



TIPS

TISCO Investment Portfolio Strategy

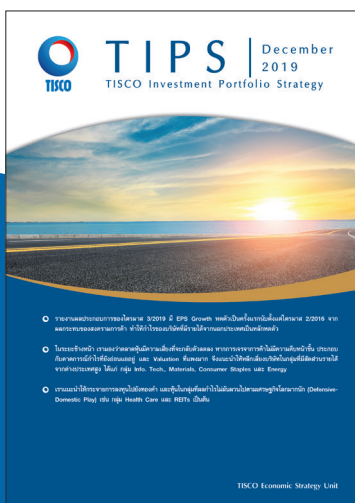
December
2019



- รายงานผลประกอบการของไตรมาส 3/2019 มี EPS Growth หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 จากผลกระทบของสงครามการค้า ทำให้กำไรของบริษัทที่มีรายได้จากนอกประเทศเป็นหลักหดตัว
- ในระยะข้างหน้า เรามองว่าตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะกลับตัวลดลง หากการเจรจาการค้าไม่มีความคืบหน้าขึ้น ประกอบกับคาดการณ์กำไรที่ยังอ่อนแออยู่ และ Valuation ที่แพงมาก จึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงบริษัทในกลุ่มที่มีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศสูง ได้แก่ กลุ่ม Info. Tech., Materials, Consumer Staples และ Energy
- เราแนะนำให้กระจายการลงทุนไปยังทองคำ และหุ้นในกลุ่มที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก (Defensive-Domestic Play) เช่น กลุ่ม Health Care และ REITs เป็นต้น

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Special Issue: อย่าหวังว่าสงครามการค้าจะจบลงง่ายๆ	7
ตลาดหุ้น	12
ตลาดตราสารหนี้	16
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	18
Global Economic Insights	23
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	24
เศรษฐกิจยุโรป	29
เศรษฐกิจจีน	34
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	39
เศรษฐกิจไทย	43



TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล
ธรรมรัตน์ กิตติศิริพัฒน์
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
วิไลดา ดิสรเตตติวัฒน์

ชาว์รา ผลพิบูลย์
พชร เย็นไพศาล
กฤษฎพันธ์ ตั้งเจริญนันต์

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 รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นทำ New High ตอบรับข่าวดีจากความหวังที่มีต่อการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งจะมีการลงนามเป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างทั้ง 2 ประเทศเป็นครั้งแรก ตั้งแต่ความตึงเครียดด้านการค้าเริ่มก่อตัวขึ้นในเดือน มี.ค. ปีก่อน อย่างไรก็ตาม นักลงทุนยังไม่ควรวางใจว่าสงครามการค้าที่ดำเนินมาราวปีเศษจะปิดฉากลงได้โดยง่าย เนื่องจากร่างข้อตกลงในขั้นถัดๆ ไป มีประเด็นสำคัญที่ทางการเงินไม่น่าจะยอมตกลงกับสหรัฐฯ ง่ายๆ

ในอดีต สหรัฐฯ เองก็เคยมีประเด็นข้อพิพาทด้านการค้ากับญี่ปุ่นมาก่อนในปี 1981 ซึ่งกินระยะเวลายาวนานถึง 13 ปีกว่าข้อขัดแย้งดังกล่าวจะสิ้นสุดลง ทั้งๆ ที่ญี่ปุ่นมีท่าทีโอนอ่อนผ่อนตามการเรียกร้องของสหรัฐฯ ในหลายประเด็น เช่น ยอมจำกัดจำนวนส่งออกรถยนต์ไปสหรัฐฯ และยอมลงนามในข้อตกลงพลาซา ซึ่งผิดไปจากปัจจุบันที่จีนมีท่าทีพร้อมสู้กลับมากกว่า เช่น ได้เก็บภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) จากสหรัฐฯ กลับ ขณะเดียวกันเงินหยวนที่อ่อนค่ายังช่วยหนุนให้จีนด้านทานนโยบายกีดกันการค้าจากสหรัฐฯ ได้มากกว่าญี่ปุ่น ขณะที่เงินเยนในสมัยนั้นถูกซ้ำเติมจากข้อตกลงพลาซา ทำให้เงินเยนแข็งค่า ดังนั้นเราจึงมองว่าความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ กับจีนน่าจะจบลงได้ยาก และมีความเป็นไปได้สูงที่สงครามการค้าจะยืดเยื้อและกินเวลานานต่อไปอีกหลายปี และเป็นความเสี่ยงสำคัญที่จะกลับมากดดันตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

ความเสี่ยงจากสงครามการค้าที่จะกลับมา ประกอบกับคาดการณ์กำไรที่ยังอ่อนแออยู่ และ Valuation ที่แพงมากทำให้เราแนะนำให้กระจายการลงทุนไปยังทองคำ และหุ้นในกลุ่มที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก (Defensive-Domestic Play) เช่น กลุ่ม Health Care และ REITs เป็นต้น และให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในบริษัทในกลุ่มที่มีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศสูง ได้แก่ กลุ่ม Info. Tech., Materials, Consumer Staples และ Energy



Global Investment Strategy

Key Recommendations

- รายงานผลประกอบการของไตรมาส 3/2019 มี EPS Growth หดตัวเป็นครั้งแรกตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 จากผลกระทบของสงครามการค้า ทำให้กำไรของบริษัทที่มีรายได้จากนอกประเทศเป็นหลักหดตัว
- ในระยะข้างหน้า เรามองว่าตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะกลับตัวลดลง หากการเจรจาการค้าไม่มีความคืบหน้าขึ้น ประกอบกับคาดการณ์กำไรที่ยังอ่อนแออยู่ และ Valuation ที่แพงมาก จึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงบริษัทในกลุ่มที่มีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศสูง ได้แก่ กลุ่ม Info. Tech., Materials, Consumer Staples และ Energy
- เราแนะนำให้กระจายการลงทุนไปยังทองคำ และหุ้นในกลุ่มที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก (Defensive-Domestic Play) เช่น กลุ่ม Health Care และ REITs เป็นต้น

Past Performance

ASEAN	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Thailand SET	1,609	-1.9%	-1.1%	0.3%	-0.7%	-1.8%	2.9%
Philippines PCOMP	7,934	-1.7%	1.2%	1.3%	4.7%	14.1%	6.3%
Indonesia JCI	6,099	-1.1%	-1.0%	-2.5%	2.0%	2.4%	-1.5%
Singapore STI	3,234	-0.9%	3.8%	3.4%	0.5%	5.9%	5.4%
Malaysia KLCI	1,594	-1.0%	1.8%	-0.4%	-1.1%	-5.9%	-5.7%
Asia	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
HK HSI	26,324	-4.8%	-0.7%	3.2%	-6.9%	0.8%	1.8%
China H HSCEI	10,427	-4.2%	-0.7%	5.3%	-3.5%	-1.2%	3.0%
MSCI China	78	-3.4%	0.8%	7.1%	-2.6%	5.5%	10.2%
China CSI300	3,906	-1.7%	-0.8%	5.7%	4.8%	20.5%	29.7%
Taiwan TWSE	11,450	-1.1%	3.0%	10.9%	8.4%	16.5%	17.7%
Korea KOSPI	2,157	0.9%	4.3%	11.3%	3.1%	3.3%	5.7%
MSCI Korea	667	0.3%	3.7%	12.4%	6.5%	5.7%	10.4%
India SENSEX	40,286	-0.5%	4.6%	8.0%	8.5%	14.3%	11.7%
MSCI India	1,333	-1.5%	3.4%	6.1%	4.8%	7.6%	5.6%
Developed Market	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Australia AS 200	6,780	0.8%	1.9%	5.8%	7.9%	18.2%	20.1%
Japan TOPIX	1,694	-0.5%	4.6%	14.2%	9.7%	3.4%	13.4%
Japan Nikkei 225	23,280	-0.5%	4.8%	14.1%	9.9%	6.8%	16.3%
Europe STOXX600	404	-0.5%	2.6%	10.8%	7.0%	12.8%	19.8%
Euro STOXX50	3,689	-0.5%	2.5%	12.4%	9.0%	15.6%	22.9%
US Dow Jones	27,782	0.4%	2.8%	8.6%	8.3%	9.9%	19.1%
US S&P500	3,097	0.4%	3.4%	8.7%	8.6%	13.4%	23.5%
MSCI US REITs	1,283	0.5%	-1.4%	2.9%	4.5%	13.7%	21.4%
J-REITs	2,150	-1.1%	-3.2%	4.6%	12.8%	19.8%	21.2%
Europe	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
UK FTSE 100	7,293	-1.5%	1.1%	3.2%	-0.1%	3.6%	8.4%
Germany DAX	13,180	-0.8%	4.4%	15.5%	8.9%	16.1%	24.8%
France CAC 40	5,901	0.2%	3.5%	12.7%	9.8%	17.2%	24.7%
Switzerland SMI	10,233	-0.9%	1.8%	6.5%	7.9%	15.4%	21.4%
Portugal PSI 20	5,274	-0.4%	5.7%	11.8%	2.8%	7.3%	11.5%
Spain IBEX 35	9,173	-2.9%	-2.0%	7.7%	0.0%	1.1%	7.4%
Italy FTSE MIB	23,481	-0.1%	5.0%	17.3%	12.5%	24.2%	28.1%
Latin America	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
Brazil BOVESPA	106,557	-2.8%	2.0%	7.6%	16.3%	23.9%	21.2%
Chile IPSA	4,499	-3.7%	-12.8%	-5.9%	-10.1%	-13.1%	-11.9%
Mexico MEXBO	43,189	-2.1%	-0.1%	12.0%	-0.3%	4.2%	3.7%
Regional	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
MSCI Asia Pac ex Japan	522	-2.4%	2.3%	7.7%	2.3%	7.3%	9.4%
MSCI Latin America	2,659	-4.9%	-1.6%	3.1%	2.7%	2.9%	3.6%
MSCI All Country World	541	-0.4%	3.0%	8.7%	6.8%	11.1%	18.8%
Commodities	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
WTI Spot	57.02	-0.4%	8.0%	4.7%	-8.1%	1.0%	25.6%
Brent Spot	62.50	0.0%	6.4%	7.3%	-12.9%	-6.2%	16.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.48	0.21	-0.45	1.72	-4.27	-468.0%	-291.0%
Gold Spot	1467.70	0.6%	-0.9%	-3.5%	13.1%	21.0%	14.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2516.98	-1.5%	-1.2%	4.6%	14.8%	17.9%	13.9%
Bloomberg Agri Subindex	39.26	-0.7%	-0.3%	3.9%	2.9%	-8.0%	-5.5%
Thai Bond index	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
ThaiBMA Govt Bond index	318.81	-0.4%	-1.3%	-1.1%	12.6%	16.5%	14.3%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	207.90	0.0%	0.2%	0.5%	2.0%	3.3%	2.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	295.81	0.0%	0.0%	0.2%	3.5%	6.1%	4.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	395.83	-0.2%	-1.1%	-1.2%	6.7%	10.8%	8.3%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	251.83	-0.1%	-0.3%	-0.2%	4.0%	6.4%	5.1%
Thai Bond Yields (bps)	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
1Y	1.31	-1	-10	-16	-49	-43	-44
2Y	1.32	1	-6	-10	-50	-64	-49
5Y	1.46	5	6	3	-63	-93	-70
10Y	1.71	9	20	19	-81	-112	-80
Spread 10Y-2Y	39	9	26	29	-31	-47	-31
Foreign Bond Yields (bps)	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
US 10Y	1.84	-10	7	31	-53	-127	-84
Japan 10Y	(0.08)	-3	9	15	-3	-19	-8
UK 10Y	0.71	-8	7	26	-40	-80	-57
German 10Y	(0.35)	-12	11	30	-28	-75	-59
Spain 10Y	0.46	8	25	31	-51	-116	-96
Italy 10Y	1.33	16	41	-18	-140	-217	-142
Others	Last	-1W	-1M	-3M	-6M	-1Y	YTD
VIX index	13.05	0.4	-0.5	-8.1	-3.4	-6.9	-12.4
Dollar index	98.14	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.6%	1.2%	2.0%
USD/THB	30.19	-0.6%	-0.8%	-2.1%	-4.3%	-8.4%	-6.6%
EUR/USD	1.10	0.1%	0.0%	-0.7%	-1.6%	-2.6%	-3.7%
GBP/USD	1.29	0.9%	1.0%	6.4%	0.2%	1.1%	1.1%
USD/JPY	108.61	-0.6%	-0.2%	2.4%	-0.8%	-4.2%	-1.0%
USD/CNY	7.02	0.6%	-0.7%	-0.1%	2.1%	1.0%	2.1%
USD/CNH	7.00	0.2%	-1.2%	-0.6%	1.4%	1.0%	1.9%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

11/15/2019

8:06:25 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- เราคาดว่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- รัฐบาลและธนาคารกลางของสหรัฐฯ ยังคงดำเนินนโยบายทั้งการคลัง และการเงินในเชิงผ่อนคลาย ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่คอยสนับสนุนเศรษฐกิจ และตลาดการเงินของสหรัฐฯ ให้มีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก - การเติบโตของกำไรออนไลน์ไม่น่าจะช่วยขับเคลื่อนตลาดได้มากนัก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย				- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากทั้งภาคต่างประเทศ และในประเทศ เราลดคาดการณ์ GDP ปี 2019 ลงเป็น +2.9% YoY - ยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพการเมือง และการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				- เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่อง หลังตัวเลข GDP ไตรมาส 3 ขยายตัว +6.0%YoY ต่ำสุดในรอบเกือบ 30 ปี จากผลกระทบของสงครามการค้า ประกอบกับรัฐบาลถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 2 - ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงที่คอยกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวัน อยู่ในระดับสูง - คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนในเกาหลี และไต้หวันเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และอุปสงค์ที่อ่อนแอของสินค้าประเภท Smartphone, PCs และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นอินเดีย				- ผลกระทบจากสงครามการค้าด้านน้อย เนื่องจากพึ่งพาการบริโภคในประเทศเป็นหลัก - แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง และอาจถูกกระทบจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- เศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และผลกระทบหลังการปรับขึ้นภาษีบริโภคในเดือน ต.ค. - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป				- ความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลี และอังกฤษ (Brexit) ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป - Earnings Growth อยู่ในระดับต่ำ ขณะเดียวกันค่าเงินยูโรมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรของบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- โครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- ความเสี่ยงทางการเมือง และเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในปีนี้ - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				- ซาอุดีอาระเบียได้ผลิตได้ตามเดิม หลังถูกโจมตีในเดือน ก.ย. ขณะที่ กลุ่ม OPEC มีโอกาสน้อยมากที่จะลดปริมาณการผลิตเพิ่มเติมได้สำเร็จ จากความขัดแย้งในกลุ่มที่รุนแรงขึ้นเรื่อยๆ - คาดว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ จะทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs				- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight
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

Special Issue: อย่าหวังว่าสงครามการค้าจะจบลงง่ายๆ

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นทำ New High ตอบรับข่าวดีจากความหวังที่มีต่อการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน อย่างไรก็ตาม นักลงทุนยังไม่ควรวางใจว่าสงครามการค้าจะปิดฉากลงได้โดยง่าย เนื่องจากร่างข้อตกลงในขั้นถัดๆ ไป มีประเด็นสำคัญที่ทางการจีนไม่น่าจะยอมตกลงกับสหรัฐฯ ทำให้สงครามการค้าอาจยืดเยื้อเป็นเวลานานหลายปี คล้ายกับสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับญี่ปุ่นในยุค 80 ซึ่งกินเวลาทั้งหมด 13 ปี ทั้งๆ ที่ญี่ปุ่นยอมตามข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ ในหลายประเด็น ผิดจากปัจจุบันที่จีนมีท่าทีพร้อมสู้กลับมากกว่า ทำให้เรามองว่าความเสี่ยงจากสงครามการค้าจะกลับมามีความกดดันตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น ตอบรับความคาดหวังต่อการลงนามในข้อตกลงการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นทำ New High ตอบรับข่าวดีจากความหวังที่มีต่อการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ที่คาดว่าจะมีการลงนามร่วมกันในข้อตกลงขั้นที่ 1 (Phase One) นับเป็นการลงนามเป็นลายลักษณ์อักษรระหว่างทั้ง 2 ประเทศเป็นครั้งแรก ตั้งแต่ความตึงเครียดด้านการค้าเริ่มก่อตัวขึ้นในเดือน มี.ค. ปีก่อน ส่งผลให้ค่าเงินหยวนกลับมาแข็งค่าขึ้น จนทะลุแนวต้านทางจิตวิทยาที่ระดับ 7 หยวนต่อดอลลาร์ฯ เป็นครั้งแรกตั้งแต่ปลายเดือน ส.ค.

อย่างไรก็ตาม นักลงทุนยังไม่ควรวางใจว่าสงครามการค้าที่ดำเนินมาราวปีเศษจะปิดฉากลงได้โดยง่าย เนื่องจากร่างข้อตกลงในขั้นถัดๆ ไป มีประเด็นสำคัญเกี่ยวกับการถ่ายโอนความรู้ทางเทคโนโลยี ซึ่งเป็นข้อขัดแย้งสำคัญที่ทางการจีนไม่น่าจะยอมตกลงกับสหรัฐฯ ง่ายๆ

แผนภาพที่ 1: เงินหยวนแข็งค่าขึ้นเป็น 7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ตอบรับความคาดหวังต่อการลงนามในข้อตกลง 'Phase One' แต่นับว่ายังอ่อนค่าอยู่ราว 10% จากระดับก่อนที่สหรัฐฯ จะเริ่มเจาะจงเก็บภาษีเฉพาะกับจีนในเดือน มี.ค. 2018



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับญี่ปุ่นในยุค 80 กินเวลาทั้งหมด 13 ปี

ในอดีต สหรัฐฯ เองก็เคยมีประเด็นข้อพิพาทด้านการค้ากับญี่ปุ่นมาก่อนในปี 1981 ซึ่งกินระยะเวลายาวนานถึง 13 ปีกว่าข้อขัดแย้งดังกล่าวจะสิ้นสุดลง ทั้งๆ ที่ญี่ปุ่นมีท่าทีโอนอ่อนผ่อนตามการเรียกร้องของสหรัฐฯ ในหลายประเด็น ซึ่งผิดไปจากปัจจุบันที่จีนมีท่าทีพร้อมสู้กลับมากกว่า

ดังนั้น เรามองว่าความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ กับจีนน่าจะจบลงได้ยาก และมีความเป็นไปได้สูงที่สงครามการค้าจะยืดเยื้อและกินเวลานานต่อไปอีกหลายปี ประเด็นสำคัญที่ชี้ให้เห็นว่าสงครามการค้าในรอบนี้ไม่น่าจะจบลงได้โดยง่าย เนื่องจาก ประการแรก **จีนตอบโต้กลับการเก็บภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ของสหรัฐฯ** ในช่วงไตรมาส 3 ปี 2018 หลังจากที่สหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าจากจีนที่อัตรา 25% กับสินค้าในกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องจักร มูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จีนก็ตอบโต้กลับด้วยการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ กลับในอัตราและมูลค่าที่เท่ากัน กับกลุ่มสินค้าเกษตรและถ่านหิน ในขณะที่ญี่ปุ่นยอมตามที่สหรัฐฯ เรียกร้องหลายอย่าง เนื่องจากญี่ปุ่นเป็นพันธมิตรกับสหรัฐฯ และต้องอาศัยกำลังทางทหารจากสหรัฐฯ หลังแพ้สงครามโลกครั้งที่ 2 ในการป้องกันประเทศ จึงยอมจำกัดปริมาณการส่งออกรถยนต์ไปสหรัฐฯ (Voluntary Exports Restraint) ในปี 1981 การจำกัดการส่งออกได้ยืดเยื้อนานถึง 13 ปี จากเดิมที่ถูกกำหนดให้มีผลบังคับใช้แค่ 3 ปี และยอมลงนามในข้อตกลงพลาซา (Plaza Accord) ในปี 1985 เพื่อให้เงินเยนแข็งค่าเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ อีกทั้งผู้ประกอบการบางส่วนในญี่ปุ่นยังได้ยอมตามข้อเสนอของสหรัฐฯ ที่ให้ย้ายฐานการผลิตรถยนต์ ไปที่สหรัฐฯ ด้วย

ประการสอง **เงินหยวนที่อ่อนค่าหนุนให้จีนด้านทานการโจมตีจากสหรัฐฯ ได้มากกว่าญี่ปุ่น** เงินหยวนที่อ่อนค่าลงไปแล้ว 10% นับตั้งแต่สหรัฐฯ เริ่มเจาะจงเก็บภาษีกับจีนในเดือน มี.ค. 2018 ช่วยชดเชยผลกระทบจากอัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 22% จาก 8% ในช่วงก่อนเริ่มสงครามการค้า ขณะที่เงินเยนในสมัยนั้นถูกซ้ำเติมจากข้อตกลงพลาซา ซึ่งทำให้เงินเยนแข็งค่าไปถึง 40% ในช่วงก่อนฟองสบู่จะแตกในปี 1991

ประการสุดท้าย **สหรัฐฯ ชูว่าจะขยายกรอบนโยบายกีดกันไปยังการลงทุนภาคเอกชน** ขณะนี้สหรัฐฯ กำลังพิจารณาจำกัดสัดส่วนการลงทุนในจีนของกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการสหรัฐฯ (US Government Pension) และจำกัดกรอบมูลค่าการลงทุนในจีนของดัชนีที่บริหารโดยบริษัทสหรัฐฯ เพิ่มเติมจากที่ปัจจุบันโจมตีแค่การเก็บภาษีนำเข้า

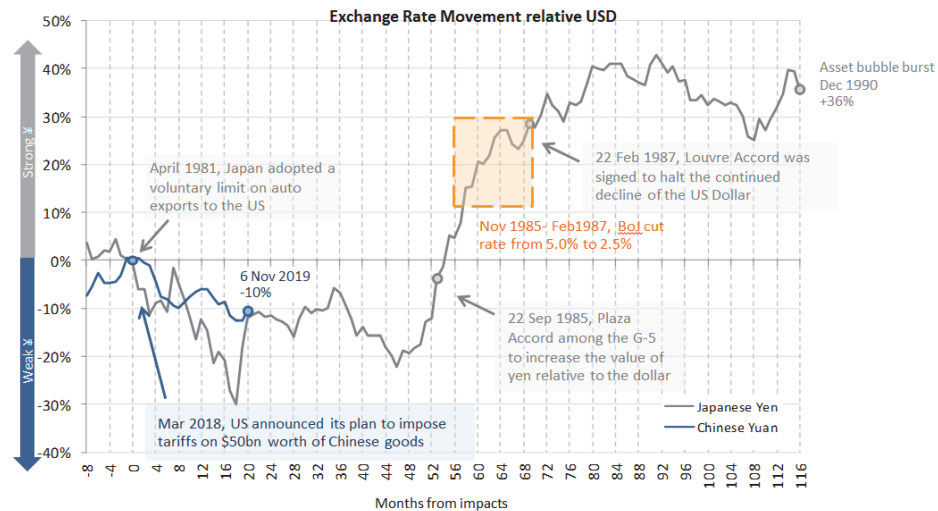
แรงต้านทานและตอบโต้ของจีนที่มีมากกว่าญี่ปุ่น ประกอบกับการขยายกรอบนโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯ ทำให้เรามองว่าสงครามการคารอบนี้มีแนวโน้มยืดเยื้อกินเวลานานหลายปี และเป็นความเสี่ยงสำคัญที่จะกลับมากัดดันตลาดหุ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 2: ญี่ปุ่นมีท่าทีโอนอ่อนผ่อนตามการเรียกร้องของสหรัฐฯ ยังใช้เวลา 13 ปี สงครามการค้าถึงจะจบ ขณะที่จีนมีท่าทีพร้อมสู้กลับมากกว่า ทำให้สงครามการค้าไม่น่าจะจบลงง่ายๆ

	Reagan's trade war with Japan in 1980s	Trump's trade war with China since 2018
When the Protectionism starts	- During his election campaign in 1980, Ronald Reagan promised to rescue the auto industry - In 1981, Japan adopted a voluntary limit on auto exports to the US	- During election campaign in 2016, Donald Trump laid out plans to counter 'unfair' trade practices from China - Trump first imposed tariffs in Jan 2018 on washing machines and solar panels - US begins to focus tariffs on China in Mar 2018 when it announced its plan to impose tariffs on \$50bn worth of Chinese goods
The scope of Restrictions	- Broad tariffs were threatened, but trade actions tended to be narrow in scope and focused on auto export quotas - No retaliatory measures from Japan	China retaliates against US tariffs - US protectionism extends beyond American goods, e.g. - In May 2019, US banned US companies from selling to Huawei and its affiliates; however, this was relaxed after 2 months - Trump administration considers limiting US investor portfolio flows into Chinese assets - US senators call for US government pension funds to reverse a decision into an MSCI index
Currency	JPY rose 40% against USD after Japanese govt signed the Plaza Accord agreement to increase the value of yen relative to the dollar in Sep 1985	CNY has weakened 10% against USD since Mar 2019, helping offset the tariff impacts; it continues a weak trend even after US labeled China a currency manipulator in Aug 2019
When the trade restrictions lessen	- Feb 1987, Louvre Accord was signed to halt the continued decline of the US Dollar - In 1994, Auto voluntary export limit was abolished; it was initially planned to last 3 years but was removed 13 years later	'Phase One' deal will likely prevent further escalation in the near term

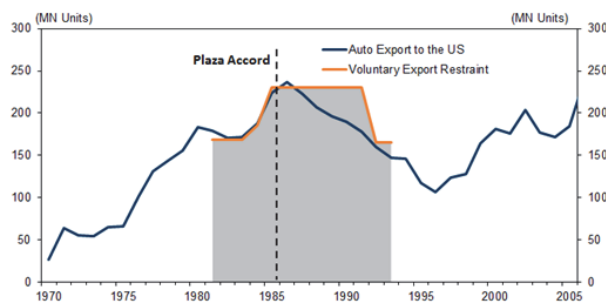
Source: Goldman Sachs, Reuters, Wall Street Journal, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 3: การอ่อนค่าของเงินหยวนช่วยชดเชยผลกระทบจากการเก็บภาษีนำเข้า ขณะที่เงินเยนในสมัยนั้นถูกซ้ำเติมจากข้อตกลงพลาซาไม่ให้อ่อนค่า ซึ่งทำให้เงินเยนแข็งค่าไปถึง 40% ในช่วงก่อนฟองสบู่แตกในปี 1991

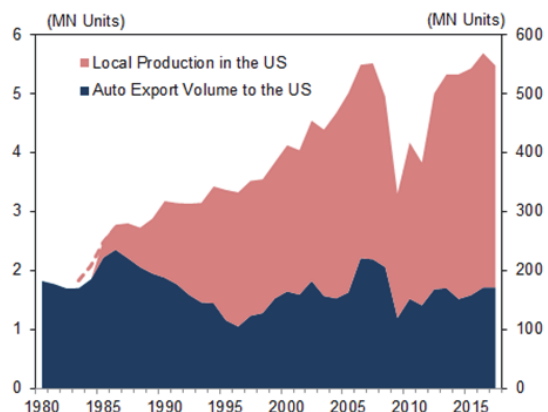


Source: Wikipedia, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 4: ญี่ปุ่นส่งรถยนต์ไปสหรัฐฯ น้อยลง หลังจำกัดการส่งออก



แผนภาพที่ 5: ...เนื่องจากผู้ผลิตบางส่วนได้ย้ายโรงงานไปผลิตที่สหรัฐฯ



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

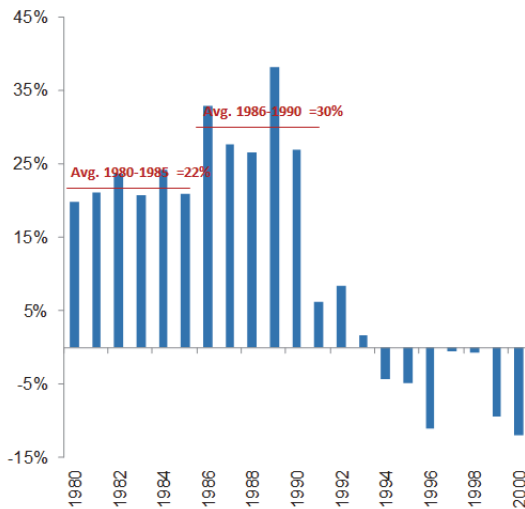
Trade War ครั้งนี้จะไม่ส่งผลดีกับประเทศอื่น เหมือนในช่วงปี 1980

ถึงแม้สงครามการค้าในช่วงปี 1980 จะส่งผลเสียต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น แต่กลับเป็นผลดีต่อประเทศรอบข้าง เช่น เกาหลีใต้, สิงคโปร์, ไทย, มาเลเซีย, เวียดนาม และอินโดนีเซีย เนื่องจากผู้ประกอบการญี่ปุ่นได้เพิ่มการลงทุนไปยังประเทศเหล่านั้น เป็นสัดส่วนมากถึง 30% ของ GDP ญี่ปุ่น ส่งผลให้หลังจากปี 1985 ยอดส่งออกของญี่ปุ่นลดลงไปราว 5% ของยอดรวมทั่วโลก แทนที่ด้วยยอดส่งออกของประเทศดังกล่าว

อย่างไรก็ดี สงครามครั้งนี้ไม่น่าจะทำให้จีนย้ายฐานการผลิตไปประเทศอื่น เนื่องจาก 1) ค่าจ้างขั้นต่ำต่อชั่วโมง (Minimum Wage) ของจีนที่ 1.5 ดอลลาร์สหรัฐฯ สูงกว่าประเทศที่กำลังพัฒนาไม่มากนักที่เฉลี่ย 0.9 ดอลลาร์สหรัฐฯ และ 2) ตลาดในประเทศของจีนใหญ่มาก เนื่องจากมีประชากรมากที่สุดในโลก และมีการบริโภคเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2000 จนมาอยู่ที่ 11% ของการบริโภคโลกในปัจจุบัน ซึ่งเป็นรองแค่สหรัฐฯ ที่ 27% ทำให้ผู้ประกอบการในจีนไม่มีความจำเป็นมากพอที่จะต้องย้ายฐานการผลิตไปประเทศอื่น

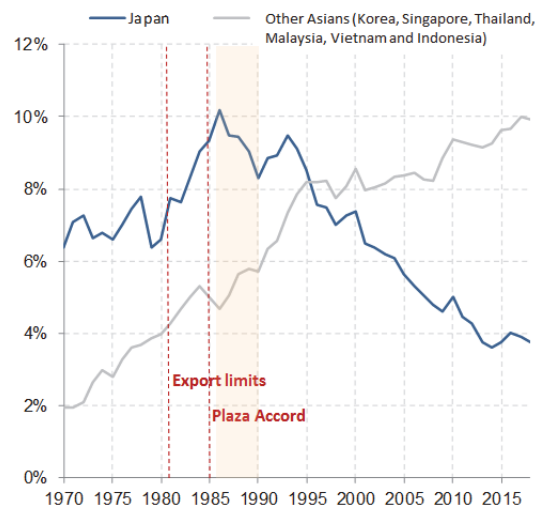
แผนภาพที่ 6: ผู้ประกอบการในญี่ปุ่นได้เพิ่มการลงทุนไปยังประเทศในเอเชียตะวันออกเป็นจำนวนมาก

Outward Investment of Japanese Nonfinancial Corporations to GDP



แผนภาพที่ 7: ยอดส่งออกของญี่ปุ่นลดลงไปราว 5% แทนที่ด้วยยอดส่งออกของประเทศในเอเชียตะวันออก

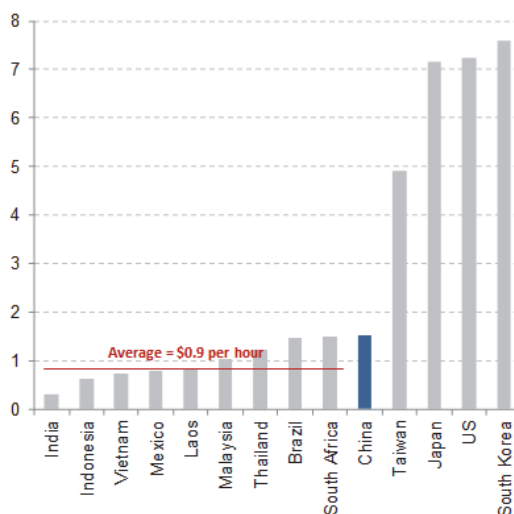
Share of Exports to the World



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

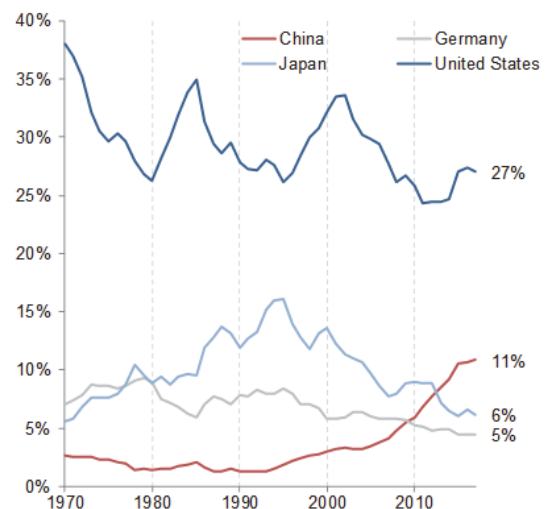
แผนภาพที่ 8: ค่าจ้างขั้นต่ำของจีนสูงกว่าประเทศที่กำลังพัฒนาไม่มากนัก

Minimum Wage per Hour (in USD)



แผนภาพที่ 9: จีนมีการบริโภคภายในประเทศค่อนข้างมาก

Share of Domestic Consumption to the World

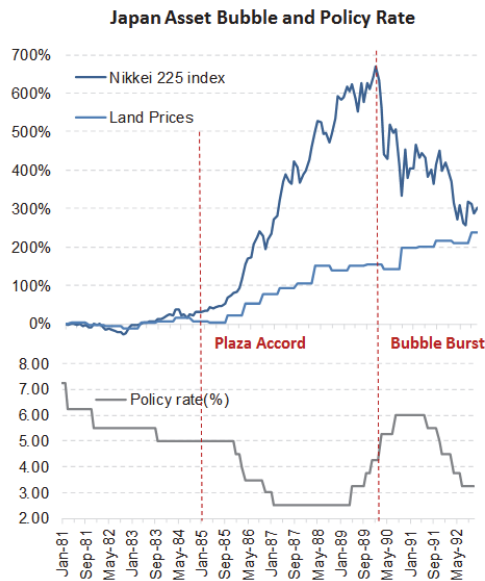


Source: World Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จีนไม่น่าจะออกนโยบายพยุงเศรษฐกิจมากนัก จากบทเรียนฟองสบู่แตกของญี่ปุ่น

การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกจากสงครามการค้า ทำให้นักลงทุนคาดหวังการออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจีนไม่น่าจะออกนโยบายการกระตุ้นที่ใหญ่ เนื่องจากในช่วงปี 1980 ที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอตัว ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ลดดอกเบี้ยลงต่อเนื่อง จากก่อนการจำกัดการส่งออกรถยนต์ที่ 7.25% เป็น 2.5% เพื่อพยุงเศรษฐกิจ จนทำให้ราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นแรง โดยดัชนี Nikkei ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 700% และราคาที่ดินเพิ่มขึ้นกว่า 300% จนฟองสบู่แตกในปี 1991 และทำให้ญี่ปุ่นเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจซบเซาต่อเนื่องนานถึง 20 ปี ประกอบกับผู้ประกอบการจีนมีการผิดนัดชำระหนี้ (Defaults Case) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับตั้งแต่ปีก่อน (อ่านเพิ่มเติมภายในเล่มในส่วนของ 'เศรษฐกิจจีน') และจีนมีความกังวลเรื่องราคาบ้านที่ได้แรงตัวขึ้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมาเป็นทุนเดิมอยู่แล้ว ทำให้จีนใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายได้อย่างจำกัด

แผนภาพที่ 10: ธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ลดดอกเบี้ยลงต่อเนื่อง จนทำให้ราคาสินทรัพย์เพิ่มขึ้นแรง จนพุ่งสูงแตกในปี 1991 และทำให้ญี่ปุ่นเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจชะงักงันต่อเนื่องนานถึง 20 ปี



Possible causes of Japanese Bubble in 1987-1991

- 1) **Long period of monetary accommodation.** Plaza Accord in 1985 caused appreciation in the yen and hurt exports. BoJ cut policy rate from 5.0% to 2.5% during 1986-87 to alleviate the effects
- 2) **Top rate of income tax was reduced** in steps, from 70% to 50%, starting in 1987
- 3) **Changing behavior of banks.** Against the rise of the equity market, bank deposits stayed at high levels. Banks subsequently turned to promote loans to small firms backed by property. Eventually, banks offered easy lending to individuals, using homes as collateral
- 4) **Increasing financial liberalization** since 1984...
 - Restrictions on future exchange transactions was removed
 - Companies can now trade currency, not only banks
- 5) As the BoJ continually reduced interest rates, there was **an expectation that rates would remain low**. This therefore helped to drive up asset prices

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

ตลาดหุ้น

รายงานผลประกอบการของไตรมาส 3/2019 มี EPS Growth หดตัวเป็นครั้งแรกตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 จากผลกระทบของสงครามการค้า ทำให้กำไรของบริษัทที่มีรายได้จากนอกประเทศเป็นหลัก หดตัว ในระยะข้างหน้า เรามองว่าตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะกลับตัวลดลง หากการเจรจาการค้าไม่มีความคืบหน้าขึ้น ประกอบกับคาดการณ์กำไรที่ยังอ่อนแออยู่ และ Valuation ที่แพงมาก จึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในบริษัทในกลุ่มที่มีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศสูง ได้แก่ กลุ่ม Info. Tech., Materials, Consumer Staples และ Energy และให้กระจายการลงทุนไปยังทองคำ และหุ้นในกลุ่มที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก (Defensive-Domestic Play) เช่น กลุ่ม Health Care และ REITs เป็นต้น

สงครามการค้าถ่วงกำไรบริษัทในตลาด S&P 500 ให้หดตัวเป็นครั้งแรก ตั้งแต่ไตรมาส 2/2016

บริษัทในดัชนี S&P500 ได้รายงานผลประกอบการของไตรมาส 3/2019 จนถึงวันที่ 7 พ.ย. ไปแล้วจำนวน 444 บริษัท ซึ่งคิดเป็น 89% ของบริษัททั้งหมดในดัชนี ระบุมีอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS Growth) หดตัวเป็นครั้งแรกตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 ที่ -1.1%YoY และต่ำกว่าเฉลี่ย 5 ปีที่ +6.9%YoY เมื่อแยกเป็นรายอุตสาหกรรม บริษัทที่หดตัวจากไตรมาสก่อน นำโดยกลุ่ม Energy (-37.7%YoY) จากการลดลงของราคาน้ำมัน ซึ่งราคาน้ำมันเฉลี่ยของไตรมาส 3 ปีนี้ อยู่ที่ \$56.44 ลดลง -19% จากไตรมาส 3 ปีก่อน ที่ \$69.43 ตามด้วยกลุ่มที่มีสัดส่วนรายได้ (Revenue) จากต่างประเทศ มากกว่า 50% ของรายได้ทั้งหมด ได้แก่ กลุ่ม Materials (-21.0%YoY), และกลุ่ม Information Technology (-5.0%YoY) ขณะที่กลุ่มที่มีอัตราการเติบโตของกำไรขยายตัวจากไตรมาสก่อน เป็นกลุ่มที่เน้นรายได้จากภายในประเทศ ได้แก่ กลุ่ม Utilities (+9.9%YoY), กลุ่ม Health Care (+8.7%YoY) และกลุ่ม Real Estate (+6.7%YoY)

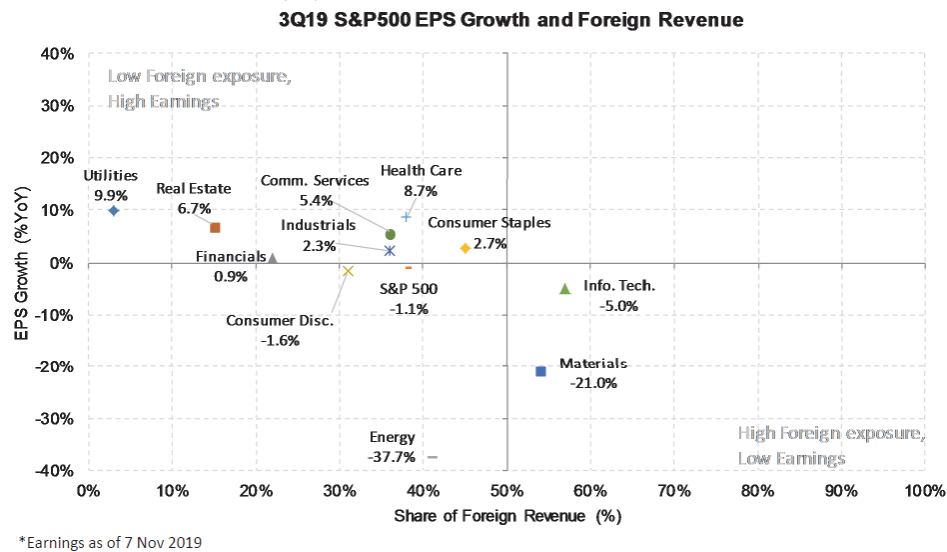
ในระยะข้างหน้า เรามองว่ากำไรของบริษัทในสหรัฐฯ จะยังคงถูกกดดันจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว และสงครามการค้าที่มีท่าทียืดเยื้อ โดยเฉพาะบริษัทในกลุ่มที่มีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศสูงกว่าดัชนี S&P500 ได้แก่ กลุ่ม Information Technology, Materials, Consumer Staples และ Energy

แผนภาพที่ 11: สงครามการค้าถ่วงกำไรบริษัทในตลาด S&P 500 ให้หดตัวเป็นครั้งแรก ตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 ที่ -1.1%



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

แผนภาพที่ 12: กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีรายได้จากนอกประเทศ เช่น IT และ Materials มีกำไรหดตัวมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีรายได้จากภายในประเทศเป็นหลัก



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

ตลาดหุ้นเสี่ยงกลับตัวลดลง หากการเจรจาการค้าไม่มีความคืบหน้าขึ้น

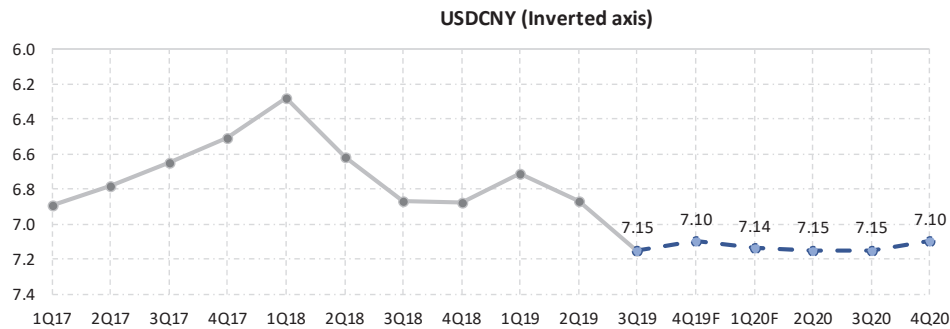
เรามองว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีความเสี่ยงที่จะกลับตัวลดลง หากการเจรจาการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ไม่มีความคืบหน้าไปในทางที่ดีขึ้น เนื่องจากการเจรจาข้อตกลงในขั้นถัดๆ ไปเกี่ยวข้องกับประเด็นอ่อนไหวอย่างทรัพย์สินทางปัญญา และการถ่ายโอนความรู้ทางเทคโนโลยี ซึ่งเป็นข้อขัดแย้งสำคัญที่ทางการจีนไม่น่าจะยอมตกลงกับสหรัฐฯ ได้โดยง่าย และมีความเป็นไปได้ที่จะยืดเยื้อนานหลายปี จากเหตุผลใน 'Special Issue: อย่าหวังว่าสงครามการค้าจะจบลงง่ายๆ' ทั้งนี้ มุมมองของเราสอดคล้องกับนักวิเคราะห์ที่งานอื่นจากผลสำรวจของ Bloomberg ที่คาดว่าเงินหยวนจะยังคงอ่อนค่าอยู่ที่ระดับเกินกว่า 7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ไปจนถึงปีหน้า โดยจะอยู่ที่ 7.10 หยวนต่อดอลลาร์ ณ สิ้นปี 2020

แผนภาพที่ 13: เงินหยวนยังอ่อนค่าอยู่ราว 10% จากระดับก่อนที่สหรัฐฯ จะเริ่มเจรจาเงื่อนไขเฉพาะกับจีนในเดือน มี.ค. 2018



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 14: ผลสำรวจของ Bloomberg ชี้ว่านักวิเคราะห์คาดว่าเงินหยวนจะยังคงอ่อนค่าอยู่ที่ระดับเกินกว่า 7.00 หยวนต่อดอลลาร์ฯ ไปจนถึงปีหน้า โดยจะอยู่ที่ 7.10 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2020

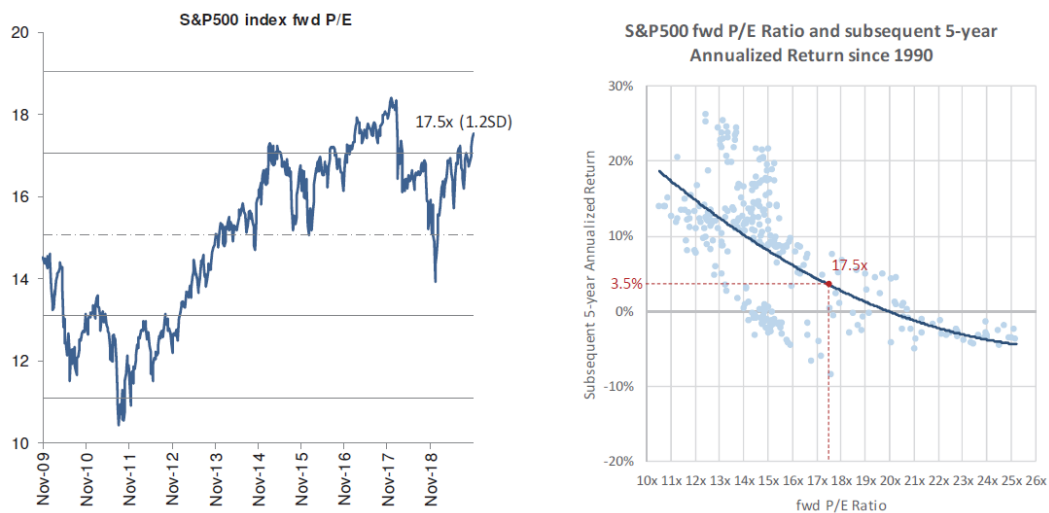


*ข้อมูล ณ วันที่ 14 พ.ย. 2019

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นได้ไม่มากนัก ท่ามกลางแรงกดดันจากคาดการณ์กำไรที่อ่อนแอ และ Valuation ที่แพงมาก ดัชนี S&P 500 ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยที่คาดการณ์กำไรของปี 2020 ยังไม่มีการปรับดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ทำให้ Forward P/E Ratio เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 17.5x สูงกว่าระดับค่าเฉลี่ย 10 ปี ที่ 15.1x และเกือบเท่าระดับสูงสุดในช่วงปลายปี 2017 ที่ 18.5x ซึ่งเศรษฐกิจในตอนนี้แข็งแกร่งมาก และกำลังอยู่ในช่วงผ่านกฎหมายลดภาษีนิติบุคคล ขณะที่เศรษฐกิจในตอนนี้ยังไม่ฟื้นตัวชัด Fed ยังได้ส่งสัญญาณหยุดรอบของการลดดอกเบี้ย และสงครามการค้าอาจกลับมารุนแรงขึ้น ซึ่งหากนักลงทุนซื้อดัชนี S&P 500 ณ ระดับที่ Fwd P/E Ratio แพงแบบนี้ในปัจจุบัน จะได้ผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในอีก 5 ปีข้างหน้าแค่ 3.5% ต่อปี

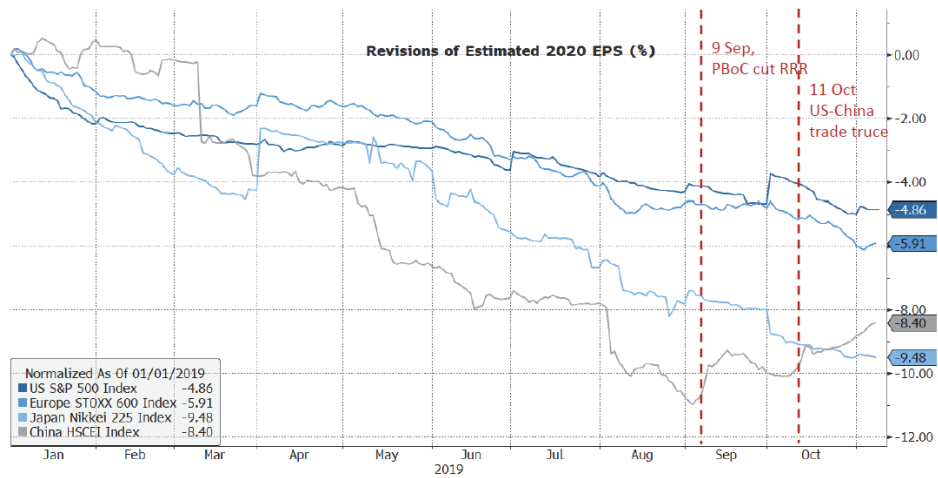
แผนภาพที่ 15: ถ้างลงทุนในดัชนี S&P 500 ที่ Fwd P/E ratio 17.5x จะได้ผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนในอีก 5 ปีข้างหน้าแค่ 3.5% ต่อปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตั้งแต่ต้นเดือน ก.ย. คาดการณ์กำไรของบริษัทในประเทศจีน เป็นประเทศเดียวที่มีการปรับขึ้นอย่างเห็นได้ชัด จากการปรับลดดอกเบี้ย RRR ในเดือน ก.ย และการเจรจาการค้าที่ดีขึ้นในเดือน ต.ค. ขณะที่ คาดการณ์กำไรของบริษัทในประเทศอื่น ได้แก่ สหรัฐฯ, ยุโรป และญี่ปุ่น ยังมีแนวโน้มลดลงอยู่

แผนภาพที่ 16: จีนเป็นเพียงประเทศเดียวที่นักวิเคราะห์ปรับคาดการณ์กำไรขึ้นอย่างเห็นได้ชัด หลัง PBoC ลดดอกเบี้ย RRR และข่าวดีจากการเจรจาการค้ากับสหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในระยะข้างหน้า เรามองว่า Fwd P/E Ratio จะกลับมามีค่าลดลง จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และการค่อยๆฟื้นตัวของเศรษฐกิจ คล้ายกับช่วงไตรมาส 3/2016 ที่ Fwd P/E ratio กลับมามีค่าลดลง พร้อมกับการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield หลังตลาดคลายความกังวลจากการเลือกตั้ง Brexit และราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 17: ในระยะข้างหน้า เรามองว่า Fwd P/E ratio จะกลับมามีค่าลดลง จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และการค่อยๆฟื้นตัวของเศรษฐกิจ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

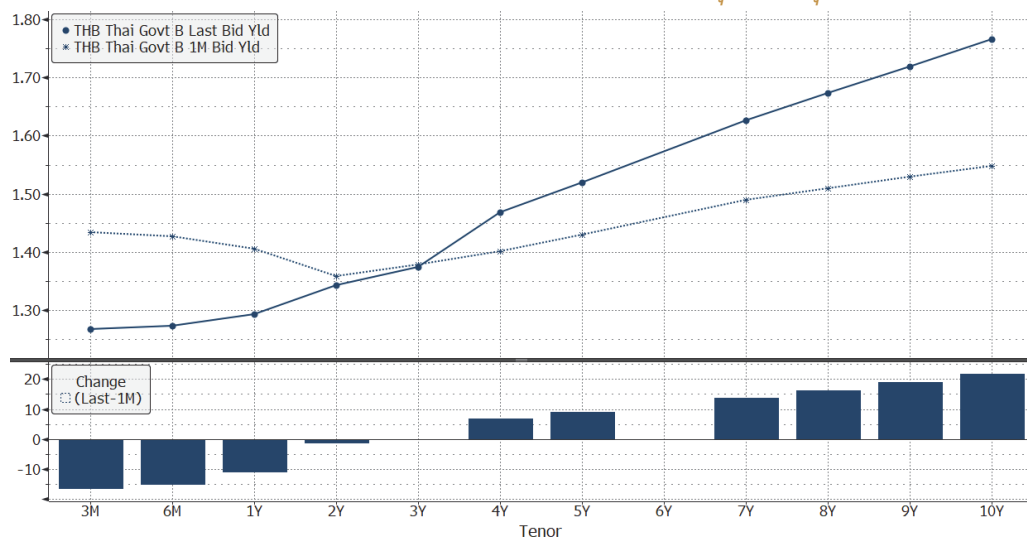
ตลาดตราสารหนี้

Bond Yield ระยะยาวกลับมาเพิ่มขึ้นในเดือนที่ผ่านมา ตามตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด ประกอบกับข่าวดีจากความเสี่ยงในหลายประเทศที่ลดลง ได้แก่ การตกลงที่จะลงนามในข้อตกลงการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และข่าวการจัดเลือกตั้งนายกฯ อังกฤษ อย่างไรก็ดี ในปีหน้า เรามองว่า Bond Yield ระยะยาวจะกลับมามีแนวโน้มลดลง ตามความเสี่ยงสงครามการค้าและการเมืองที่มีทำที่ยืดเยื้อกดดันตัวเลขเศรษฐกิจ ประกอบกับธนาคารกลางอาจลดดอกเบี้ยลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจไม่มากนัก

Bond Yield เล็ก Invert ในทุกช่วงอายุ

ในเดือนที่ผ่านมา อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยเล็ก Invert ในทุกช่วงอายุ จากการปรับตัวลดลงของ Yield ระยะสั้นช่วงอายุ 3 เดือนถึง 3 ปี ที่เฉลี่ยราว 10 bps ขณะที่พันธบัตรระยะกลางและยาว อายุ 3 ถึง 10 ปี เพิ่มขึ้นเฉลี่ยราว 15 bps

แผนภาพที่ 18: Bond Yield เล็ก Invert ในทุกช่วงอายุ



Copyright© 2019 Bloomberg Finance L.P.

14-Nov-2019 19:16:36

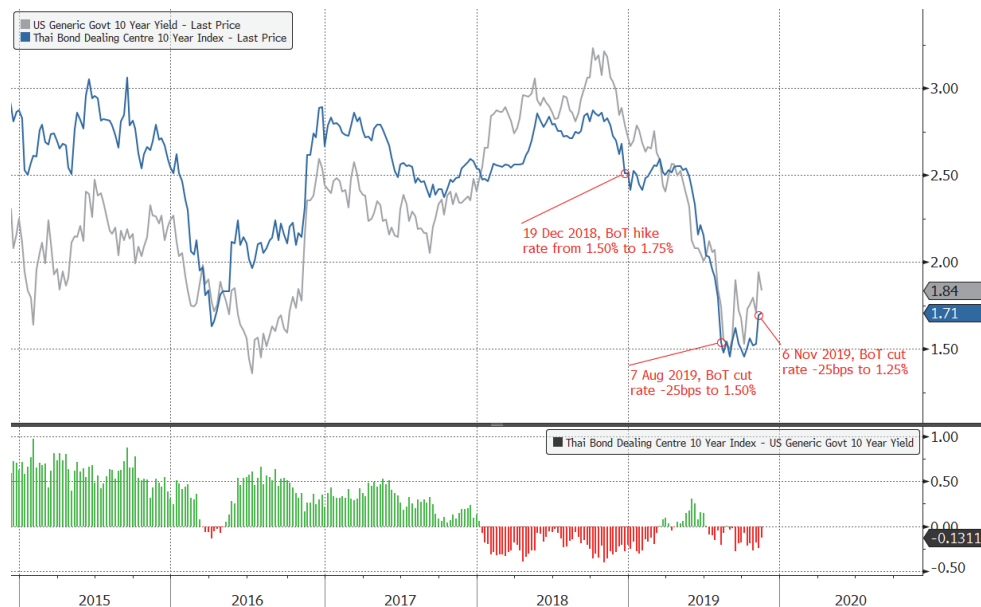
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Bond Yield ระยะยาวกลับมาเพิ่มขึ้น ตามข่าวดีจากการเจรจาการค้า และการเลือกตั้งในอังกฤษ

Bond Yield ระยะยาวกลับมาเพิ่มขึ้น ในเดือนที่ผ่านมา ตามตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด เช่น ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคการเกษตร (Nonfarm Payrolls) ประกอบกับข่าวดีจากความเสี่ยงในหลายประเทศที่ลดลง ได้แก่ การตกลงที่จะลงนามในข้อตกลงการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และข่าวการจัดเลือกตั้งนายกฯอังกฤษ ที่ทำให้ความเสี่ยงที่จะเกิด No-deal Brexit ลดลง

อย่างไรก็ดี ในปีหน้า เรามองว่า Bond Yield ระยะยาวจะกลับมามีแนวโน้มลดลง ตามความเสี่ยงสงครามการค้าและการเมืองที่มีท่าทียืดเยื้อกดดันตัวเลขเศรษฐกิจ ประกอบกับ Fed และ ECB อาจลดดอกเบี้ยลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจไม่มากนัก โดย Fed ได้ลดดอกเบี้ยลงไปแล้ว 3 ครั้งในปีนี มาอยู่ที่ 1.50%-1.75% และได้ส่งสัญญาณว่าจะคงดอกเบี้ยที่ระดับนี้ต่อไปก่อน ขณะที่ ธนาคารแห่งประเทศไทย (BoT) ได้ลดดอกเบี้ยลงมาอยู่ที่ระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์ที่ 1.25% ในการประชุมวันที่ 6 พ.ย. ที่ผ่านมา ทำให้มีโอกาสไม่มากนักที่จะลดดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีก ส่งผลให้เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

แผนภาพที่ 19: Bond Yield ระยะยาวกลับมาเพิ่มขึ้น ขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศลดดอกเบี้ยลงมาอยู่ที่ 1.25% ในวันที่ 6 พ.ย.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำได้ปรับตัวลดลงราว 5% จากจุดสูงสุดในต้นเดือน ก.ย. ท่ามกลางข่าวดีจากการเจรจาการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ อย่างไรก็ตามในระยะเวลาข้างหน้า เรามองว่าราคาทองคำจะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากความเสี่ยงของสงครามการค้า นอกจากนี้ ธนาคารกลางจีนและรัสเซียมีแนวโน้มที่จะซื้อทองคำเข้าสำรองต่อ เนื่องจากมีสัดส่วนทองคำในสำรองต่ำ เทียบกับประเทศอื่น ด้านราคาน้ำมันดิบ เรามองว่ายังมีความเสี่ยงปรับฐานรุนแรงจากปริมาณการผลิตที่ยังมีแนวโน้มออกมาล้นตลาดในปี 2020 ในขณะที่ปริมาณความต้องการอ่อนตัวลงตามเศรษฐกิจโลก

ทองคำ

ราคาทองคำปรับตัวลดลงมาราว 5% จากจุดสูงสุดในเดือน ก.ย.

ราคาทองคำได้ปรับตัวลดลงราว 5% จากจุดสูงสุดในต้นเดือน ก.ย. ที่ประมาณ 1,550 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ท่ามกลางตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาดีกว่าคาด และข่าวดีจากการเจรจาการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ อย่างไรก็ตามในระยะเวลาข้างหน้า เรามองว่าราคาทองคำจะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากความเสี่ยงของสงครามการค้าที่จะกลับมากดดันเศรษฐกิจ

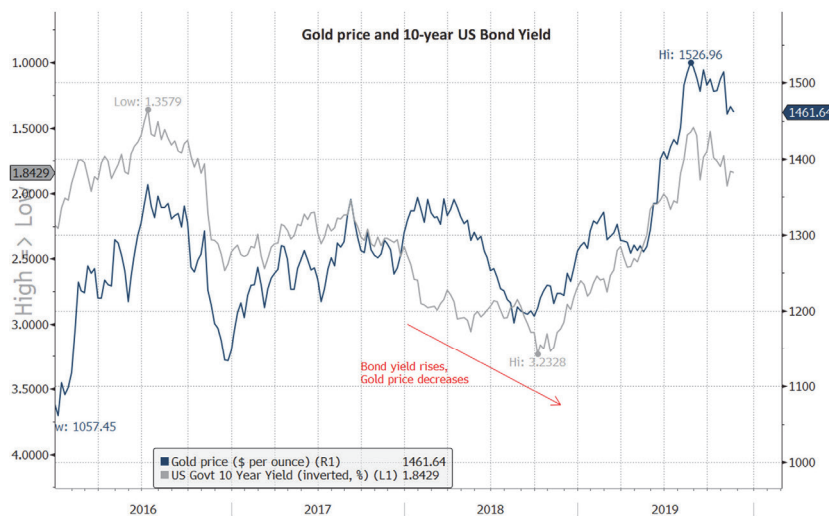
ทั้งนี้ เรามองความเป็นไปได้ที่ราคาทองคำจะดิ่งลงแรงแบบในช่วงกลางปี 2018 มีน้อยมาก เนื่องจากเศรษฐกิจในตอนนี้ยังอยู่ในช่วงที่แข็งแกร่งมาก ยังไม่เห็นผลกระทบจากสงครามการค้า ดัชนีภาคการผลิตได้เร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 60 จุด สูงสุดในรอบ 8 ปี ส่วน Fed ก็กำลังดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด (Restrictive Monetary Policy) ทำให้ Bond Yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี เร่งตัวแรงมาอยู่ที่ 3.00% กว่าจาก 2.25% ในช่วงปลายปี 2017 ขณะที่เศรษฐกิจในตอนนี้มีความแตกต่างกันมาก โดยเศรษฐกิจในตอนนี้ยังไม่กลับมาฟื้นตัวขึ้น ดัชนีภาคการผลิตได้ลดลงมาอยู่ที่ระดับหดตัวต่ำกว่า 50 จุดต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 นอกจากนี้ Fed ยังได้ส่งสัญญาณหยุดรอบของการลดดอกเบี้ย และสงครามการค้าอาจกลับมารุนแรงขึ้น (อ่านเพิ่มเติมภายในเล่ม หน้า “Special Issue: อย่าหวังว่าสงครามการค้าจะจบลงง่ายๆ”) ทำให้ความเป็นไปได้ที่ Bond Yield จะเร่งตัวขึ้นแรงเหมือนช่วงปี 2018 แทบจะไม่มี ราคาทองคำจึงมีโอกาสกลับมาเพิ่มขึ้นสูง

แผนภาพที่ 20: ราคาทองคำได้ปรับตัวลดลงราว 5% จากจุดสูงสุดในต้นเดือน ก.ย. ที่ประมาณ 1,550 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 21: ราคาทองคำปรับตัวลดลงในช่วงปี 2018 ตามการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield

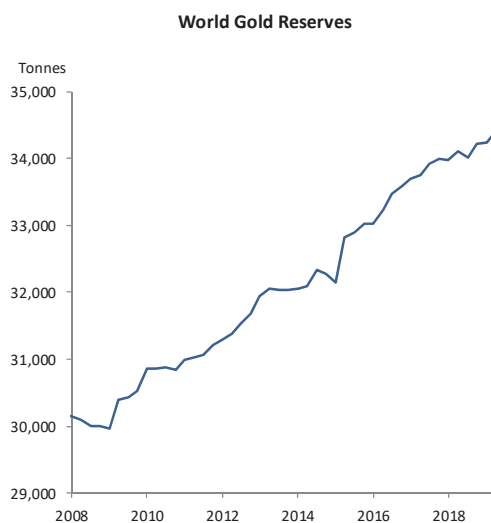


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

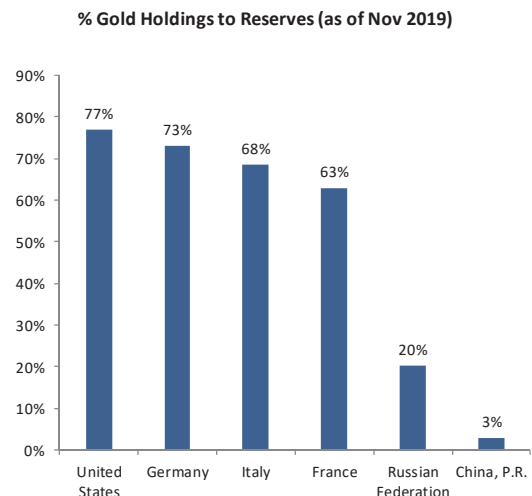
จีนและรัสเซียยังมีแนวโน้มที่จะซื้อทองคำเข้าสำรองต่อเนื่อง

ทองคำในสำรองของธนาคารกลางมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาตลอดระยะเวลา 10 ปี โดยเมื่อจำแนกเป็นรายประเทศ ทองคำถูกถือมากที่สุดโดยยุโรป สหรัฐฯ รัสเซีย และจีน ซึ่งรัสเซียได้ซื้อทองคำทุกเดือน เฉลี่ยเดือนละ 20 ตัน ต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2015 ส่วนจีนซื้อทองคำเฉลี่ยเดือนละ 11 ตัน ต่อเนื่องมาตั้งแต่ ธ.ค. 2018 โดยในระยะข้างหน้า เรามองว่าจีน และรัสเซียจะยังคงซื้อทองคำเข้าสำรองต่อไป เนื่องจากสัดส่วนการถือครองทองคำต่อสำรองทั้งหมดยังต่ำ เมื่อเทียบกับประเทศอื่น โดยรัสเซียมีทองคำ 20% และจีนมีเพียง 3% ขณะที่สหรัฐฯ อยู่ที่ 77%, เยอรมนี (73%), อิตาลี (68%), ฝรั่งเศส (63%) และเฉลี่ยของ 40 ประเทศหลักจากฐานข้อมูลของ World Gold Council อยู่ที่ราว 30% ทั้งนี้ ทางการเงินได้ประกาศย้ำถึงความสำคัญของการลงทุนในทองคำ เพื่อกระจายความเสี่ยงของการลงทุน จากการให้สัมภาษณ์นาย Wang Chunying โฆษกของสำนักงานบริหารเงินตราต่างประเทศจีน (State Administration of Foreign Exchange) ในเดือน ก.ค. 2019

แผนภาพที่ 22: ทองคำในสำรองของธนาคารกลางมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาตลอดระยะเวลา 10 ปี



แผนภาพที่ 23: สัดส่วนการถือครองทองคำต่อสำรองทั้งหมดของจีนและรัสเซียยังต่ำเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ และยุโรป



Source: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

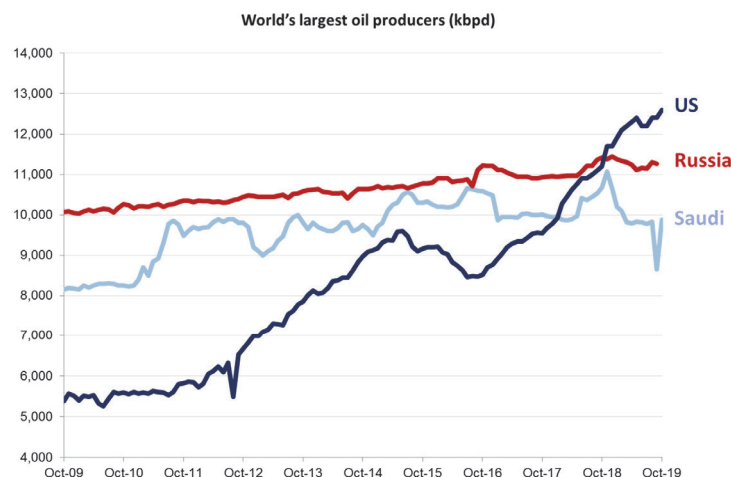
น้ำมัน

ปริมาณการผลิตที่เติบโตเร็วกว่าความต้องการใช้ถึงหนึ่งเท่าตัว ทำให้กลุ่ม OPEC ไม่มีทางเลือกอื่นนอกจากจะต้องลดปริมาณการผลิตลงเพิ่มอีก เพื่อหลีกเลี่ยงภาวะอุปทานล้นตลาดในปีหน้า แต่ท่ามกลางความขัดแย้งในกลุ่ม OPEC ที่เริ่มมีสัญญาณรุนแรงขึ้นเรื่อยๆ ทำให้การประชุม OPEC ครั้งถัดไปในวันที่ 5 ธ.ค. นั้นมีความเสี่ยงสูงที่สมาชิกจะไม่สามารถบรรลุข้อตกลงลดปริมาณการผลิตได้สำเร็จ ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น ตลาดน้ำมันโลกก็จะเข้าสู่ภาวะ Oversupplied ซึ่งอาจทำให้เราเห็นราคาน้ำมันดิบ WTI กลับไปเคลื่อนไหวต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลอีกครั้งในปีหน้า

ปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นของสหรัฐฯ บีบคั้นให้ OPEC จำเป็นต้องลดปริมาณการผลิตในช่วงที่ผ่านมา

การค้นพบ Shale Oil ได้ทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมากกว่า 1 เท่าตัวในช่วงไม่ถึง 10 ปีที่ผ่านมา และทำให้สหรัฐฯ กลายเป็นประเทศผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในโลก แซงหน้าซาอุดีอาระเบียและรัสเซียไปในปีที่แล้ว

แผนภาพที่ 24: ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมากกว่า 1 เท่าตัวในช่วงไม่ถึง 10 ปีที่ผ่านมา แซงหน้าซาอุดีอาระเบียและรัสเซีย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การเติบโตอย่างก้าวกระโดดของ Shale Oil จากสหรัฐฯ ส่งผลกดดันให้กลุ่มประเทศ OPEC ร่วมกับผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่อื่นๆ เช่น รัสเซียและเม็กซิโก ซึ่งรวมตัวกันในนาม OPEC+ ต้องตัดสินใจร่วมกันลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวม 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว เพื่อหลีกเลี่ยงภาวะอุปทานล้นตลาดและประคองราคาน้ำมัน (WTI) ให้กลับมายืนเหนือระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ในปีนี้

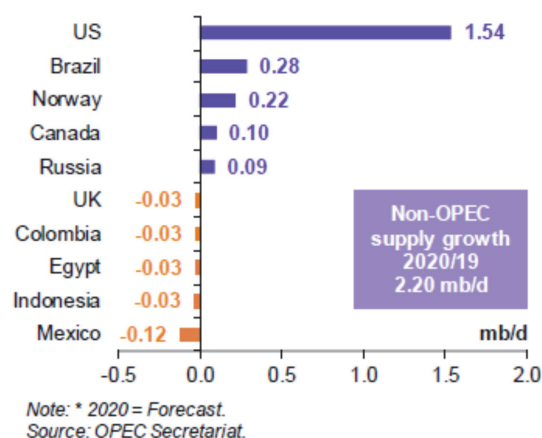
ถึงแม้ OPEC จะประสบความสำเร็จในการประคองราคาน้ำมันในช่วงปีที่ผ่านมา แต่การเติบโตของ Shale Oil ในสหรัฐฯ ก็ยังไม่มีท่าทีจะหยุดชะงักลงแต่อย่างใด โดยปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในประวัติศาสตร์ที่ 12.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ณ ต้นเดือน พ.ย. ที่ผ่านมา และ OPEC ยังคาดว่าจะการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องอีก 1.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2020 ซึ่งนับเป็นความท้าทายสำคัญที่ประเทศผู้ผลิตน้ำมันเก่าอย่างกลุ่ม OPEC ต้องเผชิญอย่างต่อเนื่อง

สถานะน้ำมันล้นตลาดจะยิ่งถูกซ้ำเติมจากปริมาณการผลิตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากกลุ่ม Non OPEC

ยิ่งไปกว่านั้น ประเทศผู้ผลิตน้ำมันขนาดใหญ่ในกลุ่ม Non OPEC ยังมีแผนเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันจากแหล่งน้ำมันขนาดใหญ่ที่เพิ่งค้นพบ เช่น แหล่ง Buzios และแหล่ง Lula ในบราซิล และแหล่ง Johan Sverdrup ในนอร์เวย์ ซึ่งทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันของทั้งสองประเทศคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอีกรวม 5 แสนบาร์เรลต่อวัน และเมื่อรวมกับการเติบโตของสหรัฐฯ และประเทศอื่นๆ ทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของโลกคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอีก 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2020

แผนภาพที่ 25: OPEC คาดอุปทานน้ำมันโลกจะเพิ่มขึ้น 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2020 จากการเพิ่มกำลังการผลิตในสหรัฐฯ บราซิล และนอร์เวย์เป็นสำคัญ

Graph 5 - 6: Annual supply changes for selected countries in 2020*



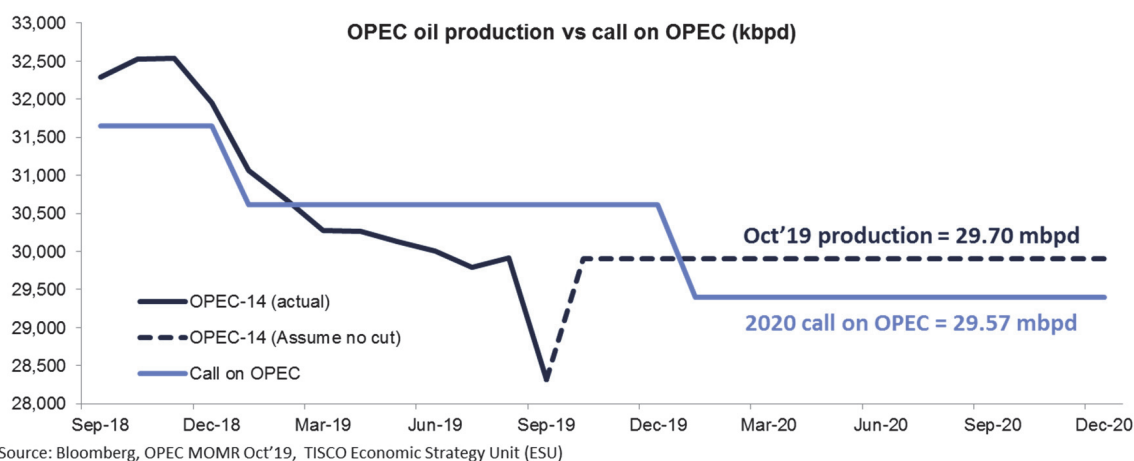
Source: OPEC MOMR Oct'19

ทำให้ OPEC คาดการณ์ว่าปริมาณการผลิตน้ำมันจะเพิ่มขึ้นมากกว่าความต้องการใช้ถึง 2 เท่าในปี 2020

ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันดิบโลกกลับชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องตามแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ถูกกระทบจากสงครามการค้าที่กดดันภาคการผลิตให้หดตัวทั่วโลก โดยคาดการณ์ของ OPEC เชื่อว่าความต้องการน้ำมันของโลกจะเติบโตเพียง 1.1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2020 ปริมาณการผลิต (ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2020) ที่เติบโตเร็วกว่าความต้องการใช้น้ำมันดิบ (คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 1.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ถึงหนึ่งเท่าตัว นั่นทำให้กลุ่ม OPEC ไม่มีทางเลือกอื่นนอกจากจะต้องลดปริมาณการผลิตลงเพิ่มอีก เพื่อหลีกเลี่ยงภาวะอุปทานล้นตลาดในปีหน้า

แผนภาพที่ 26: ปริมาณการผลิตที่เติบโตเร็วกว่าความต้องการใช้ถึงหนึ่งเท่าตัว ทำให้กลุ่ม OPEC ไม่มีทางเลือกอื่นนอกจากจะต้องลดปริมาณการผลิตลงเพิ่มอีก เพื่อหลีกเลี่ยงภาวะอุปทานล้นตลาดในปีหน้า

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	Change 2020/19
(a) World oil demand	99.80	99.68	99.95	101.78	102.06	100.88	1.08
Non-OPEC supply	64.26	65.82	66.08	66.45	67.48	66.46	2.20
OPEC NGLs and non-conventionals	4.81	4.84	4.84	4.84	4.84	4.84	0.03
(b) Total non-OPEC supply and OPEC NGLs	69.07	70.66	70.92	71.29	72.32	71.30	2.23
Difference (a-b)	30.73	29.02	29.03	30.49	29.74	29.57	-1.16



Source: Bloomberg, OPEC MOMR Oct'19, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แต่ความขัดแย้งภายในกลุ่ม OPEC ทำให้การลดปริมาณการผลิตเป็นไปได้ยากขึ้น

แต่ความขัดแย้งภายในกลุ่ม OPEC ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนั้นอาจเป็นอุปสรรคต่อการบรรลุข้อตกลงลดปริมาณการผลิต โดยสมาชิกที่มีอิทธิพลมากที่สุดอย่างซาอุดีอาระเบีย ต้องการลดการผลิตลงอีกเพื่อพยุงราคาน้ำมันให้สูงและดันราคาหุ้นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ Saudi Aramco ซึ่งจะมีการขายหุ้น IPO ในช่วงปลายปีนี้ ในขณะที่ประเทศสมาชิกอื่นๆ ซึ่งประสบปัญหาฐานะการคลังย่ำแย่เนื่องจากรายได้จากการขายน้ำมันลดลง บางส่วนไม่เห็นด้วยที่จะลดปริมาณการผลิตลงมากกว่านี้ โดยตัวอย่างที่ชัดเจนที่สุดได้แก่ ประเทศเอกวาดอร์ ซึ่งประกาศจะถอนตัวออกจากการเป็นสมาชิก OPEC ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2020 นี้ หลังประสบปัญหาทางการเงินภายในประเทศ และต้องการที่จะเพิ่มการผลิตน้ำมันเพื่อหารายได้เข้าประเทศ

แม้เอกวาดอร์จะเป็นผู้ผลิตน้ำมันขนาดเล็ก ซึ่งผลิตน้ำมันดิบเพียง 5.4 แสนบาร์เรลต่อวัน และหากเทียบกับปริมาณการผลิตสูงสุดในปี 2014 เอกวาดอร์จะมีศักยภาพในการผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นได้อีกเพียง 2.4 หมื่นบาร์เรลต่อวันเท่านั้น ซึ่งไม่น่าจะกระทบต่ออุปทานโลกมากนัก แต่การถอนตัวของเอกวาดอร์ ก็ชี้ให้เห็นถึงความขัดแย้งในกลุ่ม OPEC ที่คุกรุ่นมานาน ท่ามกลางภาวะราคาน้ำมันตกต่ำเรื้อรังในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา

เอกวาดอร์ไม่ใช่ประเทศแรกที่ถอนตัวจากกลุ่ม OPEC โดยก่อนหน้านี้ กาตาร์ และอินโดนีเซีย ได้ประกาศถอนตัวมาแล้วเมื่อต้นปี 2019 และ 2017 ตามลำดับ โดยกาตาร์ อ้างถึงความไม่มีสิทธิ์มีเสียงในการตัดสินใจของกลุ่ม OPEC ในการถอนตัว ในขณะที่อินโดนีเซีย ได้กลายเป็นประเทศผู้นำเข้าน้ำมันสุทธิ ซึ่งทำให้การพยายามควบคุมการผลิตเพื่อดันราคาน้ำมันให้สูงขึ้นนั้นส่งผลเสียต่อประเทศมากกว่าผลดี

ซ้ำร้าย..ทั้งลิเบียและเวเนซุเอลา ซึ่งได้รับยกเว้นจากข้อตกลง อาจกลับมาเพิ่มปริมาณผลิตในปีหน้า

นอกจากนี้ ประเทศสมาชิก OPEC อย่างลิเบียและเวเนซุเอลาซึ่งได้รับยกเว้นจากข้อตกลงลดปริมาณการผลิตเมื่อปีก่อนเนื่องจากความขัดแย้งภายในประเทศได้กีดกันการผลิตน้ำมันในช่วงที่ผ่านมา อาจกลับมาเพิ่มปริมาณการผลิตในปีหน้า ซึ่งจะยิ่งซ้ำเติมปัญหาอุปทานล้นตลาดให้รุนแรงมากยิ่งขึ้นไปอีก

ท่ามกลางความขัดแย้งในกลุ่ม OPEC ที่เริ่มมีสัญญาณรุนแรงขึ้นเรื่อยๆ ประกอบฐานะการเงินที่ย่ำแย่ของประเทศสมาชิก ทำให้การประชุม OPEC ครั้งถัดไปในวันที่ 5 ธ.ค. นี้มีความเสี่ยงสูงที่สมาชิกจะไม่สามารถบรรลุข้อตกลงลดปริมาณการผลิตได้สำเร็จ ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น ตลาดน้ำมันโลกก็จะเข้าสู่ภาวะ Oversupplied ซึ่งอาจทำให้เราเห็นราคาน้ำมันดิบ WTI กลับไปเคลื่อนไหวต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลอีกครั้งในปีหน้า

Global Economic Insights

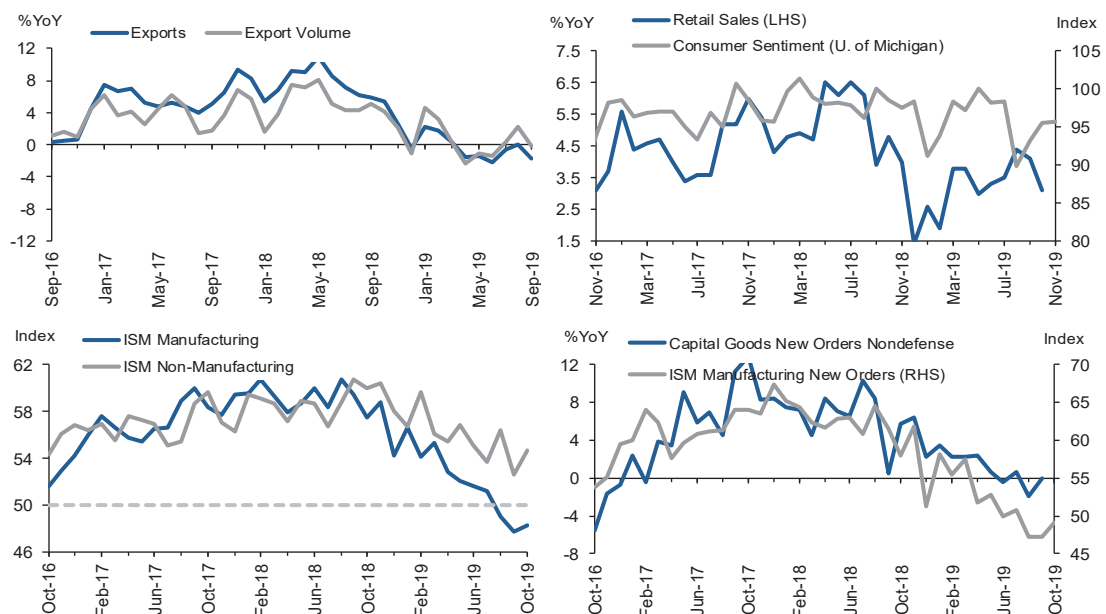
- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ** มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อในไตรมาส 4 แต่ไม่มากอย่างที่กังวล โดย ISM ภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้น การจ้างงานออกมาดีกว่าที่คาด ขณะที่ความตึงเครียดทางการค้ากับจีนได้ผ่อนคลายลง ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่า Fed จะไม่ลดดอกเบี้ยลงเพิ่มเติม (คงไว้ที่ 1.50-1.75%)
- **เศรษฐกิจยุโรป** มีแนวโน้มอ่อนแอต่อในไตรมาส 4 โดยเฉพาะหากปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ยังไม่คลี่คลาย โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ เช่น PMI และ ZEW Survey Expectations แม้จะฟื้นตัวขึ้น แต่ก็ยังอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายปี นอกจากนี้ การบริโภคน้ำมันมีสัญญาณอ่อนแอลง
- **เศรษฐกิจจีน** สัญญาณชะลอตัวลงต่อในไตรมาส 4 โดยกิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ต.ค. ชะลอตัวต่ำกว่าที่คาดในทุกภาคส่วน ตามดัชนี PMI ภาคการผลิตที่ลดลงต่ำสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่ส่งออกฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย แต่ยังคงหดตัว มองไปข้างหน้า เราคาดว่ารัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเพื่อลดทอนความเสี่ยง
- **เศรษฐกิจญี่ปุ่น** ในไตรมาส 3 ได้รับผลดีจากการเร่งซื้อสินค้าของผู้บริโภคก่อนหน้าภาษี VAT จะถูกปรับขึ้นในเดือน ต.ค. ขณะที่การลงทุนเอกชนและส่งออกยังคงอ่อนแอกดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจ มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจไตรมาส 4 คาดจะหดตัวจากผู้บริโภคเร่งซื้อสินค้าไปแล้ว แต่การหดตัวจะไม่รุนแรงแบบการขึ้นภาษี VAT รอบก่อน
- **เศรษฐกิจไทย** เดือน ก.ย. ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง จากสัญญาณอ่อนแอของอุปสงค์ในประเทศที่ได้รับผลกระทบต่อเนื่องจากอุปสงค์โลกที่เปราะบาง ซึ่งทำให้ รมท. ตัดสินใจลดดอกเบี้ยลง 0.25% ในการประชุมวันที่ 6 พ.ย. ด้านการตัดสิทธิ GSP ของสหรัฐฯ คาดกระทบส่งออกอย่างจำกัด ส่วนปัจจัยบวก การเซ็นสัญญาโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินและการก่อสร้างท่าเรือมาบตาพุดเฟส 3 จะหนุนให้การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเร่งตัวหนุนเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อในไตรมาส 4 แต่ไม่มากอย่างที่กังวลก่อนหน้านี้ โดยดัชนี ISM ภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้น การจ้างงานออกมาดีกว่าที่คาด ขณะที่ความตึงเครียดทางการค้ากับจีนได้ผ่อนคลายลงซึ่งนับเป็นปัจจัยหนุนให้ภาคการผลิตและส่งออกทยอยฟื้นตัวขึ้นต่อจากนี้

ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่า Fed จะไม่ลดดอกเบี้ยลงเพิ่มเติม (คงไว้ที่ 1.50-1.75%) จากตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัว ขณะที่ตลาดแรงงานไม่อ่อนแอลงมากอย่างที่กังวล อย่างไรก็ตาม ตลาดยังคงคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งในปีหน้า ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงให้เกิดการเทขายสินทรัพย์เสี่ยง โดยเฉพาะหากการประชุมวันที่ 10-11 ธ.ค.นี้ Fed ส่งสัญญาณเชิง Hawkish

แผนภาพ 27: ดัชนี ISM ภาคการผลิตเดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้นตามยอดคำสั่งซื้อ แต่ยังคงหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นเดือนที่ 3 สะท้อนโมเมนตัมเศรษฐกิจที่ยังอ่อนแอ ส่วนการบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในช่วงที่ผ่านมา โดยดัชนี ISM ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ส่งออกพลิกกลับมาหดตัวหลังสหรัฐฯ ขึ้นภาษ้นำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมในวันที่ 1 ก.ย. ส่วนการบริโภคชะลอตัวลง

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. ขยายตัว 0.3% MoM ดีกว่าที่ตลาดคาด 0.2% MoM จากที่หดตัว -0.3% MoM ในเดือนก่อน ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น 3.1% YoY (vs. 4.1% เดือนก่อน) ต่ำสุดในรอบ 5 เดือน โดยยอดค้าปลีกขยายตัวจากยอดขยายรถยนต์ (0.5% MoM vs. -1.3% เดือนก่อน) และปั้มน้ำมัน (1.1% MoM vs. -0.1% เดือนก่อน) ที่ได้ปัจจัยหนุนจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันเป็นหลัก ซึ่งเมื่อหักสินค้าสองกลุ่มนี้ออกไป ยอดค้าปลีกจะขยายตัวเพียง 0.1% MoM เท่านั้น

ขณะที่ยอดขายสินค้าในหมวดหลักอื่นๆ เช่น เฟอร์นิเจอร์ (-0.9%), ร้านอาหาร (-0.3%), เครื่องใช้ไฟฟ้า (-0.4%), วัสดุก่อสร้าง (-0.5%), และเสื้อผ้า (-1.0%) หดตัว สะท้อนอุปสงค์ของผู้บริโภคจริงที่อ่อนแอ

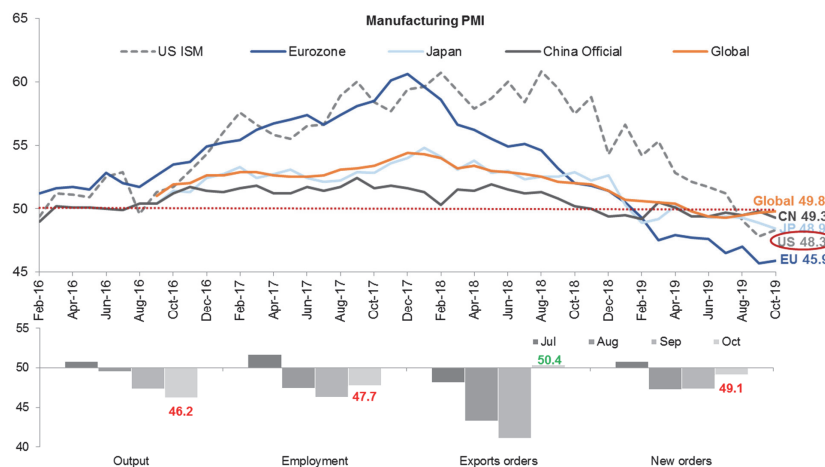
ส่วนยอดขายปลีกที่หักสินค้าที่มีความผันผวน (รถยนต์, วัสดุก่อสร้าง และน้ำมัน) หรือ Retail Control Group ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคิดใน GDP ขยายตัว 0.3% MoM เท่ากับที่ตลาดคาด

ด้านความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เบื้องต้นเดือน พ.ย. เพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.2 จุด เป็น 95.7 จุด จากมุมมองต่อเศรษฐกิจในอนาคตที่ดีขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่ผ่อนคลายลงในช่วงที่ผ่านมา

การลงทุน: ยอดคำสั่งซื้อไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุนไม่ขยายตัว 0.0% YoY แต่ฟื้นตัวขึ้นจาก -1.8% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ของภาคการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) ฟื้นตัวขึ้นต่อ +1.8 จุด เป็น 49.1 จุด แต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) สะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่ยังอ่อนแอ

ภาคการผลิต: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้น +0.5 จุด เป็น 48.3 จุด โดยดัชนีฟื้นตัวขึ้นหลังปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 10 ปี แต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 และต่ำกว่าที่ตลาดคาด 48.9 จุด โดยรายละเอียดระบุยอดคำสั่งซื้อทั้งภายใน (+1.8, 49.1 จุด) และภายนอกประเทศ (+9.4, 50.4 จุด) และการจ้างงาน (+1.4, 47.7 จุด) ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ผลผลิต (-1.1, 46.2 จุด) ยังปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 10 ปี โดยภาคธุรกิจยังคงระงับกิจกรรมภาคการผลิตชะลอลงจากสงครามการค้าและอุปสงค์โลกที่อ่อนแอเป็นหลัก

แผนภาพ 28: ดัชนี ISM ภาคการผลิตเดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้น แต่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 จากผลผลิตที่ปรับลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย



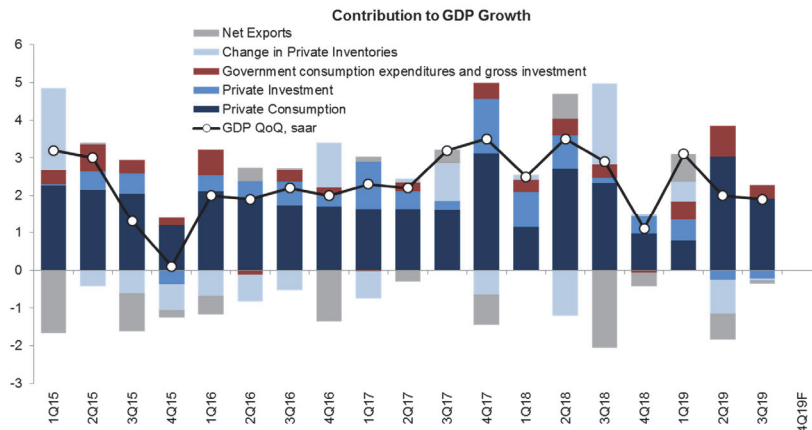
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออก: ยอดส่งออกเดือน ก.ย. หดตัว -1.8% YoY จาก 0.0% YoY ในเดือนก่อน จากส่งออกไปจีนที่พลิกกลับมาหดตัวแรง -11.6% YoY (vs. 1.56% เดือนก่อน) หลังสหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนมูลค่า US\$112bn ที่อัตรา 15% ในวันที่ 1 ก.ย. โดยสินค้าส่วนใหญ่เป็นสินค้าบริโภคที่สหรัฐฯ เพ่งพาการนำเข้าจากจีนมาก เช่น เสื้อผ้า รองเท้า โทรศัพท์และหน้าจอ รวมถึงนาฬิกา smart watch

GDP ไตรมาส 3 ชะลอลงเป็น 1.9% QoQ, saar แต่ดีกว่าที่คาดจากแรงหนุนของการบริโภคภาคเอกชน ชดเชยการลงทุนและภาคต่างประเทศที่อ่อนแอ

GDP ไตรมาส 3 ชะลอตัวลงเป็น 1.9% QoQ, saar จาก 2.0% QoQ, saar ในไตรมาสก่อนแต่ดีกว่าที่ตลาดคาด 1.6% QoQ, saar โดยการลงทุนและภาคต่างประเทศยังคงเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและอุปสงค์โลกที่ชะลอ ขณะที่การบริโภคเอกชนซึ่งเป็นแรงหนุนหลักชะลอตัวลง

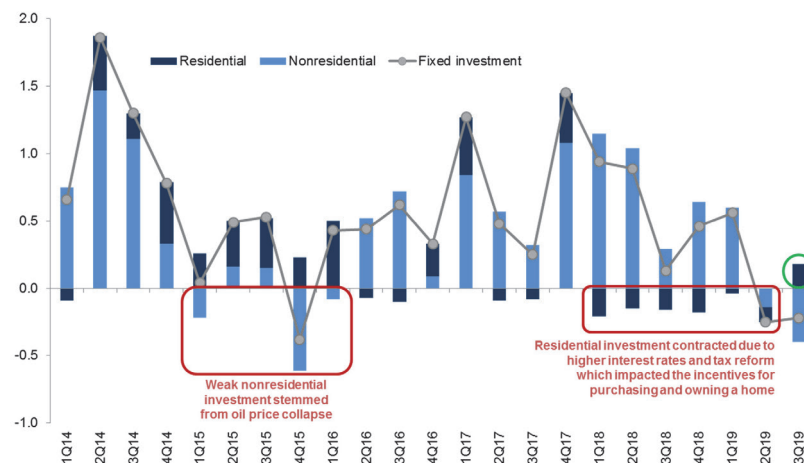
แผนภาพ 29: GDP สหรัฐฯ ชะลอลงในไตรมาส 3 โดยยังมีการบริโภคภาคเอกชนเป็นแรงหนุนสำคัญ ช่วยชดเชยการลงทุนและการส่งออกที่อ่อนแอ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนภาคเอกชนหดตัว -1.3% QoQ, saar (vs. -1.4% ไตรมาสก่อน) โดยนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 จากการลงทุนที่ไม่ใช่ภาคอสังหาริมทรัพย์ (-3.0% QoQ, saar) ที่อ่อนแอจากผลกระทบของความไม่แน่นอนของสงครามการค้า ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาฯ (+5.1% QoQ, saar) พลิกกลับมาขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 7 ไตรมาส จากดอกเบี้ยสินเชื่อบ้านที่ทยอยปรับลดลงนับตั้งแต่ปลายปี 2018 ตามท่าที dovish ของ Fed อย่างไรก็ดี เรามองว่าการฟื้นตัวของการลงทุนภาคอสังหาฯ อาจไม่ยั่งยืนท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง ประกอบกับ Bond Yield ที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจที่คาดว่าจะทยอยฟื้นตัวและความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่เริ่มผ่อนคลาย ซึ่งจะหนุนให้ดอกเบี้ยสินเชื่อบ้านทยอยปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม

แผนภาพ 30: การลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ (กราฟแท่งสีเข้ม) พลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 7 ไตรมาส อย่างไรก็ดี การลงทุนที่ไม่ใช่ภาคอสังหาริมทรัพย์ (กราฟแท่งสีฟ้า) หดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 จากผลกระทบของสงครามการค้า และกดดันการลงทุนภาคเอกชนโดยรวม



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนภาคต่างประเทศ ยอดส่งออกฟื้นตัวขึ้น (+0.7% QoQ, saar vs. -5.7% ไตรมาสก่อน) ขณะที่ยอดนำเข้า (+1.2% QoQ, saar vs. +0.0% ไตรมาสก่อน) ฟื้นตัวขึ้นต่อ ส่งผลให้ยอดส่งออกสุทธิ (Net Exports) ยังเป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจ

ด้านการบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในช่วงที่ผ่านมาชะลอตัวลงเป็น 2.9% QoQ, saar จากที่ขยายตัวแรง 4.6% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน และการใช้จ่ายภาครัฐชะลอลงเป็น 2.0% QoQ, saar (vs. 4.8% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้อุปสงค์ในประเทศ (Final Sales of Domestic Purchasers) ชะลอตัวลงเป็น 2.0% QoQ, saar (vs. 3.6% ไตรมาสก่อน)

มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อ โดยการบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักมีแนวโน้มอ่อนแอลงตามการจ้างงานที่ชะลอตัว นอกจากนี้ สงครามการค้ากับจีนยังมีความไม่แน่นอนสูง และอาจกดดันภาคการผลิต การลงทุน และส่งออกต่อไป

การจ้างงานเพิ่มขึ้นดีกว่าคาดในเดือน ต.ค. ช่วยคลายความกังวลก่อนหน้านี้ว่าตลาดแรงงานจะชะลอตัวลงแรงและกดดันการบริโภคภาคเอกชน

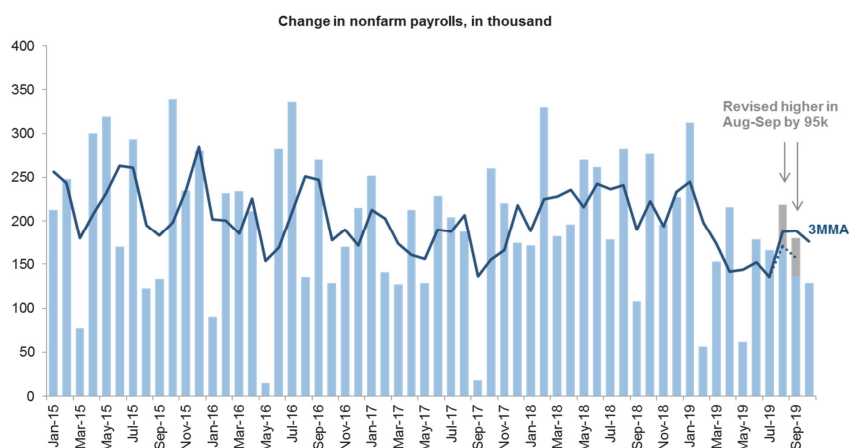
การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payrolls) เดือน ต.ค. เพิ่มขึ้น 1.28 แสนราย ต่ำสุดในรอบ 5 เดือน แต่ดีกว่าที่ตลาดคาด 8.5 หมื่นราย ขณะที่ตัวเลขการจ้างงานเดือน ก.ค.-ส.ค. ถูกปรับเพิ่มขึ้นรวมกัน 9.5 หมื่นราย (เพิ่มขึ้น 5.1 หมื่นราย และ 4.4 หมื่นรายในเดือน ก.ค.-ส.ค. ตามลำดับ)

โดยการจ้างงานภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 1.31 แสนราย ดีกว่าที่ตลาดคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเพียง 8.0 หมื่นราย ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูกปรับเพิ่มขึ้น 5.3 หมื่นราย ช่วยคลายความกังวลก่อนหน้านี้ว่าตลาดแรงงานจะชะลอตัวลงแรงและกดดันการบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลัก

การจ้างงานในเดือนนี้ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดค่อนข้างมาก ซึ่งสะท้อนได้ว่าตลาดแรงงานไม่ได้ชะลอตัวลงแรงมากอย่างที่曾是กังวลก่อนหน้านี้ และเป็นอีกปัจจัยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่า Fed จะไม่ลดดอกเบี้ยลงเพิ่มเติมอีก

อย่างไรก็ดี การจ้างงานอยู่ในแนวโน้มที่ชะลอตัวลง โดยเมื่อพิจารณาผ่านค่าเฉลี่ย 3 เดือน (3MMA) จะพบว่าโมเมนตัมการจ้างงานได้ชะลอตัวลงต่อเนื่องมาอยู่ที่ 1.76 แสนราย (vs. 2.21 แสนรายในปี 2018) และนับเป็นตัวเลขเศรษฐกิจที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไป เนื่องจากการจ้างงานที่อ่อนแอลงอาจส่งผลกระทบต่อภาคการบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจสหรัฐฯ

แผนภาพ 31: การจ้างงานนอกภาคเกษตรเพิ่มขึ้น 1.28 แสนรายในเดือน ต.ค. ขณะที่เดือน ส.ค.-ก.ย. ถูกปรับเพิ่มขึ้นรวมกัน 9.5 หมื่นราย (แท่งสีเทา) และทำให้แนวโน้มเมื่อพิจารณาผ่านค่าเฉลี่ย 3 เดือน (3MMA: เส้นสีเขียว) ปรับเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 1.76 แสนราย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Fed ลดดอกเบี้ยลง 25bps เป็น 1.50-1.75% ตามที่ตลาดคาด และส่งสัญญาณยุติการลดดอกเบี้ย ท่ามกลางความเสี่ยงด้านค่าที่ผันผวนลดลง

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) มีมติ 8-2 ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Federal Funds Rate) ลง 25bps เป็น 1.50%-1.75% ตามที่ตลาดคาด ซึ่งนับเป็นการปรับดอกเบี้ยลงเป็นครั้งที่ 3 รวม 75bps ท่ามกลางความเสี่ยงจากพัฒนาการเศรษฐกิจโลกและแรงกดดันเงินเฟ้อที่อ่อนแอ โดยมีนาง Esther George (ประธาน Fed สาขา Kansas city) และนาย Eric Rosengren (ประธาน Fed สาขา Boston) โหวตให้คงดอกเบี้ยนโยบายเช่นเดียวกับการประชุมสองรอบก่อน

การประชุมรอบนี้ Fed ได้นำประโยคที่ว่า “จะปรับเปลี่ยนนโยบายให้มีความเหมาะสมเพื่อหนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวได้ต่อ” ออกจากแถลงการณ์หลังการประชุม ซึ่งนับเป็นการส่งสัญญาณว่า Fed จะหยุดการลดดอกเบี้ยลงในช่วงนี้ โดยประโยคดังกล่าวได้มีขึ้นในแถลงการณ์หลังการประชุมนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. ซึ่ง Fed ก็ได้ลดดอกเบี้ยลงในทุกกรอบการประชุมหลังจากนั้น (เดือน ก.ค., ก.ย. และ ต.ค.)

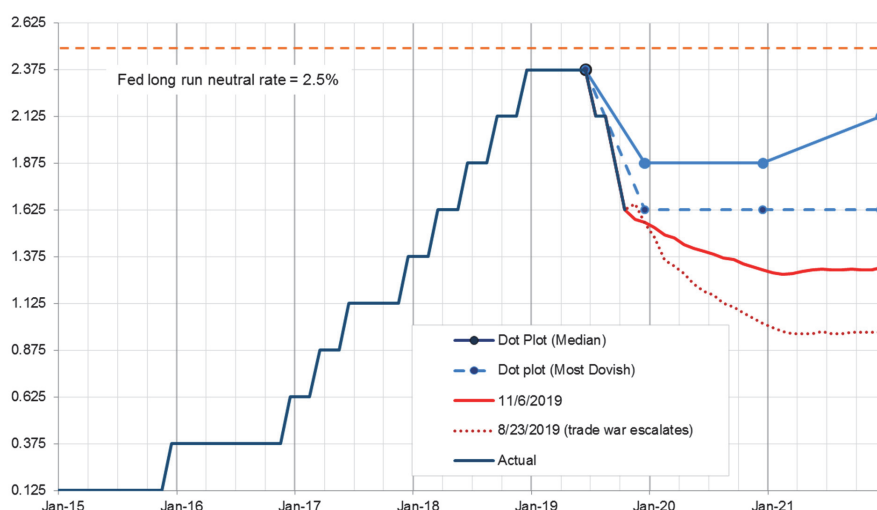
นาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวหลังการประชุมว่าความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจ เช่น สงครามการค้า และ Brexit ยังคงอยู่ แต่มีความผ่อนคลายลง นอกจากนี้ นาย Powell กล่าวว่าคณะกรรมการมองนโยบายการเงินในปัจจุบันมีความเหมาะสมหากตัวเลขเศรษฐกิจเป็นไปตามที่ได้ประเมินไว้ ส่วนการปรับขึ้นดอกเบี้ย นาย Powell ระบุว่าคณะกรรมการจะต้องเห็นเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นได้อย่างยั่งยืน ก่อนที่จะพิจารณาปรับขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งชี้ได้ว่า Fed จะยังไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยในระยะใกล้

โดยเรามองการลดดอกเบี้ยในการประชุมรอบนี้จะเป็นครั้งสุดท้ายของวัฏจักรเศรษฐกิจนี้ เนื่องจาก

- 1) ความเสี่ยงด้านต่ำทั้งสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนและการเจรจา Brexit ได้ผ่อนคลายลงในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่ตัวเลขการจ้างงานล่าสุด (เดือน ต.ค.) สะท้อนว่าตลาดแรงงานไม่ได้อ่อนแอลงมากอย่างที่กังวลก่อนหน้านี้
- 2) ในอดีต Fed ลดดอกเบี้ยในช่วงกลางวัฏจักรเศรษฐกิจ (mid-cycle) เพียง 75bps โดยหลังจากที่เศรษฐกิจฟื้นจากวิกฤติในปี 1990 และได้เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง Fed ได้ลดดอกเบี้ยลง 2 รอบ (ปี 1995 และ 1998) เพื่อกระตุ้น ซึ่งในแต่ละรอบ Fed ได้ลดดอกเบี้ยลงทั้งหมด 3 ครั้ง รวม 75bps
- 3) อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงเกินเป้าหมายของ Fed โดยเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) อยู่ที่ 2.3% YoY และเกินระดับเป้าหมายของ Fed ที่ 2%
- 4) คณะกรรมการ FOMC ที่ Dovish ที่สุด (เส้นประสีฟ้าในแผนภาพ xx ด้านล่าง) เห็นว่าดอกเบี้ยในระดับปัจจุบัน (1.5-1.75%) เป็นระดับที่เหมาะสมในช่วง 2 ปีข้างหน้า

อย่างไรก็ดี ตลาดยังมีความคาดหวังว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงเพิ่มเติม โดยตลาด Fed funds futures (เส้นสีแดงทึบในแผนภาพ xx ด้านล่าง) คาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงอีกครั้งในช่วงไตรมาส 3 ปีหน้า ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงให้เกิดการเทขายสินทรัพย์เสี่ยงอีกครั้ง โดยเฉพาะหากการประชุมครั้งถัดไปในวันที่ 10-11 ธ.ค. Fed ส่งสัญญาณเชิง Hawkish เช่น Dot Plot ถูกปรับไปในทิศทางขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าเดิม ซึ่งจะหนุนให้ Bond Yield ปรับตัวเพิ่มขึ้นและกดดันการประเมินมูลค่าสินทรัพย์

แผนภาพ 32: ตลาด (ประเมินจาก Fed Funds Futures: เส้นสีแดงทึบ) คาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงอีก 1 ครั้งในปี 2020

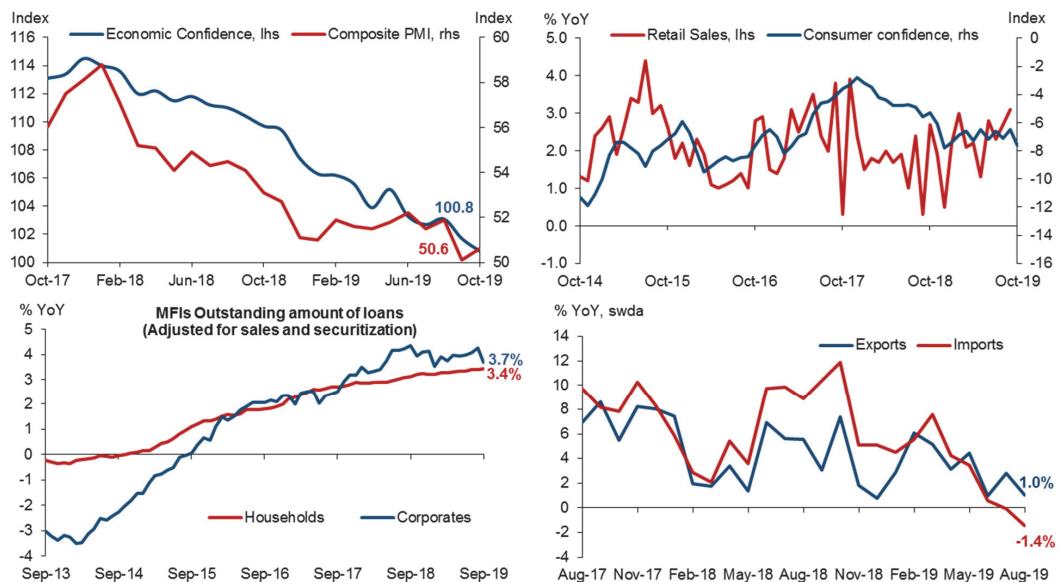


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มอ่อนแอต่อในไตรมาส 4 โดยเฉพาะหากปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ยังไม่คลี่คลาย โดยความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจยังปรับลดลงต่ำสุดในรอบกว่า 4 ปี ขณะที่ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอื่นๆ เช่น PMI และ ZEW Survey Expectations แม้จะฟื้นตัวขึ้นในเดือน ต.ค. แต่ก็ยังอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายปี นอกจากนี้ เครื่องชี้วัดการบริโภคภาคเอกชนมีสัญญาณอ่อนแอลงทั้งตลาดแรงงานที่มีแนวโน้มอ่อนแอและอัตราการออมของครัวเรือนที่มีแนวโน้มสูงขึ้น

แผนภาพ 33: ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับต่ำ ยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจและส่งออกชะลอตัวลง ขณะที่การบริโภคฟื้นตัวขึ้นแต่ความเชื่อมั่นปรับลดลงสะท้อนแนวโน้มการบริโภคที่ไม่ดี



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

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังอ่อนแอเข้าสู่ไตรมาส 4

เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มอ่อนแอต่อในไตรมาส 4 จากปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ที่ยังไม่คลี่คลาย โดยความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจยังปรับลดลงต่ำสุดในรอบกว่า 4 ปี ขณะที่ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอื่นๆ เช่น PMI และ ZEW Survey Expectations แม้จะฟื้นตัวขึ้นในเดือน ต.ค. แต่ก็ยังอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายปี

ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ต.ค. ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 100.8 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2015 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 101.1 จุด โดยความเชื่อมั่นปรับลดลงในทุกหมวดหลัก โดยเฉพาะความเชื่อมั่นผู้บริโภค (-1.1, -7.6 จุด) และความเชื่อมั่นนักลงทุน (-5.6, 16.7 จุด)

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้น +0.5 จุด เป็น 51.6 จุด จากทั้งภาคการผลิตและการบริการที่ฟื้นตัวขึ้นโดยดัชนีภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย +0.2 จุด เป็น 45.9 จุด ยังอยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2012 และหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 จากผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อที่ยังอ่อนแอ ส่วนดัชนีภาคบริการฟื้นตัวขึ้น +0.6 จุด เป็น 52.2 จุด ช่วยคลายความกังวลก่อนหน้านี้ว่าภาคบริการซึ่งเป็นภาคหลักของเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงมากซึ่งนับเป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย

เยอรมนียังเป็นปัจจัยจุดหลักของกลุ่มโดยดัชนีรวมฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย (+0.4, 48.9 จุด) แต่ยังคงหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) สะท้อนเศรษฐกิจยังอ่อนแอในไตรมาส 4 ส่วนดัชนีรวมของฝรั่งเศส (+1.8, 52.6 จุด) และอิตาลี (+0.2, 50.8 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ ขณะที่ดัชนีรวมของสเปน (-0.5, 51.2) ปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบหลายปีโดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยสเปนได้จัดการเลือกตั้งทั่วไปวันที่ 10 พ.ย.

ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน ก.ย. ชะลอลงเล็กน้อย โดยยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ชะลอตัวลงเป็น 3.7% YoY จาก 4.3% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2018 ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) ขยายตัว 3.4% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3

ส่วนการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. เติบโตขึ้นเป็น 3.1% YoY จาก 2.7% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2017 สะท้อนการบริโภคเอกชนยังคงแข็งแกร่งและช่วยค้ำจุนเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบรุนแรงในภาคการผลิตและส่งออก

ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.0% YoY จาก 2.8% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปตลาดหลักได้แก่สหรัฐฯ (8.0% YoY vs. 14.3% เดือนก่อน) และจีน (-0.1% YoY vs. 4.0% เดือนก่อน) ชะลอลงมาก ขณะที่ส่งออกไปสวิตเซอร์แลนด์ (10.6% YoY vs 9.6% เดือนก่อน) เติบโตขึ้น

เศรษฐกิจยังมีแนวโน้มอ่อนแอต่อจากปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ที่ยังไม่คลี่คลาย และแนวโน้มการบริโภคภาคเอกชนที่อ่อนแอ

GDP ไตรมาส 3 (เบื้องต้น) ของยูโรโซนขยายตัว 0.2% QoQ ทรงตัวเท่ากับไตรมาสก่อนและสูงกว่าที่ตลาดคาด 0.1% QoQ โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว 1.1% YoY (vs. 1.2% ไตรมาสก่อน) ต่ำสุดในรอบกว่า 5 ปี โดย GDP ของประเทศหลักต่างขยายตัวในระดับต่ำแม้จะออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาด

ฝรั่งเศส GDP ขยายตัว 0.3% QoQ ทรงตัวเท่ากับไตรมาสก่อน แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดว่าจะชะลอลงเป็น 0.2% QoQ โดยได้แรงหนุนหลักจากการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐในช่วงครึ่งแรกของปีเพื่อชดเชยผลกระทบจากการประท้วงของกลุ่มเสี้ยวก่อให้เกิด ซึ่งได้หนุนการใช้จ่ายของผู้บริโภคเป็นลำดับ

อิตาลี GDP ขยายตัว 0.1% QoQ ทรงตัวเท่ากับไตรมาสก่อน ต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 4 แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดว่าจะไม่ขยายตัว (0.0% QoQ)

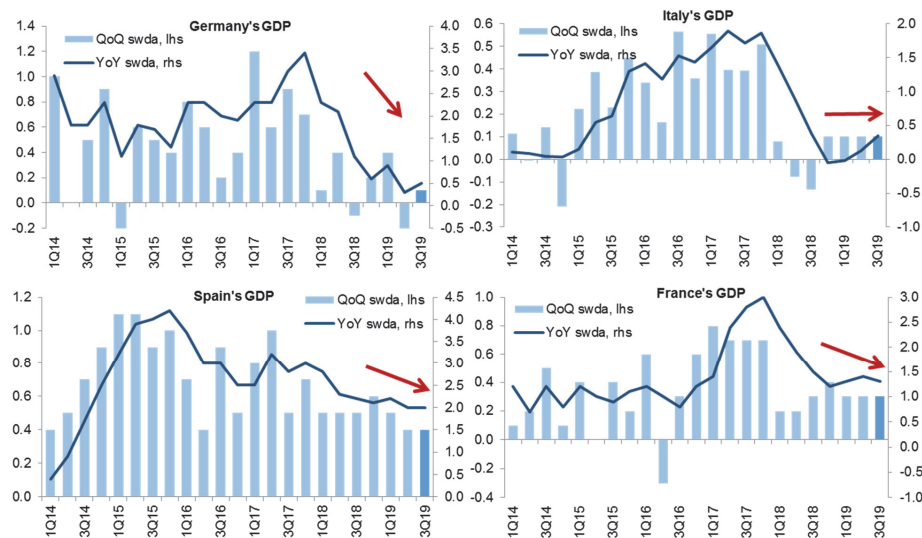
สเปน GDP ขยายตัว 0.4% QoQ ทรงตัวเท่ากับไตรมาสก่อนและที่ตลาดคาด โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 จากผลกระทบของอุปสงค์โลกที่ชะลอและความไม่แน่นอนทางการเมือง ทั้งการจัดตั้งรัฐบาลที่ไม่ประสบผลสำเร็จซึ่งส่งผลให้เกิดการเลือกตั้งใหม่เมื่อวันที่ 10 พ.ย. และประเด็นแยกตัวออกของแคว้นคาตาลันที่ยังไม่คลี่คลาย

เยอรมนี GDP ขยายตัว 0.1% QoQ ดีกว่าที่ตลาดคาดว่าจะหดตัวต่อเนื่อง -0.1% QoQ หลีกเลี่ยงการเข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิค ขณะที่ GDP ไตรมาส 2 ถูกปรับลดลงเป็น -0.2% QoQ (vs. -0.1% ก่อนหน้า) โดยเยอรมนีได้รับผลกระทบหนักจากอุตสาหกรรมรถยนต์ที่อ่อนแอและอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว

เศรษฐกิจยูโรโซนได้รับผลกระทบของหลายปัจจัยเสี่ยงทั้งสงครามการค้า อุปสงค์โลกที่ชะลอ ความไม่แน่นอนของ Brexit ความเสี่ยงจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ รวมถึงความเสี่ยงทางการเมือง ที่กดดันภาคการผลิต การลงทุน และส่งออกอย่างต่อเนื่อง

มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจยังมีแนวโน้มอ่อนแอต่อในไตรมาส 4 โดยเฉพาะหากปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ยังไม่คลี่คลาย โดยความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องต่ำสุดในรอบกว่า 4 ปี ขณะที่ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอื่นๆ เช่น PMI และ ZEW Survey Expectations แม้ฟื้นตัวขึ้นในเดือน ต.ค. แต่ก็ยังอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายปี ซึ่งต้องติดตามต่อว่าดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นดังกล่าวจะฟื้นตัวขึ้นต่อได้อย่างยั่งยืนหรือไม่

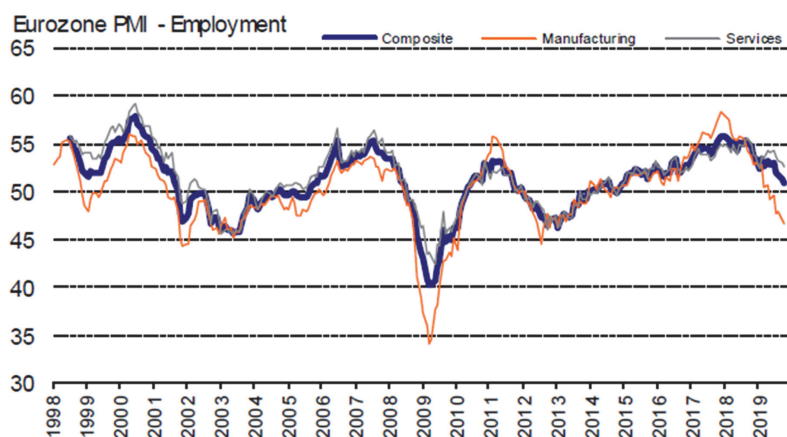
แผนภาพ 34: GDP ไตรมาส3 ของประเทศหลักยังขยายตัวในระดับต่ำ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ การบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นแรงหนุนหลักของเศรษฐกิจเริ่มมีสัญญาณอ่อนแอลง โดย 1) ตลาดแรงงานมีแนวโน้มอ่อนแอลง ดัชนียอดขายการจ้างงาน (Employment) ในดัชนี Composite PMI ได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่องและในเดือน ธ.ค. อยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2014 จากความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจที่เผชิญหลายปัจจัยเสี่ยง ซึ่งนับเป็นสัญญาณบ่งชี้ว่าการจ้างงานมีแนวโน้มอ่อนแอลงในระยะข้างหน้าโดยเฉพาะหากปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ทั้งสงครามการค้ากับจีน การเจรจา Brexit และอุตสาหกรรมรถยนต์ที่อ่อนแอไม่คลี่คลาย

แผนภาพ 35: ดัชนียอดขายการจ้างงาน (Employment) ในดัชนี Composite PMI ปรับลดลงต่อเนื่อง โดยในเดือน ธ.ค. อยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2014

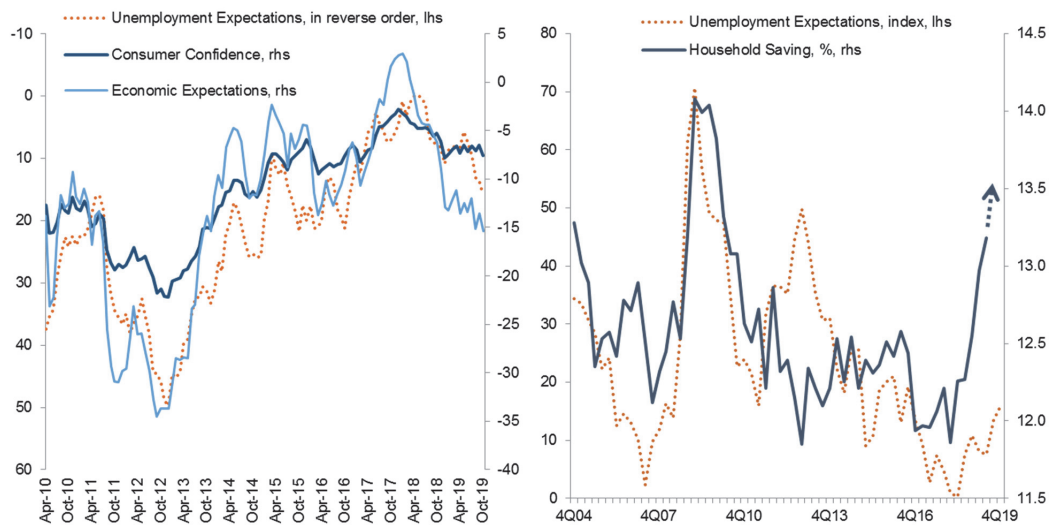


Source: Markit

2) อัตราการออมอยู่ในระดับสูงและมีแนวโน้มสูงขึ้น จากความกังวลต่อสถานะทางเศรษฐกิจและอัตราการว่างงานในอนาคตที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องท่ามกลางเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง โดยดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ต.ค. ระบุว่าความเชื่อมั่นต่อสถานะทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า (Economic Expectations) ได้ปรับลดลงต่อเนื่องและอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 6 ปี ขณะที่มุมมองต่ออัตราการว่างงานในระยะข้างหน้า (Unemployment Expectations) ได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี ซึ่งความกังวลดังกล่าวได้ส่งผลให้อัตราการออม (Saving Rate) เพิ่มขึ้นแรงอยู่ที่ 13.3% ในไตรมาส 2 ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2010 โดยอัตราการออมมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นโดยเฉพาะหากปัจจัยเสี่ยงต่อเศรษฐกิจต่างๆ ยังไม่คลี่คลาย

แผนภาพ 36: ผู้บริโภคมีความกังวลมากขึ้นต่อ
สถานะเศรษฐกิจและอัตราการว่างงานในอนาคต...

แผนภาพ 37: ...ส่งผลให้อัตราการออมเพิ่มสูงขึ้น
และอยู่ที่ 13.3% ในไตรมาส 2 สูงสุดนับตั้งแต่
ปี 2010 สะท้อนผู้บริโภคใช้จ่ายลดลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลการเลือกตั้งในวันที่ 12 ธ.ค. นับเป็นตัวกำหนดสำคัญของทิศทาง Brexit ต่อจากนี้ โดยหากพรรค Conservative ชนะการเลือกตั้งและครองเสียงข้างมากในสภา คาดว่าอังกฤษจะออกจาก EU แบบได้ข้อตกลงทันทีกำหนดวันที่ 31 ม.ค. 2020

สภาอังกฤษมีมติเห็นชอบให้มีการยุบสภาเพื่อเลือกตั้งใหม่ในวันที่ 12 ธ.ค. ซึ่งจะนับเป็นการเลือกตั้งใหม่เป็นครั้งที่ 3 ในรอบสี่ปีครึ่ง เพื่อปลดล็อกทางการเมือง หลังจากที่ย่างข้อตกลง Brexit ฉบับใหม่ที่นาย Boris Johnson นายกรัฐมนตรีกับ EU ได้เห็นชอบร่วมกันเมื่อกลางเดือน ต.ค. ไม่ได้ได้รับความเห็นชอบจากสภาอังกฤษ และส่งผลให้กำหนดเส้นตาย Brexit ถูกเลื่อนออกไปอีก 3 เดือน (จนถึง 31 ม.ค. 2020)

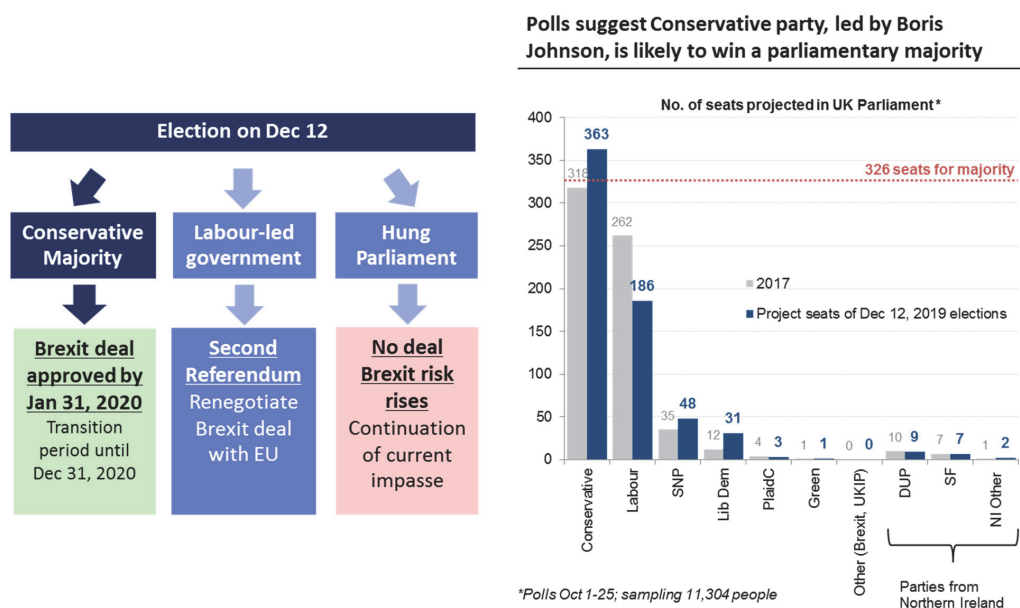
พรรค Conservative นำโดยนายกฯ Johnson เป็นรัฐบาลเสียงข้างน้อยทำให้การผ่านข้อกฎหมายต่างๆ ในสภานั้นเป็นไปได้ยากเนื่องจากต้องอาศัยเสียงของพรรคอื่นช่วยสนับสนุน การยุบสภาเพื่อเลือกตั้งใหม่จึงมีความจำเป็นเพื่อแก้ปัญหาดังกล่าว

นายกฯ Johnson กล่าวว่าจะไม่มีการอภิปรายร่างข้อตกลง Brexit เพิ่มเติมจนกว่าการเลือกตั้งใหม่จะเสร็จสิ้น ส่งผลให้ความไม่แน่นอนของ Brexit นั้นยังคงมีอยู่ โดยผลการเลือกตั้งและการจัดตั้งรัฐบาลนับเป็นตัวกำหนดสำคัญของทิศทาง Brexit ต่อจากนี้

เราแบ่งผลการเลือกตั้งออกเป็น 3 กรณี เรียงลำดับจากกรณีที่ดีที่สุด (Best Case) ไปยังกรณีที่แย่ที่สุด (Worst Case) ดังนี้

- 1) **พรรค Conservative ชนะการเลือกตั้งและครองเสียงข้างมากในสภา** ตามที่ระบุในผลสำรวจการเลือกตั้ง ซึ่งเรามองว่าจะเป็นกรณีที่ที่สุด เนื่องจากเราคาดว่าร่างข้อตกลง Brexit ฉบับใหม่ของนายคา Johnson จะผ่านสภาอังกฤษ และอังกฤษจะแยกตัวออกจาก EU อย่างเป็นทางการแบบได้ข้อตกลงทันกำหนดเส้นตายวันที่ 31 ม.ค. 2020 และเข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่าน (Transition Period) จนถึงสิ้นปี 2020
- 2) **พรรค Labor ชนะการเลือกตั้งและเป็นแกนนำรัฐบาล** ในกรณีนี้นาย Jeremy Corbyn หัวหน้าพรรค จะเจรจาข้อตกลง Brexit ใหม่กับ EU ก่อนที่จะจัดทำประชามติครั้งที่ 2 (Second Referendum) ตามแคมเปญการหาเสียงเลือกตั้ง โดยการเจรจาข้อตกลง Brexit ใหม่รวมถึงการจัดทำประชามติจะส่งผลให้เส้นตาย Brexit ต้องถูกเลื่อนออกไปอีกและความไม่แน่นอนจะยังคงอยู่
- 3) **พรรค Conservative ชนะการเลือกตั้งแต่เสียงไม่เพียงพอต่อการจัดตั้งรัฐบาล (Hung Parliament)** ในกรณีนี้จะส่งผลให้พรรค Conservative ต้องจัดตั้งรัฐบาลร่วมกับพรรคอื่น โดยพรรค DUP ที่เป็นพรรคร่วมรัฐบาลในปัจจุบันน่าจะปฏิเสธเนื่องจากไม่เห็นชอบข้อตกลง Brexit ใหม่ของนายคา Johnson ที่เสนอให้ออร์แลนด์เหนือ (ส่วนหนึ่งของสหราชอาณาจักร) ยังอยู่ในระบบตลาดเดียวของ EU (Single Market) ต่อหลัง Brexit เนื่องจากขัดแย้งกับจุดยืนของพรรค ทำให้เรามองว่าการจัดตั้งรัฐบาลและการรวบรวมเสียงสนับสนุนข้อตกลง Brexit ให้ผ่านสภายังมีความไม่แน่นอนสูง และมองโอกาสเกิด No-deal Brexit จะเพิ่มขึ้นจากระยะเวลาที่กระชั้นชิด

แผนภาพ 38: ผลสำรวจชี้ว่าพรรค Conservative นำโดยนาย Boris Johnson จะชนะการเลือกตั้งและครองเสียงข้างมากในสภา ซึ่งในกรณีนี้คำขอข้อตกลง Brexit จะผ่านสภาและอังกฤษจะแยกตัวออกจาก EU ภายในเดือน ม.ค. 2020 ตามกำหนดการ

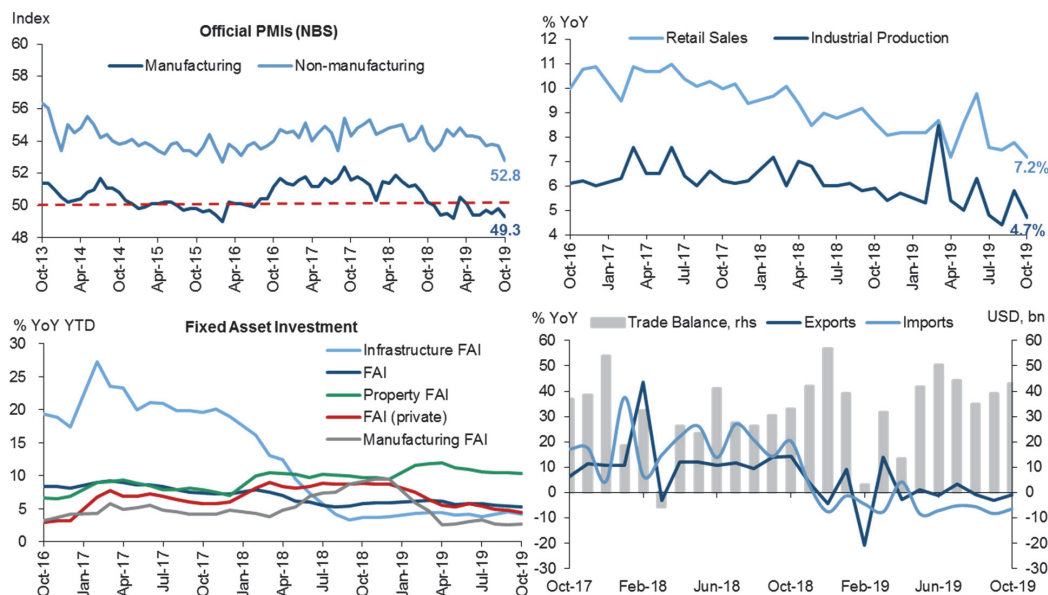


Source: Electoral Calculus, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อในไตรมาส 4 โดยกิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ต.ค. ชะลอตัวลงแย่กว่าที่คาดในทุกภาคส่วน ตามดัชนี PMI ภาคการผลิตที่ปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่ส่งออกฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยแต่ยังคงหดตัว มองไปข้างหน้า เราคาดว่ารัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเพื่อลดทอนความเสี่ยงที่เศรษฐกิจในไตรมาส 4 อาจขยายตัวต่ำกว่าเป้าของรัฐบาลที่ 6.0-6.5% หลังจาก GDP ไตรมาส 3 ขยายตัวแต่ละระดับกรอบล่างที่ 6.0%

แผนภาพ 39: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน ต.ค. ปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่กิจกรรมเศรษฐกิจเดือน ต.ค. ชะลอตัวลงในทุกภาคส่วน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณชะลอตัวลงเข้าสู่ไตรมาส 4 โดยตัวเลขเศรษฐกิจชะลอลงมากในเดือน ต.ค. มีเพียงส่งออกที่ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย

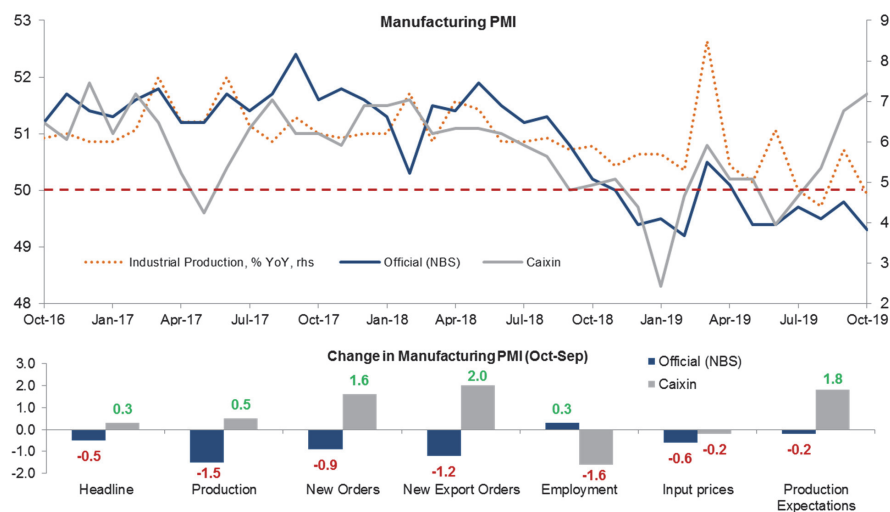
เศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อในไตรมาส 4 โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ต.ค. ชะลอตัวลงแย่กว่าที่คาดตามดัชนี PMI ภาคการผลิตที่ปรับลดลงต่ำสุดในรอบ 8 เดือน ขณะที่ส่งออกฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยแต่ยังคงหดตัว มองไปข้างหน้า เราคาดว่ารัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมเพื่อลดทอนความเสี่ยงที่เศรษฐกิจในไตรมาส 4 อาจขยายตัวต่ำกว่าเป้าของรัฐบาลที่ 6.0-6.5%

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 49.3 จุด ต่ำสุดในรอบ 8 เดือน โดยดัชนีกลับมาลดลงอีกครั้งสวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะทรงตัวที่ 49.8 จุด และอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 โดยในรายละเอียดระบุผลผลิต (-1.5, 50.8 จุด) ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งภายใน (-0.9, 49.6 จุด) และภายนอกประเทศ (-1.2, 47.0 จุด) ต่างปรับตัวลดลง ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 52.8 จุด แย่กว่าที่ตลาดคาด 53.6 จุด เช่นเดียวกัน

อย่างไรก็ดี ดัชนี PMI ภาคการผลิตของทางการจีนได้ออกมาสวนทางกับดัชนี PMI ภาคการผลิตของ Caixin ที่ออกมาเพิ่มขึ้น (+0.3, 51.7 จุด) และทำให้ส่วนต่างระหว่างทั้งสองดัชนีอยู่ในระดับที่สูง โดยส่วนหนึ่งเป็นจากจำนวนและความแตกต่างของบริษัทที่อยู่ในผลสำรวจ ดัชนีของทางการจะสำรวจกลุ่มรัฐวิสาหกิจราว 3,000 บริษัท ขณะที่ดัชนีของ Caixin จะสำรวจธุรกิจเอกชนราว 500 บริษัท

โดยปกติแล้ว ดัชนีของทางการมักเป็นตัวชี้แนวโน้มของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ดีกว่า (ตามแผนภาพ 40 ด้านล่าง) ซึ่งดัชนีของทางการที่ปรับลดลงในเดือนนี้ สะท้อนได้ว่าภาคการผลิตจริงจะยังไม่ฟื้นตัว ขณะที่ดัชนีของ Caixin มักชี้แนวโน้มส่งออกได้ดีกว่า เนื่องจากธุรกิจเอกชนในสำรวจเกี่ยวเนื่องกับภาคส่งออกมากกว่า โดยส่งออกเดือน ต.ค. ก็ได้ออกมาฟื้นตัวขึ้นตามการขึ้นของดัชนี Caixin

แผนภาพ 40: ดัชนี PMI ภาคการผลิตของทางการจีน (เส้นสีเข้ม) และ Caixin (เส้นสีเทา) ออกมาสวนทางกันในเดือน ต.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ต.ค. ชะลอตัวลงเป็น 4.7% YoY แย่กว่าที่ตลาดคาดและเดือนก่อนที่ 5.8% YoY โดยผลผลิตไฟฟ้า ซีเมนต์ และผลิตภัณฑ์จากเหล็กต่างชะลอตัวลง ขณะที่ผลผลิตรถยนต์ฟื้นตัวขึ้น (-2.2% YoY vs. -6.9% เดือนก่อน)

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. ชะลอตัวลงเป็น 7.2% YoY แย่กว่าที่ตลาดคาดและเดือนก่อนที่ 7.8% YoY โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากที่ผู้บริโภคซื้อสินค้าออนไลน์ในเทศกาลลดราคาวันคนโสด (11 พ.ย.)

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ก.ย. ชะลอตัวลงเป็น 5.2% YoY YTD ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 1998 แย่กว่าที่ตลาดคาดและเดือนก่อนที่ 5.4% YoY YTD โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (4.2% vs. 4.5% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (10.3% vs. 10.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ขณะที่การลงทุนในภาคการผลิต (2.6% vs. 2.5% เดือนก่อน) ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ต.ค. หดตัว -0.9% YoY ลดลงจาก -3.2% YoY ในเดือนก่อน และดีกว่าที่ตลาดคาด -3.9% YoY ส่วนยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -6.4% YoY ลดลงจาก -8.5% YoY ในเดือนก่อน และดีกว่าที่ตลาดคาด -7.8% YoY ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ต.ค. เกินดุล 4.28 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก 3.96 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

โดยยอดส่งออกไปสหรัฐฯ (-16.2% YoY vs. -21.9% เดือนก่อน) ฟื้นตัวขึ้น ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลดีจากการที่สหรัฐฯ ได้ยกเลิกการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนกลุ่ม 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 25% เป็น 30% ซึ่งแต่เดิมมีกำหนดปรับขึ้นในวันที่ 15 ต.ค. ยอดส่งออกไป ASEAN (+15.8% YoY vs. +9.7% เดือนก่อน) และ EU (+3.1% YoY vs. 0.1% เดือนก่อน) เติบโตขึ้น ขณะที่ยอดส่งออกไปญี่ปุ่น (-7.8% YoY vs. -5.0% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลกระทบจากพายุไต้ฝุ่น

แผนภาพ 41: ส่งออกเดือน ต.ค. พื้นตัวขึ้น โดยมีเพียงส่งออกปฏูุ่่นที่แย่ง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นหลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ผ่อนคลายลง และโอกาสที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนก่อนที่สองของกลุ่ม 3 แชนลันดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ 15% (มูลค่า 1.6 แชนลันดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งมีแผนจะขึ้นในวันที่ 15 ธ.ค. มีลดลงไป โดยทั้งสองฝ่ายได้ข้อตกลงขั้นที่ 1 ร่วมกัน ทั้งยังระบุว่าอาจทยอยปรับลดภาษีนำเข้าที่ได้ปรับขึ้นไปแล้ว ซึ่งคาดว่าผู้นำทั้งสองฝ่ายจะลงนามข้อตกลงดังกล่าวในระยะใกล้

แผนภาพ 42: รายละเอียดสินค้านำเข้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ตามรอบการปรับขึ้นภาษี โดยสินค้าก่อนสุดท้ายที่มีกำหนดปรับขึ้นภาษีนำเข้าที่ 15% ในวันที่ 15 ธ.ค. คาดว่าจะถูกเลื่อนออกไป

Effective date	China imports from US			US imports from China		
	Trade amount	Tariff rate	Major Items	Trade amount	Tariff rate	Major Items
Jul 6, 2018	US\$34bn	25%	Mostly agricultural products i.e. soybeans, beef, seafood, dairy products, & fruits and autos	US\$34bn	25%	Mostly high-tech 'made in China 2025' i.e. robotics, aviation, autos, industrial machinery & capital goods
Aug 23, 2018	US\$16bn	25%	Crude oil, mineral products, coal, chemicals, plastic & rubber, medical equip, textile & footwear	US\$16bn	25%	Chemicals, plastic, glass, steel products, aluminum, machinery, motor, boats, motorcycles and tram
Sep 24, 2018	US\$60bn	5-25%	Machinery, optical & medical equip., chemicals, electronics, wood paper & pulp, plastics & rubber, metal & metal products, mineral products, leather, food & agri products, textile & footwear, auto parts, small aircraft	US\$200bn	10%	Furniture, machinery, telephone equip., metal products, electronics, autos, bikes & parts, chemicals, plastic & rubber, computers, food & agri products, leather, textile products other than clothes, shoes, consumer electronics i.e. cameras, air-cons, refrigerators, electronic heaters, wood & paper products, Optical & medical equip.
May 10, 2019				Hike in tariffs on US\$200bn list to 25% (from 10%)		
Jun 1, 2019	Hike in tariffs on US\$60bn list of 5-25%					
Sept 1, 2019*	US\$29bn (subset of US\$75bn)	Hike in tariffs of 5-10%	Crude oil and machinery	US\$112bn	15%	Clothes, TVs & monitors, shoes, electronics, plastic & rubber, printers, metal products, toys, machinery, consumer electronics i.e. Apple watch, telephone equip., computers, optical & medical equip., wood & paper products, cameras, food & agri products, chemicals
Dec 15, 2019	US\$46bn (subset of US\$75bn)	Hike in tariffs of 5%-10%	Optical & medical equip., wheat & cereals, auto, and a re-imposition of suspended 25% tariffs on Auto & parts	US\$160bn	15%	Consumer electronics i.e. cellphones & computers, toys, shoes, plastic & rubber, other electronics

*China suspended further tariffs on agri products i.e. soybeans and meats on Sep 17, 2019 as goodwill gesture

Note: China tariffs on US goods remaining untouched include semiconductors, large aircraft, and pharmaceuticals

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

PBoC ปรับลดดอกเบี้ย MLF ลงครั้งแรกในรอบ 3 ปี เพื่อหนุนเศรษฐกิจ

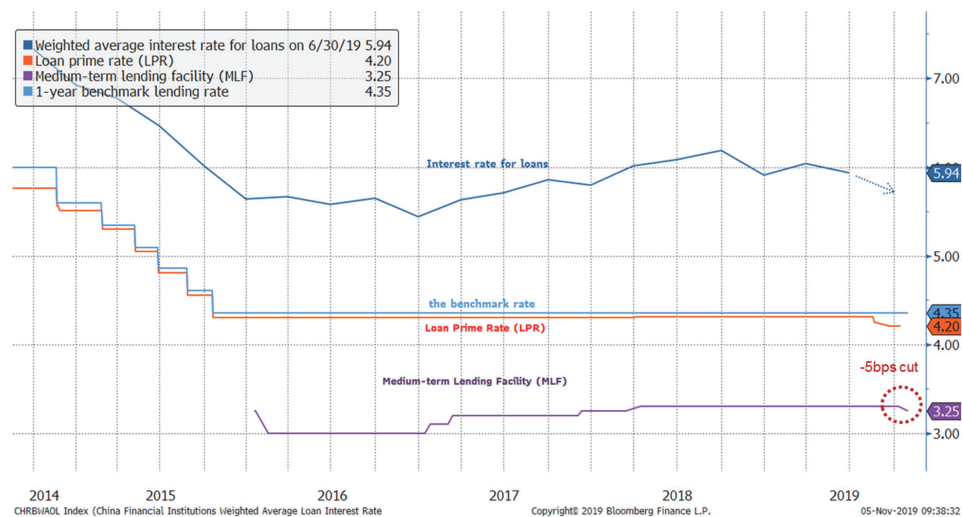
เศรษฐกิจที่ยังส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อ ทำให้ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยโครงการเงินกู้ระยะกลาง Medium-term Lending Facility (MLF) ระยะ 1 ปี ลง -5bps เป็น 3.25% ในวันที่ 5 พ.ย. ซึ่งนับเป็นการปรับลดเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี โดย MLF เป็นโครงการปล่อยกู้ของ PBoC ที่คิดเป็นสัดส่วนราว 40% ของยอดปล่อยกู้คงค้างในระบบที่ PBoC ปล่อยให้แก่ธนาคารพาณิชย์

ดอกเบี้ย MLF นับเป็นตัวแปรสำคัญในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่ธนาคารพาณิชย์ปล่อยให้ลูกค้าชั้นดี หรือ Loan Prime Rate (LPR) ซึ่งนับตั้งแต่วันที่ 20 ส.ค. PBoC ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ใช้อัตราดอกเบี้ย LPR เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิงในการปล่อยสินเชื่อสู่ระบบเศรษฐกิจ

โดยทุกวันที่ 20 ของแต่ละเดือน ธนาคารพาณิชย์ 18 แห่งที่ได้รับการคัดเลือกจะต้องรายงานอัตราดอกเบี้ย LPR ของธนาคารตนกับ PBoC ซึ่งดอกเบี้ย LPR นั้น จะคิดจากอัตราดอกเบี้ย MLF บวกกับดอกเบี้ยส่วนเพิ่ม (Premium) ที่ธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งกำหนด หรือ 3.25%+premium ในปัจจุบัน

การปรับลดดอกเบี้ย MLF ลง จึงคาดได้ว่าจะทำให้อัตราดอกเบี้ย LPR ซึ่งเป็นดอกเบี้ยอ้างอิงมีแนวโน้มลดลง (จากปัจจุบันที่ 4.2%) และอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจจึงปรับตัวลดลงตามเป็นลำดับ ซึ่งจะสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อ ลดต้นทุนการกู้ยืมของสถาบันการเงิน และเป็นอีกแรงหนุนเศรษฐกิจ

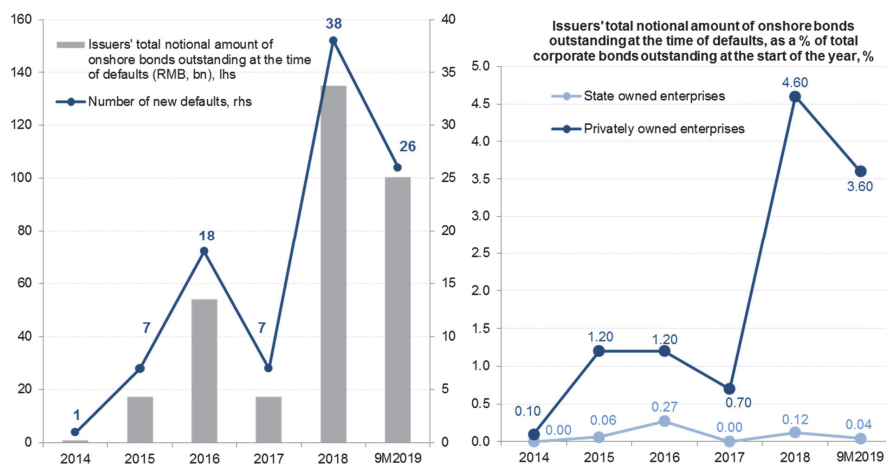
แผนภาพ 43: PBoC ลดดอกเบี้ย MLF ระยะ 1 ปีลง 5bps เป็น 3.25% ซึ่งนับเป็นการปรับลดครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2016



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี เรามองว่าการปรับลดดอกเบี้ย MLF ลง 5bps อาจช่วยหนุนการปล่อยสินเชื่อให้เร่งตัวขึ้นได้บ้าง แต่ผลบวกน่าจะมีจำกัด ท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจที่แผ่วลงและอัตราการผิดนัดชำระหนี้ (Defaults Case) ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2018 โดยเฉพาะบริษัทเอกชน โดยในปีนี้ (จนถึงเดือน ก.ย.) มีบริษัทผิดนัดชำระหนี้ 26 บริษัท (vs. 38 บริษัทในปี 2018) ซึ่งส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์มีความเข้มงวดในการปล่อยกู้มากขึ้น และคิดดอกเบี้ยส่วนเพิ่ม (Premium) ในอัตราที่สูง

แผนภาพ 44: จำนวนบริษัทผิดนัดชำระหนี้เพิ่มขึ้นมากนับตั้งแต่ปี 2018 โดยส่วนมากเป็นบริษัทเอกชน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มองไปข้างหน้า เราคาดว่า PBoC จะต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ย MLF และอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำ (Reserve Requirement Ratio: RRR) ลงเพิ่มเติม ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อ เพื่อลดทอนความเสี่ยงที่เศรษฐกิจในไตรมาส 4 อาจขยายตัวต่ำกว่าเป้าของรัฐบาลที่ 6.0-6.5% หลังจาก GDP ไตรมาส 3 ขยายตัวแต่ละระดับกรอบล่างที่ 6.0%

เงินเพื่อที่เร่งตัวขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการผ่อนคลายนโยบายการเงินของ PBoC

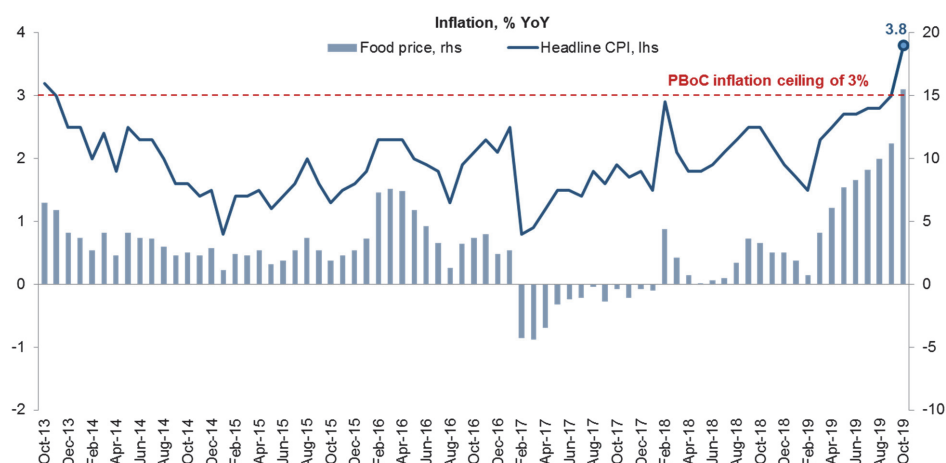
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ต.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 3.8% YoY จาก 3.0% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของ PBoC ที่ 3% เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2013 ตามราคาอาหารที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (15.5% YoY vs. 11.2% เดือนก่อน) จากการเพิ่มขึ้นของราคาหมูเป็นสำคัญ

โดยราคาหมูได้เร่งตัวขึ้นเป็น 101.3% YoY ในเดือน ต.ค. (vs. 69.3% เดือนก่อน) จากผลกระทบของการระบาดของไข้หวัดหมูแอฟริกันที่ส่งผลให้หมูล้มตายเป็นจำนวนมาก ขณะที่ราคาผัก (-10.2% YoY vs. -11.8% เดือนก่อน) และผลไม้สด (-0.3% YoY vs. 7.7% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

เรามองว่าเงินเฟ้อยังมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อและยังอยู่เหนือเป้าหมาย PBoC ที่ 3% จนถึงเทศกาลตรุษจีน (ปลายเดือน ม.ค. 2020) ตามราคาหมู ผักและผลไม้ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น และคาดว่าจะชะลอตัวลงหลังจากนั้น จากผลกระทบของไข้หวัดหมูที่คาดว่าจะทยอยหมดไป

ทั้งนี้ เงินเฟ้อที่ขยายตัวเหนือเป้าหมายที่ 3% นับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง เนื่องจากจะกดดันขีดความสามารถในการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมเพื่อหนุนเศรษฐกิจของ PBoC โดยเฉพาะเมื่อความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ มีแนวโน้มยืดเยื้อ

แผนภาพ 45: เงินเฟ้อเดือน ต.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น 3.8% YoY เกินเป้าหมาย PBoC ที่ 3%



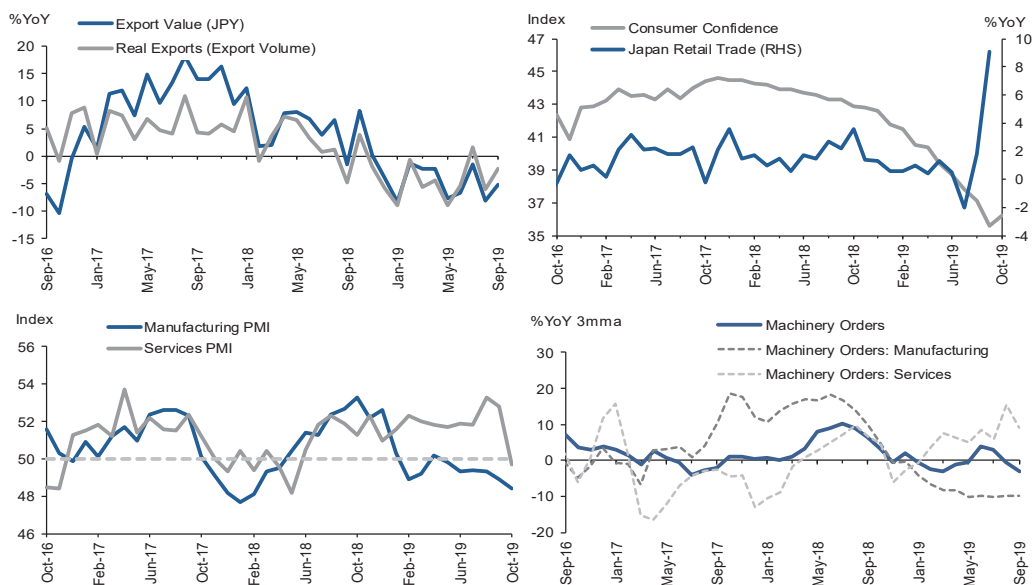
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 3 ได้รับผลดีจากการเร่งซื้อสินค้าของผู้บริโภคก่อนหน้าภาษี VAT จะถูกปรับขึ้น (จาก 8% เป็น 10%) ในเดือน ต.ค. ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนและการส่งออกยังคงอ่อนแอ กดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจ

มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจไตรมาส 4 คาดจะหดตัวจากการที่ผู้บริโภคได้เร่งซื้อสินค้าไปแล้วในไตรมาส 3 แต่อย่างไรก็ดี การหดตัวคาดว่าจะไม่รุนแรงแบบการขึ้นภาษี VAT รอบก่อน (เดือน เม.ย. 2014: 5% เป็น 8%) เนื่องจากการเร่งซื้อสินค้าในรอบนี้นั้นน้อยกว่ารอบก่อน อีกทั้งรัฐบาลได้ออกมาตรการเพื่อชดเชยผลกระทบ

แผนภาพ 46: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน ต.ค. ปรับลดลงต่ำสุดในรอบกว่า 3 ปี การลงทุนและส่งออกยังอ่อนแอ ขณะที่การบริโภคเร่งตัวขึ้นแรงในเดือน ก.ย. จากการเร่งซื้อก่อนภาษี VAT ปรับขึ้นเดือน ต.ค.



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

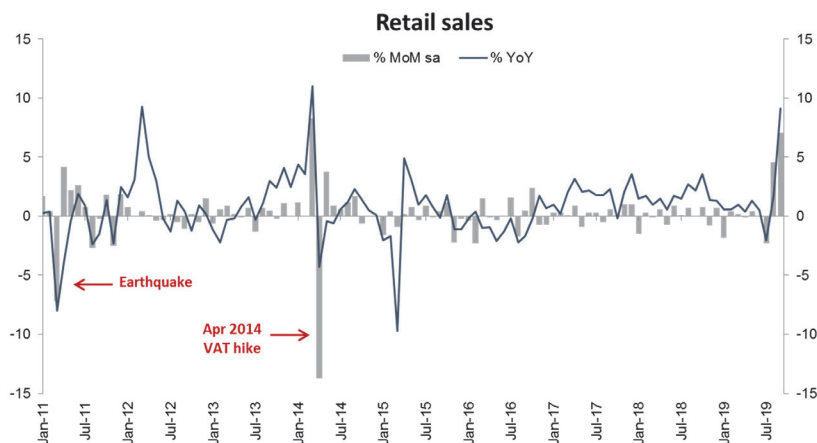
เศรษฐกิจไตรมาส 3 ได้ผลดีจากการเร่งซื้อสินค้าก่อนภาษี VAT ถูกปรับขึ้นในเดือน ต.ค. ขณะที่การลงทุนและส่งออกยังอ่อนแอ

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. ขยายตัว 7.1% MoM เติบโตขึ้นต่อจาก 4.6% MoM ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างมาก 3.5% MoM จากการเร่งซื้อสินค้าของผู้บริโภคก่อนหน้าภาษีการบริโภคจะถูกปรับขึ้นจาก 8% เป็น 10% ในวันที่ 1 ต.ค. ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นเป็น 9.1% YoY (vs. 1.8% เดือนก่อน) สูงสุดนับตั้งแต่ก่อนหน้าการปรับขึ้นภาษีการบริโภครอบก่อน (เดือน เม.ย. 2014) โดยยอดขายเร่งตัวขึ้นมากในกลุ่มรถยนต์ (13.5% MoM vs. 1.2% เดือนก่อน) และเครื่องใช้ไฟฟ้าในครัวเรือน (28.2% MoM vs. 17.3% เดือนก่อน)

เราคาดยอดขายปลีกจะพลิกกลับมาหดตัวแรงโดยเฉพาะในเดือน ต.ค. และกลับมาเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจในไตรมาส 4 เนื่องจากผู้บริโภคได้เร่งซื้อสินค้าไปมากแล้ว โดยการปรับขึ้นภาษีการบริโภคครั้งก่อน (เม.ย. 2014; จาก 5% เป็น 8%) ได้ส่งผลให้ยอดขายปลีกในเดือน มี.ค. 2014 ขยายตัวแรง 8.3% MoM ก่อนที่จะพลิกกลับมาหดตัว -13.7% MoM ในเดือนถัดไปที่ภาษีถูกปรับขึ้น

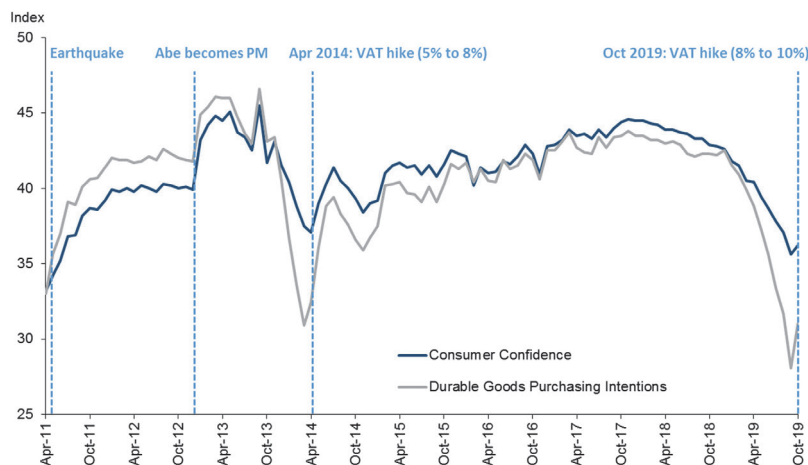
ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ต.ค. ได้ฟื้นตัวขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 22 เดือน (+0.6, 36.2 จุด) หลังการปรับขึ้นภาษีการบริโภค แต่อย่างไรก็ดี ดัชนียังคงอยู่ในระดับต่ำและสะท้อนว่าผู้บริโภคจะยังไม่อยากใช้จ่ายมากนักท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง

แผนภาพที่ 47: ยอดค้าปลีกเดือน ส.ค.-ก.ย. เพิ่มขึ้นแรงก่อนภาษี VAT จะถูกปรับขึ้นในวันที่ 1 ต.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 48: ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (เส้นสีฟ้า) เดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้นหลังภาษี VAT ถูกบังคับใช้ไปแล้ว อย่างไรก็ตาม ดัชนียังอยู่ในระดับต่ำ



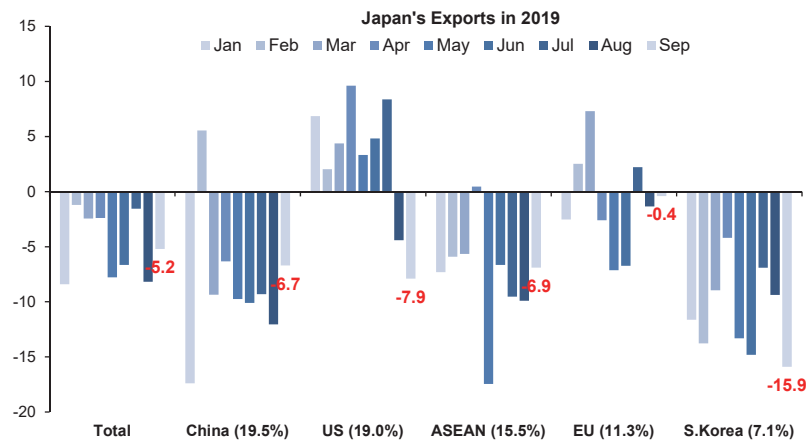
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่งออก: ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยนเดือน ก.ย. หดตัว -5.2% YoY ลดลงจาก -8.2% YoY ในเดือนก่อน แต่แยกว่าที่ตลาดคาด -3.7% YoY โดยส่งออกหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10 ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าและอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ

โดยส่งออกไปสหรัฐฯ (-7.9% YoY vs. -4.4% เดือนก่อน) และเกาหลีใต้ (-15.9% YoY vs. -9.4% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ส่งออกไปจีน (-6.7% YoY vs. -12.1% เดือนก่อน) EU (-0.4% YoY vs. -1.3% เดือนก่อน) และ ASEAN (-6.9% YoY vs. -9.9% เดือนก่อน) ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย แต่ยังคงหดตัว

ส่งออกยังมีแนวโน้มอ่อนแอต่อเนื่องภายใต้ความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และอุปสงค์โลกที่ยังอ่อนแอ

แผนภาพที่ 49: ส่งออกเดือน ก.ย. หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 10



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

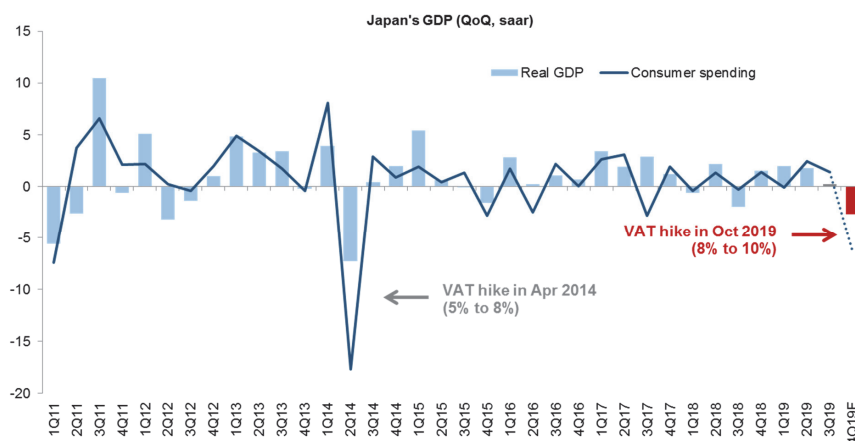
การลงทุน: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ก.ย. หดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -3.0% YoY, 3mma (vs. -0.6% ในเดือนก่อน) โดยยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิตยังหดตัวต่อเนื่อง (-9.91% YoY, 3mma vs. -9.88% ในเดือนก่อน) ขณะที่ ยอดคำสั่งซื้อในภาคบริการชะลอตัวลง (9.19% YoY, 3mma vs. 15.8% ในเดือนก่อน)

ความเชื่อมั่นภาคการผลิตและการบริการ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 48.4 จุด ต่ำสุดในรอบกว่า 3 ปี และอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง 6 เดือน จากยอดคำสั่งซื้อที่ปรับลดลงแรงสุดนับตั้งแต่ปลายปี 2012 โดยภาคธุรกิจจะบ่งชี้ผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้าและอุปสงค์ของประเทศคู่ค้าหลักที่ชะลอ ขณะที่ดัชนีภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวลดลงแรง -3.1 จุด เป็น 49.7 จุด เข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ครั้งแรกในรอบ 3 ปี โดยภาคธุรกิจจะปรับขึ้นภาษีการบริโภคและผลกระทบจากพายุไต้ฝุ่นเป็นปัจจัยหลักกดดันกิจกรรมเศรษฐกิจในเดือนนี้

การปรับขึ้นภาษี VAT จะกดดันให้เศรษฐกิจไตรมาส 4 หดตัว แต่คาดว่าจะไม่รุนแรงเหมือนการปรับขึ้นภาษีในรอบก่อน

การเร่งซื้อสินค้าของผู้บริโภคในเดือน ส.ค.-ก.ย. ก่อนภาษี VAT จะถูกปรับขึ้นในเดือน ต.ค. (จาก 8% เป็น 10%) นับเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญในไตรมาส 3 ขาดเขตภาคส่งออกที่อ่อนแอ ซึ่งคาดว่าจะได้ว่าปัจจัยหนุนดังกล่าวจะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจในไตรมาส 4 เนื่องจากผู้บริโภคได้เร่งซื้อสินค้าไปมากแล้ว ขณะที่การส่งออกจะยังคงอ่อนแอท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ยังไม่ฟื้นตัว

แผนภาพที่ 50: GDP ไตรมาส 4 คาดจะพลิกกลับมาหดตัวแต่ไม่รุนแรงแบบไตรมาส 2/2014

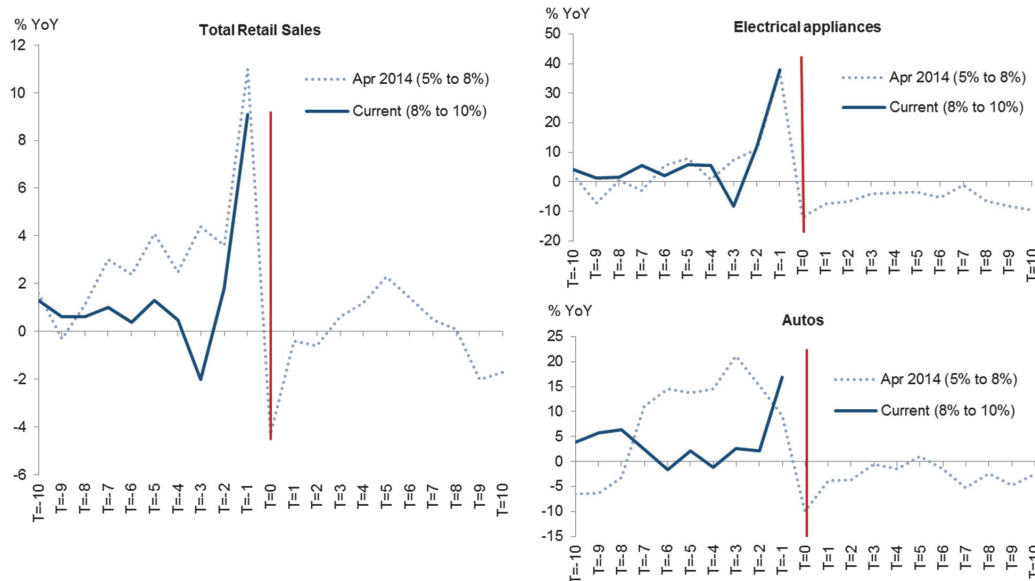


Note: forecast for 2019-2020 are based on Bloomberg consensus

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

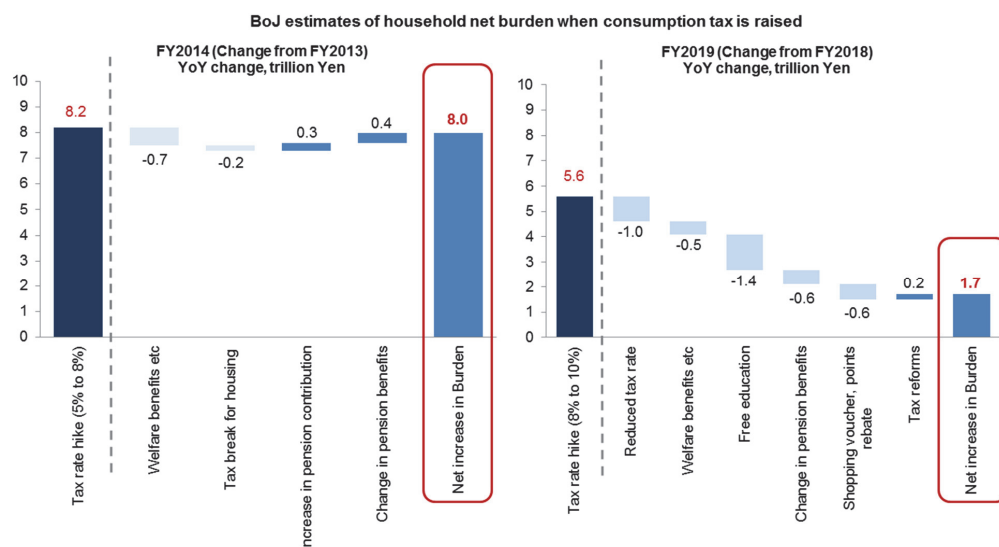
อย่างไรก็ดี เราคาดว่าเศรษฐกิจจะไม่หดตัวรุนแรงแบบการขึ้นภาษี VAT รอบก่อน (เดือน เม.ย. 2014) เนื่องจากการเร่งซื้อสินค้าในรอบนี้นั้นต่ำกว่า ซึ่งสะท้อนได้ว่าแรงกดดันต่อเศรษฐกิจน่าจะมีจำกัดเช่นกัน ประกอบกับที่อัตราการปรับขึ้นภาษี VAT ในรอบนี้นั้นต่ำกว่ารอบก่อน (+3% ปี 2014 vs. +2% ปีนี้) นอกจากนี้ รัฐบาลได้ออกมาตรการชดเชยผลกระทบต่อผู้บริโภค เช่น การคงอัตราภาษีในหมวดอาหาร เครื่องดื่ม และหนังสือพิมพ์ไว้ที่ 8% การให้สวัสดิการรับเลี้ยงดูเด็กเล็ก การเพิ่มเงินช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย และการให้ส่วนลดพิเศษสำหรับการซื้อสินค้าโดยไม่ใช้เงินสด (เช่น e-payment, บัตรเครดิต) กับร้านค้าขนาดกลางและย่อม ซึ่งมาตรการต่างๆ BoJ ประเมินว่าจะช่วยลดผลกระทบจากการปรับขึ้นภาษีในครั้งนี้ จาก 5.6 ล้านล้านเยน ลดลงเหลือเพียงประมาณ 1.7 ล้านล้านเยน

แผนภาพที่ 51: การเร่งซื้อสินค้าในรอบนี้ (เส้นทึบ) ต่ำกว่าการเร่งซื้อก่อนการขึ้นภาษี VAT รอบก่อน (เส้นประ)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 52: BoJ ประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากการขึ้นภาษีการบริโภคในครั้งนี้ น้อยกว่าครั้งปี 2014 เป็นอย่างมาก (1.7 ล้านล้านเยน vs. 8.0 ล้านล้านเยนในปี 2014) จากขนาดของการปรับขึ้นที่ต่ำกว่าและมาตรการชดเชยจากรัฐบาลที่มีเพิ่มขึ้น

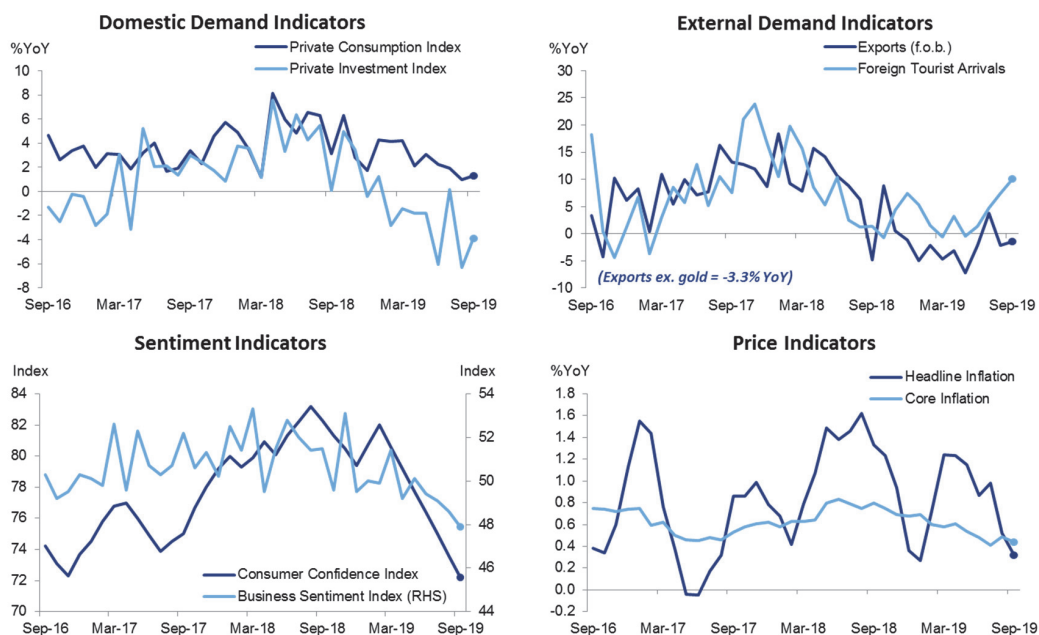


Source: BoJ, MoF, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจเดือน ก.ย. ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง จากสัญญาณอ่อนแอของอุปสงค์ภายในประเทศที่ได้รับผลกระทบต่อเนื่องจากอุปสงค์โลกที่เปราะบาง ทำให้ ธปท. ตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% ในการประชุมเมื่อวันที่ 6 พ.ย. นอกจากนี้ ธปท. ยังได้ผ่อนคลายเกณฑ์มาตรการเงินทุนไหลออก ซึ่งคาดหวังการลดทอนแรงกดดันต่อการแข็งค่าของเงินบาท ด้านการประกาศยกเลิกการให้สิทธิพิเศษทางศุลกากร (GSP) ของสหรัฐฯ ที่ผ่านมาน่าจะกระทบต่อการส่งออกในภาพรวมอย่างจำกัด สำหรับปัจจัยบวกเกิดจากการเซ็นสัญญาในโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน และโครงการท่าเรือมาบตาพุด เฟส 3 ซึ่งการก่อสร้างจะเกิดขึ้นในปี 2020 ทำให้โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเป็นความหวังในการฟื้นตัวของกิจกรรมเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 53: เครื่องชี้เศรษฐกิจเดือน ก.ย. ยังอ่อนแอในวงกว้าง สะท้อนกิจกรรมเศรษฐกิจที่เปราะบางต่อเนื่อง



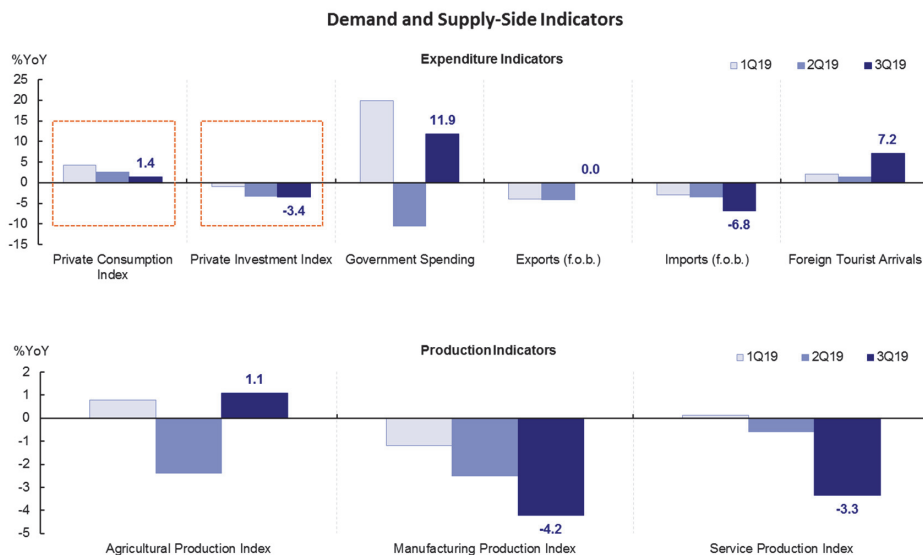
Source: BoT, MoC, UTCC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาพรวมเศรษฐกิจเดือน ก.ย. ยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่อง แม้นักท่องเที่ยวจะเติบโตสูง

เครื่องชี้เศรษฐกิจในเดือน ก.ย. บ่งชี้ถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ยังเปราะบาง โดยอุปสงค์ในประเทศยังคงส่งสัญญาณอ่อนแอจากการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวใกล้เคียงกับเดือนที่ผ่านมา (+1.3% YoY vs. +1.0% ในเดือน ส.ค.) โดยเป็นการขยายตัวในทุกหมวดยกเว้นหมวดสินค้าคงทนที่หดตัวต่อเนื่อง รวมถึงการลงทุนภาคเอกชน (-3.9% vs. -6.3% ในเดือน ส.ค.) ที่ยังหดตัวเป็นวงกว้าง ทั้งในหมวดการก่อสร้างและการลงทุน โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจที่ขยายตัวได้ดีในเดือนนี้ คือ นักท่องเที่ยวต่างชาติที่ขยายตัวสูง 10.1% มาอยู่ที่ 2.9 ล้านคน ส่วนหนึ่งจากฐานที่ต่ำและมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม VOA

รายงานตัวเลขเศรษฐกิจของ ธปท. ในช่วงเดือน ก.ค.- ก.ย. สะท้อนว่าเศรษฐกิจในไตรมาส 3 มีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้นเล็กน้อย สอดคล้องกับที่สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) เปิดเผยว่า GDP 3Q19 ขยายตัว +2.4%YoY เร่งขึ้นเล็กน้อยจาก +2.3% ในไตรมาสก่อน โดยมีแรงสนับสนุนจากการนำเข้าที่หดตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าการส่งออก ส่งผลให้การส่งออกสุทธิเป็นปัจจัยหนุนต่อ GDP นอกจากนี้ อุปสงค์ในประเทศ ทั้งการบริโภคและการลงทุนยังคงขยายตัวได้ไตรมาสนี้

แผนภาพที่ 54: เครื่องชี้เศรษฐกิจไตรมาส 3 บ่งชี้ว่าการใช้จ่ายภาคเอกชนยังแผ่วลงต่อเนื่อง



Source: BoT, OIE, OAE, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน EEC เริ่มมีความคืบหน้า

คณะกรรมการนโยบายการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ได้ประกาศให้โครงการหลักที่เปรียบเสมือน “กระดูกสันหลัง” ซึ่งเป็นแกนหลักที่จำเป็นต่อการพัฒนาอุตสาหกรรมเป้าหมายในพื้นที่ EEC ประกอบด้วย 1) โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน 2) โครงการท่าเรือมาบตาพุด 3) โครงการท่าเรือแหลมฉบัง และ 4) โครงการสนามบินอู่ตะเภา และศูนย์ซ่อมบำรุงอากาศยาน (MRO)

ปัจจุบันโครงการที่มีความก้าวหน้ามากที่สุด คือโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน และโครงการท่าเรือมาบตาพุด เฟส 3 ที่ได้ดำเนินการประมูลแล้วเสร็จและเพิ่งมีการเซ็นสัญญาไปเมื่อเดือน ต.ค. ที่ผ่านมานี้ ส่วนโครงการท่าเรือแหลมฉบังและโครงการสนามบินอู่ตะเภาที่มีแนวโน้มล่าช้ากว่ากำหนดการเนื่องจากติดปัญหาการฟ้องร้องเรื่องสิทธิในการประมูล

สำหรับโครงการท่าเรือแหลมฉบังนั้น การท่าเรือแห่งประเทศไทยกำหนดให้ผู้ประมูลยื่นซองเอกสารในวันที่ 29 มี.ค. 2019 ที่ผ่านมานี้ โดยมีผู้เข้าร่วมประมูล 2 ราย ได้แก่ 1) กลุ่ม GPC (ซึ่งประกอบด้วยบริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล จำกัด, บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน), บริษัท โซน่า ฮาร์เบอร์ เอ็นจิเนียริง จำกัด) และ 2) กลุ่ม NPC (ซึ่งประกอบด้วยบริษัท แอสโซซิเอท อินฟราสตรักเจอร์ จำกัด, บริษัท นทลีน จำกัด, บริษัท พรินา มารีน จำกัด (มหาชน), บริษัท พีเอสเอส ออแกนิค ฮีลิ่ง จำกัด, China Railway Construction Corporation Limited

ในการประมูลวันนั้น คณะกรรมการคัดเลือกเอกชนร่วมลงทุนพิจารณาว่ากลุ่ม NPC มีการลงนามในเอกสารไม่ถูกต้องและไม่ครบถ้วน คณะกรรมการคัดเลือกฯ จึงมีมติให้กลุ่ม NPC ไม่ผ่านการประเมินคุณสมบัติของผู้ยื่นข้อเสนอ อย่างไรก็ตาม กลุ่ม NPC ได้ยื่นฟ้องต่อศาลปกครองกลางให้พิจารณาเพิกถอนคำสั่ง และต่อมาในวันที่ 27 ก.ย. 2019 ศาลปกครองกลางมีคำสั่งเพิกถอนคำสั่งของคณะกรรมการคัดเลือกฯ ที่ให้กลุ่ม NPC เป็นผู้ไม่ผ่านการประเมินคุณสมบัติของผู้ยื่นข้อเสนอ เนื่องจากศาลฯ มีความเห็นว่าการลงรายชื่อในที่ว่างด้านล่างของกระดาษ ซึ่งไม่ได้เป็นตำแหน่งที่กำหนด ไม่ใช่สาระสำคัญของการประมูลและไม่ได้ทำให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ยื่นข้อเสนอรายอื่น ส่งผลให้คณะกรรมการคัดเลือกฯ จะพิจารณาการประมูลโครงการท่าเรือแหลมฉบัง เฟส 3 ของผู้ประมูลทั้ง 2 รายต่อไป

ส่วนโครงการสนามบินอยู่ตะเภที่กองทัพเรือกำหนดให้ยื่นเอกสารประมูลในวันที่ 21 มีนาคม 2019 ภายในเวลา 09.00-15.00น. มีผู้เข้าประมูล 3 รายได้แก่ 1) กลุ่มกิจการร่วมบริษัท ธนโฮลดิ้ง จำกัดและพันธมิตร (กลุ่ม CP) (ซึ่งประกอบด้วย บริษัท ธนโฮลดิ้ง จำกัด ของเครือเจริญโภคภัณฑ์, บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล๊อปเมนต์ จำกัด (มหาชน), บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน), บริษัท บี.กริม จอยน์ เว็นเจอร์ โฮลดิ้ง จำกัด, Orient Success International Limited 2) กลุ่ม Grand Consortium (ซึ่งประกอบด้วย บริษัท แกรนด์ แอสเสท โฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน), บริษัทคริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน), บริษัท ไทยแอร์เอเชีย จำกัด

และ 3) กลุ่มกิจการร่วมค้าบีบีเอส (BBS Joint Venture) (ซึ่งประกอบด้วย บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน), บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน), บริษัท ชีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด) ในการประมูลวันนั้น กลุ่ม CP ยื่นเอกสารประมูลในเวลา 15.09 น. ซึ่งล่าช้ากว่ากำหนดการไป 9 นาที ส่งผลให้คณะกรรมการคัดเลือกฯ ตัดสิทธิ์การประมูลของกลุ่ม CP

อย่างไรก็ดี กลุ่ม CP ได้ยื่นฟ้องศาลปกครองชั้นต้น แต่ศาลปกครองชั้นต้นมีคำสั่งยกฟ้อง ต่อมากลุ่ม CP จึงอุทธรณ์ไปยังศาลปกครองสูงสุด ซึ่งล่าสุดศาลปกครองสูงสุดมีคำสั่งคุ้มครองชั่วคราวให้คณะกรรมการคัดเลือกฯ พิจารณาข้อเสนอของกลุ่ม CP ไว้ก่อนจนกว่าศาลจะมีคำพิพากษา โดยปัจจุบันศาลปกครองสูงสุดอยู่ระหว่างพิจารณาคดี ทั้งนี้ นายคณิต แสงสุพรรณ เลขาธิการคณะกรรมการ EEC คาดว่าหลังจากที่ศาลปกครองสูงสุดตัดสินแล้ว คณะกรรมการคัดเลือกฯ จะพิจารณาข้อเสนอในการประมูลและให้ผู้ชนะประมูลเซ็นสัญญาได้ในเดือน ม.ค. 2020

เราประเมินว่าทั้ง 2 โครงการที่ล่าช้าจากปัญหาการฟ้องร้องเรื่องสิทธิในการประมูลมีแนวโน้มที่จะคลี่คลายไปได้ในที่สุด ส่งผลให้โครงการทั้งหมดจะสามารถเข้าสู่ระยะก่อสร้างได้ภายในปีหน้า อย่างไรก็ตาม ยังมีความเสี่ยงที่การก่อสร้างจะล่าช้า อาทิ การใช้เวลาในการวางแผนก่อสร้างนานกว่าที่คาด เนื่องจากทุกโครงการเป็นโครงการขนาดใหญ่ และมีรูปแบบการร่วมลงทุนแบบ PPP ซึ่งภาครัฐและเอกชนจะต้องดำเนินงานร่วมกัน

แผนภาพที่ 55: โครงการโครงสร้างพื้นฐานหลักใน EEC คือโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน และโครงการท่าเรือมาบตาพุด เฟส 3 ได้มีการเซ็นสัญญาไปแล้วในเดือน ต.ค. ที่ผ่านมา

Progress in Key EEC Projects				
	High-Speed Rail Linked 3 Airports (Bt224bn)	Map Ta Phut Seaport (Bt55bn)	Laem Chabang Seaport (Bt84bn)	U-Tapao Aviation City (Bt290bn)
Bidding	Nov 2018 CP group won the bidding	Feb 2019 PTT Tank and Gulf won the bidding	Mar 2019 Bidders: 1) GPC (e.g. PTT Tank and GULF) 2) NPC (e.g. Associate Infinity, Prima Marine)	Mar 2019 Bidders: 1) CP (e.g., CK, ITD, BGRIM) 2) Grand (e.g., PF, AAV) 3) BBS (e.g. BTS, STEC, BA)
Sign contract	24 Oct 2019 *Delayed from the original plan of Dec 2018	1 Oct 2019 *Delayed from the original plan of Dec 2018	N/A	1Q20
Construction ^{1\}	3Q20 - 2Q25	2Q20 - 1Q25	4Q20 - 2Q25	2Q20 - 4Q24
Progress	STR and CP consortium can find an agreement of land expropriation together	IEAT and GULF are requiring license from the Marine Department and the Energy Regulatory Commission	The Central Administrative Court issued a ruling that NPC consortium's bid still acceptable as signatures in the wrong area did not the essence of the documents	The Supreme Administrative Court has issue an injunction which allow CP Consortium to bidding after the committee argue d that it submitted documents too late (3pm on Mar 21)

Note: 1\ Estimated by ESU (as of October 2019)

Source: Ministry of Transport, EEC, Local press, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

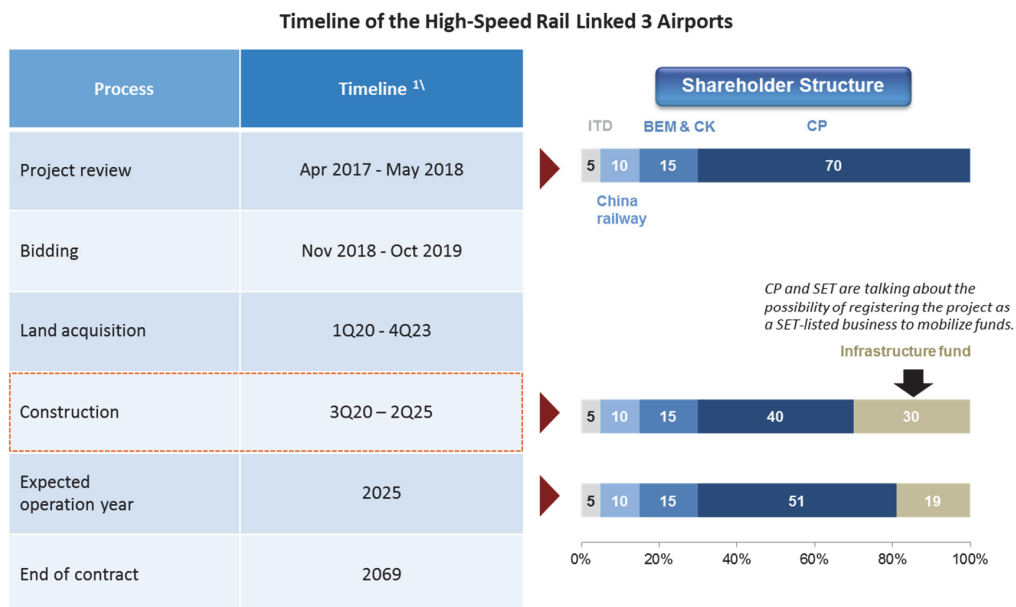
เราคาดว่าโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินจะเข้าสู่ระยะก่อสร้างในปี 2020

โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินเป็นโครงการที่รัฐและเอกชนลงทุนร่วมกันในรูปแบบ PPP โดยรัฐจะรับผิดชอบในเรื่องการเวนคืนพื้นที่ ส่วนเอกชนจะทำหน้าที่ก่อสร้างเป็นระยะเวลา 5 ปี ดูแลรักษาและจัดเก็บรายได้เป็นระยะเวลา 45 ปี หลังจากนั้นโครงสร้างพื้นฐานดังกล่าวจะเป็นกรรมสิทธิ์ของรัฐเมื่อสิ้นสุดสัญญา คณะกรรมการนโยบายเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออกคาดว่าจะมีผลตอบแทนทางเศรษฐกิจราว 6.5 แสนล้านบาท และก่อให้เกิดการจ้างงานกว่า 1.6 หมื่นตำแหน่งในช่วงก่อสร้าง และมีการจ้างงานในธุรกิจเกี่ยวเนื่องราว 1 แสนตำแหน่งภายใน 5 ปี

โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินใช้ระยะเวลาในการประมูลนานกว่าที่คาดไว้ค่อนข้างมาก โดยหลังจากที่คณะกรรมการคัดเลือกฯ เปิดซองประมูลด้านราคาในวันที่ 21 ธ.ค. 2018 ซึ่งกลุ่ม CP เป็นผู้เสนอราคาต่ำที่สุดแล้ว กลุ่ม CP ได้ยื่นข้อเสนอพิเศษเพิ่มเติม 11 ข้อ อาทิ ขอย้ายระยะเวลาในการสัมปทานจาก 50 ปี เป็น 99 ปี ขอบประกันผลตอบแทนทางการเงิน IRR 6.75% ต่อปี ขอให้ธนาคารแห่งประเทศไทยผ่อนปรนเรื่องเพดานเงินกู้หรือ Single Lending Limit เป็น ซึ่งการรถไฟแห่งประเทศไทย (รฟท.) ปฏิเสธที่จะทำตามข้อเสนอดังกล่าวและต่อมากลุ่ม CP ได้มีการถอนข้อเสนอทั้งหมด นอกจากนี้ ยังมีเรื่องการส่งมอบพื้นที่ที่ส่งผลให้การเซ็นสัญญายืดเยื้อออกไป ซึ่งล่าสุดกลุ่ม CP และ รฟท. หาข้อตกลงร่วมกันได้ว่าจะแบ่งการส่งมอบพื้นที่ออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่ 1 ช่วงพญาไท-สุวรรณภูมิ สามารถส่งมอบได้ทันที ส่วนที่ 2 ช่วงสุวรรณภูมิ-อู่ตะเภา จะส่งมอบภายใน 2 ปี และส่วนที่ 3 ช่วงดอนเมือง-พญาไท จะส่งมอบภายใน 4 ปี

ทั้งนี้ กลุ่ม CP และพันธมิตรเป็นเอกชนที่ชนะการประมูล โดย CP มีสัดส่วนการถือหุ้นสูงสุดถึง 70% ทั้งนี้ CP มีแผนลดสัดส่วนการถือหุ้นโครงการในช่วงก่อสร้างและให้บริการเป็น 30% และ 19% ตามลำดับ โดย CP อยู่ระหว่างหารือกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเรื่องการระดมทุนผ่านการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

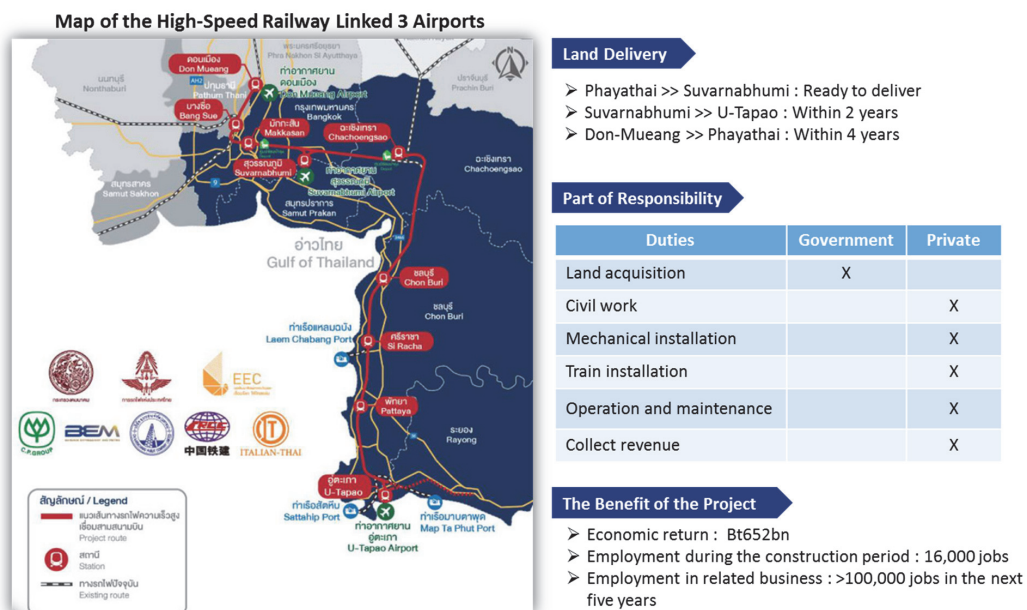
แผนภาพที่ 56: เราคาดว่าโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินจะเข้าสู่ระยะก่อสร้างใน 3Q20F โดย CP มีแผนที่จะลดสัดส่วนการถือหุ้นลง



Note: 1\ Estimated by ESU (as of October 2019)

Source: Ministry of Transport, EEC, Local press, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 57: โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน คาดว่าจะมีผลตอบแทนทางเศรษฐกิจ 6.5 แสนล้านบาทและก่อให้เกิดการจ้างงานกว่า 1 แสนตำแหน่งในระยะ 5 ปีข้างหน้า



Source: Ministry of Transport, EEC, Local press, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โครงการท่าเรือมาบตาพุดจะสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจกว่า 8.5 หมื่นล้านบาท

โครงการท่าเรือมาบตาพุดเป็นโครงการที่รัฐและเอกชนลงทุนร่วมกันในรูปแบบ PPP โดยหลังจากที่มีการก่อสร้าง 5 ปี เอกชนจะมีสิทธิ์ในการบริหารโครงการเป็นระยะเวลา 30 ปี ก่อนที่โครงการจะเป็นกรรมสิทธิ์ของรัฐ คณะกรรมการนโยบายเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออกคาดว่าโครงการดังกล่าวจะสร้างผลตอบแทนทางเศรษฐกิจราว 8.5 หมื่นล้านบาท และทำให้ความสามารถในการขนส่ง LNG เพิ่มขึ้นจากในปัจจุบันที่ 19 ล้านตัน เป็น 29 ล้านตัน ในปี 2025 และเพิ่มขึ้นเป็น 43 ล้านตันในปี 2054

การก่อสร้างโครงการท่าเรือมาบตาพุด เฟส 3 แบ่งออกเป็น 2 ช่วง โดยช่วงแรกจะเป็นการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) ใช้เวลา 5 ปี ประกอบด้วย 1) พื้นที่ถมทะเล 550 ไร่ 2) พื้นที่เก็บตะกอนดิน (Slit pond) 450 ไร่ 3) เขื่อนหินกันทราย เขื่อนหินกันคลื่น และ 4) ท่าเทียบเรือก๊าซ Zone B สำหรับในช่วงที่สองจะเป็นงานก่อสร้างท่าเรือ (Superstructure) ใช้เวลาก่อสร้าง 2 ปี ประกอบด้วย 1) ท่าเทียบเรือสินค้าเหลว Zone A และ 2) คลังสินค้าและธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับก๊าซธรรมชาติ Zone C ซึ่งเราคาดว่าจะการก่อสร้างในช่วงแรกจะเกิดขึ้นในปี 2020 ส่วนการก่อสร้างในช่วงที่สองคาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2023

แผนภาพที่ 58: โครงการท่าเรือมาตาพุตจะเข้าสู่ช่วงก่อสร้างใน 2Q20

Map of the Map Ta Phut Seaport (Phase 3)



Timeline of the Map Ta Phut Seaport (Phase 3)

Process	Timeline ^{1\}	LNG Terminal Capacity (Per Annum)
Project review	Jan –Sep 2018	--
Bidding	Nov 2018 - Oct 2019	19 million tonnes
Land acquisition	--	--
Construction	2Q20-1Q25 (Infrastructure: Starting 2020) (Superstructure: Starting 2023)	--
Expected operation year	2025	29 million tonnes
End of contract	2054	43 million tonnes

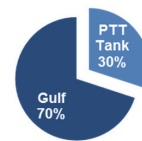
Development plan

- > 1) Infrastructure (Silt Pond, Zone B)
- > 2) Superstructure (Zone A, C)

The Benefit of the Project

- > Economic return: Bt85bn

Shareholder Structure



Note: 1\ Estimated by ESU (as of October 2019)

Source: Port Authority of Thailand, EEC, Local news, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สหรัฐฯ ประกาศตัดสิทธิ GSP สินค้าไทย 573 รายการ

เมื่อวันที่ 25 ต.ค. ที่ผ่านมา สหรัฐฯ ประกาศยกเลิกการให้สิทธิพิเศษทางศุลกากร (GSP) สินค้าไทย 573 รายการ (หรือคิดเป็น 40% จากจำนวนสินค้าที่ไทยใช้สิทธิในปี 2018 จำนวนรวม 1,485 รายการ) ซึ่งอ้างว่ารัฐบาลไทยประสบความล้มเหลวในการยกระดับสิทธิแรงงานให้เท่าเทียมกับมาตรฐานโลก โดยจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 25 เม.ย. 2020

ทั้งนี้ ในปี 2018 สหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกอันดับ 2 ของไทย มีมูลค่าการส่งออก รวม US\$31.9bn โดยไทยใช้สิทธิในการส่งออกสินค้าภายใต้สิทธิ GSP จำนวน 1,485 รายการ มูลค่า US\$4.4bn คิดเป็นอัตราส่วน 13.7% ของสินค้าที่ส่งออกไปยังสหรัฐฯ หรือเพียง 1.7% ของสินค้าส่งออกทั้งหมด

จากการประเมินของกระทรวงพาณิชย์ พบว่า ผลกระทบจากการตัดสิทธิ GSP ในครั้งนี้ต่อการส่งออกรวมเป็นไปอย่างจำกัด โดยจะมีผลกระทบต่อสินค้าที่เคยใช้สิทธิในปี 2018 จำนวน 355 รายการ ที่จะถูกเก็บภาษีเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 4.5% ส่งผลต่อต้นทุนในการส่งออกเพิ่มขึ้น 5.03 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งนี้ ต้นทุนที่สูงขึ้นจะส่งผลต่อความต้องการของสินค้าต่ำลงมากหรือน้อย ขึ้นอยู่กับความยืดหยุ่นของความต้องการส่งออกต่อราคา (Price Elasticity of Export) บนสมมติฐานที่ -0.5% พบว่า อัตราภาษีที่สูงขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าการส่งออกสินค้าที่ถูกตัดสิทธิลดลง 2.3% หรือประมาณ 2.88-3.28 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะมีมูลค่าเทียบเท่า 0.01% ของมูลค่าการส่งออกรวมของไทย

อย่างไรก็ดี กลุ่มสินค้าที่มีการพึ่งพาสิทธิ GSP สูง และมีส่วนแบ่งตลาดในสหรัฐฯ ที่ต่ำ มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบสูง อาทิ อ่างล้างหน้า (มีอัตราการใช้สิทธิ GSP 84%, มีส่วนแบ่งการตลาดในสหรัฐฯ 9.6%), ตะปูควง สลักเกลียว แป้นเกลียว และของที่คล้ายกันที่ทำด้วยเหล็ก หรือเหล็กกล้า (70%, 2.5%), อาหารจำพวกพาสต้า (92%, 9.1%) เป็นต้น โดยการตัดสิทธิดังกล่าวจะส่งผลให้สินค้ากลุ่มเหล่านี้จะเผชิญกับปัญหาความสามารถทางการแข่งขันที่ต่ำลงจากความสามารถที่เปรียบด้านต้นทุนภาษีทั้งหมดไป

แผนภาพที่ 59: การตัดสิทธิ์ GSP ส่งผลกระทบจำกัดต่อส่งออกรวม แต่มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบสูงต่อสินค้าบางประเภท

Thailand's Trade Structure with the US			Products Most Exposed to GSP Cut ^{2\}			
2018	US\$, bn	Note	Harmonize Code	Product Description	GSP Usage	Market Share in the US
Exports to World	253.0		HS6910	Ceramic sinks and wash basins	84%	9.6%
Trade with the US	44.3		HS7318	Screws, bolts, nuts, of iron or steel	70%	2.5%
• Exports	31.9		HS1902	Prepared food obtained by the swelling or roasting of cereals products	92%	9.1%
*w/o GSP	27.5	86.3% of exports to US	HS3907	Polyacetals, other polyethers and epoxide resins, in primary forms	92%	8.6%
*with GSP	4.4	13.7% of exports to US (1.7% of total exports)	HS8537	Boards, panels, consoles, desks, cabinets and other bases	60%	3.3%
• Imports	12.5		HS8711	Motorcycles	98%	8.1%
• Trade surplus	19.4		HS9004	Spectacles, goggles and corrective, protective or other lenses	78%	9.9%
			HS4009	Tubes, pipes and hoses, of vulcanized rubber	79%	6.2%
			HS8301	Padlocks and locks, of base metal	78%	3.4%
			HS2931	Organic and inorganic compounds	87%	4.7%

Note: 1\ Assuming price elasticity of exports at -0.5 2\ Example of export products with usage of GSP more than 50% and market share in the US less than 10%
Source: MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รพท. ผ่อนคลายเกณฑ์เงินทุนไหลออก เพื่อลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท

ธนาคารแห่งประเทศไทย ปรับปรุงกฎเกณฑ์เพื่อเอื้อให้เงินทุนไหลออกและลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาท โดยจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 8 พ.ย. และแบ่งออกเป็น 4 ส่วนหลัก ได้แก่

- การยกเว้นการนำเงินรายได้จากการส่งออกกลับประเทศ
 - อนุญาตให้ผู้ส่งออกที่มีรายได้ต่ำกว่า 2 แสนดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อใบขน (มีสัดส่วนราว 50% ของมูลค่าส่งออกรวม) สามารถฝากเงินไว้ในต่างประเทศโดยไม่จำกัดเวลา จากเดิมกำหนดไว้ที่ 5 หมื่นดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อใบขน (มีสัดส่วนราว 20% ของมูลค่าส่งออกรวม) รวมถึงหารือกับกระทรวงการคลังให้ขยายวงเงินรายได้จากการส่งออกเป็น 1 ล้านบาทดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อใบขน ในอีก 3 เดือนข้างหน้า
 - ผู้ส่งออกที่มีรายได้สูงกว่า 2 แสนดอลลาร์สหรัฐฯ สามารถหักลบรายได้กับรายจ่ายในต่างประเทศ โดยไม่ต้องนำกลับประเทศ แต่จะต้องขึ้นทะเบียนกับรพท. และยื่นเอกสารกับธนาคารพาณิชย์
 - ผ่อนคลายนโยบายเกี่ยวกับบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศ (FCD) ที่เปิดกับธนาคารพาณิชย์
- การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ
 - นักลงทุนรายย่อยสามารถออกไปลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศในวงเงิน 2 แสนดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี โดยไม่ต้องผ่านตัวกลางในประเทศ จากเดิมที่ต้องผ่านตัวกลางในประเทศหรือมีสินทรัพย์ตามเงื่อนไขที่กำหนด
 - เพิ่มวงเงินสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศที่จัดสรรให้นักลงทุนภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เป็น 1.5 แสนดอลลาร์สหรัฐฯ จากเดิมอยู่ที่ 1 แสนดอลลาร์สหรัฐฯ
- การโอนเงินออกนอกประเทศ
 - เปิดเสรีการโอนเงินออกนอกประเทศได้ทุกวัตถุประสงค์ ยกเว้น Negative list อาทิ การชำระธุรกรรมซื้อขาย FX/THB กับสถาบันการเงินในต่างประเทศ
 - อนุญาตให้โอนเงินให้ตนเองหรือญาติที่ย้ายถิ่นฐานไปอยู่ต่างประเทศได้โดยไม่จำกัดวงเงิน และสามารถซื้อสินทรัพย์ในต่างประเทศโดยซื้อบุคคลในครอบครัว ไม่เกิน 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี
 - ประชาชนหรือภาคธุรกิจที่ต้องการโอนเงินออกนอกประเทศต่ำกว่า 2 แสนดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อธุรกรรม ไม่ต้องแสดงหลักฐาน จากเดิมที่ 5 หมื่นดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อธุรกรรม
- การซื้อขายทองคำในประเทศเป็นเงินตราต่างประเทศ
 - ลูกค้าคนไทยสามารถซื้อขายทองคำกับบริษัทผู้ค้าทองคำที่ได้รับอนุญาตจาก รพท. ผ่านการชำระด้วยเงินตราต่างประเทศผ่านบัญชีเงินฝากเงินตราต่างประเทศ (FCD) ที่เปิดไว้กับธนาคารพาณิชย์ จากเดิมที่กำหนดให้ซื้อขายด้วยสกุลเงินบาทเท่านั้น

เรามองว่าการออกกฎเกณฑ์ข้างต้น เป็นไปเพื่อช่วยปรับสมดุลเงินทุนเคลื่อนย้าย (เพื่อให้ผู้ที่มีธุรกรรมเกี่ยวข้องกับอัตราแลกเปลี่ยนทำธุรกรรมได้คล่องตัวมากขึ้น) และเพียงแค่ว่ายลดทอนแรงกดดันต่อการแข็งค่าของค่าเงินบาทเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์ในการเข้าไปแทรกแซงทิศทางการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทโดยตรง ซึ่งเรายังคาดว่าในไตรมาส 4 ค่าเงินบาทจะยังมีแนวโน้มแข็งค่าเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน (YoY) จากแนวโน้มการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดที่ต่อเนื่อง เสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่งกว่าประเทศในกลุ่มเดียวกัน รวมทั้งการคาดหวังบางส่วนในตลาดต่อโอกาสที่ไทยอาจถูกปรับอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศขึ้น หลัง Moody's และ Fitch ได้รับ Outlook ของไทยขึ้นเป็น Positive ในการทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศในช่วงปลายเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 60: การผ่อนคลายเกณฑ์ทุนเงินบาทไหลออก จะช่วยลดแรงกดดันต่อค่าเงินบาทได้ในบางส่วน

Relaxing Rules of Capital Outflows

Repatriation of export proceeds

- Exporters with proceeds below USD200,000 per bill of lading will be allowed to keep the proceeds abroad, without a time limit.
- Exporters with proceeds above new threshold allowed to use the revenues to offset foreign currency expenses.
- Ease rules on foreign currency deposit (FCD) account.

Outward transfers

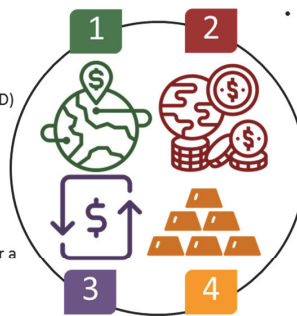
- Outward transfers allowed freely except for a few specific purposes.
- Individuals can freely transfer funds to relatives abroad, and abroad real estate worth up to USD50mn can be purchased in name of a family member.
- Documentation will no longer need for transfers of less than USD200,000.

Investment in foreign securities

- Retail investors allowed to directly invest up to USD 200,000/year in foreign securities.
- The aggregate investment limit allocated to investors regulated by the Thai Securities and Exchange Commission (SEC) will be increased to USD150bn.

Settlement of gold trading in foreign currency

- Thai investors will be allowed to trade gold in foreign currencies through FCD accounts opened with onshore commercial banks.



Source: BoT, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ธรรมรัตน์ กิตติสิริพัฒน์

Head of Economics

- ปรินญาโท เศรษฐศาสตร์การเงิน (เกียรตินิยม)
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินญาตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ขึ้นทะเบียน ใบอนุญาตนักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
- สอบผ่าน หลักสูตรความรู้กฎหมายและจรรยาบรรณผู้จัดการกองทุน (FM)

ประสบการณ์การทำงาน: นักวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคและกลยุทธ์การลงทุน
ของสถาบันการเงินเอกชน กว่า 12 ปี

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

Strategist

- ปรินญาโท Investment Management
Cass Business School
- ปรินญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิไลดา ดิสรเตตวิวัฒน์

Economist

- ปรินญาโท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปรินญาตรี เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 4 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาค

ซาร่า ผลพิบูลย์

Economist

- ปรินญาโท เศรษฐศาสตร์
Clemson University
- ปรินญาตรี เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

พชร เย็นไพศาล

Research Assistant

- ปรินญาตรี บริหารธุรกิจ (การตลาด)
มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัย
พื้นฐานด้านหลักทรัพย์

กัณฐพันธ์ ตั้งเจริญนันท์

Research Assistant

- ปรินญาตรี เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854
	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพลาซ่า 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 เอกมัย 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	พุกยา	: 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	ไลต์สโคราช	: 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 รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว