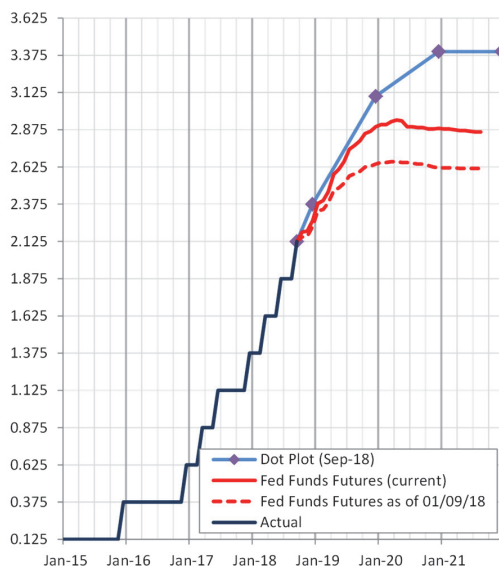
ภาคการผลิตยังขยายตัวดี: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ก.ย. ลดลง -1.5 จุด เป็น 59.8 จุด จากยอดคำสั่งซื้อใหม่ (-3.3, 61.8 จุด) และราคาจ่าย (-5.2, 66.9 จุด) ที่ปรับตัวลดลง ขณะที่ผลผลิต (+0.6, 63.9 จุด), ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (+0.8, 56.0 จุด) และการจ้างงาน (+0.3, 58.8 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้น

การส่งออกชะลอตัวลงต่อเนื่องในเดือน ส.ค.: มูลค่าส่งออกเดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเป็น 7.1% YoY จาก +8.2% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปจีนชะลอตัวลงมาก (-14.2% YoY vs. +2.8% เดือนก่อน) หลังภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้ ส่วนส่งออกไปแคนาดา (3.3% YoY vs. +8.2% เดือนก่อน) และเม็กซิโก (+7.5% YoY vs. +14.4% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงมากเช่นเดียวกันก่อนที่จะทั้งสามฝ่ายจะเจรจาข้อตกลง NAFTA ใหม่ (USMCA) สำเร็จ

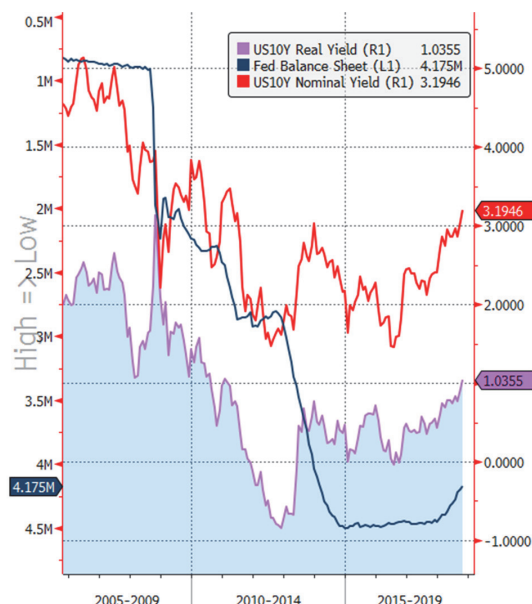
ตลาดเริ่มมองการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ Bond Yield พุ่งสูงสุดในรอบ 7 ปี

ท่ามกลางตลาดแรงงานที่ตึงตัว และแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นตามแนวโน้มของค่าจ้าง ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง ทำให้ตลาดตราสารหนี้ (สะท้อนจาก Fed Funds Futures) เริ่มซึมซับแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed มากขึ้น จากเดิม ในช่วงต้นเดือน ก.ย. ที่ตลาดมองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีกเพียง 2 ครั้งจากปัจจุบัน (เดือน ธ.ค. 1 ครั้ง และปีหน้า 1 ครั้ง) ไปสิ้นสุดที่ 2.625% มาเป็น ขึ้นดอกเบี้ยอีก 3 ครั้งจากปัจจุบัน (เดือน ธ.ค. 1 ครั้ง และปีหน้า 2 ครั้ง) ไปสิ้นสุดที่ประมาณ 3% ซึ่งเป็นระดับที่คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ส่วนมากมองว่าเป็นระดับที่เหมาะสมในระยะยาว (Long Run Neutral Rate)

แผนภาพที่ 13: ตลาดคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 1 ครั้งในช่วงเดือนที่ผ่านมา



แผนภาพที่ 14: Bond Yield พุ่งสูงสุดในรอบ 7 ปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของตลาดที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับปริมาณการออกพันธบัตรที่สูงในไตรมาส 4 ส่งผลให้ Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ พุ่งสูงขึ้นสู่ระดับประมาณ 3.2% สูงสุดในรอบ 7 ปี ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ (ดู TIPS เดือน ก.ค. 2018 Special Issue: หลุมดำในตลาดตราสารหนี้) เรายังมอง Bond Yield มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4 เนื่องจาก 1) ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ในไตรมาส 4 ของปีนี้ ซึ่งจะสูงสูดนับตั้งแต่วิกฤตทางการเงินปี 2008 เพื่อชดเชยรายได้ที่ลดลงจากนโยบายลดภาษีของประธานาธิบดี Trump และ 2) ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ตัดสินใจขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็น -0.2% ถึง +0.2% จากเดิมซึ่งอยู่ระหว่าง -0.1% ถึง +0.1% ซึ่งส่งผลให้ Bond Yield ของพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ทะลุ 0.1% เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่มีการใช้มาตรการ Yield Curve Control ในปี 2016 และ 3) การลดการซื้อพันธบัตรของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ลงจากเดิม 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เป็น 1.5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ในช่วงไตรมาส 4

แผนภาพที่ 15: ตลาดมอง Fed ขึ้นดอกเบี้ยไปถึง 3% ซึ่งเป็นระดับที่คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ส่วนมากมองว่าเป็นระดับที่เหมาะสมในระยะยาว (Long Run Neutral Rate)

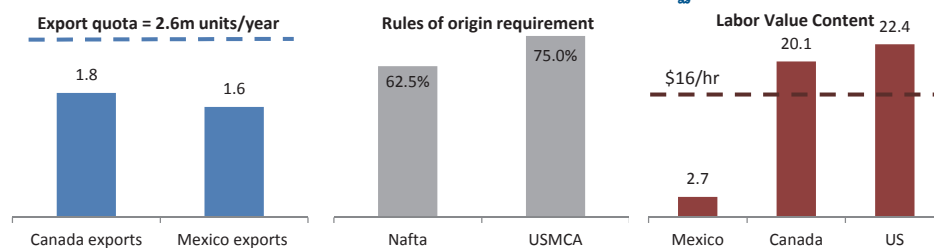
2019 voting member	Key quotes
George	I can see that getting back to somewhere in the neighborhood of a 3% neutral rate, which I see as the long run neutral rate
Rosengren	- I think 2.5-3% is right for the neutral rate. It's a range; we don't know precisely what it is. It'd probably be at the upper end of that range - We do need to be concerned about financial excesses
Williams	I don't see the flat yield curve or inverted yield curve as being the deciding factor in thinking about where we should go with policy
Quarles	-
Clarida	-
Powell	- Interest rates are still accommodative, but we're gradually moving to a place where they'll be neutral – not that they'll be restraining the economy - We may go past neutral. But we're a long way from neutral at this point...
Evans	Getting policy up to a slightly restrictive setting – 3-3.25% -- would be consistent with the strong economy and good inflation
Brainard	- The central tendency of those estimates suggests that the longer-run trend rate is in the range of 2.5-3.5% in nominal terms. - The shift from headwinds to tailwinds may be expected to push the shorter-run neutral rate above its longer-run trend in the next year or two
Bullard	- A lot of people said we shouldn't knowingly invert the yield curve. I agree with that - The flattening yield curve and subdued market-based inflation expectations suggest that the current monetary policy stance is already neutral or possibly somewhat restrictive

Source: St LouisFed, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สหรัฐฯ สามารถบรรลุข้อตกลงการค้าฉบับใหม่กับแคนาดาและเม็กซิโกช่วยลดความเสี่ยงในการเก็บภาษีรถยนต์

สหรัฐฯ และแคนาดาสามารถบรรลุข้อตกลงร่วมกันได้เมื่อต้นเดือน ต.ค. หลังจากที่สหรัฐฯ ได้ข้อตกลงเบื้องต้นกับเม็กซิโกในช่วงปลายเดือน ส.ค. ทำให้ตอนนี้ทั้ง 3 ประเทศได้บรรลุข้อตกลงการค้าเบื้องต้นร่วมกันเพื่อใช้แทนข้อตกลงเขตการค้าเสรีอเมริกาเหนือ (NAFTA) ภายใต้ชื่อใหม่ว่าข้อตกลงการค้าร่วมสหรัฐฯ-เม็กซิโก-แคนาดา (USMCA) ข้อตกลงเบื้องต้นที่สำคัญได้แก่ ด้านรถยนต์ ซึ่งสหรัฐฯ ได้เพิ่มโควตาจำนวนรถยนต์นำเข้าจากเม็กซิโกและแคนาดาที่จะได้รับการดเว้นการเก็บภาษีขึ้นเป็น 2.6 ล้านคันต่อปี ซึ่งสูงกว่าระดับที่ทั้งสองประเทศส่งออกในปัจจุบัน (เม็กซิโกส่งออก 1.6 ล้านคัน, แคนาดาส่งออก 1.8 ล้านคัน) ซึ่งทำให้ความเสี่ยงที่อุตสาหกรรมรถยนต์ในอเมริกาเหนือจะถูกกระทบจากการเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ หดไป

แผนภาพที่ 16: ข้อตกลง USMCA ได้มีการเพิ่มโควตาการนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ และปรับเกณฑ์การผลิตให้เข้มงวดขึ้น



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

นอกจากการเพิ่มโควตาการนำเข้าแล้ว ข้อตกลง USMCA ยังได้มีการปรับเกณฑ์การยกเว้นภาษีให้มีความเข้มงวดขึ้นเล็กน้อย โดยรถยนต์ที่จะได้รับยกเว้นภาษีจะต้องใช้ชิ้นส่วนที่ผลิตในสหรัฐฯ, เม็กซิโก หรือแคนาดา (Rules of Origin) ในสัดส่วนที่ไม่ต่ำกว่า 75% ซึ่งเพิ่มขึ้นจากข้อตกลงเดิมใน NAFTA ที่กำหนดไว้ที่ 62.5% ซึ่งข้อกำหนดนี้ไม่น่าส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตส่วนใหญ่มากนัก เนื่องจากรถยนต์ส่วนใหญ่มีสัดส่วนการผลิตในภูมิภาคเกินกว่า 75% อยู่แล้ว จะมีก็แค่เพียงส่วนน้อยที่มีสัดส่วนการผลิตในภูมิภาคไม่ถึงเกณฑ์ เช่น Ford Flex (67%), Lincoln MKX (71%), Honda Civic 2D (70%) และ Honda CR-V (65%) ซึ่งประกอบขึ้นสุดท้ายในแคนาดา และ VW Tiguan (54%) และ Chevrolet Trax (60%) ซึ่งประกอบในเม็กซิโก อย่างไรก็ตาม ผู้ผลิตยังมีเวลาที่จะปรับตัวเนื่องจากเกณฑ์ดังกล่าวจะทยอยบังคับใช้ในช่วงเวลา 4 ปี (66% ในปี 2019, 69% ปี 2020, 72% ปี 2021 และ 75% ปี 2022)

นอกจากนี้ ยังเพิ่มข้อกำหนดในด้านแรงงาน โดยกำหนดให้ชิ้นส่วนไม่ต่ำกว่า 40% ของรถยนต์หนึ่งคันจะต้องผลิตโดยแรงงานที่มีรายได้สูงกว่า 16 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อชั่วโมงขึ้นไป ซึ่งข้อกำหนดนี้อาจสร้างปัญหากับผู้ผลิต เนื่องจากค่าจ้างแรงงานในเม็กซิโก (2.7 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อชม.) นั้นยังต่ำกว่าเกณฑ์อยู่มาก และการย้ายฐานการผลิตไปยังสหรัฐฯ หรือแคนาดา หรือการขึ้นค่าจ้างแรงงานในเม็กซิโก จะทำให้ต้นทุนการผลิต (รวมถึงราคาขาย) สูงขึ้นมาก โดยเกณฑ์ดังกล่าวจะทยอยบังคับใช้ในระยะเวลา 5 ปี (30% ในปี 2020, 33% ปี 2021, 36% ปี 2022 และ 40% ปี 2023) เพื่อให้เวลาผู้ผลิตในการปรับตัว

ด้านตลาดนมและผลิตภัณฑ์จากนม (Dairy Market) ซึ่งเป็นประเด็นขัดแย้งระหว่างแคนาดาและสหรัฐฯ ก่อนหน้านี้ แคนาดาได้ตกลงยอมที่จะให้สหรัฐฯ เข้าถึงตลาดดังกล่าวได้มากขึ้นเป็น 3.6% ของมูลค่าตลาดในแคนาดา

สำหรับภาษีนำเข้าเหล็ก (25%) และอะลูมิเนียม (10%) ที่สหรัฐฯ ได้ประกาศขึ้นกับเม็กซิโกและแคนาดาในวันที่ 1 มิ.ย. จะยังคงมีผลบังคับใช้ตามเดิม แต่อาจมีการเจรจาเพื่อให้มีการยกเว้นภาษีดังกล่าวต่อไป

นอกจากนี้ข้อตกลง USMCA ยังมีเกณฑ์ข้อหนึ่งซึ่งมุ่งเพิ่มแรงกดดันต่อจีน โดยกำหนดว่า หากประเทศสมาชิกใดในสามประเทศ มีการตกลงการค้าเสรีกับประเทศอื่นซึ่งไม่ใช่เศรษฐกิจที่มีการค้าเสรี (“Non-Market Economy”) สมาชิกประเทศที่เหลือก็จะมีสิทธิ์ที่จะถอนตัวจากข้อตกลง USMCA ได้ทันที ซึ่งเกณฑ์ดังกล่าวน่าจะมียุทธศาสตร์เพื่อปรามไม่ให้แคนาดาและเม็กซิโกเจรจการค้ากับจีน และป้องกันสินค้าจีนเข้าสู่สหรัฐฯ โดยผ่านทางแคนาดาหรือเม็กซิโก

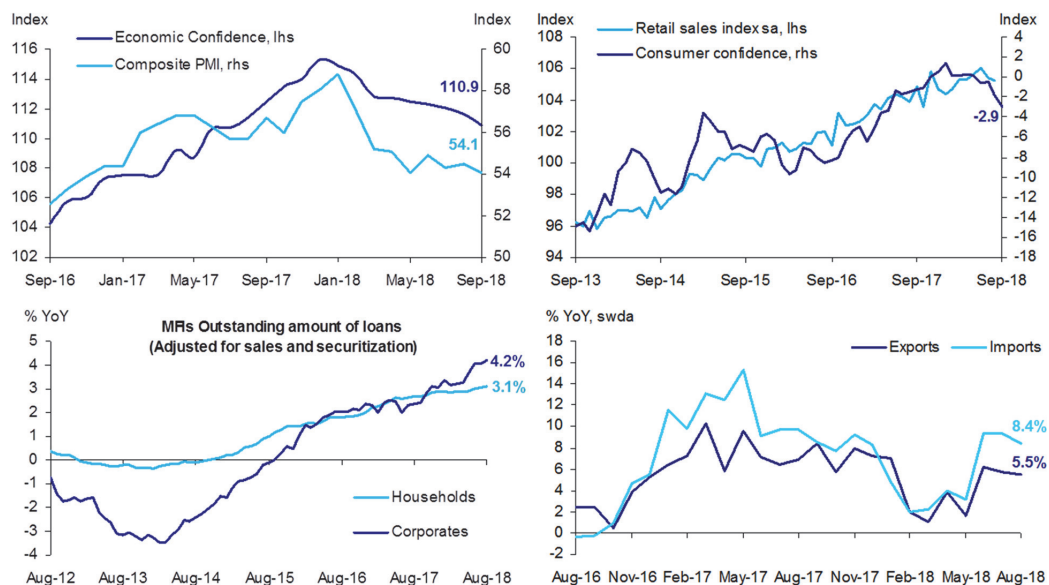
โดยในลำดับถัดไป รัฐสภาของทั้งสามประเทศจะต้องพิจารณาเห็นชอบข้อตกลงดังกล่าว ซึ่งคาดว่าสภาสหรัฐฯ จะโหวตเห็นชอบในช่วงต้นปี 2019 และข้อตกลง USMCA จะมีผลบังคับใช้นับจากนั้นเป็นเวลา 16 ปี และจะมีการทบทวนทุก 6 ปี

เศรษฐกิจยุโรป

เรคาดเศรษฐกิจปี 2018 จะขยายตัว +2.0% YoY ชะลอตัวลงจากที่ขยายตัวทำจุดสูงสุด +2.5% YoY ในปีก่อน จากภาคการผลิตที่อ่อนกำลังนับตั้งแต่ต้นปี ส่งออกที่โดนแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าในปลายปีก่อนกดดัน และการบริโภคที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง

นอกจากนี้ ยุโรปยังเผชิญความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ 1) การเสนอร่างงบประมาณปี 2019 ของรัฐบาลอิตาลีซึ่งนับเป็นปัจจัยที่กดดันตลาดทุนต่อเนื่องในปีนี เนื่องจากการขาดดุลการคลังที่ 2.4% ของ GDP นับเป็นความเสี่ยงต่อฐานะการคลังของประเทศและเพิ่มความตึงเครียดกับทาง EU จากหนี้สาธารณะที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และ 2) การเจรจา Brexit ซึ่งความเสี่ยงที่อังกฤษจะแยกตัวออกจาก EU อย่างไม่ได้ข้อตกลงมีเพิ่มสูงขึ้น จากความขัดแย้งภายในรัฐบาลอังกฤษ

แผนภาพที่ 17: ดัชนี Composite PMI ลดลงในเดือน ก.ย. ตามภาคการผลิตที่ปรับลดลงมาก ยอดค้าปลีกยังคงอ่อนแอตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับลดลง ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อและส่งออกขยายตัวดี

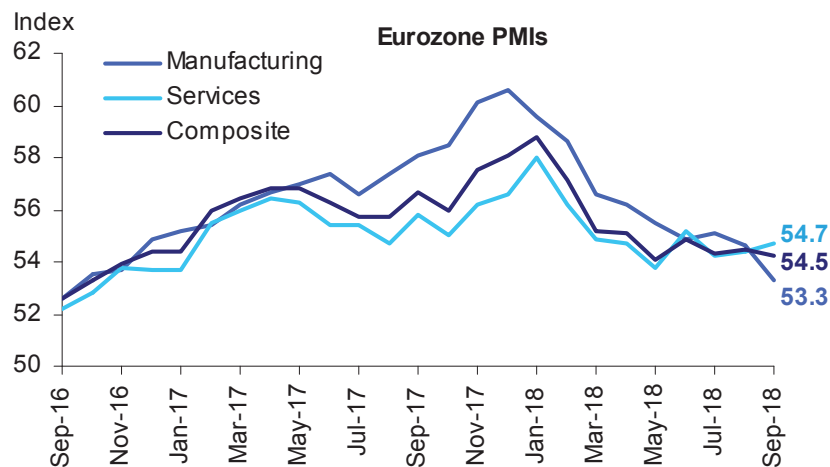


Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 3 จะขยายตัวที่ +0.4% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน

เรคาด GDP ไตรมาส 3 จะขยายตัว +0.4% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ก.ย. ปรับลดลง -0.4 จุด เป็น 54.1 จุด จากการปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปีของภาคการผลิต (-1.4, 53.2) ขณะที่ภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (+0.3, 54.7 จุด)

แผนภาพที่ 18: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) ปรับตัวลดลงในเดือน ก.ย. ตามภาคการผลิตที่ปรับลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 110.9 จุด จากความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ที่ปรับตัวลดลง -1.4 จุด เป็น -2.9 จุด โดยเป็นการปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 4 เดือน สู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปี ซึ่งอาจสะท้อนถึงการบริโภคที่มีแนวโน้มลดลงท่ามกลางความไม่แน่นอนทางการเมืองและอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น โดยยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. หดตัว -0.2% MoM สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะพลิกกลับมาขยายตัว +0.2% MoM

อย่างไรก็ดี ยอดปล่อยสินเชื่อยังคงขยายตัวแข็งแกร่ง โดยในเดือน ส.ค. สินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว +4.2% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +4.1% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2009 ส่วนสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +3.1% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +3.0% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2009

เรามองว่ายอดปล่อยสินเชื่อจะยังขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง ท่ามกลางอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ (ECB ส่งสัญญาณว่าจะยังไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจนกว่าจะไตรมาส 3/2019 เป็นอย่างน้อย) นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ยังอยู่ในระดับสูงคาดว่าจะยังสนับสนุนการลงทุนและการบริโภคเอกชนต่อไป

ส่วนภาคต่างประเทศยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่องในเดือน ส.ค. โดยยอดส่งออก (Exports) ขยายตัว +5.5% YoY ชะลอลงเล็กน้อยจาก +5.7% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปตลาดหลักอย่างสหรัฐฯ (+15.7% YoY vs. +9.7% เดือนก่อน) ยังขยายตัวแข็งแกร่ง ขณะที่ยอดนำเข้า (Imports) ขยายตัว +8.4% YoY ชะลอตัวลงเล็กน้อยจาก +9.4% YoY ในเดือนก่อน ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ส.ค. เกินดุล 1.66 หมื่นล้านยูโร เพิ่มขึ้นจาก 1.26 หมื่นล้านยูโรในเดือนก่อน

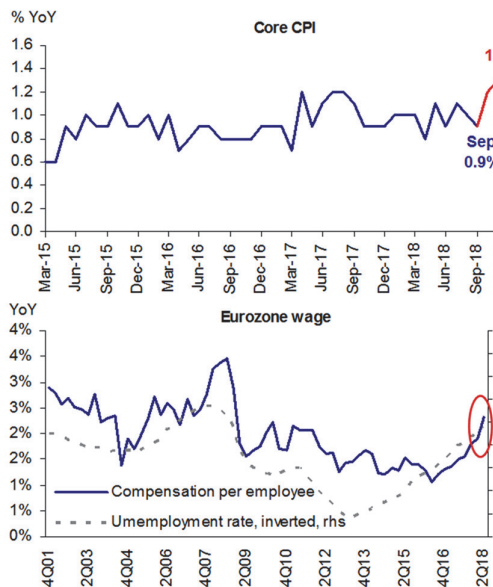
Bond Yield เยอรมนีมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 0.8% ในต้นปีหน้า จากการลด QE ของ ECB และเงินเฟ้อพื้นฐานที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 4

เราคาดว่า Bond Yield อายุ 10 ปี ของเยอรมนีจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 0.8% ในเดือน ม.ค. 2019 (จากปัจจุบันที่ 0.55%) จากเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 4 สู่ระดับ 1.3%-1.4% YoY (vs. 0.9% เดือน ก.ย.) จาก

- 1) ปัจจัยฐานต่ำในเดือน ต.ค. โดยในเดือน ต.ค. 2017 ราคาในกลุ่มการศึกษาของอิตาลีได้ลดลงราว 16% YoY และราคาในกลุ่มประกันภัยของเยอรมนีลดลงราว 10% YoY ซึ่งเราคาดว่าจะหนุนให้เงินเฟ้อพื้นฐานของยูโรโซนเร่งตัวขึ้น
- 2) แรงกดดันในส่วนของต้นทุนที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากอัตราค่าจ้างที่ส่งสัญญาณการเร่งตัวที่ชัดเจน (+2.3% YoY ในไตรมาส 2 สูงสุดในรอบเกือบ 10 ปี) จากแรงหนุนของตลาดแรงงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง (อัตราการว่างงานลดลงเป็น 8.1% ในเดือน ส.ค. ต่ำสุดในรอบเกือบ 10 ปี)

นอกจากนี้ นโยบายการเงินที่เริ่มเข้มงวดขึ้นก็เป็นอีกปัจจัยที่จะหนุนให้ Bond Yield ปรับเพิ่มขึ้น โดย ECB ได้ลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่อเดือนลงเป็น 1.5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนในไตรมาส 4 (จากที่เข้าซื้อ 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนจนถึงเดือน ก.ย.) และเราคาดว่า ECB จะยุติมาตรการ QE ในสิ้นปีนี้

แผนภาพที่ 19: เงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นจากปัจจัยฐานต่ำและค่าจ้างที่เร่งตัวชัดเจนขึ้น



แผนภาพที่ 20: เราคาด Bond Yield เยอรมนี จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 0.8% ในต้นปีหน้า



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

รัฐบาลอิตาลีตั้งเป้าขาดดุลการคลังปี 2019 ที่ 2.4% ของ GDP ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อฐานะการคลังของประเทศ และเพิ่มความตึงเครียดกับ EU

รัฐบาลอิตาลีซึ่งนำโดยพรรคที่ขู่นโยบายต่อต้าน EU และเป็นพรรคประชานิยมที่ต้องการเพิ่มการใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ (พรรค Five-Star Movement และพรรค Lega) ประกาศตั้งเป้าขาดดุลการคลังปี 2019 ที่ 2.4% ของ GDP ในการเสนอร่างงบประมาณต่อรัฐสภา โดยเพิ่มขึ้นจากปีนี้ซึ่งเราคาดว่าจะขาดดุลที่ 2.1% ของ GDP และจะนับเป็นการขาดดุลเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 5 ปี เพื่อผลักดันนโยบายประชานิยมและนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจตามที่ได้หาเสียงไว้ เช่น การการันตีรายได้ขั้นต่ำ, การปฏิรูประบบภาษีเงินได้ และการแก้ไขการปฏิรูปกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension Reforms) เพื่อให้ประชาชนสามารถเกษียณอายุได้เร็วขึ้น

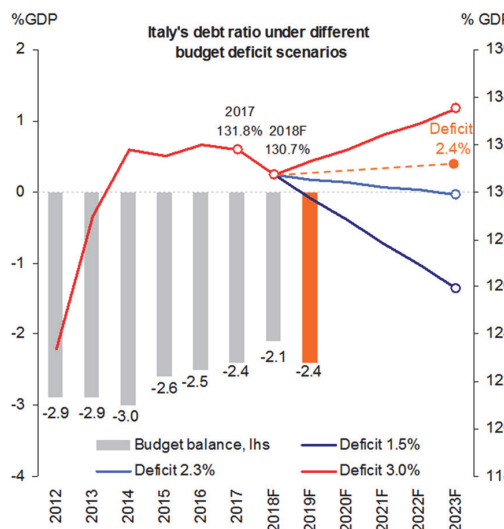
การขาดดุลที่ระดับดังกล่าวนับเป็นความเสี่ยงต่อฐานะการคลังของประเทศไทยและเพิ่มความตึงเครียดกับสหภาพยุโรป (EU) เนื่องจากการขาดดุลที่ระดับดังกล่าวจะส่งผลให้หนี้สาธารณะต่อ GDP ของอิตาลีอยู่ในแนวโน้มเพิ่มขึ้น (หนี้สาธารณะของอิตาลีอยู่ที่ราว 132% ของ GDP สูงสุดเป็นอันดับ 2 ใน EU โดยเป็นรองเพียงประเทศกรีซเท่านั้น) ซึ่งจะขัดกับกฎการคลังของ EU (Fiscal Rules) อีกทั้งยังออกมาสูงกว่าที่ EU ประเมินว่าไม่ควรเกินระดับ 1.6% ของ GDP

อย่างไรก็ดี รัฐบาลอิตาลีก็ได้ยื่นกรณเสนอร่างงบประมาณที่มีเป้าขาดดุลที่ 2.4% ต่อ GDP ต่อ EU ในวันที่ 15 ต.ค.ตามกำหนดการ โดยกล่าวว่า การเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐดังกล่าวจะช่วยให้เกิดการลงทุนใหม่ๆ และจะสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะช่วยให้หนี้สาธารณะต่อ GDP ปรับตัวลดลง

โดย EU จะมีเวลาราว 2 สัปดาห์หลังการเสนอร่างงบประมาณของรัฐบาลอิตาลี (จนถึงสิ้นเดือน ต.ค.) ในการออกมาลงมติคัดค้าน หากเห็นว่าขัดแย้งกับกฎการคลังมากเกินไป เพื่อให้รัฐบาลอิตาลีนำร่างงบประมาณดังกล่าวกลับไปแก้ไขแล้วนำมาเสนอใหม่ภายในสามสัปดาห์หลังจากนั้น

ความกังวลต่อฐานะทางการเงินการคลังของอิตาลีและความตึงเครียดกับ EU ที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอิตาลีและเยอรมนีอายุ 10 ปี ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้เพิ่มสูงขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 5 ปี (ราว 300bps) ในช่วงที่ผ่านมา โดยส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก หากรัฐบาลอิตาลีถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง โดย S&P จะทำการพิจารณาในวันที่ 26 ต.ค.

แผนภาพที่ 21: การขาดดุลการคลังที่ 2.4% จะส่งผลให้หนี้สาธารณะต่อ GDP ของอิตาลี อยู่ในแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งนับเป็นความเสี่ยง



แผนภาพที่ 22: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอิตาลีและเยอรมนี ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 5 ปี



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

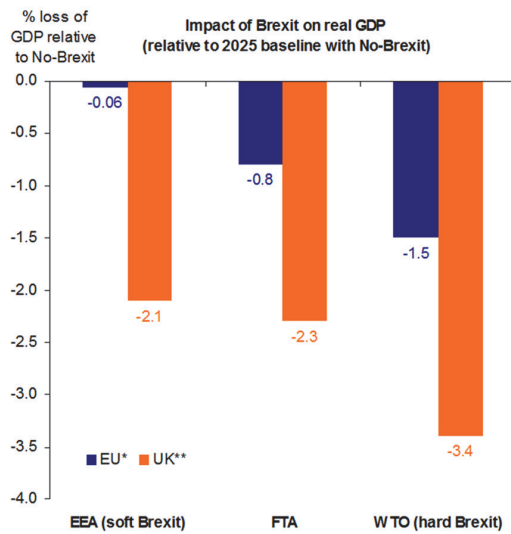
ความเสี่ยงที่อังกฤษออกจาก EU แบบไม่มีข้อตกลง (Crash Brexit) เพิ่มขึ้น เมื่อเส้นตายการเจรจาเริ่มใกล้เข้ามา

นับเป็นเวลากว่า 2 ปีแล้วที่อังกฤษได้ทำประชามติเพื่อแยกตัวออกจาก EU (Brexit Referendum; 23 มิ.ย. 2016) ซึ่งนับตั้งแต่นั้นมาอังกฤษและ EU ก็ได้เจรจาเพื่อหาข้อสรุปถึงความสัมพันธ์ระหว่างกันมาโดยตลอด โดยตามกำหนดการอังกฤษและ EU จะต้องได้ข้อตกลง Brexit ภายในสิ้นปีนี้ เพื่อที่ทั้งสองฝ่ายจะได้มีเวลาในการนำข้อตกลงดังกล่าวกลับไปพิจารณาและลงมติเห็นชอบในสภาของตนอีกครั้ง ซึ่งกระบวนการดังกล่าวจะต้องเสร็จสิ้นก่อนที่อังกฤษจะออกจาก EU อย่างเป็นทางการ ในวันที่ 29 มี.ค. 2019

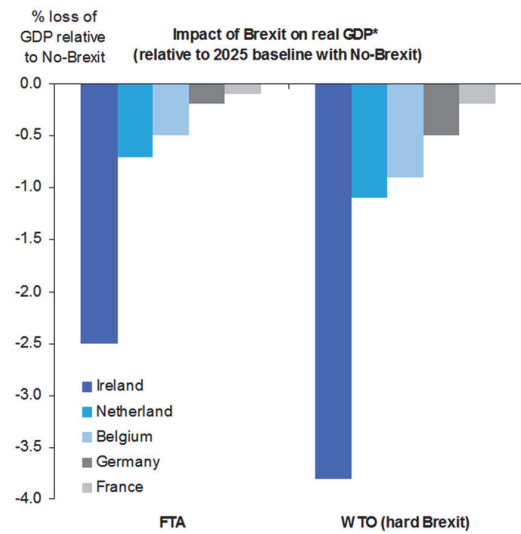
ตามร่างข้อตกลง Brexit ที่กำลังอยู่ระหว่างการเจรจานั้น ทั้งสองฝ่ายได้ตกลงให้มีช่วงเวลาเปลี่ยนผ่าน (Transition Period) เป็นระยะเวลา 21 เดือนจนถึงสิ้นปี 2020 เพื่อให้มีเวลาในการเจรจาการค้าและความสัมพันธ์ในด้านอื่นๆ ในรายละเอียด เพื่อให้การแยกตัวออกจาก EU เป็นไปอย่างราบรื่น และไม่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ความมั่นคง และการเมือง ซึ่งในระหว่างช่วง Transition Period ความสัมพันธ์ระหว่างอังกฤษและ EU จะยังคงคล้ายเดิมคือ อังกฤษจะยังอยู่ในระบบตลาดเดียวและอยู่ในระบบสหภาพศุลกากร (Custom Union) รวมถึงอยู่ภายใต้กฎหมายของ EU ต่อไป

แต่หากทั้งสองฝ่ายไม่สามารถบรรลุข้อตกลง Brexit ได้ภายในสิ้นปีนี้ หรือ รัฐสภาของฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งไม่เห็นชอบข้อตกลงดังกล่าว ก็จะมีผลให้อังกฤษสิ้นสุดสถานะสมาชิก EU ในวันที่ 29 มี.ค. 2019 ทันที โดยที่ไม่มีข้อตกลงอื่นมารองรับ (Crash Brexit) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของทั้งสองฝ่าย และเป็นความเสี่ยงสำคัญที่ตลาดจับตามองในช่วงนี้

แผนภาพที่ 23: Brexit จะส่งผลกระทบมากที่สุดในการนี้ที่ทั้งสองฝ่ายไม่ได้ข้อตกลงและต้องดำเนินตามกฎ WTO



แผนภาพที่ 24: ผลกระทบต่อประเทศใน EU ค่อนข้างแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ด้านการค้ากับอังกฤษ



*Results are based on IMF (July 2018) 'Euro Area Policies: Selected Issues' IMF Country Report No. 18/224

** Results are based on Ebell, M. (2016) 'Assessing the impact of trade agreements on trade' National Institute Economic Review (238), R31-R42

Source: Commerzbank, IMF, NIESR, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยประเด็นขัดแย้งที่สำคัญในการเจรจา Brexit ในตอนนี้ ได้แก่ประเด็นเรื่องพรมแดนระหว่างสาธารณรัฐไอร์แลนด์ ซึ่งเป็นประเทศสมาชิก EU และไอร์แลนด์เหนือ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของสหราชอาณาจักร (UK) ซึ่งการแยกตัวของอังกฤษออกจาก EU อาจทำให้ต้องมีการตั้งด่านศุลกากรและด่านตรวจคนเข้าเมืองตลอดแนวชายแดนดังกล่าว ซึ่งมีความยาวกว่า 500 กม.

การตั้งด่านตรวจตามแนวชายแดนไอร์แลนด์ นับเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อความมั่นคงในภูมิภาค เนื่องจากพื้นที่ดังกล่าวเคยมีเหตุการณ์สู้รบรุนแรงเพื่อแบ่งแยกดินแดนมายาวนานกว่า 30 ปี จากความแตกต่างของนิกายทางศาสนา จนมาในปี 1998 ทั้งสองฝ่ายจึงได้บรรลุข้อตกลง Good Friday Agreement เพื่อยุติความรุนแรง และไอร์แลนด์เหนือ ก็ได้แยกตัวออกไปเป็นส่วนหนึ่งของสหราชอาณาจักร

เพื่อเป็นหลักประกันความมั่นคงตามแนวชายแดนไอร์แลนด์ ทาง EU และอังกฤษได้ตกลงร่วมกันว่าจะใช้มาตรการที่เรียกว่า Backstop ซึ่งเป็นมาตรการที่จะสร้างความมั่นใจให้กับทั้งสองฝ่ายว่า แม้ในกรณีที่อังกฤษและ EU ไม่สามารถสรุปข้อตกลงทางการค้าระหว่างกันได้ทันภายในช่วง Transition Period พรมแดนระหว่างไอร์แลนด์เหนือ กับประเทศไอร์แลนด์ก็จะมีด่าน (Border Checkpoint) ระหว่างกันขึ้น

แต่ข้อเสนอ Backstop ยังมีความขัดแย้งกันในรายละเอียด ซึ่งนับเป็นอุปสรรคสำคัญในการเจรจา Brexit และอาจเป็นความเสี่ยงสำคัญที่จะทำให้ข้อตกลง Brexit ไม่ได้รับความเห็นชอบจากรัฐสภาของอังกฤษได้ทันเส้นตายในเดือน มี.ค. ปีหน้า โดยเราสรุปข้อเสนอ Backstop และข้อโต้แย้งของฝ่ายต่างๆ ดังตาราง

แผนภาพ 25: ข้อเสนอรูปแบบของ Back stop และข้อโต้แย้ง

ข้อเสนอรูปแบบของ Backstop	ข้อโต้แย้ง
EU เสนอให้ไอร์แลนด์เหนืออยู่ในระบบสหภาพศุลกากร (Custom Union) ต่อไป แต่จะต้องมีการตั้งด่านศุลกากรระหว่างชายแดนไอร์แลนด์เหนือกับเกาะอังกฤษแทนที่	- พรรค DUP ซึ่งเป็นพรรคของไอร์แลนด์เหนือคัดค้านข้อเสนอดังกล่าว เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อการค้ากับอังกฤษ และทำให้ไอร์แลนด์เหนือถูกโดดเดี่ยวจากสหราชอาณาจักร - พรรค DUP เป็นพรรคร่วมรัฐบาลกับพรรค Conservative ของนาง Theresa May ซึ่งรัฐบาลอังกฤษต้องอาศัยเสียงสนับสนุนของพรรค DUP ในการเห็นชอบข้อตกลง Brexit ในสภา
รัฐบาลอังกฤษเสนอให้ทั้งสหราชอาณาจักรอยู่ใน Custom Union ต่อไป จนกว่าจะหาข้อตกลงร่วมกันได้	- สมาชิกพรรค Conservative บางส่วน (กลุ่ม Brexiteers) ไม่เห็นด้วย เนื่องจากมองว่าข้อตกลงนี้จะทำให้ความสัมพันธ์กับ EU ไม่ได้แตกต่างจากเดิม - นอกจากนี้ การอยู่ใน Custom Union ต่อไปแบบไม่มีกำหนดยังจะทำให้อังกฤษเสียโอกาสการเจรจาการค้ากับประเทศอื่นๆ เช่น จีน และสหรัฐฯ - พรรค Conservative ต้องอาศัยเสียงสมาชิกพรรคทุกคนเพื่อให้ข้อตกลง Brexit สามารถผ่านสภาได้
รัฐบาลอังกฤษเสนอให้ทั้งสหราชอาณาจักรอยู่ใน Custom Union ต่อไปภายในระยะเวลาที่กำหนด	- การกำหนดเวลาที่ชัดเจนในการอยู่ใน Custom Union จะช่วยเรียกเสียงสนับสนุนจากกลุ่ม Brexiteers ได้ แต่ - EU คัดค้านข้อเสนอดังกล่าว เนื่องจากมองว่าจะสร้างความไม่แน่นอนในกรณีที่ครบกำหนดเวลาแล้ว แต่อังกฤษกับ EU ก็ยังไม่สามารถหาข้อตกลงร่วมกันได้ซึ่งจะทำให้เกิดทางตัน

แผนภาพ 26: รัฐบาลอังกฤษ (พรรค Conservative) เมื่อรวมกับพรรค DUP แล้ว จะมีเสียงเกินครึ่งมาเพียง 16 เสียงเท่านั้น (แรงจูงใจ) โดยรัฐบาลจะขาด 4 เสียงในกรณีที่พรรค DUP ไม่ให้การสนับสนุน (แรงจูงใจ) และจะขาดถึง 44 เสียงในกรณีที่พรรค DUP และกลุ่ม Hard Brexit ในพรรคไม่ให้การสนับสนุน (แรงจูงใจ)

	Seat allocation	Current voting split		Government loses DUP		Loses DUP + 20 Brexiteers	
		Government	Opposition	Government	Opposition	Government	Opposition
Conservative	315	315		315		295	20
Labour	257		257		257		257
SNP	35		35		35		35
Lib Dem	12		12		12		12
DUP	10	10			10		10
Independent	8	4	4	4	4	4	4
Sinn Fein	7						
Plaid Cymru	4		4		4		4
Green	1		1		1		1
Speaker	1						
Total seats	650	329	313	319	323	299	343
Effective majority		16		-4		-44	

Source: Deutsche Bank

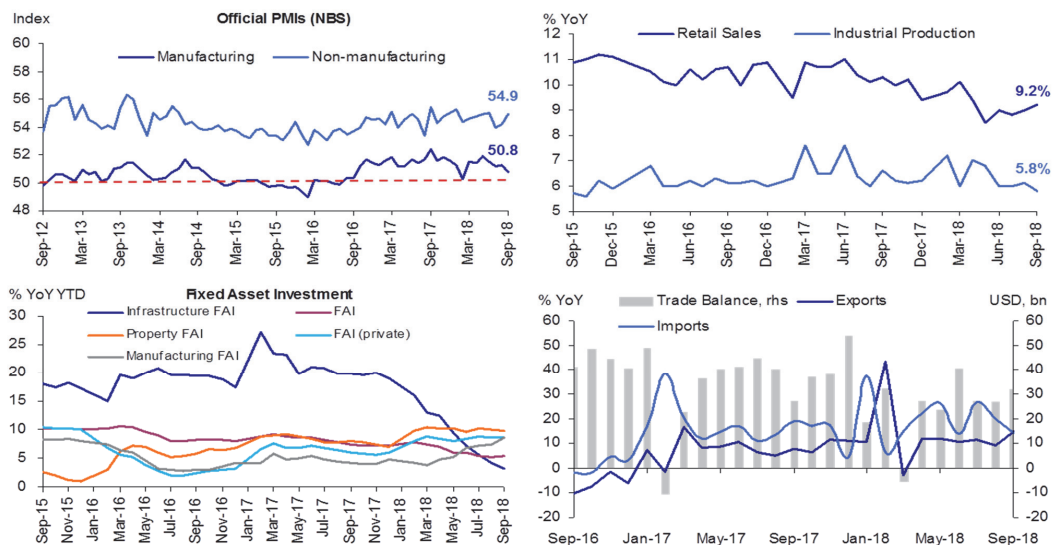
เรามองว่าการเจรจา Brexit ยังมีความไม่แน่นอนสูงมาก และความเสี่ยงที่อังกฤษจะต้องออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงก็เพิ่มขึ้นในช่วงนี้ โดยเรามองว่า Brexit ยังคงเป็นประเด็นที่ต้องจับตามองต่อไป จนกว่าจะได้ข้อตกลง Brexit ที่ชัดเจน และสภาอังกฤษได้โหวตเห็นชอบเรียบร้อย ซึ่งคาดว่าจะเป็นในปีก่อนหน้าก่อนที่อังกฤษจะต้องแยกตัวออกจาก EU อย่างเป็นทางการปลายเดือน มี.ค.

เศรษฐกิจจีน

เราคาดเศรษฐกิจทั้งปี 2018 จะขยายตัวที่ +6.6% YoY ชะลอลงจาก +6.9% YoY ในปีก่อน ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ และนโยบายลดความเสี่ยงในภาคการเงินเพื่อลดการขยายตัวของสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking) ที่ได้ส่งผลกระทบต่อการลงทุนอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี

ด้านผลกระทบของสงครามการค้าต่อส่งออกจีนยังคงมีจำกัดในช่วงที่ผ่านมา จากการเร่งนำเข้าสินค้าของบริษัทสหรัฐฯ ก่อนหน้าภาษีนำเข้าจะมีผลบังคับใช้ ส่วนการผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลัง รวมถึงภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังขยายตัวแข็งแกร่งจะช่วยหนุนให้เศรษฐกิจจีนขยายตัวสูงกว่าเป้าของรัฐบาลที่ +6.5% YoY

แผนภาพที่ 27: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน ก.ย. ลดลงมากกว่าคาดจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น แต่ภาคส่งออกจริงยังไม่ได้รับผลกระทบ ส่วนการบริโภคและการลงทุนฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย ขณะที่ภาคการผลิตชะลอตัวลงมากในเดือน ก.ย.



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

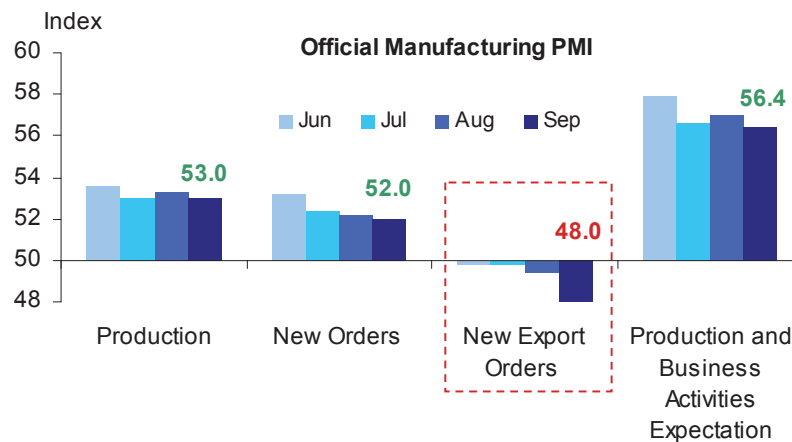
ความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ยังคงกดดันความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ แต่ผลกระทบต่อภาคส่งออกจริงยังมีจำกัด

ความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นยังคงกดดันความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลกระทบต่อทั้งภาคการผลิต การลงทุน และการบริโภค อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้าต่อภาคส่งออกจริงยังคงมีจำกัด ทำให้เรามองว่าเศรษฐกิจจีนในปีนี้จะยังขยายตัวดีที่ 6.6% YoY สูงกว่าเป้าของทางการที่ +6.5% YoY

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.ย. ลดลง -0.5 จุด เป็น 50.8 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 7 เดือน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 51.2 จุด โดยรายละเอียดระบุยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศได้รับตัวลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ที่ 48.0 จุด ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2016 สะท้อนถึงความกังวลต่อความเสี่ยงจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่รุนแรงขึ้น

ขณะที่ดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) เพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 54.9 จุด สวนทางกับตลาดคาดที่จะลดลงเป็น 54.0 จุด จากการปรับเพิ่มขึ้นของภาคก่อสร้าง หลังจากที่ได้ลดลงในเดือนก่อนตามสภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวย

แผนภาพที่ 28: PMI ภาคการผลิตเดือน ก.ย. ลดลงมากกว่าคาด จากยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศที่หดตัวต่อเนื่อง จากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ย. ขยายตัว +5.8% YoY ชะลอตัวลงจาก +6.1% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบ 3 ปี และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +6.0% YoY จากผลผลิตในกลุ่ม High tech เช่น หุ่นยนต์เพื่อการอุตสาหกรรม (-16.4% YoY) และโทรศัพท์มือถือ (-10.6% YoY) และรถยนต์ (-10.6% YoY) ที่หดตัว ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่สหรัฐฯ ตั้งกำแพงภาษี

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. พุ่งตัวขึ้นเป็น +9.2% YoY จาก +9.0% YoY ในเดือนก่อน โดยยอดขายกลับมาเร่งตัวขึ้นในเกือบทุกหมวดสินค้า แต่ยอดขายรถยนต์ยังคงหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 (-7.1% YoY)

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ก.ย. พุ่งตัวขึ้นเป็น +5.4% YoY YTD จาก +5.3% ในเดือนก่อนและที่ตลาดคาด จากการเพิ่มขึ้นของการลงทุนในภาคอุตสาหกรรม (+8.7% YoY YTD vs. +7.8% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนได้ว่ารัฐบาลยังคงหลีกเลี่ยงการใช้นโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

ภาคต่างประเทศยังขยายตัวแข็งแกร่งในเดือน ก.ย. ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นเป็น +14.5% YoY จาก +9.1% YoY ในเดือนก่อน และสวนทางกับตลาดคาดที่จะชะลอตัวลงเป็น +8.2% YoY โดยยอดส่งออกไปสหรัฐฯ ยังขยายตัวแข็งแกร่ง (+14.0% YoY vs. +13.2% เดือนก่อน) ซึ่งส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลจากการเร่งนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ ก่อนที่การขึ้นภาษ้นำเข้า 10% กับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 24 ก.ย. นอกจากนี้ ส่งออกไปยังตลาดหลักอื่นๆ ก็เร่งตัวขึ้นแรง ได้แก่ สหภาพยุโรป (+17.4% YoY vs. +8.3% เดือนก่อน) และญี่ปุ่น (+14.3% YoY vs. +3.8% เดือนก่อน)

ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น +14.3% YoY จาก +20.0% YoY ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +15.3% YoY ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.ย. เกินดุล 3.17 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก 2.79 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

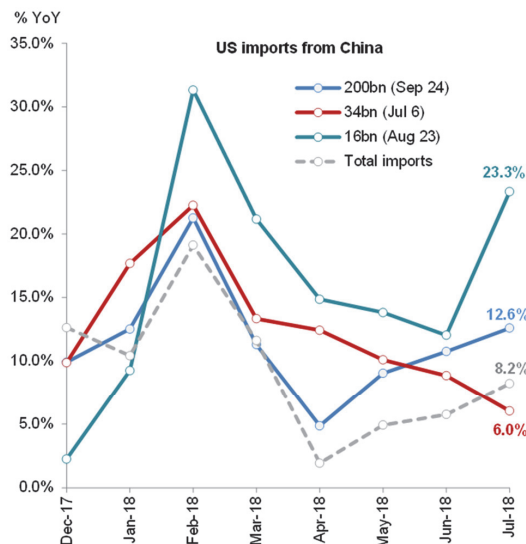
เรามองว่าส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าจากความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าสหรัฐฯ โดยดัชนี PMI New Export Orders ยังคงลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนถึงความกังวลของภาคธุรกิจ ขณะที่การนำเข้า เราคาดว่าจะยังขยายตัวได้ดีต่อเนื่องตามการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจจีนที่ให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้น

การเร่งนำเข้าสินค้าของประเทศคู่ค้าหลักอย่างสหรัฐฯ ก่อนที่การขึ้นภาษ้นำเข้าจะมีผลบังคับใช้ ได้ช่วยลดผลกระทบจากสงครามการค้าในช่วงที่ผ่านมา

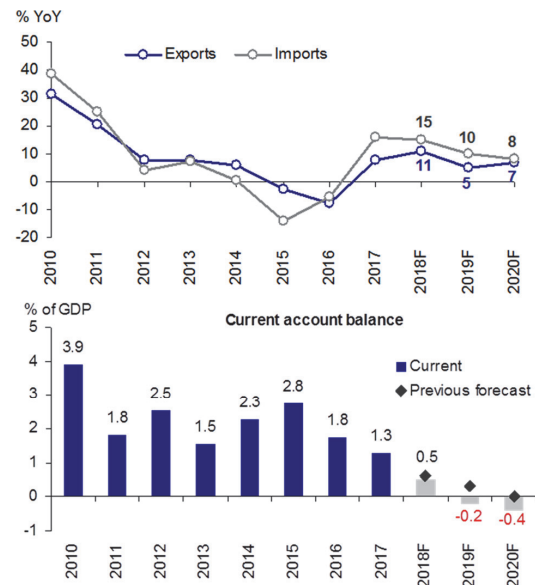
เราคาดว่าส่งออกของจีนจะยังขยายตัวได้ดีในปีนี้ +11.0% YoY (vs. +7.9% ปี 2017) แม้ว่าความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯจะเพิ่มขึ้น นับตั้งแต่ที่สหรัฐฯ ได้ประกาศขึ้นภาษ้นำเข้ากับสินค้าจีนในรอบแรกมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% (3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ บังคับใช้วันที่ 6 ก.ค. และ 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ บังคับใช้วันที่ 23 ส.ค.) และรอบที่สองกับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 10% ซึ่งบังคับใช้วันที่ 24 ก.ย. และอัตราภาษีจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 25%ในปีหน้า

สาเหตุที่ทำให้เรามองว่าส่งออกจีนจะยังขยายตัวได้ดีในปีนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเร่งนำเข้าสินค้า (Front-running) จากจีนของบริษัทสหรัฐฯ ก่อนที่การขึ้นภาษ้นำเข้าดังกล่าวจะมีผลบังคับใช้ โดยเราได้ทำการศึกษาข้อมูลจาก Trademap โดยได้ทำการแยกสินค้าออกเป็น 3 กลุ่มตามการปรับขึ้นภาษ้นำเข้าในแต่ละรอบ และใช้พิกัดศุลกากร (HS Code) จำนวน 6 หลัก ซึ่งจะได้กราฟตามแผนภาพที่ 29 ด้านล่าง

แผนภาพที่ 29: สหรัฐฯ ได้เร่งนำเข้าสินค้าจากจีน ก่อนที่ภาษ้นำเข้าจะมีผลบังคับใช้



แผนภาพที่ 30: เราคาดว่าส่งออกจีนจะชะลอลงเป็น 5% ในปีหน้า ขณะที่นำเข้าคาดว่าจะชะลอลงแต่ในอัตราที่ช้ากว่า ส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มขาดดุลในปีหน้า



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

เราพบว่าการนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ ในกลุ่มที่ถูกปรับขึ้นภาษีในวันที่ 6 ก.ค. (3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ; เส้นสีแดง) ได้ชะลอตัวลงมาก ขณะที่การนำเข้าสินค้าในกลุ่มที่ถูกปรับขึ้นภาษีในวันที่ 23 ส.ค. (1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ; เส้นสีเขียว) มีการเร่งตัวขึ้นชัดเจนในเดือน ก.ค. สะท้อนได้ถึงพฤติกรรมกรรมการเร่งนำเข้าสินค้า ซึ่งได้ช่วยลดผลกระทบจากการชะลอตัวลงของการนำเข้าสินค้าในกลุ่ม 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และทำให้ยอดการนำเข้าสินค้าจากจีนของสหรัฐฯ (เส้นสีเทา) ยังขยายตัวแข็งแกร่ง +8.2% YoY ในเดือน ก.ค.

โดยเราคาดว่าบริษัทสหรัฐฯ จะยังทำการเร่งนำเข้าสินค้าในกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งภาษ้นำเข้าเพิ่มเติมที่ 10% ได้ถูกบังคับใช้ในวันที่ 24 ก.ย. ก่อนหน้าอัตราภาษ้นำเข้าสินค้าในกลุ่มดังกล่าวจะถูกปรับขึ้นเป็น 25%ในปีหน้า ซึ่งจะช่วยให้ยอดส่งออกของจีนในไตรมาสที่ 4 ต่อไป

เราคาดว่าผลกระทบจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ต่อส่งออกของจีนจะชัดเจนมากขึ้นในปีหน้า ประกอบกับอุปสงค์โลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง ทำให้เราคาดว่าส่งออกของจีนจะขยายตัวเพียง +5.0% YoY ในปี 2019

ส่วนการนำเข้า เราคาดว่าจะชะลอลงเช่นเดียวกันแต่ในอัตราที่ช้ากว่า จากการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจของรัฐบาลจีนที่เน้นการบริโภคในประเทศมากขึ้น รวมถึงการประกาศลดภาษีนำเข้าลงในหลายกลุ่มสินค้าในช่วงที่ผ่านมา ทั้งนี้ ส่งออกที่มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าการนำเข้ามาก ทำให้เราคาดว่าดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ของจีนจะขาดดุลที่ -0.2% ต่อ GDP ในปีหน้า เร็วขึ้นจากเดิมที่เราประเมินว่าจะเกินดุลลดลงจนเป็น 0% ต่อ GDP ในปี 2020

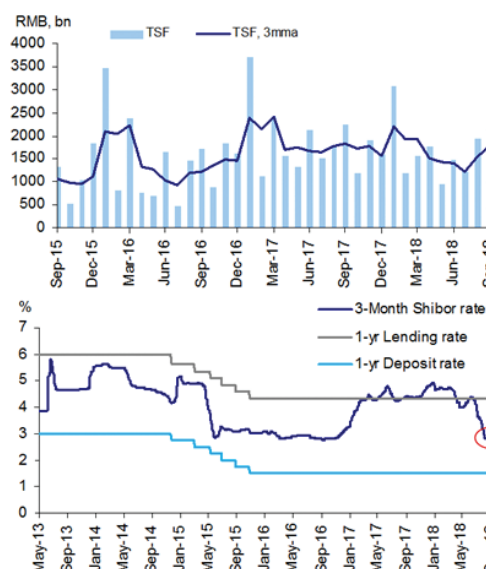
การผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลังของรัฐบาล และตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ยังขยายตัวแข็งแกร่งจะช่วยหนุนเศรษฐกิจในปี

เรายังคงคาดเศรษฐกิจจีนจะขยายตัว +6.6% YoY ในปีนี้ สูงกว่าเป้าของรัฐบาลจีนที่ +6.5% YoY ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นสูง และการลดความเสี่ยงในภาคการเงินเพื่อลดการขยายตัวของสินเชื่อนอกภาคธนาคาร (Shadow Banking) ที่ได้ส่งผลกระทบต่อการลงทุนอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี

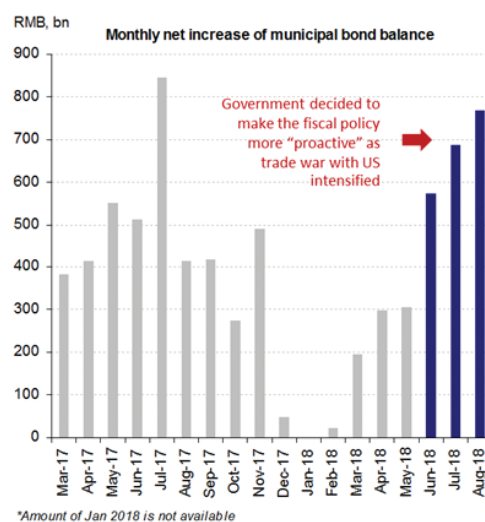
โดยนับตั้งแต่ความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ได้เพิ่มสูงขึ้นในช่วงปลายเดือน มิ.ย. รัฐบาลจีนก็ได้ผ่อนคลายนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังลงเพื่อช่วยหนุนเศรษฐกิจไม่ให้ชะลอตัวแรงเกินไป ซึ่งการผ่อนคลายนโยบายการเงิน เช่น การปรับลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ (RRR) และการกระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้กับภาคเอกชนมากขึ้น ก็ได้ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับตัวลดลงและทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ และการระดมทุนรวมสุทธิ (Total Social Financing: TSF) ได้เริ่มปรับเพิ่มขึ้น ซึ่งจะสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ

ขณะที่ด้านการคลัง รัฐบาลก็ได้มีการกระตุ้นให้ท้องถิ่นต่างๆ เร่งลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น โดยเฉพาะผ่านการออกโครงการความร่วมมือระหว่างรัฐบาลและเอกชน (Public Private Partnership: PPP) นอกจากนี้ ยังได้ผ่อนคลายเงื่อนไขการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น (Municipal Bonds) ซึ่งจะเห็นได้ว่ารัฐบาลท้องถิ่นเริ่มมีการออกพันธบัตรมากขึ้นโดยเฉพาะในเดือน ส.ค. ซึ่งเราคาดว่าจะหนุนให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 31: ยอดระดมทุนรวมสุทธิปรับเพิ่มขึ้น ขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในระดับต่ำ



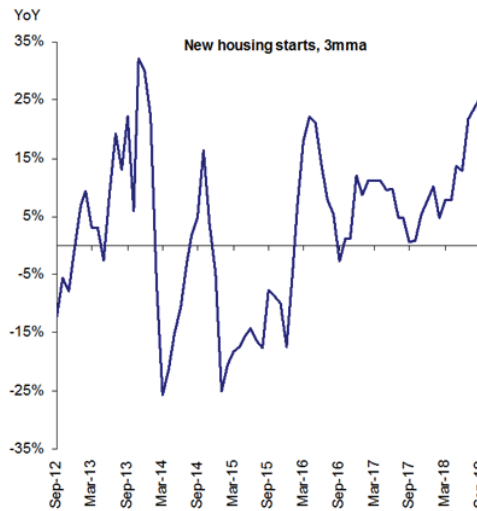
แผนภาพที่ 32: ยอดออกพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มขึ้นมากในเดือน ส.ค. ซึ่งสะท้อนถึงการผ่อนคลายนโยบายการคลัง



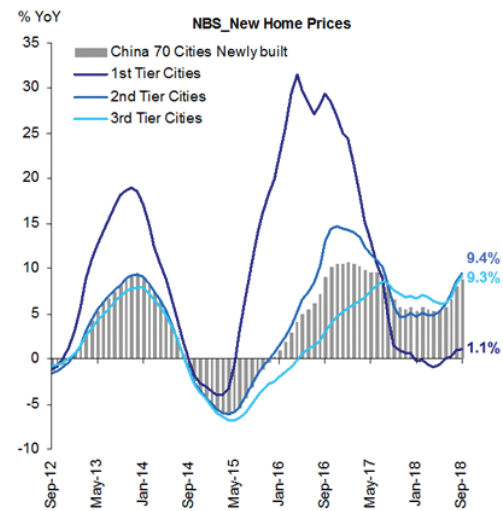
Source: Bloomberg, GoldmanSachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ ตลาดอสังหาริมทรัพย์ของจีนก็ยังขยายตัวแข็งแกร่ง แม้รัฐบาลจะยังคงบังคับใช้มาตรการเข้มงวดที่ออกนับตั้งแต่ปลายปี 2016 เช่น การเพิ่มอัตราส่วนเงินดาวน์บ้านขั้นต่ำ โดยบางเมืองสูงถึง 70% และการจำกัดการเข้าซื้อของคนนอกพื้นที่ รวมถึงการจำกัดการปล่อยสินเชื่อบ้าน ซึ่งเรามองว่าภาคอสังหาริมทรัพย์ได้เป็นอีกปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนให้เศรษฐกิจจีนยังขยายตัวดีในปีนี้

แผนภาพที่ 33: ยอดสร้างบ้านใหม่ยังคงขยายตัวในระดับสูง...



แผนภาพที่ 34: ...และราคาบ้านปรับตัวสูงขึ้นในเดือน ก.ย.

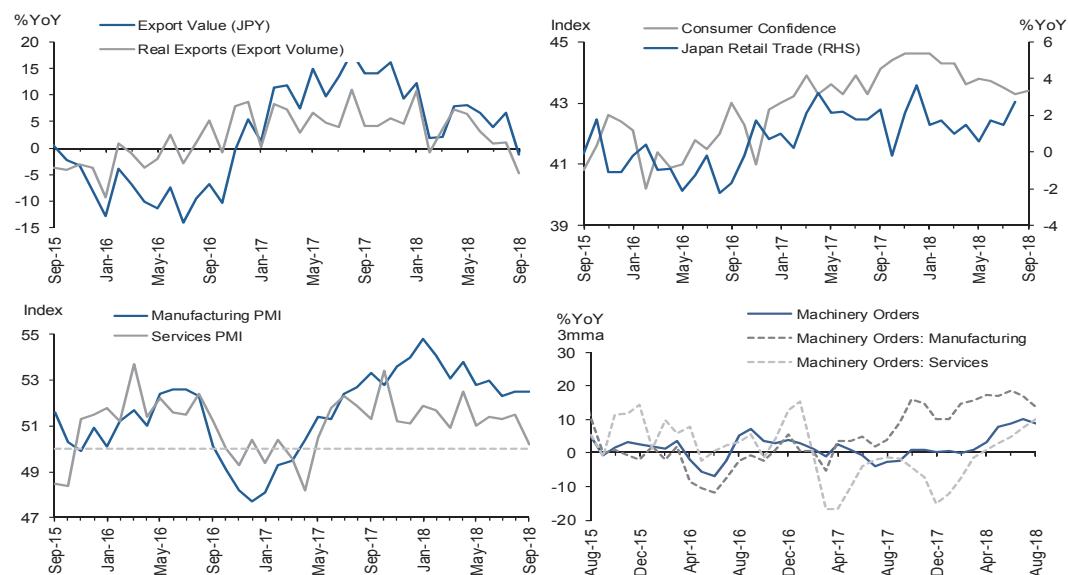


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นอาจพลิกกลับไปหดตัวในไตรมาส 3 (เรคาดหดตัว -0.7% QoQ saar) หลังจากที่ยขยายตัวแรงในไตรมาส 2 (+3.0% QoQ saar) เนื่องจากภาคการลงทุนที่ขยายตัวร้อนแรงในช่วงที่ผ่านมา อาจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า ในขณะที่การส่งออกในเดือน ก.ย. พลิกกลับไปหดตัว แต่คาดว่าจะเป็ผลมาจากปัจจัยชั่วคราว ด้านนโยบายการค้า สหรัฐและญี่ปุ่นตกลงเริ่มเจรจาการค้า (Trade Agreement of Goods: TAG) ซึ่งทั้งสองฝ่ายตกลงกันว่าจะไม่มีการเก็บภาษีเพิ่มเติมระหว่างกันในช่วงที่ยังมีการเจรจา ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงต่อภาคการส่งออกของญี่ปุ่น

แผนภาพ 35: ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นในเดือน ส.ค. ส่วนภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออกชะลอตัวลง



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

การบริโภคเร่งตัวขึ้น แต่ภาคการผลิต การลงทุน และภาคส่งออกชะลอตัวลงในช่วงเดือนที่ผ่านมา

การบริโภคเร่งตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +2.7% YoY จาก +1.5% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ +2.0% YoY หลังจากโดนสภาพอากาศที่ไม่ดีในเดือนก่อน โดยยอดขายกลับมาเร่งตัวขึ้นในกลุ่มสินค้าทั่วไป และเสื้อผ้า ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ก.ย. เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น +0.1 จุด เป็น 43.4 จุด

การส่งออกชะลอตัว: ยอดส่งออก (Exports) ในรูปเงินเยนเดือน ก.ย. พลิกกลับมาหดตัว -1.2% YoY จาก +5.3% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +2.1% YoY โดยส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลกระทบจากภัยธรรมชาติทั้งน้ำท่วมและแผ่นดินไหว โดยส่งออกไปประเทศหลักได้แก่ สหรัฐฯ (-0.2% YoY vs. +5.3% เดือนก่อน), EU (-4.1% YoY vs. +7.1% เดือนก่อน) และจีน (-1.7% YoY vs. +12.1% เดือนก่อน) ต่างออกมาหดตัว ส่วนปริมาณการส่งออก (Exports Volume) หดตัว -4.8% YoY จาก +1.1% YoY ในเดือนก่อน

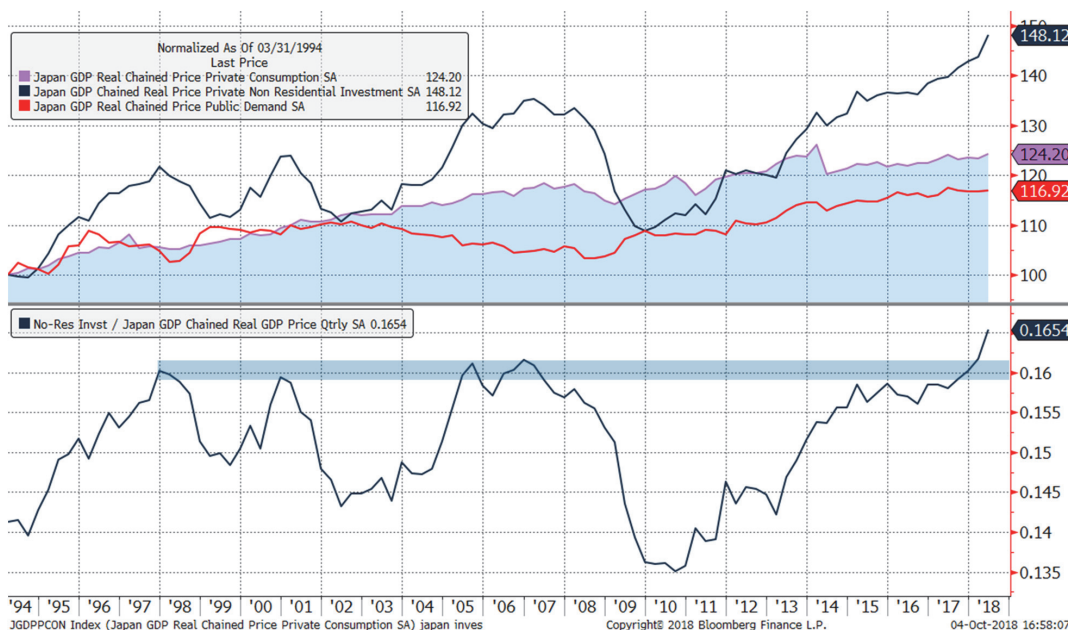
การลงทุนชะลอตัว: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเป็น +8.9% YoY, 3mma (vs. +10.2% เดือนก่อน) โดยยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิต (+13.7% YoY, 3mma vs. +17.1% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ขณะที่ภาคบริการ (+10.2% YoY, 3mma vs. +7.5% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

ภาคการผลิตและภาคบริการลดลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.ย. ทรงตัวที่ 52.5 จุด เท่ากับเดือนก่อน โดยผลผลิตได้รับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 14 เดือน ซึ่งส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากภัยธรรมชาติ ขณะที่ภาคบริการปรับตัวลดลง -1.3 จุด เป็น 50.2 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี

การลงทุนที่ขยายตัวร้อนแรงในช่วงที่ผ่านมา มีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า

การลงทุน (Non-residential Investment) ในญี่ปุ่นขยายตัวอย่างร้อนแรงต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2013 โดยขยายตัวเฉลี่ย 4.2% ต่อปี ในขณะที่ภาคเศรษฐกิจอื่นๆ ขยายตัวในอัตราเฉลี่ยเพียง 1-2% ต่อปี การขยายตัวที่ร้อนแรงต่อเนื่องทำให้สัดส่วนของภาคการลงทุนใน GDP เพิ่มขึ้นเกินระดับ 16% ของ GDP ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุดในรอบวัฏจักรเศรษฐกิจหลายครั้งที่ผ่านมา และชี้ว่าภาคการลงทุนเริ่มเข้าสู่ภาวะ Overheat โดยสาเหตุหลักอาจมาจากการเร่งก่อสร้างเพื่อรองรับการเป็นเจ้าภาพกีฬา Olympic ในปี 2020 ซึ่งเราคาดว่า การก่อสร้างดังกล่าวจะเริ่มทยอยเสร็จสิ้น และทำให้การลงทุนชะลอตัวลงต่อจากนี้

แผนภาพที่ 36: สัดส่วนของภาคการลงทุนใน GDP เพิ่มขึ้นเกินระดับ 16% ของ GDP ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุดในรอบวัฏจักรเศรษฐกิจหลายครั้งที่ผ่านมา และชี้ว่าภาคการลงทุนเริ่มเข้าสู่ภาวะ Overheat



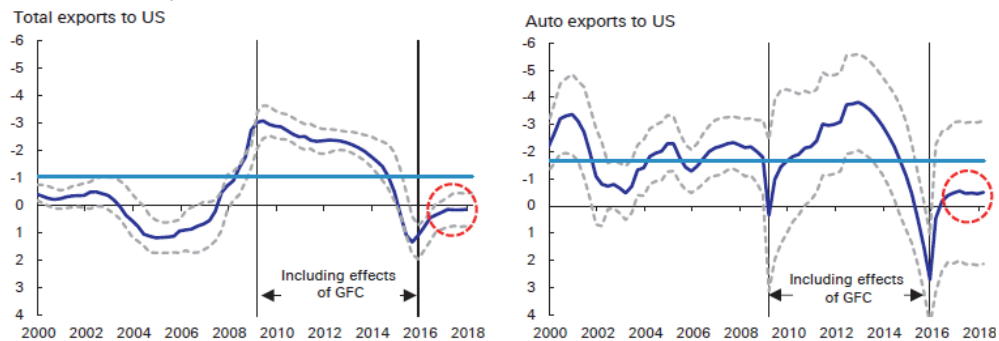
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การเจรจาการค้าญี่ปุ่น-สหรัฐฯ (TAG) ช่วยลดความเสี่ยงต่ออุตสาหกรรมรถยนต์

สหรัฐฯ และญี่ปุ่นตกลงเริ่มเจรจาการค้า (Trade Agreement of Goods: TAG) ซึ่งทั้งสองฝ่ายตกลงกันว่าจะไม่มีการเก็บภาษีเพิ่มเติมระหว่างกันในช่วงที่ยังมีการเจรจา ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงต่อภาคการส่งออกของญี่ปุ่น โดยเฉพาะอุตสาหกรรมรถยนต์ ซึ่งอาจถูกกระทบในกรณีที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้าชิ้นส่วนรถยนต์จากญี่ปุ่น

สำหรับในกรณีเลวร้ายสุดที่การเจรจาไม่สามารถบรรลุข้อตกลงได้ และสหรัฐฯ เริ่มมีการบังคับใช้ภาษีนำเข้าสินค้าจากญี่ปุ่นเพิ่มเติม DB ได้มีการศึกษาผลกระทบของภาษีต่อการส่งออกของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ โดยคำนวณ Price Elasticity (% ความเปลี่ยนแปลงของปริมาณความต้องการสินค้า หาดด้วย % ความเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้า) ซึ่งพบว่าสินค้าส่งออกจากญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ นั้นมี Price Elasticity ที่ค่อนข้างต่ำ ซึ่งชี้ว่าปริมาณการส่งออกสินค้าจากญี่ปุ่นจะไม่ได้รับผลกระทบมากนักในกรณีที่ภาษีนำเข้าส่งผลให้ราคาขายเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 37: สินค้าส่งออกจากญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ มี Price Elasticity ที่ค่อนข้างต่ำ ซึ่งชี้ว่าปริมาณการส่งออกสินค้าจากญี่ปุ่นจะไม่ได้ได้รับผลกระทบมากนักในกรณีที่ภาษีนำเข้าส่งผลให้ราคาขายเพิ่มขึ้น



Note: 28-quarter rolling estimate. Dashed lines represent two standard error bands. Horizontal line represents the average during 1990-2018. Vertical axis is inverted.

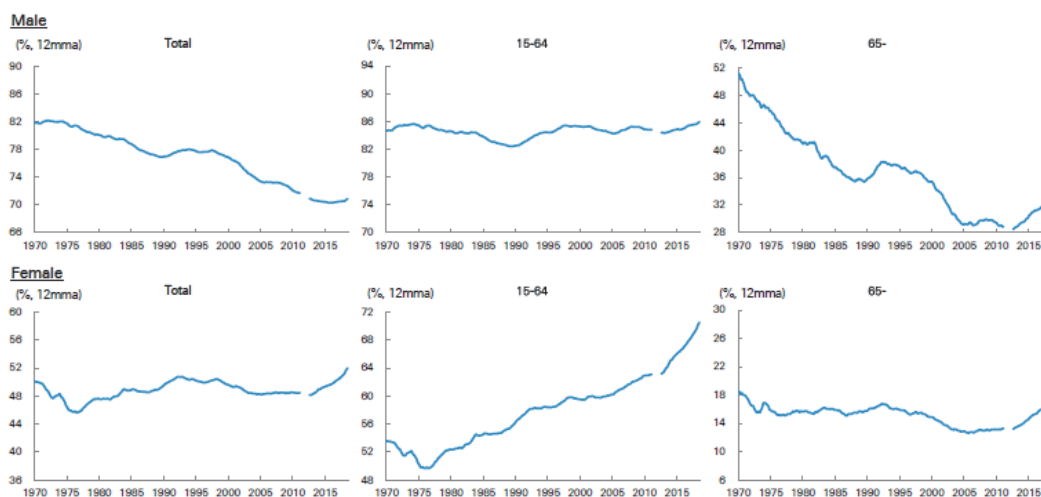
Source: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผู้หญิงและผู้สูงอายุเข้าสู่ตลาดแรงงานเพิ่มขึ้นตามนโยบาย Abenomics

หนึ่งในนโยบายที่สำคัญของนายคาซึโนะ Abe ได้แก่ การจูงใจให้ผู้หญิงและผู้สูงอายุเข้าสู่ตลาดแรงงานเพิ่มขึ้น เพื่อแก้ไขปัญหาการลดลงของประชากรวัยทำงาน และเพิ่มศักยภาพในการขยายตัวของเศรษฐกิจในระยะยาว โดยใช้ นโยบาย เช่น การสร้างสถานเลี้ยงดูเด็กเล็กให้ครอบคลุมมากขึ้น และสนับสนุนให้มีการเพิ่มค่าจ้างแก่ผู้หญิงและผู้สูงอายุเพื่อจูงใจให้กลับมาทำงาน

นโยบายดังกล่าวที่ดำเนินมาอย่างต่อเนื่องเริ่มเห็นผล โดยสัดส่วนการมีส่วนร่วมในตลาดแรงงานของประชากรเพศหญิงวัยทำงานในญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นจากราว 63% ในปี 2012 มาเป็น 72% ซึ่งใกล้เคียงกับกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ (OECD) ในปัจจุบัน ในขณะที่สัดส่วนการมีส่วนร่วมในตลาดแรงงานของผู้สูงอายุก็ได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี 2013 เช่นกัน

แผนภาพที่ 38: ผู้หญิงและผู้สูงอายุเข้าสู่ตลาดแรงงานเพิ่มขึ้นตามนโยบาย Abenomics



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

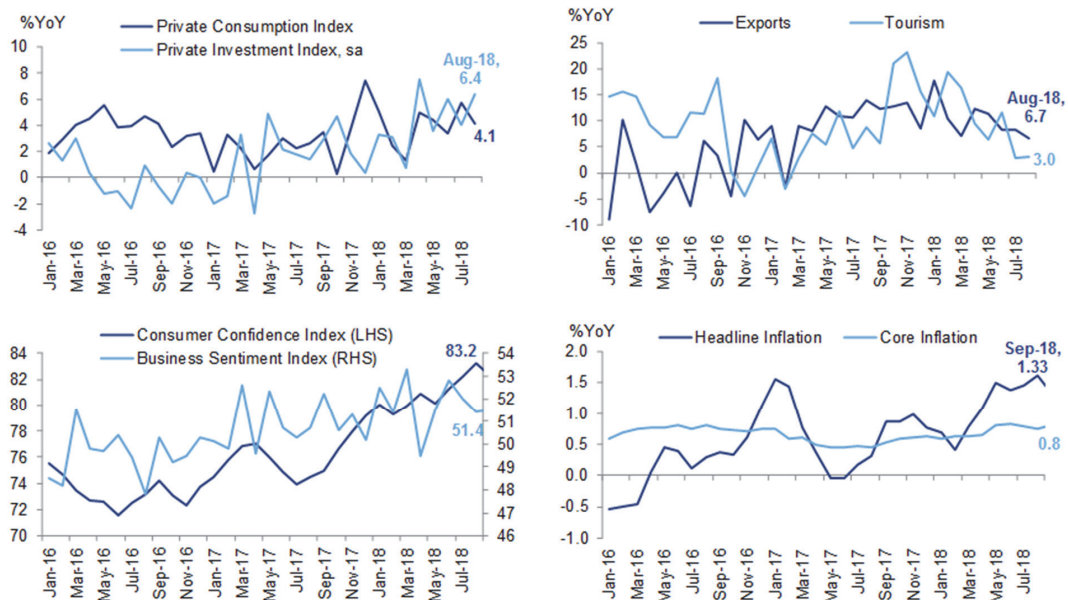
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจในประเทศไทยยังขยายตัวได้ดีจากทั้งภาคการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน ในขณะที่ภาคต่างประเทศเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยเราคาดว่า การส่งออกจะชะลอตัวลงชัดเจนในช่วงไตรมาส 4 จากผลกระทบของสงครามการค้าที่จะเริ่มชัดเจนขึ้นหลังอานิสงส์จากการเร่งส่งออกสินค้าก่อนการขึ้นภาษีของสหรัฐฯ หดลง และการอ่อนค่าของค่าเงินในกลุ่มประเทศ EM ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อ การส่งออกสินค้าของไทยไปยังประเทศเหล่านี้ ในขณะที่การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนยังช้ากว่าที่คาด สำหรับด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้งใน 1Q19

อุปสงค์ในประเทศเติบโตอย่างแข็งแกร่งช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่ชะลอตัว

เศรษฐกิจไทยขยายตัวต่อเนื่อง โดยอุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวจากทั้งการบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชน สำหรับภาคต่างประเทศ การส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากการส่งออกไปสหรัฐฯ และจีนที่ผลกระทบจากสงครามการค้าเริ่มชัดเจนขึ้น ขณะที่การท่องเที่ยวชะลอตัวลงจากนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลงหลังจากเหตุการณ์เรือล่มที่ภูเก็ต ด้านอัตราเงินเฟ้อเดือน ก.ย. ชะลอตัวลงเป็น +1.33% YoY และมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี โดยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้วในเดือน ส.ค. ทั้งนี้ เราคาดว่า การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง และกระจายตัวดีขึ้น โดยได้รับอานิสงส์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ภาครัฐระดมออกมาช่วงก่อนการเลือกตั้ง

แผนภาพที่ 39: อุปสงค์ในประเทศขยายตัวดีช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่ชะลอตัว



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)

สงครามการค้าอาจส่งผลกระทบต่อการส่งออกสินค้าของไทยราว 1.27% ของมูลค่าการส่งออกรวม

สงครามการค้าเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงสำคัญต่อการค้าโลก ไทยได้รับผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยผลกระทบทางตรง คือ การส่งออกสินค้าที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้าไปยังสหรัฐฯ ได้ลดลง และผลกระทบทางอ้อม คือ การส่งออกสินค้าที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้ากับจีนไปยังจีนลดลง เนื่องจากไทยเป็นห่วงโซ่อุปทานของจีน

สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าในกลุ่มโซลาร์เซลล์ เครื่องซักผ้า เหล็ก และอะลูมิเนียมในช่วงต้นปี 2018 ต่อมาสหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (แบ่งเป็น 2 ครั้ง ครั้งที่ 1: ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนมูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่วันที่ 6 ก.ค. 18 และครั้งที่ 2 : ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนมูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่วันที่ 23 ส.ค. 18) และล่าสุดสหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 24 ก.ย. 18

ทั้งนี้ หากรวมผลกระทบของสงครามการค้าทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยนำ 1) มูลค่าส่งออกของไทยไปสหรัฐฯ ในปี 2017 ในกลุ่มที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้า รวมกับ 2) มูลค่าสินค้าส่งออกจากไทยไปจีนในปี 2017 ในกลุ่มรายชื่อที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้ามูลค่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ลดทอนด้วยสัดส่วนที่จีนนำเข้าเพื่อบริโภคเองในประเทศและสัดส่วนที่จีนส่งออกไปประเทศอื่นที่ไม่ใช่สหรัฐฯ) จะพบว่ามูลค่าส่งออกสินค้าของไทยที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า (1+2) มีมูลค่าราว 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือมีสัดส่วนราว 1.27% ของมูลค่าส่งออกรวม

แผนภาพที่ 40: สินค้าส่งออกของไทยที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้ามีสัดส่วนราว 1.27% ของมูลค่าส่งออกรวม

Vulnerable export value (USD, m)	Direct effect	Indirect effect	
		50bn	200bn
Solar Cells	442.14		
Iron or steel	194.59		
Washing machines	190.53		
Aluminium	57.43		
Food and agricultural products			62.32
Manufactured goods			
Plastics and rubber		102.23	511.24
Chemicals		0.04	135.17
Metal products		0.05	49.89
Leather			3.53
Wood and paper products			178.83
Textile products			16.62
Machinery		255.36	266.49
Electrical machinery and parts		201.93	196.12
Automobiles, bikes, and parts		21.18	45.25
Optical and medical equipment		7.10	
Other		1.86	76.16
Total	884.68	589.75	1,541.62
% of Thailand exports	0.37%	0.25%	0.65%

Note: Direct effect calculation based on 2017 export data; Indirect effect calculation based on 2017 export data and 2011 China re-exported good data from OECD
Source: Trade Map, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

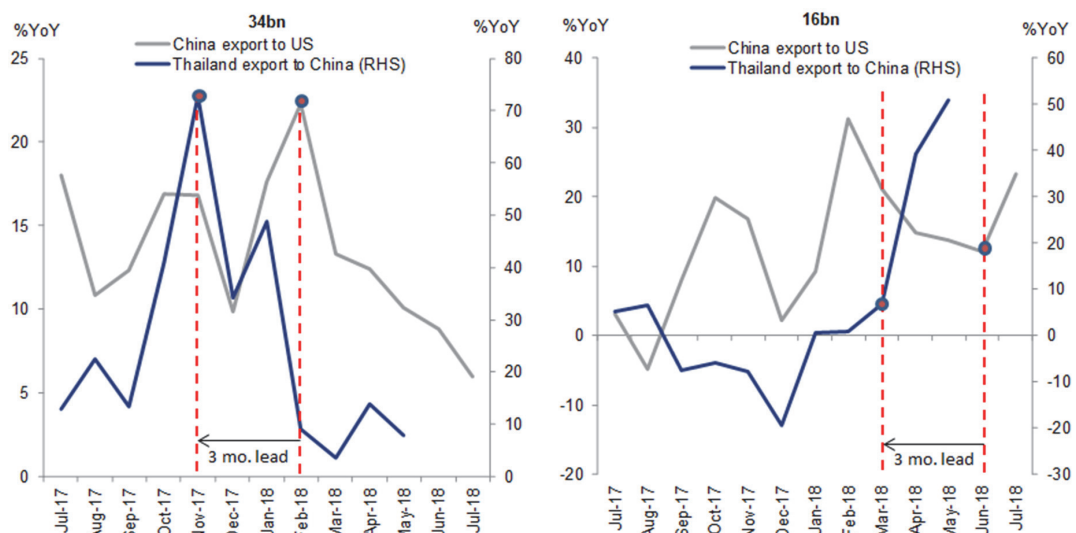
ผลกระทบของสงครามการค้าต่อการส่งออกไทยจะชัดเจนขึ้นในช่วง 4Q18

ในช่วงที่ผ่านมา ผลกระทบจากสงครามทางการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ดูเหมือนจะยังไม่ส่งผลกระทบต่อการส่งออกของไทยมากนัก โดยยอดส่งออกไทยล่าสุดในเดือน ส.ค. ยังขยายตัวได้ดีที่ 6.7% YoY แม้จะชะลอตัวลงบ้างจาก 8.3% ในเดือนก่อนหน้า

เราประเมินว่าการส่งออกไทยในช่วงที่ผ่านมาได้รับผลบวกจากการเร่งส่งออกสินค้าขึ้นต้นและขึ้นกลาง ไปยังจีนเพื่อนำไปประกอบต่อแล้วส่งออกไปยังสหรัฐฯ ก่อนที่การขึ้นภาษีนำเข้าจะเริ่มมีผลบังคับใช้ โดยเราได้ศึกษาพฤติกรรมของผู้ส่งออกสินค้าในกลุ่มที่ถูกกระทบจากการขึ้นภาษี ในช่วงที่ภาษีนำเข้าทยอยมีผลบังคับใช้ (สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากจีน มูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 6 ก.ค. และอีก 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 23 ส.ค.) ซึ่งพบว่า การส่งออกสินค้าจากไทยไปจีน จะเคลื่อนไหวนำ (Lead) การส่งออกของสินค้าประเภทเดียวกันจากจีนไปยังสหรัฐฯ อยู่ราว 3 เดือน ซึ่งดูจะสมเหตุสมผล เนื่องจากจีนต้องนำเข้าสินค้าจากไทยเพื่อไปประกอบและส่งออกไปยังสหรัฐฯ ต่อไป

เราคาดว่า การส่งออกสินค้าจากไทยไปยังจีนจะเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างชัดเจนขึ้นในไตรมาส 4 เนื่องจากผลบวกจากการเร่งส่งออกสินค้าเริ่มหมดลง หลังจากภาษีนำเข้าสินค้าก่อนใหญ่มูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เริ่มมีผลบังคับใช้ในวันที่ 24 ก.ย.

แผนภาพที่ 41: สินค้าส่งออกของไทยไปจีนที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษี 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มีการเร่งส่งออกไปแล้วในช่วงก่อนหน้า



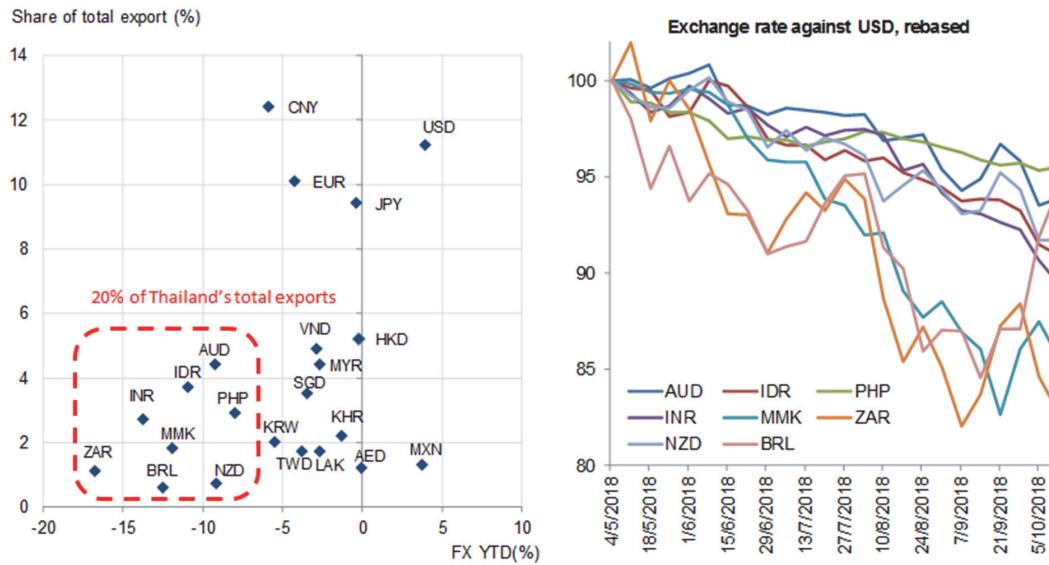
Source: Trade Map, USTR, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินของประเทศ EM อ่อนค่าลงหนัก อาจกดดันการส่งออกในช่วงปลายปี

นอกจากสงครามการค้าแล้ว การอ่อนค่าของค่าเงินในกลุ่มประเทศ EM จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่จะกดดันการส่งออกของไทยในช่วงไตรมาส 4 โดยค่าเงินของประเทศ EM หลายประเทศอ่อนค่าลงอย่างมากนับตั้งแต่เดือน ส.ค. จากความกังวลต่อการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งจุดชนวนให้เกิดกระแสเงินทุนไหลออกจากภูมิภาค ซึ่งความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการนำเข้าสินค้าจากไทยซึ่งค่าเงินบาทแข็งค่ามาโดยตลอดเมื่อเทียบกับประเทศในภูมิภาค

โดยหากพิจารณาถึงประเทศคู่ค้าที่สำคัญของไทย เราพบว่าประเทศที่มีการอ่อนค่าของค่าเงินมากกว่า 8% เทียบดอลลาร์สหรัฐฯ นับจากต้นปี ซึ่งประกอบไปด้วย อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ อินเดีย เมียนมาร์ แอฟริกาใต้ บราซิล ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ มีสัดส่วนรวมกันถึงเกือบ 20% ของมูลค่าการส่งออกไทย ซึ่งทำให้การส่งออกของไทยมีความเสี่ยงที่จะชะลอตัวลงตามไปด้วย

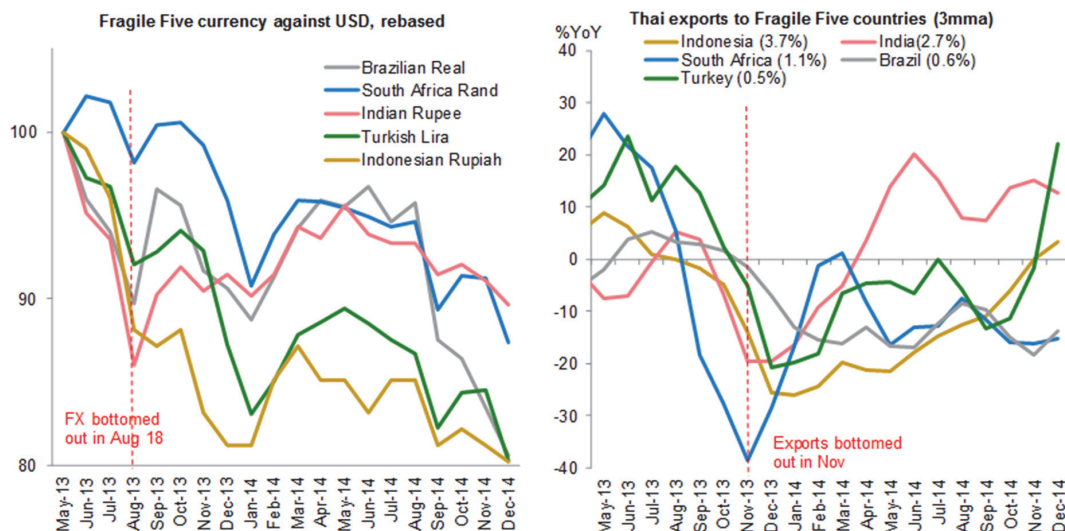
แผนภาพที่ 42: ค่าเงินของตลาด EM ที่มีสัดส่วนราว 20% ของมูลค่าส่งออกรวมอ่อนค่าลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมินผลกระทบของค่าเงินต่อมูลค่าการส่งออกของไทย โดยเทียบเคียงกับเหตุการณ์ Taper Tantrum ในช่วงเดือน พ.ค. – ส.ค. 2013 ซึ่งค่าเงินของกลุ่มประเทศ Fragile Five อ่อนค่าลงราว 10-15% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเราพบว่า 1) ปริมาณการส่งออกของไทยไปยังประเทศเหล่านี้ลดลงในอัตราที่มากกว่าการอ่อนค่าของค่าเงิน ซึ่งชี้ว่า Price Elasticity ของสินค้าส่งออกของไทยไปยังประเทศกลุ่มนี้ค่อนข้างสูง และ 2) การส่งออกจะเคลื่อนไหวตามหลัง (Lag) การอ่อนค่าของค่าเงินอยู่ราว 3-4 เดือน ดังนั้นเราจึงประเมินว่าการส่งออกของไทยไปยังกลุ่มประเทศที่ค่าเงินอ่อนค่ารุนแรงจะเริ่มชะลอตัวลงในช่วงเดือน พ.ย. ถึง ธ.ค. (3-4 เดือนหลังค่าเงินเริ่มอ่อนในเดือน ส.ค.)

แผนภาพที่ 43: ค่าเงินของกลุ่ม Fragile Five อ่อนค่าลงอย่างหนักในช่วง Taper Tantrum ส่งผลให้ไทยส่งออกไปประเทศดังกล่าวลดลง



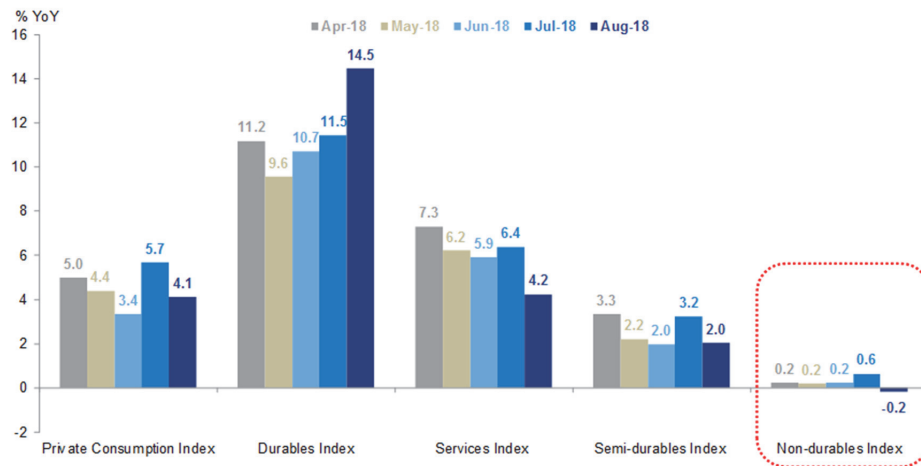
Note: Number in () represents share of Thai total exports

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวต่อเนื่อง แต่ยังไม่กระจายตัวอย่างทั่วถึง

การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวต่อเนื่อง แต่ยังคงกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มสินค้าคงทนและภาคบริการเป็นหลัก ขณะที่การบริโภคในกลุ่มสินค้าไม่คงทนยังอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า การบริโภคในกลุ่มสินค้าไม่คงทนจะทยอยปรับตัวดีขึ้น โดยได้อานิสงส์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่มุ่งช่วยเหลือกลุ่มผู้มีรายได้น้อยมากขึ้น อาทิ มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย เฟส 2 มาตรการคืน VAT ให้ผู้มีรายได้น้อย มาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำและพักชำระหนี้เกษตรกร

แผนภาพที่ 44: การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวต่อเนื่อง แต่การบริโภคในกลุ่มสินค้าไม่คงทนยังอยู่ในระดับต่ำ

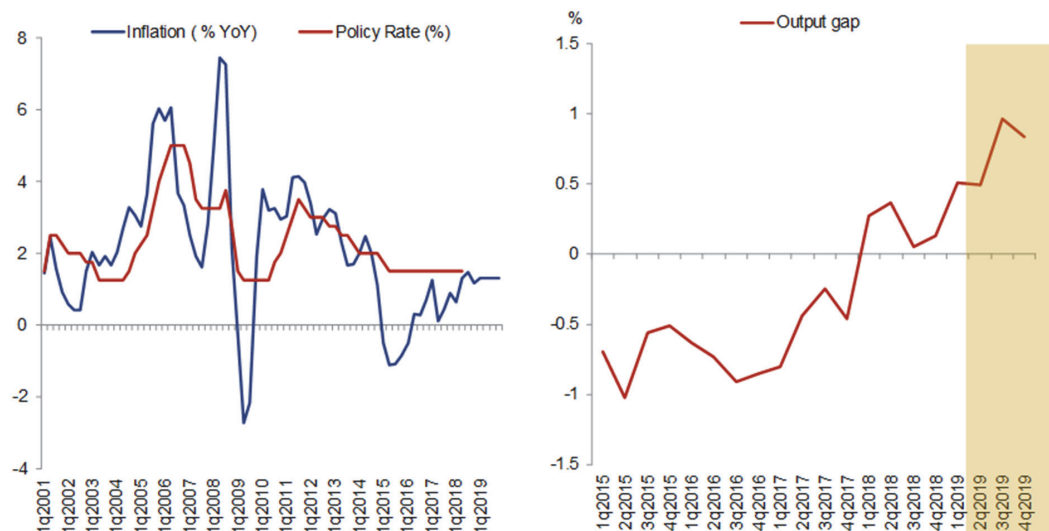


Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้งใน 1Q19

ในปี 2019 เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเติบโตเกินศักยภาพเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อกลับอยู่ในระดับต่ำ สะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นต่อระบบการเงิน รวมทั้ง ผลกระทบของสงครามการค้าที่จะเริ่มมีความชัดเจนขึ้น เราจึงคาดว่า กนง. จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1 ครั้งใน 1Q19 เพื่อรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน

แผนภาพที่ 45: Output gap มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี 2019



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





TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์โท วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

มานะ นิมิตรวานิช

Head of Economic Unit

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

ประสบการณ์: 6 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์นโยบายและแผน สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

1 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรชำนาญการ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

1 ปี ในตำแหน่งผู้บริหารงานวิจัย

วิลันดา ดิสเรตตีวอน

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

ซาร่า ผลพิบูลย์

Economist

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

วีระพันธ์ โรจน์ธรรมา

Strategist

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

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

สุชานันท์ ภักพสุชาติ

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	เอสทีไอเอส พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เอสทีไอเอส รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315	ไอคอนสยาม	: 02 056 4168		
จันทร์ - ศุกร์	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 ไทรราช	: 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
ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำการเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว