



TIPS

TISCO Investment Portfolio Strategy

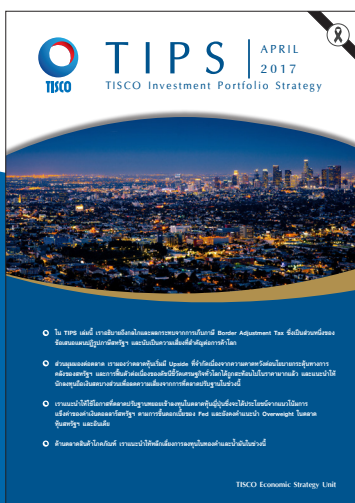
APRIL
2017



- ใน TIPS เล่มนี้ เราอธิบายถึงกลไกและผลกระทบจากการเก็บภาษี Border Adjustment Tax ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของข้อเสนอแผนปฏิรูปภาษีสหรัฐฯ และนับเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อการค้าโลก
- ส่วนมุมมองต่อตลาด เรามองว่าตลาดหุ้นเริ่มมี Upside ที่จำกัดเนื่องจากความคาดหวังต่อนโยบายกระตุ้นทางการคลังของสหรัฐฯ และการฟื้นตัวต่อเนื่องของดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจทั่วโลกได้ถูกสะท้อนไปในราคามากแล้ว และแนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้
- เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย
- ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในทองคำและน้ำมันในช่วงนี้

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Special Topic	7
ตลาดหุ้น	13
ตลาดตราสารหนี้	17
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	18
Global Economic Insights	21
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	22
เศรษฐกิจยุโรป	26
เศรษฐกิจจีน	31
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	37
เศรษฐกิจไทย	40



TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล
ชานนทร์ บุญนุษ
ซาร่า ผลพิบูลย์

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
แทนไท เสริมศิริมานนท์

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 ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แห่งความจริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ได้ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สกอ.ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ใน TIPS เล่มนี้ เราอธิบายถึงกลไกและผลกระทบจากการเก็บภาษี Border Adjustment Tax ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของข้อเสนอแผนปฏิรูปภาษีของสหรัฐฯ และนับเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อการค้าโลก

ส่วนมุมมองต่อตลาด เรามองว่าตลาดหุ้นเริ่มมี Upside ที่จำกัด เนื่องจากความคาดหวังต่อนโยบายกระตุ้นทางการคลังของสหรัฐฯ และการฟื้นตัวต่อเนื่องของดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจทั่วโลกได้ถูกสะท้อนไปในราคาไปแล้ว และแนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้

เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย

ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในทองคำ เนื่องจากจะถูกกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และความเสี่ยงในการลด QE ของทั้ง ECB และ BoJ ในช่วงปลายปี เช่นเดียวกับน้ำมันซึ่งมีความเสี่ยงจากแรงขายของนักเก็งกำไร หลังจากสต็อกน้ำมันดิบโลกกลับมาเพิ่มขึ้น

Global Investment Strategy

Key Recommendations

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

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,543	-0.4%	-1.9%	1.5%	5.5%	0.0%	11.6%
Philippines PCOMP	7,262	-0.4%	1.2%	5.9%	-5.8%	6.2%	1.6%
Indonesia JCI	5,432	0.5%	0.9%	3.4%	3.1%	2.5%	12.0%
Singapore STI	3,143	0.4%	1.8%	7.3%	12.0%	9.1%	10.7%
Malaysia KLCI	1,722	-0.4%	0.7%	5.2%	4.2%	4.9%	1.9%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	23,828	0.6%	-0.7%	8.0%	2.1%	8.3%	17.4%
China H HSCEI	10,315	0.8%	-1.2%	8.8%	7.5%	9.8%	19.9%
MSCI China	66	0.7%	0.8%	12.2%	4.3%	12.2%	21.1%
China CSI300	3,457	0.1%	1.0%	3.5%	6.7%	4.4%	12.4%
Taiwan TWSE	9,744	0.1%	-0.6%	4.1%	9.5%	5.3%	13.2%
Korea KOSPI	2,129	1.6%	2.2%	4.5%	6.5%	5.1%	8.1%
MSCI Korea	623	2.3%	3.8%	7.2%	12.1%	7.3%	17.6%
India SENSEX	29,443	1.4%	4.6%	11.0%	3.6%	10.6%	19.9%
MSCI India	1,087	1.1%	4.3%	10.5%	2.6%	10.6%	17.2%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,743	-0.3%	-1.1%	3.7%	9.6%	1.4%	12.4%
Japan TOPIX	1,567	1.1%	0.9%	1.6%	20.4%	3.2%	14.2%
Japan Nikkei 225	19,514	1.4%	0.4%	1.2%	19.0%	2.1%	14.0%
Europe STOXX600	373	0.3%	0.5%	4.1%	9.7%	3.3%	9.6%
Euro STOXX50	3,399	0.4%	2.3%	4.6%	14.3%	3.3%	10.8%
US Dow Jones	20,837	-0.4%	1.1%	5.0%	14.4%	5.4%	20.8%
US S&P500	2,365	-0.1%	0.7%	4.6%	10.2%	5.7%	17.3%
MSCI US REITs	1,114	-3.6%	-3.4%	0.0%	-5.3%	-2.9%	-0.1%
J-REITs	1,781	-0.5%	-1.1%	-0.4%	-1.9%	-4.0%	-5.3%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,358	0.3%	0.8%	5.1%	9.3%	3.0%	19.8%
Germany DAX	11,989	0.2%	1.7%	5.5%	14.9%	4.4%	20.7%
France CAC 40	4,974	0.4%	1.0%	3.2%	13.7%	2.3%	11.2%
Switzerland SMI	8,664	0.5%	2.1%	5.5%	5.8%	5.4%	8.9%
Portugal PSI 20	4,581	-1.1%	-1.0%	-0.4%	0.6%	-2.1%	-8.4%
Spain IBEX 35	9,905	1.1%	3.3%	6.0%	13.6%	5.9%	10.2%
Italy FTSE MIB	19,537	0.4%	2.5%	2.9%	17.7%	1.6%	4.1%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	64,699	-1.6%	-4.8%	10.8%	11.7%	7.4%	37.3%
Chile IPSA	4,528	1.1%	4.0%	7.2%	11.3%	9.1%	17.6%
Mexico MEXBO	47,088	-0.7%	-0.2%	2.7%	2.5%	3.2%	6.5%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	469	0.7%	0.6%	9.2%	6.5%	9.9%	16.7%
MSCI Latin America	2,538	-2.3%	-4.7%	12.6%	8.9%	8.4%	28.2%
MSCI All Country World	446	0.5%	0.4%	5.5%	7.8%	5.6%	14.3%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	48.35	-3.8%	-9.0%	-5.0%	10.1%	-10.0%	33.0%
Brent Spot	51.44	-3.1%	-7.7%	-4.8%	10.4%	-9.5%	32.8%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.09	0.26	0.45	-0.03	0.41	-0.01	0.69
Gold Spot	1199.89	-0.7%	-2.5%	6.3%	-8.8%	4.6%	-2.4%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1816.66	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-7.6%	2.3%	8.2%
Bloomberg Agri Subindex	53.72	-2.4%	-6.6%	-1.7%	-0.4%	-0.4%	0.6%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	262.06	0.0%	-0.1%	-0.3%	-3.1%	0.2%	-3.3%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	196.31	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.5%	1.3%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	269.43	0.0%	-0.1%	0.4%	-0.4%	0.5%	-0.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	339.73	-0.2%	-0.4%	0.4%	-2.3%	0.1%	-3.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	229.06	0.0%	-0.1%	0.4%	-0.2%	0.4%	-0.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.53	1	2	-1	4	0	14
2Y	1.64	1	3	-2	7	-6	19
5Y	2.23	2	9	12	40	6	62
10Y	2.84	4	9	7	66	17	86
Spread 10Y-2Y	120	3	6	9	58	23	68
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.59	4	10	0	90	15	62
Japan 10Y	0.09	1	0	0	13	4	10
UK 10Y	1.22	3	-9	-16	35	-1	-33
German 10Y	0.45	13	8	14	42	24	17
Spain 10Y	1.87	13	20	47	80	49	40
Italy 10Y	2.34	15	11	55	105	53	104
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	12.30	0.9	0.3	-0.5	-4.0	-1.7	-4.5
Dollar index	101.68	-0.4%	0.5%	-1.3%	6.7%	-0.5%	5.2%
USD/THB	35.30	-0.1%	0.8%	-1.3%	1.2%	-1.5%	0.5%
EUR/USD	1.06	0.7%	0.3%	1.9%	-5.6%	0.9%	-4.5%
GBP/USD	1.22	0.0%	-2.3%	-2.3%	-8.0%	-1.5%	-14.1%
USD/JPY	114.75	0.1%	0.5%	-2.7%	12.2%	-1.9%	1.5%
USD/CNY	6.92	0.2%	0.7%	0.1%	3.6%	-0.4%	6.4%
USD/CNH	6.90	-0.2%	0.8%	-0.5%	3.7%	-1.1%	6.0%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

3/15/2017

7:14:45 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- เราคาดว่า Bond Yield 10 ปี เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 3.0% - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลังของนาย Trump จะเป็นปัจจัยหนุนกำไรของบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย				- เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นตามการส่งออก - แต่ Valuation ยังแพงกว่าภูมิภาค - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน				- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัว เนื่องจากรัฐบาลเข้าแก้ไขปัญหาหนี้ที่อยู่ในระดับสูง - ตลาดหุ้น H-Share outperform A-Share หลังทางการจีนเปิดการเชื่อมต่อตลาด Shenzhen และ Hong Kong - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- กำไรของบริษัทจะยังถูกกดดันจากการค้าระหว่างประเทศที่ซบเซา - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				- อัตราการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนในปี 2017 สูงสุดในภูมิภาค - การปฏิรูปภาษีสินค้าและบริการคืบหน้าตามแผน และเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวหลังได้รับผลกระทบจากการเลิกใช้ธนบัตร - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ไม่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจัดปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				- ความเสี่ยงการเมืองกดดันการลงทุนในระยะยาว - ภาคราชการพาณิชย์ยังมีปัญหาหนี้ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- ความเสี่ยงที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องจะกดดันการลงทุนในทองคำ - ความเสี่ยงทางการเมืองในยุโรปจะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้นตลอดทั้งปี 2017 - แนะนำขายทำกำไรระยะสั้น
น้ำมัน				- การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น - ความเสี่ยงจากการประชุม OPEC ในวันที่ 31 พ.ค. - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs				- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) ยังมีความน่าสนใจ - การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มีความเสี่ยงที่จะกดดันราคาให้ลดลง - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - REITs ญี่ปุ่น คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า REITs สหรัฐฯ จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
Europe REITs				- โดนผลกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

Special topic: Border Adjustment Tax...นโยบายอันตราย ต่อการค้าโลก

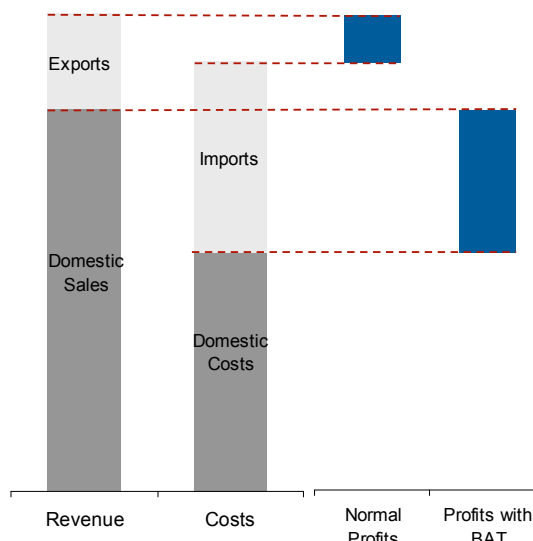
- Border Adjustment Tax (BAT) จะเปลี่ยนวิธีการคิดกำไรของบริษัทที่จะนำมาคำนวณภาษีนิติบุคคล โดยรายได้จากการส่งออกไปนอกประเทศจะได้รับยกเว้นไม่ต้องนำมาคิดรวมเป็นรายได้ที่ต้องเสียภาษี ในขณะที่ต้นทุนสินค้าที่นำเข้าจากต่างประเทศจะไม่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้
- BAT จะส่งผลให้บริษัทที่มียอดขายนำเข้าสุทธิ (นำเข้ามากกว่าส่งออก) ต้องเสียภาษีนิติบุคคลเพิ่มขึ้น ในขณะที่บริษัทที่มียอดส่งออกสุทธิจะเสียภาษีลดลง ซึ่งเปรียบเสมือนการเก็บภาษีจากสินค้านำเข้า เพื่อนำไปอุดหนุนสินค้าส่งออกนั่นเอง
- หาก BAT ถูกนำไปใช้จริง ก็อาจส่งผลให้ราคาสินค้าที่นำเข้าไปขายในสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นมากถึง 20% เนื่องจากภาษีที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อประเทศคู่ค้า นอกจากนี้ประเทศคู่ค้าอาจมอง BAT เป็นการกีดกันทางการค้า และอาจตอบโต้ด้วยการเพิ่มกำแพงภาษี ซึ่งจะยิ่งส่งผลกระทบต่อการค้าโลกที่ซบเซาอยู่ในปัจจุบัน
- ด้านตลาดเงินและตลาดทุน ภาษี BAT อาจส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น โดยตามทฤษฎีดอลลาร์สหรัฐฯ อาจแข็งค่าได้ถึง 25% เพื่อชดเชยผลกระทบทางภาษีต่อผู้นำเข้า ซึ่งดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วอาจส่งผลกระทบต่อเงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่อีกระลอก
- ภาษี BAT เป็นส่วนหนึ่งของแผนปฏิรูปภาษีที่พรรค Republican เสนอควบคู่กับการลดภาษีนิติบุคคลลง (จาก 35% เป็น 20%) โดยการใช้ BAT จะช่วยชดเชยการขาดดุลจากการลดภาษีไปได้ส่วนหนึ่ง ซึ่งจะช่วยให้กฎหมายปฏิรูปภาษีมียอดผ่านสภาได้มากขึ้น หรือในทางกลับกัน หากไม่มีภาษี BAT ก็อาจทำให้แผนการลดภาษีขนาดใหญ่ที่ตลาดคาดหวังถูกคัดค้าน เนื่องจากจะทำให้ภาครัฐขาดดุลงบประมาณมากเกินไป
- อย่างไรก็ตาม นักการเมืองฝ่าย Republican และประธานาธิบดี Trump เองก็ยังไม่มีความชัดเจนต่อข้อเสนอดังกล่าว

Border Adjustment Tax (BAT) คือ...

การจัดเก็บภาษีนิติบุคคลตามแหล่งที่ขายและที่ผลิต โดย BAT จะเปลี่ยนวิธีการคิดกำไรของบริษัทที่จะนำมาคำนวณภาษีนิติบุคคล โดยจำแนกรายได้ตามประเทศที่ขาย และต้นทุนสินค้าตามถิ่นที่ผลิตดังนี้

1. รายได้จะนับเฉพาะรายได้ที่ขายในประเทศ ส่วนรายได้จากการส่งออกไปนอกประเทศจะได้รับยกเว้นไม่ต้องนำมาคิดรวมเป็นรายได้ที่ต้องเสียภาษี
2. ต้นทุนสินค้าจะนับเป็นค่าใช้จ่ายได้เฉพาะรายจ่ายที่เกิดขึ้นในประเทศ ส่วนต้นทุนสินค้าที่นำเข้าจากต่างประเทศจะไม่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้

แผนภาพที่ 1: BAT จะนับเฉพาะยอดขายและต้นทุนที่เกิดขึ้นในประเทศ เพื่อนำไปคำนวณกำไรเพื่อเสียภาษีนิติบุคคล



Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยกตัวอย่าง บริษัท A B และ C ซึ่งมียอดขาย 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ และต้นทุน 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ เท่ากัน ทั้ง 3 บริษัท แต่มีโครงสร้างการนำเข้า-ส่งออกที่แตกต่างกัน ดังนี้

- บริษัท A เป็นบริษัทที่ประกอบธุรกิจในประเทศ ซึ่งรายได้และค่าใช้จ่ายเกิดขึ้นในสหรัฐฯ ทั้งหมด
- บริษัท B เป็นบริษัทนำเข้าสินค้า ซึ่งรายได้ทั้งหมดมาจากการขายสินค้าในสหรัฐฯ ส่วนรายจ่ายทั้งหมด เกิดจากการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศ
- บริษัท C เป็นบริษัทส่งออก ซึ่งรายได้ทั้งหมดมาจากการขายสินค้าไปนอกประเทศ ส่วนรายจ่ายทั้งหมดเกิดจากต้นทุนการผลิตในประเทศ

แผนภาพที่ 2: ตัวอย่างการคิดภาษีแบบ BAT

	Company A Domestic	Company B Importer	Company C Exporter
Total Revenue	100	100	100
Domestic	100	100	0
Exports	0	0	100
Total Cost	80	80	80
Domestic	80	0	80
Imports	0	80	0
Profit before tax	20	20	20
Tax Base	20	100	-80
Tax Rate	20%	20%	20%
Tax Payable	4.0	20.0	-16.0
Profit after tax	16.0	0.0	20.0

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในการคิดภาษีปกติ ทั้ง 3 บริษัทจะมีกำไรเท่ากันที่ 20 ดอลลาร์สหรัฐฯ และเสียภาษีเท่ากัน แต่ในกรณีที่คิดภาษีแบบ BAT บริษัท B จะมีกำไรที่ถูกนำไปคิดภาษีเพิ่มขึ้นเป็น 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ (ยอดขายในประเทศ 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ หักด้วยต้นทุนในประเทศ 0 ดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งเมื่อคิดภาษีนิติบุคคลในอัตรา 20% จะทำให้ บริษัท B มีกำไรสุทธิหลังหักภาษีเหลือ 0 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่บริษัท C ซึ่งเป็นบริษัทส่งออกจะขาดทุน 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ (ยอดขายในประเทศ 0 ดอลลาร์สหรัฐฯ หักด้วย ต้นทุนในประเทศ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ) และไม่ต้องเสียภาษีนิติบุคคลเลย จึงทำให้มีกำไรสุทธิหลังหักภาษี 20 ดอลลาร์สหรัฐฯ (รวมทั้งยังได้เครดิตภาษีจากการขาดทุนสะสมอีกด้วย) ส่วนบริษัท A จะเสียภาษีเท่าเดิม เนื่องจากรายได้และค่าใช้จ่ายทั้งหมดเกิดขึ้นในประเทศ

$$\begin{aligned}
 \text{ฐานภาษีที่นำไปคำนวณภาษีนิตบุคคลแบบ BAT} &= \text{ยอดขายในประเทศ} - \text{ต้นทุนในประเทศ} \\
 &= (\text{ยอดขาย} - \text{ส่งออก}) - (\text{ต้นทุน} - \text{นำเข้า}) \\
 &= (\text{ยอดขาย} - \text{ต้นทุน}) + (\text{นำเข้า} - \text{ส่งออก}) \\
 &= \text{กำไรสุทธิ} + \text{ยอดนำเข้าสุทธิ}
 \end{aligned}$$

อีกนัยหนึ่ง การเก็บภาษีนิตบุคคลแบบ BAT เปรียบเสมือนการเก็บภาษีจากทั้ง 2 ส่วน ได้แก่ 1) ฐานภาษีจากกำไรสุทธิของบริษัทตามปกติ และ 2) ฐานภาษีจากการนำเข้าสุทธิของบริษัท ดังนั้นในภาพรวม การเก็บภาษี BAT จึงเป็นการเก็บภาษีจากสินค้านำเข้า (ผ่านการเก็บภาษีนิตบุคคลเพิ่มขึ้นจากบริษัท B) และไปอุดหนุนให้สินค้าส่งออก (ผ่านการลดภาษีนิตบุคคลให้บริษัท C) นั่นเอง

วัตถุประสงค์ของ BAT

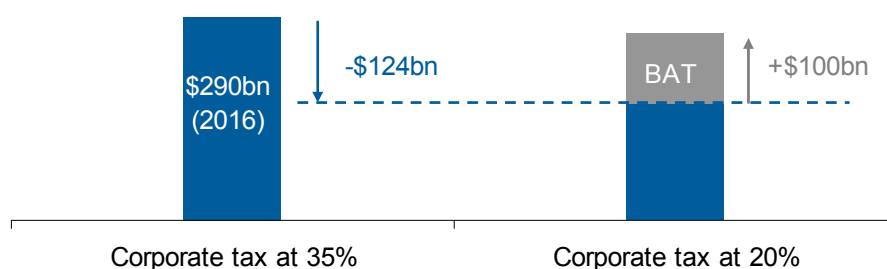
เพิ่มความสามารถในการแข่งขันให้สินค้าส่งออกจากสหรัฐฯ: ฝ่ายผู้สนับสนุนภาษี BAT อ้างว่าสินค้าส่งออกจากสหรัฐฯ ถูกเก็บภาษีซ้ำซ้อน เนื่องจากสินค้าส่งออกจากสหรัฐฯ ถูกเก็บภาษีนิตบุคคลในอัตราที่สูง (ปัจจุบัน 35%) แล้วยังต้องถูกเก็บภาษี VAT ซ้ำอีกเมื่อถูกนำไปขายในต่างประเทศ จึงทำให้ผู้ผลิตสินค้าในสหรัฐฯ เสียเปรียบผู้ผลิตจากประเทศอื่น ในขณะที่สินค้าของประเทศคู่แข่งที่นำเข้ามาขายในสหรัฐฯ จะสามารถขอคืนภาษี VAT จากประเทศต้นทางได้เต็มจำนวน และจะไม่ถูกเก็บภาษีเพิ่มเมื่อถูกนำมาขายในสหรัฐฯ เนื่องจากสหรัฐฯ ไม่มีระบบ VAT

เพิ่มการจัดเก็บรายได้ภาษี: ภาษี BAT เป็นส่วนหนึ่งของแผนปฏิรูปภาษีที่พรรค Republican เสนอควบคู่กับการลดภาษีนิตบุคคลลงจากปัจจุบัน 35% เป็น 20% โดยการใช้ BAT จะช่วยเพิ่มรายได้ให้ภาครัฐและชดเชยการขาดดุลงบการลดภาษีไปได้ส่วนหนึ่ง

รายได้จากภาษีนิตบุคคลปี 2016 อยู่ที่ 2.9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (คิดเป็น 9% ของรายได้รวมของรัฐ) ดังนั้นการลดภาษีลงจากปัจจุบัน 35% เป็น 20% จะทำให้รัฐสูญเสียรายได้ประมาณ 1.24 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่การใช้ BAT จะช่วยชดเชยรายได้ที่ลดลงดังกล่าวได้ส่วนหนึ่ง เนื่องจาก BAT ซึ่งเปรียบเสมือนการเก็บภาษีนิตบุคคลในอัตรา 20% บนสินค้านำเข้า จะทำให้รัฐมีรายได้เพิ่มขึ้น เนื่องจากสหรัฐฯ มีดุลการค้าขาดดุล (นำเข้ามากกว่าส่งออก) โดยในปี 2016 สหรัฐฯ มียอดขาดดุลการค้า 5.02 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ดังนั้น การเก็บภาษี BAT จึงน่าจะช่วยเพิ่มรายได้ภาษีได้ราว 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (20% ของยอดนำเข้าสุทธิที่ 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

การลดอัตรากาษีนิตบุคคลลงเพียงอย่างเดียวอาจส่งผลกระทบต่องบประมาณมากเกินไปและอาจถูกต่อต้านจากวุฒิสภา ดังนั้นข้อเสนอภาษี BAT จึงอาจถูกเสนอควบคู่กันเพื่อเป็นช่องทางให้การจัดเก็บรายได้เพิ่มและทำให้กฎหมายลดภาษีมีโอกาสผ่านสภาได้มากขึ้น

แผนภาพที่ 3: แผนลดภาษีนิตบุคคลจาก 35% เป็น 20% อาจไม่ผ่านสภา หากไม่มีรายได้ชดเชยจาก BAT



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เพิ่มการลงทุนและจ้างงานในประเทศ: การลดภาษี และการใช้ BAT จะทำให้บริษัทหันมาเพิ่มการใช้จ่ายภายในประเทศที่สามารถนำไปหักภาษีได้ ทำให้เกิดการจ้างงานภายในประเทศเพิ่มขึ้น และช่วยชะลอการแบ่งส่วนงานให้บริษัทภายนอกทำ (Outsourcing) และการย้ายฐานการผลิตไปนอกประเทศ (Offshoring)

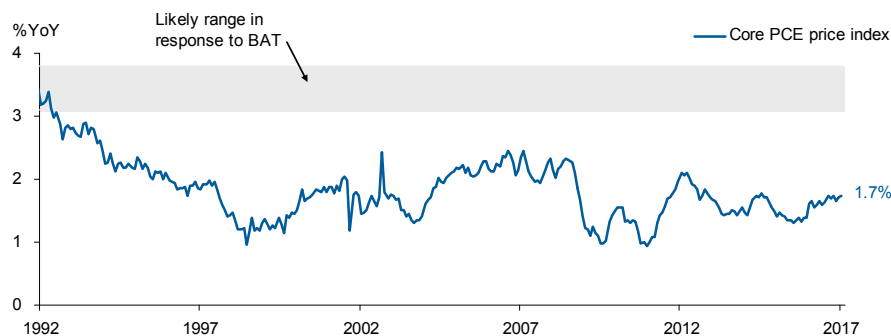
ลดช่องโหว่ในการจัดเก็บภาษีนิตบุคคล: โครงสร้างภาษีปัจจุบันมีช่องโหว่ให้บริษัทข้ามชาติสามารถโยกย้ายกำไรไปให้บริษัทลูกที่ตั้งอยู่ในประเทศที่มีอัตราภาษีต่ำเพื่อประหยัดภาษี โดยหนึ่งในกลไกที่ใช้หลีกเลี่ยงภาษี ได้แก่ การให้บริษัทลูกซึ่งตั้งอยู่ในประเทศที่มีอัตราภาษีต่ำเรียกเก็บค่าบริการ (เช่น ค่าที่ปรึกษา ค่าสิทธิบัตร ฯลฯ) ในอัตราที่แพงเกินจริง และทำให้บริษัทในสหรัฐฯ มีกำไรน้อยลง ซึ่งจะเสียภาษีน้อยลง

ภาษี BAT จะช่วยลดช่องโหว่ดังกล่าว เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่จ่ายให้บริษัทซึ่งอยู่นอกประเทศจะไม่สามารถหักเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีได้ และบริษัทจะต้องเสียภาษีเท่าเดิมไม่ว่าจะจ่ายค่าบริการให้บริษัทลูกเป็นจำนวนเท่าใดก็ตาม

ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากภาษี BAT

ราคาสินค้าในสหรัฐฯ จะสูงขึ้น และอาจส่งผลกระทบต่อผู้บริโภค: บริษัทจะส่งผ่านต้นทุนจากภาษีที่เพิ่มขึ้นบางส่วนหรือทั้งหมดไปยังผู้บริโภค ซึ่งจะทำให้ราคาสินค้า โดยเฉพาะสินค้าอุปโภคบริโภคที่ต้องนำเข้าจากต่างประเทศสูงขึ้น โดย DB คาดว่า BAT จะส่งผลให้เงินเฟ้อ Core PCE เพิ่มขึ้นเป็น 3.1-3.8% (Core PCE เดือน ม.ค. อยู่ที่ +1.7%YoY) ราคาสินค้าที่สูงขึ้นจะส่งผลให้รายได้ที่แท้จริง (Real Income) ลดลง และอาจส่งผลกระทบต่อครัวเรือนชะลอการใช้จ่าย

แผนภาพที่ 4: DB คาดว่า BAT จะส่งผลให้เงินเฟ้อ Core PCE เพิ่มขึ้นเป็น 3.1-3.8% หลังรวมผลกระทบจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้น



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

ดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น: เนื่องจากราคาสินค้านำเข้าที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อุปสงค์ลดลง ในขณะที่สินค้าส่งออกซึ่งได้รับยกเว้นภาษีจะสามารถแข่งขันในตลาดโลกได้ดีขึ้น ซึ่งจะทำให้อุปสงค์ของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น และส่งผลให้เงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นในที่สุด

ตามทฤษฎีดอลลาร์สหรัฐฯ จะต้องแข็งค่าขึ้น 25% เพื่อชดเชยผลกระทบทางภาษีต่อผู้นำเข้า โดยหากยึดตามตัวอย่างในแผนภาพที่ 2 บริษัท B ซึ่งต้องเสียภาษีเพิ่มขึ้นจาก BAT จะได้ประโยชน์จากการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งช่วยให้สามารถซื้อสินค้านำเข้าได้ในราคาที่ถูกลง ซึ่งหากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น 25% บริษัท B จะสามารถลดต้นทุนการนำเข้าลงได้จาก 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 64 ดอลลาร์สหรัฐฯ ($80/1.25 = 64$ เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นทำให้บริษัทจ่ายเงินน้อยลงเพื่อซื้อสินค้าจำนวนเท่าเดิม) ซึ่งจะทำให้กำไรก่อนหักภาษีเพิ่มขึ้นเป็น 36 ดอลลาร์สหรัฐฯ (ยอดขาย 100 - ต้นทุน 64) และเมื่อหักด้วยภาษีนิตบุคคล 20 ดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้บริษัท B มีกำไรสุทธิ 16 ดอลลาร์สหรัฐฯ เท่ากับบริษัท A ที่ทำธุรกิจเฉพาะในประเทศ

นอกจากนี้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นจะช่วยชดเชยผลกระทบของราคาสินค้านำเข้าที่เพิ่มขึ้นต่อผู้บริโภคอีกด้วย อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยคู่ค้ากับสหรัฐฯ หลายประเทศมีการบริหารและแทรกแซงค่าเงิน ซึ่งจะทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ไม่สามารถแข็งค่าได้ทันที 25% ตามทฤษฎี และทำให้ความได้เปรียบ/เสียเปรียบทางภาษี ต่อบริษัทส่งออก/นำเข้ายังมีเหลืออยู่บางส่วน

แผนภาพที่ 5: หากดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น 25% จะช่วยลดต้นทุนการนำเข้าและชดเชยผลกระทบจากภาษีได้ทั้งหมด

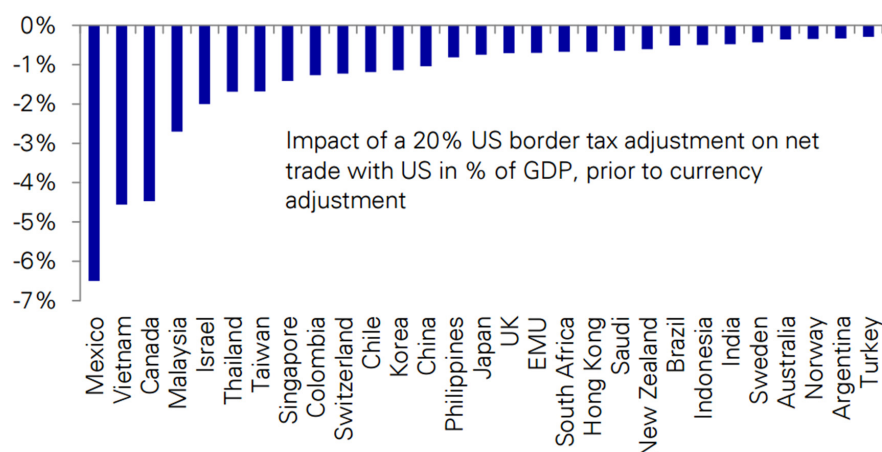
	Company A (Domestic)	Company B (Importer)	
	No effects from exchange rate	Before exchange rate adjustment	After 25% dollar appreciation
Total Revenue	100	100	100
Domestic	100	100	100
Exports	0	0	0
Total Cost	80	80	64
Domestic	80	0	0
Imports	0	80	64
Profit before tax	20	20	36
Tax Base	20	100	100
Tax Rate	20%	20%	20%
Tax Payable	4.0	20.0	20.0
Profit after tax	16.0	0.0	16.0

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบต่อการค้าโลกและประเทศคู่ค้าที่ส่งออกไปสหรัฐฯ: BAT จะส่งผลกระทบต่อการค้าระหว่างประเทศผ่านราคาสินค้านำเข้าที่เพิ่มขึ้นในสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความต้องการสินค้านำเข้าจากประเทศคู่ค้า DB ประเมินผลกระทบจากการเก็บภาษี BAT ในอัตรา 20% ต่อเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้า แล้วพบว่าประเทศ Mexico เป็นประเทศที่มีความเสี่ยงมากที่สุดเนื่องจากการส่งออกไปยังสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก โดยยอดส่งออกสหรัฐฯ อาจลดลง คิดเป็นสัดส่วนมากถึง 6-7% ของ GDP ตามมาด้วยเวียดนามและแคนาดา ซึ่งจะถูกระทบประมาณ 4-5% ของ GDP ส่วนไทยอยู่ในกลุ่มที่จะโดนกระทบค่อนข้างมาก และคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 2% ของ GDP

ส่วนประเทศที่จะถูกระทบน้อยได้แก่ผู้ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ (ยกเว้นน้ำมัน) ซึ่งมี Price Elasticity ต่ำ เช่น ออสเตรเลียและบราซิล อย่างไรก็ตาม การศึกษาดังกล่าวยังไม่รวมผลกระทบจากการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะลดความรุนแรงของผลกระทบต่อการส่งออกของประเทศคู่ค้า

แผนภาพที่ 6: ประเทศที่มีสัดส่วนการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ต่อ GDP มาก จะได้รับผลกระทบจากการใช้ BAT มากที่สุด



Source: Deutsche Bank

ประเทศคู่ค้าอาจมอง BAT เป็นการกีดกันทางการค้า และอาจตอบโต้ด้วยการเพิ่มกำแพงภาษี ซึ่งจะยิ่งส่งผลกระทบต่อการค้าโลกที่ซบเซาอยู่ในปัจจุบัน นอกจากนี้ ผู้เชี่ยวชาญหลายฝ่ายยังให้ความเห็นว่าการบังคับใช้ภาษี BAT เป็นการละเมิดกฎขององค์การการค้าโลก (WTO) และทำให้ประเทศคู่ค้าสามารถร้องเรียนเป็นกรณีพิพาททางการค้าได้

Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยซ้ำ: แม้การใช้ BAT จะส่งผลให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น แต่ Fed น่าจะประเมินว่าเงินเฟ้อที่สูงขึ้นมาและอยู่สูงกว่าเป้าหมายที่ 2% นั้นเป็นเพียงชั่วคราว (เนื่องจากเกิดจากฐานภาษีที่ปรับขึ้นเพียงครั้งเดียวและมีผลต่อไปในอนาคต) และเกิดจากแรงกดดันด้านอุปทาน (Cost Push) เป็นหลัก ซึ่งไม่ควรเป็นปัจจัยสนับสนุนการขึ้นดอกเบี้ย ในขณะที่การบริโภคที่อาจชะลอตัว ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้น และ Bond Yield ที่อาจสูงขึ้น จะส่งผลให้สภาวะตลาดการเงิน (Financial Condition) ตึงตัวขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ Fed ชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไป

น้ำมันในสหรัฐฯ (WTI) จะมีราคาแพงกว่าราคาน้ำมันในตลาดโลก (Brent) และอาจเป็นแรงจูงใจให้ผู้ผลิต Shale Oil เพิ่มการผลิตได้อีก: ภาษี BAT จะทำให้ราคาน้ำมัน WTI ซึ่งปัจจุบันมีราคาต่ำกว่า (Discount) น้ำมัน Brent อยู่ราว 3 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล กลับมามีราคาแพงขึ้นกว่า (Premium) น้ำมัน Brent เนื่องจากโรงกลั่นในสหรัฐฯ จะมีความต้องการซื้อน้ำมันที่ผลิตในประเทศเพิ่มขึ้นเพื่อนำไปหักภาษี และมีความต้องการนำเข้าน้ำมันลดลงเนื่องจากไม่สามารถนำไปหักภาษีได้

หากอิงกับสถานการณ์ปัจจุบัน โรงกลั่นน้ำมันในสหรัฐฯ มีกำไรจากการกลั่นน้ำมันประมาณ 5.2 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งหากเราสมมติให้โรงกลั่นน้ำมันยังสามารถรักษาผลกำไรไว้เท่าเดิมหลังการใช้ภาษี BAT ราคาขายของผลิตภัณฑ์จากการกลั่นน้ำมันดิบจะต้องปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 71 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล (จากเดิม 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล) เพื่อชดเชยภาระภาษีที่เกิดขึ้นจากการนำเข้าน้ำมัน ในกรณีนี้โรงกลั่นน้ำมันจะซื้อน้ำมันดิบในประเทศได้ที่ราคาแพงกว่าน้ำมันนำเข้าถึง 25% (62.5 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เทียบกับน้ำมันนำเข้าที่ราคา 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล) และยังคงมีกำไรเท่าเดิม

แผนภาพที่ 7: โรงกลั่นจะสามารถซื้อน้ำมันดิบในประเทศได้ที่ราคาแพงกว่าน้ำมันนำเข้าถึง 25% และยังคงมีกำไรเท่าเดิม

Refiner	units	Before BAT	After BAT	
			Domestic crude	Imported crude
Domestic product price	USD/bbl	60.00	71.00	71.00
Domestic/International purchase price	USD/bbl	50.00	62.50 25%	50.00
Other costs	USD/bbl	2.00	2.00	2.00
Profit before tax	USD/bbl	8.00	6.50	19.00
Tax base	USD/bbl	8.00	6.50	69.00
Tax rate	%	35	20	20
Tax	USD/bbl	2.80	1.30	13.80
Profit after tax	USD/bbl	5.20	5.20	5.20

*สมมติให้ราคาน้ำมันโลกคงที่

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาน้ำมันในสหรัฐฯ ที่แพงขึ้น จะเป็นแรงจูงใจให้ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ในสหรัฐฯ เร่งผลิตน้ำมันมากขึ้น และแย่งส่วนแบ่งทางตลาดจากกลุ่ม OPEC ได้เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจกดดันให้ OPEC ยกเลิกข้อตกลงลดปริมาณการผลิตในที่สุด

ท่าทีของฝ่ายต่างๆ

กลุ่มผู้ส่งออกรายใหญ่สนับสนุนเต็มที่: ผู้ส่งออกรายใหญ่ เช่น GE, Boeing, Oracle, Dow Chemical, Pfizer ได้รวมตัวในนาม “American Made Coalition” เพื่อสนับสนุนการจัดเก็บภาษีนำเข้า ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน และส่งเสริมการลงทุนและจ้างงานในสหรัฐฯ

กลุ่มค้าปลีกรวมตัวกันต่อต้าน: กลุ่มบริษัทค้าปลีกและสมาคมการค้ากว่า 100 ราย ซึ่งรวมถึง Walmart, Target และ Bestbuy ในนาม “American for Affordable Products Coalition” ได้รวมตัวกันต่อต้านการจัดเก็บภาษี BAT ซึ่งจะทำให้ราคาสินค้าที่จำเป็นในครัวเรือนสูงขึ้นถึงร้อยละ 20 นอกจากนี้ กลุ่มค้าปลีก บริษัทในอุตสาหกรรมยานยนต์ อาทิ Toyota และอุตสาหกรรมกลั่นน้ำมัน ได้ลوبي้รัฐสภาสหรัฐฯ เพื่อต่อต้านข้อเสนอเรื่องนี้เช่นกัน

ท่าทีของสมาชิกพรรค Republican ยังไม่ชัดเจน: แม้ BAT จะเป็นข้อเสนอของตัวแทนพรรค Republican แต่ภายในพรรคยังมีความเห็นที่แตกแยกต่อภาษี BAT โดยนาย Orrin Hatch (R-UT), Senate Finance Committee Chairman ยังตั้งคำถามถึงค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นสำหรับผู้บริโภค รวมทั้ง สว. พรรค Republican กลุ่ม Club for Growth เห็นว่าถึงแม้ BAT จะเป็นการเรียกเก็บภาษีจากผู้ประกอบการธุรกิจ แต่ต้นทุนภาษีที่เพิ่มขึ้นก็จะถูกส่งผ่านไปยังผู้บริโภค และส่งผลกระทบต่อชนชั้นกลางในสหรัฐฯ อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ประธานาธิบดี Trump ยังไม่ได้มีท่าทีชัดเจนเช่นกัน: โดยนาย Gary Cohn ที่กำกับดูแล National Economic Council (อีกหนี่งกลไกที่มีบทบาทในการเสนอนโยบายเศรษฐกิจต่อประธานาธิบดี Trump) ได้ให้สัมภาษณ์ CNBC เมื่อ 3 ก.พ. 60 สอดคล้องกับที่นาย Reince Priebus ตำแหน่ง Chief of Staff ได้ให้สัมภาษณ์สื่อก่อนหน้านี้ว่า รัฐบาลยังอยู่ระหว่างการพิจารณาการประยุกต์ใช้ทางเลือกต่างๆ (Buffet of Options) เพื่อลดภาษีนิติบุคคลลงให้ได้มากที่สุด สัปดาห์หน้า มองว่าประธานาธิบดี Trump จะมีความเข้าใจมากขึ้นว่าการผลักดันเรื่องดังกล่าวให้สำเร็จได้มีความซับซ้อน และต้องใช้เวลาเพราะมีทั้งผู้ได้ประโยชน์และผู้เสียประโยชน์

ตลาดหุ้น

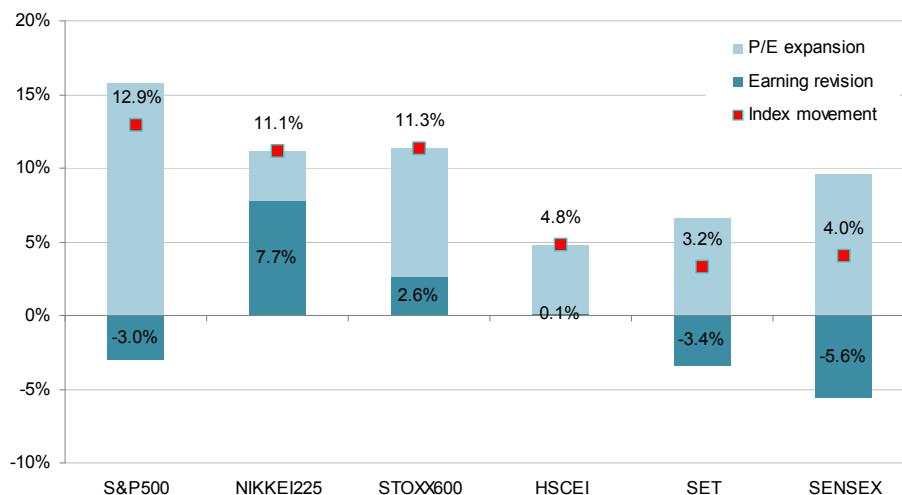
เราแนะนำให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้ และแนะนำทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย

ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นจากความคาดหวังของนักลงทุนแต่นักวิเคราะห์ยังไม่มีการปรับเพิ่มประมาณการผลกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

นับตั้งแต่การเลือกตั้งประธานาธิบดีในวันที่ 8 พ.ย. ปีที่แล้ว ตลาดหุ้นทั่วโลกได้ปรับตัวขึ้นมาสูงมาก จากความคาดหวังต่อนโยบายลดภาษีและแผนการลงทุนภาครัฐจากประธานาธิบดี Trump และทำให้ค่า P/E ซึ่งสะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับสูง ในขณะที่นักวิเคราะห์ยังไม่ได้มีการปรับประมาณผลกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ยกตัวอย่างเช่น ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งปรับตัวขึ้นมาราว 13% แบ่งเป็นผลมาจากค่า P/E ที่ขยายตัว 16% และนักวิเคราะห์ได้ปรับประมาณการผลกำไรลดลง 3% เช่นเดียวกับตลาดหุ้นไทยและอินเดีย ซึ่งนักวิเคราะห์ก็ยังปรับลดประมาณการผลกำไรอย่างต่อเนื่อง

ส่วนตลาดที่นักวิเคราะห์มีการปรับเพิ่มคาดการณ์ผลกำไรในช่วงที่ผ่านมาได้แก่ ตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งน่าจะเป็นการปรับกำไรเพื่อสะท้อนค่าเงินเยนที่กลับมาอ่อนค่าลงหลังการเลือกตั้งสหรัฐฯ และยุโรป ซึ่งมีหุ้นในกลุ่มธนาคารเป็นสัดส่วนที่สูงในดัชนี และได้ประโยชน์จาก Bond Yield ทั่วโลกที่ปรับตัวสูงขึ้นหลังการเลือกตั้ง

แผนภาพที่ 8: การขยายตัวของค่า P/E เป็นปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมา



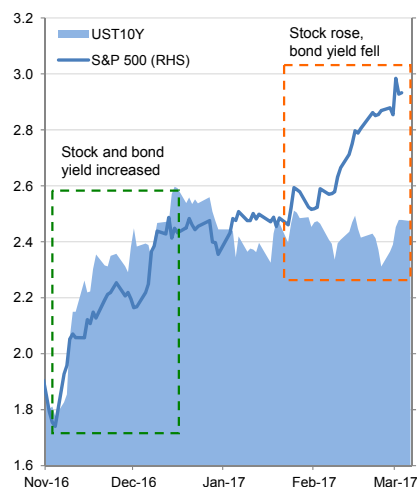
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดตราสารหนี้ไม่ได้สะท้อนภาพเศรษฐกิจที่สดใสเหมือนในตลาดหุ้น

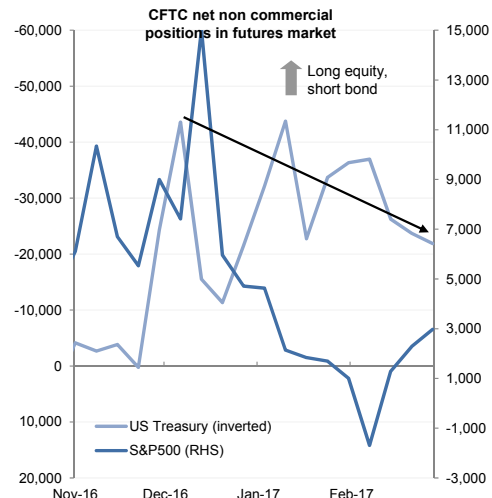
เราแบ่งการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมาเป็น 2 ช่วงได้แก่ ช่วงแรกหลังการเลือกตั้งสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย.- กลางเดือน ธ.ค. และช่วงที่สองจากกลางเดือน ม.ค. ถึงเดือน มี.ค. โดยการปรับตัวขึ้นของตลาดในช่วงแรก ได้รับการยืนยันจากตลาดตราสารหนี้ ซึ่ง Bond Yield ทั่วโลกปรับตัวสูงขึ้นสะท้อนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น แต่ในการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นในช่วงที่ 2 Bond Yield ไม่ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามตลาดหุ้น ซึ่งเรามองว่าเกิดจากการที่นักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ (ซึ่งหลายฝ่ายมองว่าเป็น Smart Money และบ่อยครั้งที่ตลาด Bond คาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจได้แม่นยำกว่าตลาดหุ้น) ไม่ได้มองภาพเศรษฐกิจที่สดใสเท่ากับนักลงทุนในตลาดหุ้น

แผนภาพที่ 9: Bond Yield ปรับตัวลดลงในช่วงกลาง ม.ค. ถึง มี.ค. ซึ่งนักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไม่ได้มีมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจมากเท่ากับนักลงทุนในตลาดหุ้น

US bond yield has trended down after peaking in mid-December



Hedge funds have reduced short position in US treasury bonds by half



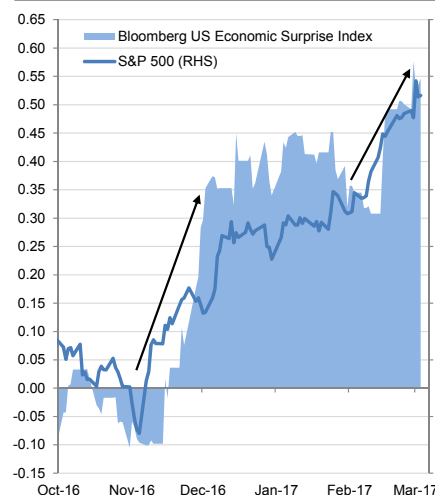
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังออกมาดีช่วยดันตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมา แต่น่าจะเริ่มอ่อนตัวลง

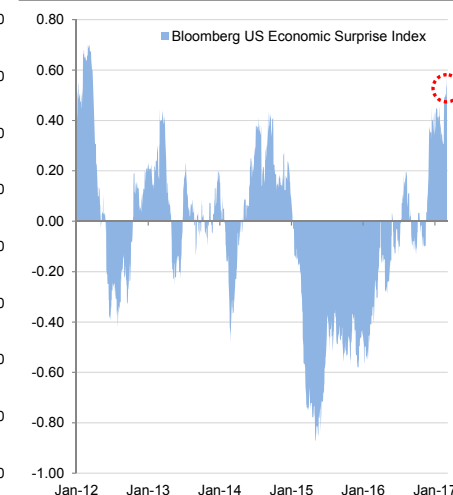
เรามองว่าปัจจัยที่ผลักดันตลาดหุ้นให้เป็นขาขึ้นในช่วงที่ 2 ได้แก่ ตัวเลขเศรษฐกิจที่ยังออกมาดีกว่าคาดการณ์ของนักเศรษฐศาสตร์อย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งสะท้อนได้จาก Economic Surprise Index ที่ปรับตัวขึ้นแรงในเดือน ก.พ. อย่างไรก็ตาม ความคาดหวังของนักลงทุนที่สูงขึ้นเรื่อยๆ น่าจะทำให้ดัชนี Economic Surprise Index ซึ่งอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 5 ปีในปัจจุบัน เริ่มปรับตัวลดลงหลังจากนี้

แผนภาพที่ 10: ดัชนี Economic Surprise Index ที่ปรับตัวขึ้นแรงในเดือน ก.พ. ได้ผลักดันให้ตลาดหุ้นเป็นขาขึ้นในช่วงที่ 2 อย่างไรก็ตาม ดัชนีฯ ได้อยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 5 ปี และน่าจะเริ่มปรับตัวลดลงหลังจากนี้

Positive macroeconomic surprise has fueled the 2nd leg of stock market rally



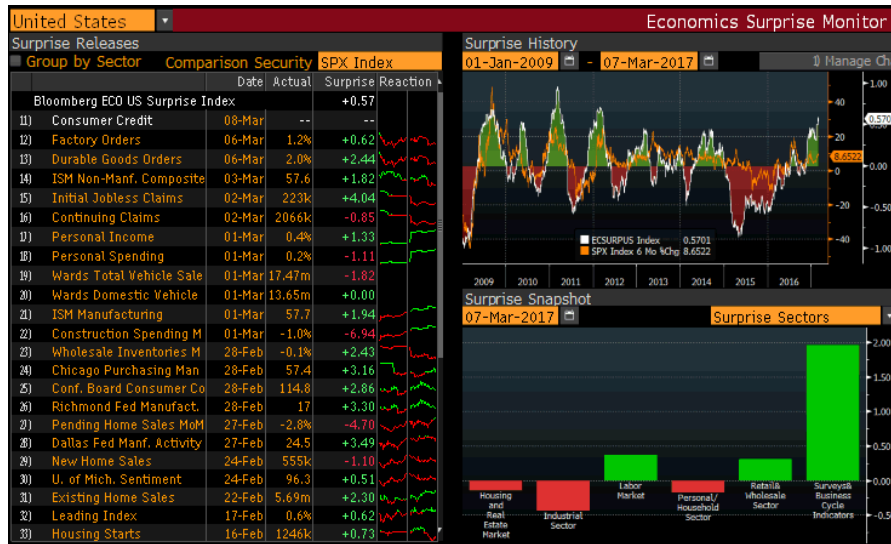
US economic surprise index is at 5-year high and will likely roll over soon



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ หากพิจารณาถึงส่วนประกอบของดัชนี Economic Surprise Index จะพบว่า ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ส่วนใหญ่เป็นดัชนีประเภทผลสำรวจความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ เช่น ดัชนี PMI ISM หรือดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค ในขณะที่ดัชนีที่สะท้อนภาคเศรษฐกิจจริง ไม่ได้ส่งสัญญาณบวกมากนัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งดัชนีชี้วัดภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเริ่มอ่อนแอลง เนื่องจากได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่สูงขึ้น

แผนภาพที่ 11: ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ส่วนใหญ่เป็นประเภทผลสำรวจความเชื่อมั่นอย่าง PMI และ ISM หรือดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค ขณะที่ดัชนีที่สะท้อนภาคเศรษฐกิจจริงไม่ได้ส่งสัญญาณบวกมากนัก

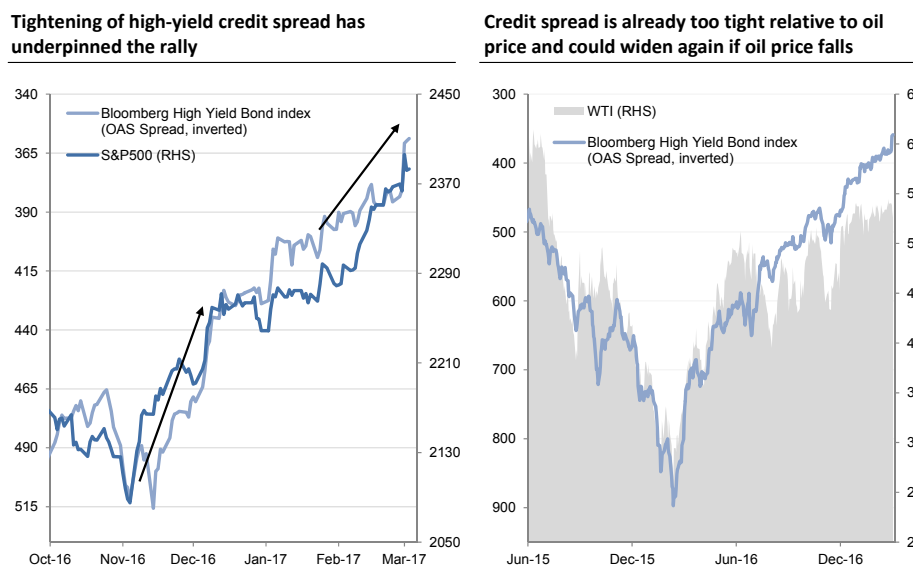


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงอาจเป็นปัจจัยกดดันตลาดหุ้นผ่านความเสี่ยงในการผิณฑ์ชำระหนี้ที่สูงขึ้น

ความเสี่ยงในการผิณฑ์ชำระหนี้ของธุรกิจสหรัฐฯ ซึ่งสะท้อนผ่านส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้คุณภาพต่ำ (High Yield Bond) กับพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (Option Adjusted Spread: OAS) ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตามราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้นหลังข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันของกลุ่ม OPEC ในช่วงเดือน พ.ย. โดยราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น ช่วยเพิ่มแนวโน้มของผลกำไรให้ธุรกิจผู้ผลิตน้ำมัน โดยเฉพาะในกลุ่ม Shale Oil ซึ่งนับเป็นสัดส่วนใหญ่ของผู้ออกตราสารประเภท High Yield Bond

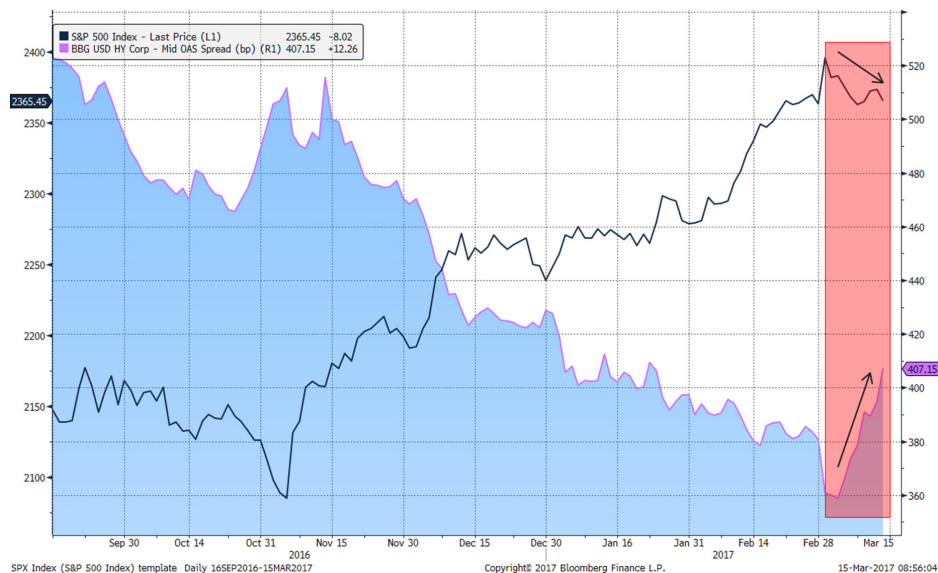
แผนภาพที่ 12: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้คุณภาพต่ำ (High Yield Bond) กับพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (Option Adjusted Spread: OAS) ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตามราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แต่นับตั้งแต่ต้นเดือน มี.ค.ราคาน้ำมันได้กลับมาลดลงแรงจากความกังวลต่อสต็อกน้ำมันของโลกที่ยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และทำให้ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้กลับมาเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 2 เดือน เรามองว่า High Yield Bond Spread ที่กลับมาเพิ่มขึ้นสะท้อนถึงความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น และจะเป็นปัจจัยกดดันตลาดหุ้น ซึ่งยังขาดปัจจัยสนับสนุนใหม่ในช่วงนี้

แผนภาพ 13: High Yield Bond spread เพิ่มขึ้นต่อเนื่องในเดือน มี.ค. สู่ระดับสูงสุดในรอบ 2 เดือน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนะนำทยอยขายทำกำไรและลดน้ำหนักให้นักลงทุนถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ตลาดปรับฐานในช่วงนี้ และแนะนำทยอยเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย

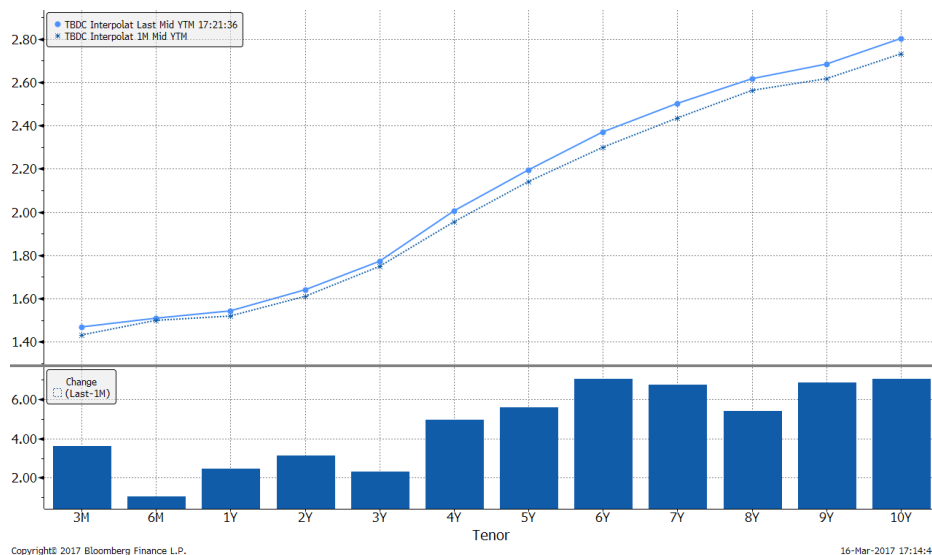
ตลาดตราสารหนี้

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

Yield Curve ปรับตัวเพิ่มขึ้นทั้งเส้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 5-10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5-7 bps ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในการประชุมวันที่ 15 มี.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 14: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 5-10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5-7 bps ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาด Yield พันธบัตร 10 ปีของไทยจะเพิ่มขึ้นเป็น 3.0%

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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราคำแนะนำ Underweight การลงทุนในน้ำมันและทองคำ

คำแนะนำ Underweight ในทองคำ

เราแนะนำให้ขายทองคำในตอนนี้ที่ราคาทองคำขึ้นไปยืนเหนือระดับ 1,250 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อออนซ์ ในระยะข้างหน้าเรายังคงมองว่าราคาทองคำจะถูกกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และความเสี่ยงในการลด QE ของทั้ง ECB และ BoJ ในช่วงปลายปี เราจึงยังคงคำแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในทองคำในช่วงนี้

คำแนะนำ Underweight ในน้ำมัน

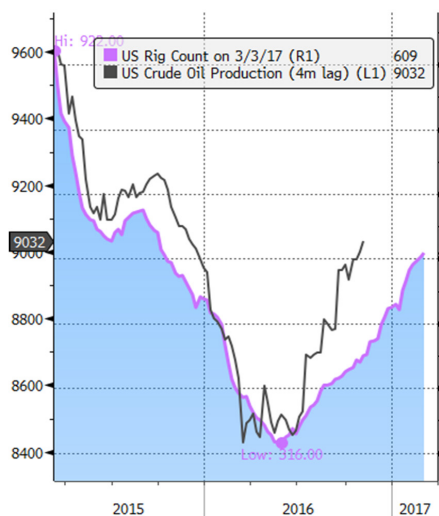
การผลิตน้ำมันจากสหรัฐฯ พุ่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับ 9.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 1 ปี นอกจากนี้จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ซึ่งเพิ่มขึ้นมาเกือบ 1 เท่า จากช่วงกลางปีที่แล้ว ยังชี้ว่าระดับราคาน้ำมันที่เกินกว่า 45 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรลนั้น สูงเพียงพอที่จะทำให้ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ในสหรัฐฯ กลับมามีกำไรและเริ่มหันกลับมาลงทุนขุดเจาะน้ำมันเพิ่มขึ้น

ข้อมูลในอดีตชี้ว่าจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันเป็นปัจจัยชี้นำ (Leading Indicator) ปริมาณการผลิตน้ำมันอยู่ราว 4 เดือน ซึ่งหมายความว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงกลางปีนี้เป็นอย่างน้อย

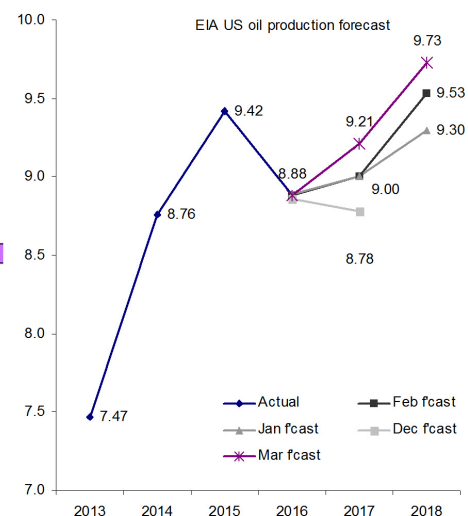
แนวโน้มการผลิตน้ำมันที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทำให้กระทรวงพลังงานสหรัฐฯ (EIA) ปรับเพิ่มประมาณการผลผลิตต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 และคาดว่าผลผลิตจะเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2018 ที่ 9.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 15: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และทำให้ EIA ปรับเพิ่มคาดการณ์ผลผลิตต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3

Rig count almost doubled since mid-2016; US oil production exceeds 9mbpd



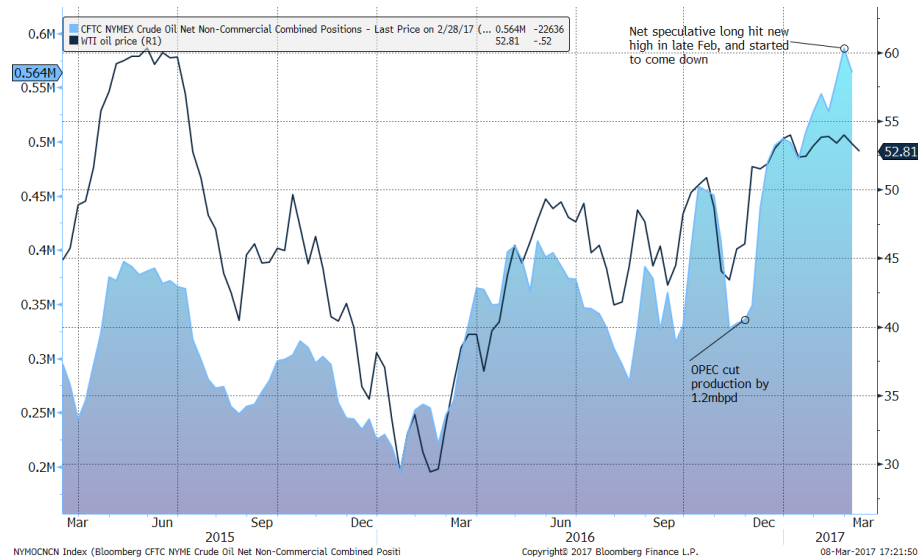
EIA upgraded production forecasts 3 months in a row, expecting output to reach new high in 2018



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

เราคาดว่าราคาน้ำมันจะยังคงถูกกดดันในช่วงนี้ เนื่องจากระดับการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าซึ่งอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ซึ่งทำให้น้ำมันมีความเสี่ยงลดลงจากแรงขายของนักเก็งกำไร

แผนภาพที่ 16: ระดับการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเริ่มลดลงในช่วง 2-3 สัปดาห์หลัง แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง

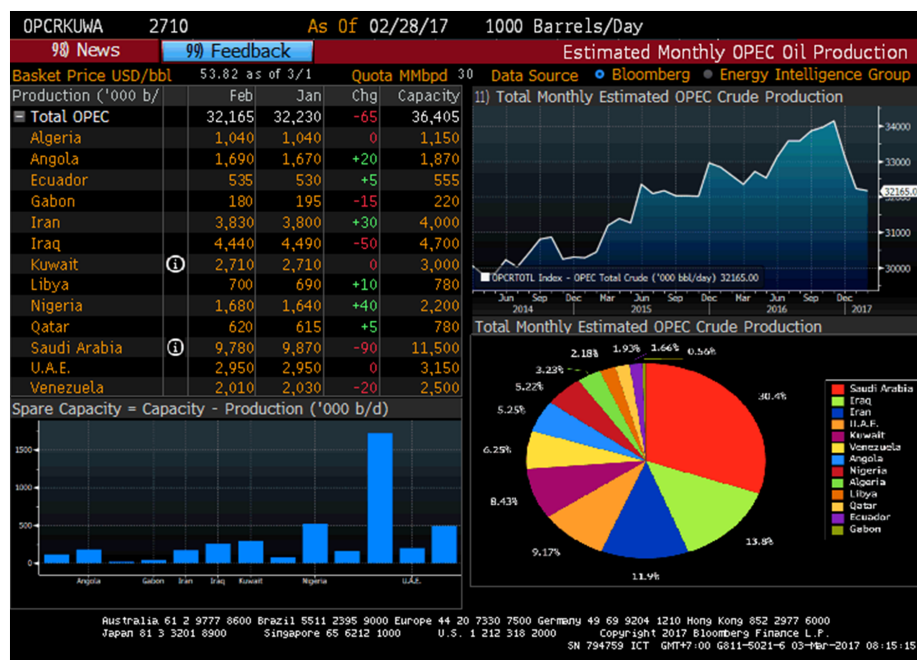


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ เรายังต้องจับตามองการประชุม OPEC ครั้งถัดไปในวันที่ 31 พ.ค. ซึ่งสมาชิกจะกลับมาหารือกันว่า จะต่ออายุข้อตกลงลดปริมาณการผลิตซึ่งจะหมดอายุลงในเดือน มิ.ย.ต่อไปอีกหรือไม่ ซึ่งหาก OPEC ไม่สามารถตกลงกันได้ ราคาน้ำมันก็มีความเสี่ยงที่จะกลับมาลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี

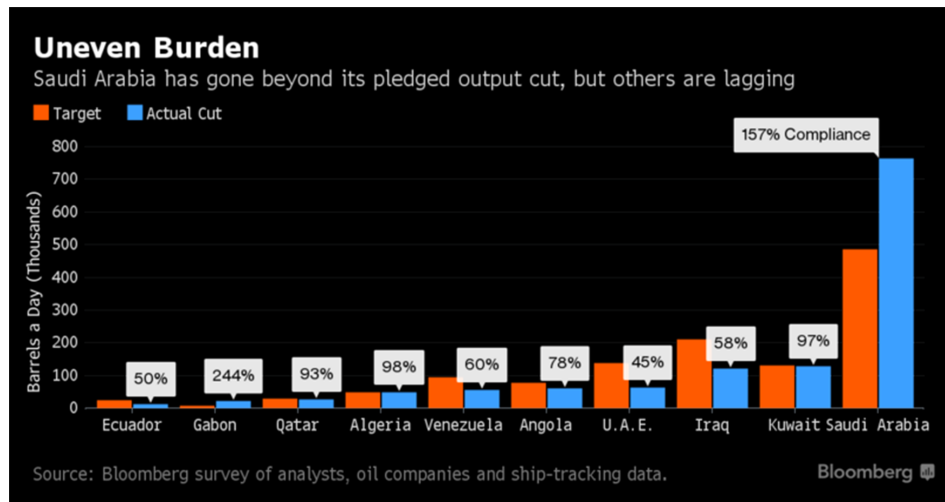
ในช่วง 2 เดือนแรกหลังข้อตกลงลดปริมาณการผลิตมีผลบังคับใช้ (ม.ค.- ก.พ.) OPEC สามารถควบคุมปริมาณการผลิตน้ำมันรวมของกลุ่มให้ลดลงได้ตามเป้าหมาย แต่ภาระส่วนใหญ่ยังคงอยู่ที่ซาอุดีอาระเบียซึ่งลดปริมาณการผลิตมากกว่าที่ตกลงกัน เพื่อทดแทนประเทศสมาชิกอื่นที่ยังผลิตเกินโควตา ซึ่งการผลิตน้ำมันเกินโควตาของประเทศสมาชิกอาจนำไปสู่ความขัดแย้งในกลุ่ม OPEC และทำให้การตกลงต่ออายุมาตรการลดปริมาณการผลิตในการประชุมวันที่ 31 พ.ค. มีความเสี่ยงที่จะล้มเหลว

แผนภาพ 17: ปริมาณการผลิตน้ำมันจากกลุ่ม OPEC ลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 โดยส่วนใหญ่เกิดจากการลดการผลิตของซาอุดีอาระเบีย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 18: ภาระการลดปริมาณการผลิตส่วนใหญ่ยังคงอยู่ที่ซาอุดีอาระเบีย ซึ่งลดปริมาณการผลิตมากกว่าที่ตกลงกัน เพื่อทดแทนประเทศสมาชิกอื่นที่ยังผลิตเกินโควตา



Source: Bloomberg

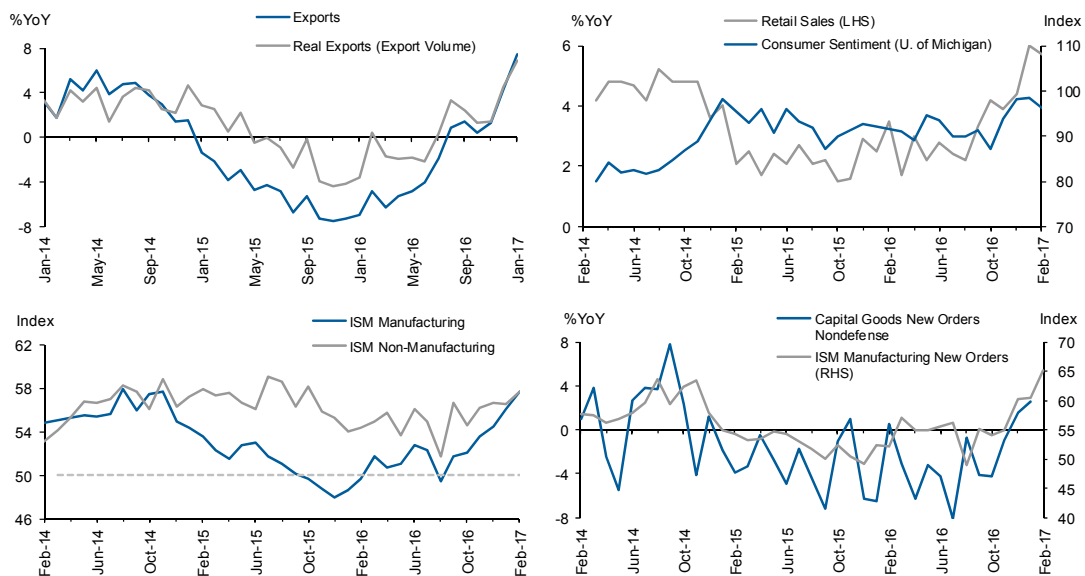
Global Economic Insights

- เศรษฐกิจสหรัฐยังคงขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะภาคการผลิต การลงทุนและการส่งออก โดยการลงทุนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง จากการฟื้นตัวของราคาน้ำมัน และนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง ส่วนนโยบายการเงิน Fed ได้ขึ้นดอกเบี้ยในเดือน มี.ค. เป็น 0.75-1.00% ตามคาด และคาดว่าจะขึ้นอีก 2 ครั้งในปี
- เศรษฐกิจยุโรปยังคงอยู่ในระดับที่ดีต่อเนื่องจากไตรมาส 4/2016 แต่ช่วงครึ่งปีแรกมีความเสี่ยงจากการเจรจา Brexit (คาดว่าจะเริ่มปลายเดือน มี.ค.นี้) การเลือกตั้งในฝรั่งเศส (23 เม.ย. และ 7 พ.ค.) เยอรมนี (24 ก.ย.) รวมถึงอิตาลีที่อาจเลือกตั้งในปี และความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯ
- เศรษฐกิจจีนยังดีต่อเนื่อง โดยทางการตั้งเป้า GDP ปีนี้ที่ “6.5%หรือมากกว่า” น้อยกว่าปีก่อนที่ 6.5-7.0% เราคาด GDP ปีนี้จะขยายตัว 6.5% สอดคล้องกับทางการ จากการปล่อยสินเชื่อที่มีความเข้มงวดมากขึ้น โดยเฉพาะสินเชื่อบ้าน และสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking Credit)
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงฟื้นตัวขึ้นในภาคการผลิต แต่การส่งออกและการลงทุนชะลอตัวลงในเดือน ม.ค. ในระยะข้างหน้า การบริโภคอาจชะลอตัวลง จากความพยายามของรัฐที่จะจำกัดชั่วโมงการทำงานนอกเวลา อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ภายนอกที่ฟื้นตัวขึ้น และเงินเยนที่อ่อนค่าจะช่วยชดเชยผลกระทบได้
- เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวดีขึ้นจากปัจจัยจากต่างประเทศเป็นหลัก ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังคงอ่อนแอ เราคาดว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวขึ้น จากผลกระทบนโยบายลดต้นทุนที่เริ่มหมดลง การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการส่งออก ทั้งนี้ เราคาดว่ากนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปีนี้ แต่จะเริ่มทยอยปรับขึ้นในช่วงไตรมาสแรกปีหน้า หลังอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงพลิกเข้าสู่แดนลบ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออก ขณะที่การบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อยในเดือน ก.พ. โดยการลงทุนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง จากปัจจัยดังนี้ 1) การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน ซึ่งทำให้บริษัทกลับเข้ามาลงทุนในกิจการที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเพิ่มขึ้น และ 2) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจการคลังที่จะลดกฎเกณฑ์ข้อบังคับ การปฏิรูปภาษี และการลงทุนปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐาน ส่วนนโยบายการเงิน Fed ได้ขึ้นดอกเบี้ยในเดือน มี.ค. เป็น 0.75-1.00% ตามคาด และคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปีนี นอกจากนี้ เราคาดว่า Fed น่าจะประกาศแผนการลดขนาด Balance Sheet ในเดือน ธ.ค. นี้ และจะเริ่มทยอยลดการซื้อสินทรัพย์ (Reinvestment) ในปีหน้า

แผนภาพที่ 19: การลงทุน การส่งออกและการผลิตยังคงขยายตัว ขณะที่การบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อยในเดือน ก.พ.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุน การส่งออกและการผลิตยังคงขยายตัว ขณะที่การบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อยในเดือน ก.พ.

การลงทุนยังคงขยายตัว: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าคงทนไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้การลงทุน เดือน ม.ค. ขยายตัว +2.6%YoY เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ +1.5%YoY สอดคล้องกับยอดสั่งซื้อใหม่ นอกจากนี้ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม ISM (ISM Manufacturing PMI: New Orders) เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น +4.7 จุด สู่ระดับ 65.1 จุด

การส่งออกเร่งตัวขึ้นแรง: มูลค่าส่งออกเดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นมาก +7.4%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.3% YoY ส่วนปริมาณการส่งออก (Exports Volume) ขยายตัว +6.9%YoY เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ +4.5%YoY

การบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อย: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. ขยายตัว +5.7%YoY ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาด แต่ชะลอลงจากเดือนก่อนที่ +6.0%YoY ขณะที่ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน ก.พ. เบื้องต้นลดลง -2.8 จุด เป็น 95.7 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 98.0 จุด แต่ที่ระดับนี้ยังคงสูงกว่าระดับก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย. ค่อนข้างมาก โดยเราคาดว่าความเชื่อมั่นผู้บริโภคน่าจะยังคงอยู่ในระดับสูงต่อ ตามนโยบายการคลังที่จะค่อยๆ มีความชัดเจนมากขึ้น

การผลิตยังคงเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น +1.5 จุด เป็น 56.0 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 2 ปี จากการผลิต และการจ้างงาน ขณะที่ยอดสั่งซื้อใหม่ทรงตัวจากเดือนก่อน

การลงทุนภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 4 หลังจากที่เป็นปัจจัยสำคัญที่ฉุด GDP มาตั้งแต่ปลายปี 2015

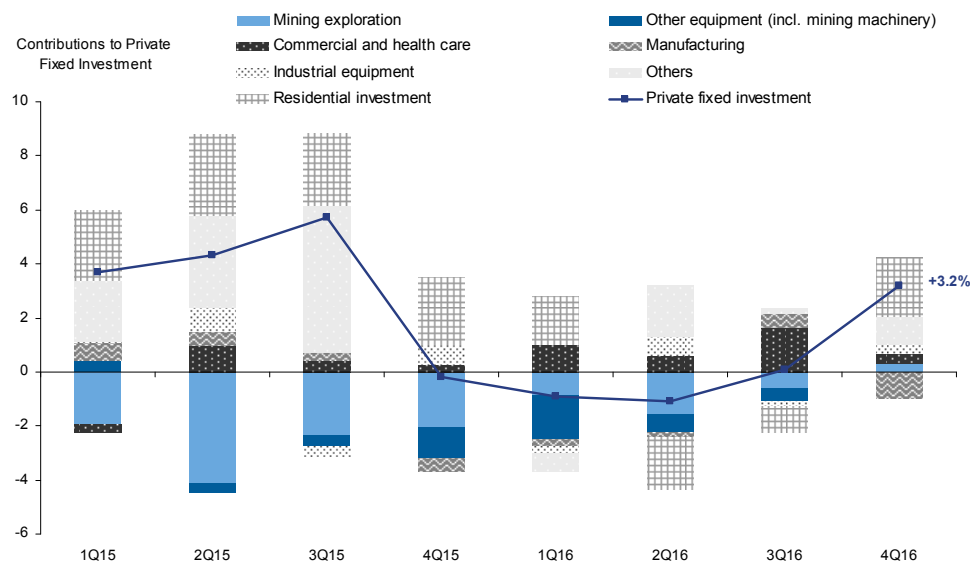
การลงทุนภาคเอกชน (Private Fixed Investment) เป็นปัจจัยสำคัญที่ฉุด GDP มาตั้งแต่ไตรมาส 4/2015 โดยราคาน้ำมัน (WTI Crude Oil) ได้ลดลงอย่างรวดเร็วในเดือน ส.ค. 2014 จากประมาณ 95 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เป็น 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในเดือน ธ.ค. 2014 และค่อยๆ ลดลงต่อไปในปี 2015 ส่งผลให้การลงทุนในกิจการน้ำมัน และกิจการที่เกี่ยวข้องกับกิจการน้ำมัน เช่น การสำรวจและขุดเจาะ Mining Exploration และ Other Equipment (รวม Mining Machinery) หดตัวต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2015

ราคาน้ำมันเริ่มฟื้นตัวขึ้นในเดือน ม.ค. 2016 จากราคาต่ำสุดที่ราว 27 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลมาตั้งแต่เดือน พ.ค. 2016 ส่งผลให้บริษัทที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเริ่มกลับมาลงทุน และทำให้การลงทุนภาคเอกชน (Private Fixed Investment) พลิกกลับมาขยายตัวได้ในไตรมาส 4/2016 ที่ +3.2%QoQ,saar

นอกจากนี้ ผลสำรวจภาคธุรกิจของ Fed สาขา Philadelphia (Fed Business Outlook) ได้ยืนยันการฟื้นตัวของการลงทุนในกิจการน้ำมัน โดยในเดือน ก.พ. ผลสำรวจได้เพิ่มขึ้นแรงมากสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 1984 เนื่องจาก รัฐ Pennsylvania เป็นแหล่งก๊าซ Marcellus Shale ซึ่งใช้ผลิต Shale Gas และ Shale Oil ที่สำคัญของประเทศ และผลิตพลังงานได้มากเป็นอันดับ 3 ในสหรัฐฯ (รองจาก Texas และ Wyoming)

นอกเหนือจากการลงทุนในกิจการน้ำมัน การลงทุนจะได้รับปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากนโยบายการคลัง การลดกฎเกณฑ์ข้อบังคับจากภาครัฐ การปฏิรูปภาษี และการลงทุนปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐาน

แผนภาพที่ 20: แรงฉุดจากการลงทุนในกิจการน้ำมันหมดไปในไตรมาส 4 ตามการฟื้นตัวของราคาน้ำมัน โดยการลงทุนในระยะข้างหน้าจะได้รับปัจจัยหนุนจากการลดกฎเกณฑ์ข้อบังคับจากภาครัฐ และการลงทุนปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐาน



Source: Bureau of Economic Analysis, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

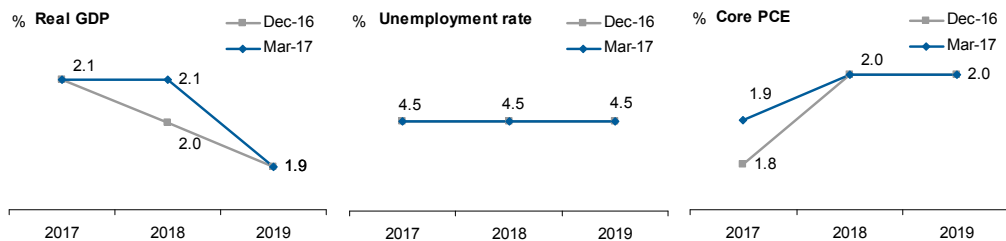
Fed ขึ้นดอกเบี้ยในเดือน มี.ค. ตามคาด และได้คาดการณ์ตัวเลขเศรษฐกิจเกือบทั้งหมดไว้เท่าเดิม

ผลการประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ในวันที่ 14-15 มี.ค. ที่ผ่านมา คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) มีมติ 9-1 ให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25bps เป็น 0.75-1.00% ตามคาด โดย Fed จะยังคงขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป เพื่อปรับระดับดอกเบี้ยเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมายที่ 2% อย่างยั่งยืน (เงินเฟ้อ Core PCE เดือน ม.ค. อยู่ที่ +1.7%YoY)

คณะกรรมการนโยบายการเงินคาดการณ์ดอกเบี้ย (Dot Plot) ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปี (เป็น 1.25-1.50%) และอีก 3 ครั้งในปี 2018 (เป็น 2.00-2.25%) ซึ่งไม่เปลี่ยนแปลงจากการคาดการณ์ครั้งก่อนในเดือน ธ.ค. ส่วนคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในปี 2019 ได้ปรับขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.0% (จาก 2.875%) โดยเรามีมุมมองการขึ้นดอกเบี้ยสอดคล้องกับ Fed ในปีนี้ว่าจะขึ้นดอกเบี้ยได้อีก 2 ครั้ง ในการประชุมเดือน มิ.ย. และ ก.ย. ส่วนปี 2018 เรามีความเห็น Hawkish กว่า โดยเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยได้ 4 ครั้ง

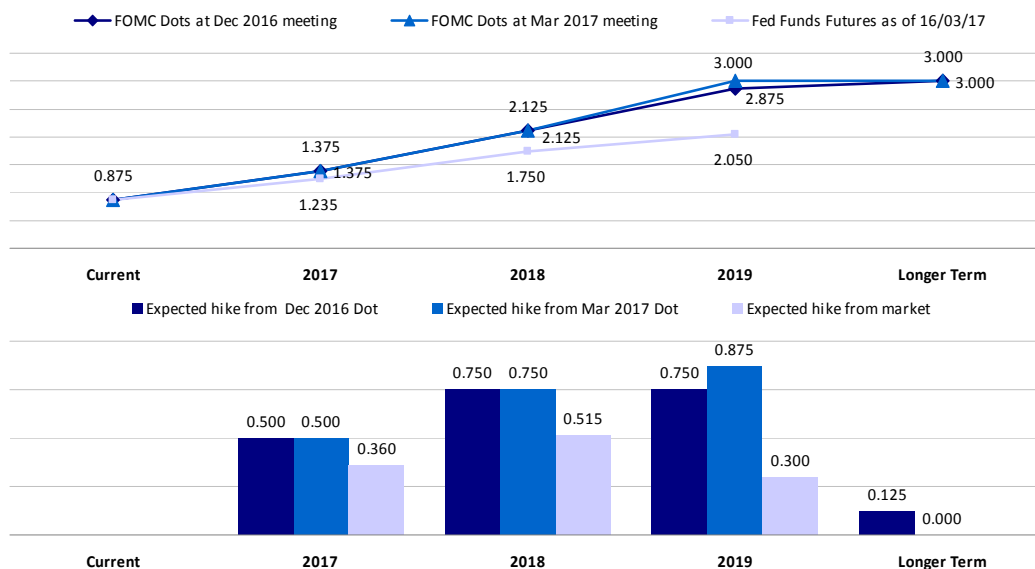
ด้านมุมมองทางเศรษฐกิจ Fed ได้คาดการณ์ตัวเลขเศรษฐกิจเกือบทั้งหมดไว้เท่าเดิม มีเพียงคาดการณ์ GDP ปี 2018 ที่ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (เป็น 2.1% จาก 2.0%) และเงินเฟ้อ Core PCE (ไม่นับรวมราคาอาหารสด และ น้ำมัน) ปี 2017 ที่ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (เป็น 1.9% จาก 1.8%)

Figure 21: Fed คงคาดการณ์ตัวเลขเศรษฐกิจเกือบทั้งหมดไว้เท่าการประชุมในเดือน ธ.ค. มีเพียงคาดการณ์ GDP ปี 2018 และเงินเฟ้อ Core PCE ปี 2017 ที่ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย



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

แผนภาพที่ 22: Fed คงคาดการณ์ขึ้นดอกเบี้ยปี 2017 และ 2018 ที่ 3 ครั้ง แต่ปี 2019 ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 4 ครั้ง จากการประชุมครั้งก่อน 3 ครั้ง

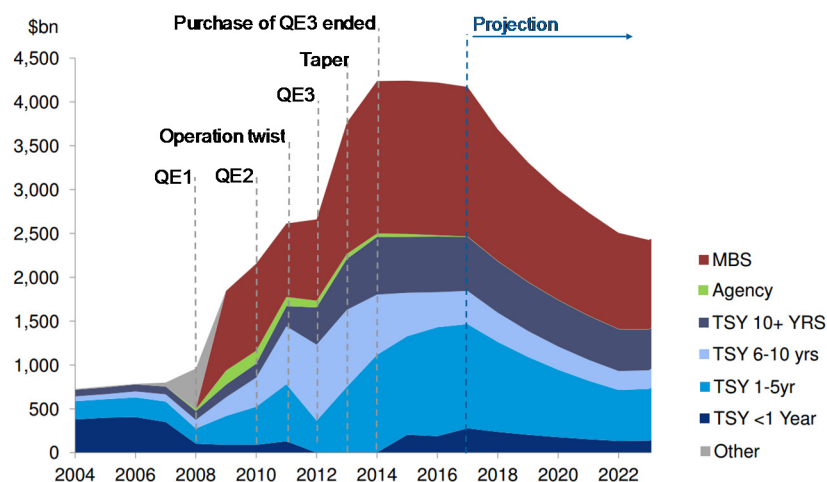


Source: Federal Reserve, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ นอกเหนือจากการขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 3 ครั้ง ในปีนี้ เราคาดว่า Fed น่าจะประกาศแผนการลดขนาด Balance Sheet ในเดือน ธ.ค. นี้ และจะเริ่มทยอยลดการซื้อสินทรัพย์ (Reinvestment) ในปีหน้า ซึ่งจะทำให้ขนาดงบดุลของ Fed ค่อยๆ ทยอยลดลง ซึ่งในปัจจุบัน Fed ยังคงซื้อสินทรัพย์ในจำนวนเท่ากับมูลค่า สินทรัพย์ที่หมดอายุไป เพื่อคงมูลค่าสินทรัพย์ในงบดุลให้คงที่มาโดยตลอดหลังจากเลิก QE ในเดือน ต.ค. 2014

คณะกรรมการนโยบายการเงินหลายท่านเริ่มมีความเห็นให้ลดขนาดงบดุลลง เช่น นาย Neel Kashkari ประธาน Fed สาขา Minneapolis กล่าวว่า Fed อาจเริ่มพิจารณาลดขนาดงบดุลในระยะอันใกล้และนาย Patrick Harker ประธาน Fed สาขา Philadelphia เห็นว่า Fed ควรเริ่มลดขนาดงบดุล หากอัตราดอกเบี้ยขึ้นไปอยู่ในช่วง 1-1.5% (อัตราดอกเบี้ยตอนนี้อยู่ที่ 0.75-1.00%) ซึ่งสอดคล้องกับที่เราคาดไว้ ทั้งนี้ ในการให้สัมภาษณ์หลังการประชุมวันที่ 15 มี.ค. ที่ผ่านมานาง Janet Yellen ประธาน Fed กล่าวว่า Fed จะยังไม่ดำเนินการลดขนาด Balance Sheet จนกว่าจะมั่นใจว่าเศรษฐกิจแข็งแกร่งเพียงพอ

แผนภาพที่ 23: นอกเหนือจากการขึ้นดอกเบี้ย Fed อาจประกาศลดการกลับไปลงทุน (Reinvest) ในเดือน ธ.ค.นี้



Many Fed members agree on tapering of reinvestment:

Neel Kashkari (Minneapolis): "shrinking of the balance sheet may start in the not to distant future"

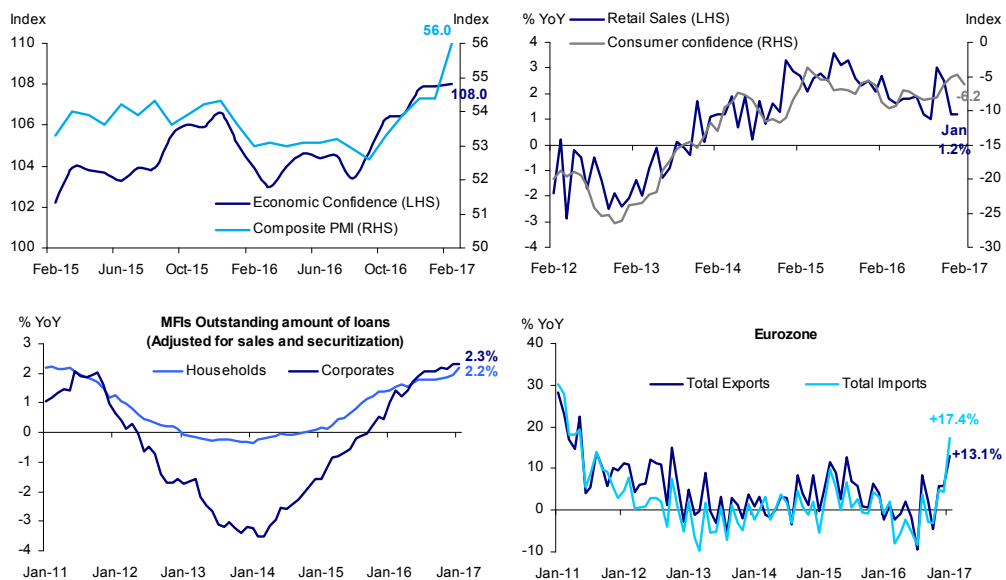
Patrick Harker (Philadelphia): he would start to taper reinvestments when rates are in a "1% to 1.5% range"

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

เศรษฐกิจยุโรป

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังคงอยู่ในระดับที่ดีต่อเนื่องจากไตรมาส 4/2016 โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบกว่า 6 ปี อีกทั้งการปล่อยสินเชื่อและภาคต่างประเทศเริ่มฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของปีมีแนวโน้มชะลอตัวลง จาก 1) เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นแรงจะกดดันความสามารถในการใช้จ่ายของผู้บริโภค 2) ความไม่แน่นอนทางการเมือง ได้แก่ การเจรจา Brexit (คาดเริ่มปลายเดือน มี.ค.นี้) และการเลือกตั้งในประเทศฝรั่งเศส (23 เม.ย. และ 7 พ.ค.), เยอรมนี (24 ก.ย.) รวมถึงอิตาลีที่อาจจัดการเลือกตั้งในปีนี้ ซึ่งจะกดดันการค้าและการลงทุน และ 3) ความเสี่ยงด้านการส่งออกจากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลัก

แผนภาพที่ 24: ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบหลายปี ยอดปล่อยสินเชื่อเร่งตัวขึ้น ภาคต่างประเทศเริ่มฟื้นตัว แต่การบริโภคชะลอตัวลง



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

เศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่องท่ามกลางความไม่แน่นอนทางการเมือง

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 อยู่ที่ 108.0 จุด ในเดือน ก.พ. โดยเป็นระดับสูงสุดนับแต่เดือน มี.ค. 2011

ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 56.0 จุด ระดับสูงสุดนับแต่เดือน เม.ย. 2011 จากภาคการผลิต (55.4 จุด) และภาคการบริการ (55.5 จุด) ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบหลายปี

ยอดปล่อยสินเชื่อของภาคธนาคารเร่งตัวขึ้นในเดือน ม.ค. โดยภาคครัวเรือน (Households) เร่งตัวขึ้นเป็น +2.2% YoY จาก +2.0% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่ปี 2011 ขณะที่สินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporate) ทรงตัวที่ +2.3% YoY เท่ากับเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน มี.ย. 2009

เรามองว่ายอดปล่อยสินเชื่อมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ดีขึ้นในระยะข้างหน้า ตามความสามารถในการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ที่เริ่มฟื้นตัว โดยราคาหุ้นในกลุ่มได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และแรงกดดันต่อผลกำไรของภาคธนาคารก็ได้อดลงไป โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรได้ปรับเพิ่มขึ้นนับแต่หลังการเลือกตั้ง ประธานาธิบดีสหรัฐฯ (8 พ.ย.) อีกทั้งธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ประกาศลดอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงสำหรับปีนี้ของหลายๆ ธนาคารลง

ประกอบกันนี้ ผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อ (Bank Lending Survey) ของ ECB ในไตรมาส 4/2016 ชี้ว่าธนาคารส่วนใหญ่จะผ่อนคลายเงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น และคาดการณ์ความต้องการขอสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/2017

ส่งออก (Exports) เดือน ม.ค. เติบโตขึ้นเป็น +13.1% YoY จาก +5.9% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่ปี 2011 ส่วนการนำเข้า (Imports) เติบโตขึ้นเป็น +17.4% YoY จาก +4.5% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวมากที่สุดนับแต่ปี 2011 เช่นเดียวกัน ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ม.ค. ขาดดุล -5.93 ร้อยล้านยูโร

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. ขยายตัว +1.2% YoY เท่ากับเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับแต่เดือน ก.ย. 2016 และต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ +1.5% YoY โดยเรามองว่ายอดค้าปลีกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า จากเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นแรงจะกดดันความสามารถในการใช้จ่ายของผู้บริโภค กอปรกับความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ที่ปรับลดลง -1.4 จุด เป็น -6.2 จุด ในเดือน ก.พ. โดยเป็นการปรับลดลงครั้งแรกหลังจากได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับแต่เดือน ก.ย. 2016

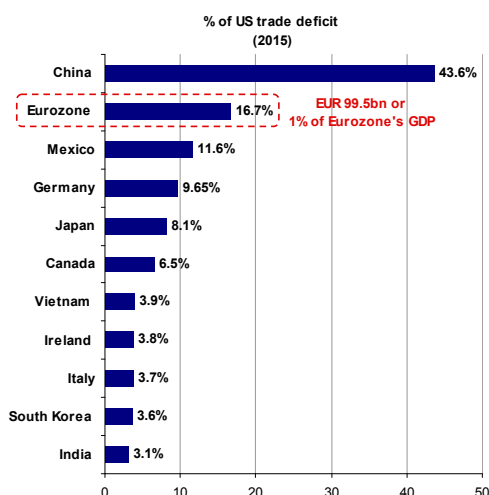
การใช้ Border Adjustment Tax ของสหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการฟื้นตัวของการส่งออก

ดุลการค้าของยูโรโซนทั้งปี 2016 ได้เกินดุลถึง +2.74 แสนล้านยูโร เพิ่มขึ้นจาก +2.39 แสนล้านยูโรในปี 2015 ซึ่งดุลการค้าที่เกินดุลนี้กว่า 60% มาจากประเทศเยอรมนี โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการอ่อนค่าของเงินยูโรจากมาตรการ QE ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ทำให้ได้รับแรงกดดันจากสหรัฐฯ ซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าอันดับ 1 ว่าใช้ความได้เปรียบจากการอ่อนค่าของเงินยูโร

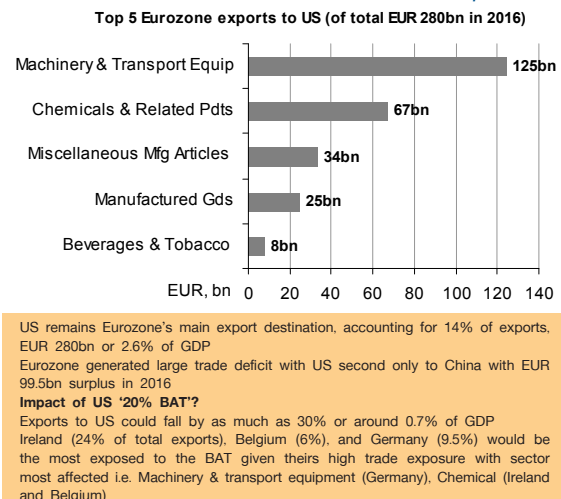
เรามองว่าส่งออกมีแนวโน้มดีขึ้นในปีนี้ ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์โลก โดยดัชนีชี้วัดภาคการผลิตอย่าง PMI ก็ได้ปรับเพิ่มขึ้นทั่วทุกภูมิภาคหลักนับแต่ไตรมาส 4/2016 แต่อย่างไรก็ดี ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ก็เป็นอีกความเสี่ยงสำคัญต่อการส่งออกในระยะข้างหน้า โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ประกาศใช้ Border Adjustment Tax (BAT) ที่ 20% ตามข้อเสนอของพรรค Republican

ทั้งนี้ สหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกหลักอันดับ 1 ของยูโรโซน คิดเป็นสัดส่วนราว 14% ของส่งออกทั้งหมด หรือประมาณ 2.6% ของ GDP ในปี 2016 โดยยูโรโซนมีดุลการค้ากับสหรัฐฯ เกินดุลที่ +9.95 หมื่นล้านยูโร (เพิ่มขึ้น 2.5 เท่าจากปี 2009) หรือประมาณ 1% ของ GDP อีกทั้งยังเป็นประเทศที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าด้วยมากเป็นอันดับสอง (17%) รองจากจีน (44%) เท่านั้น โดยสินค้าส่งออกหลักไปสหรัฐฯ ได้แก่ เครื่องจักรกลและยานพาหนะ (Machinery & Transport Equipment) และเคมีภัณฑ์ (Chemicals)

แผนภาพที่ 25: สหรัฐฯ ขาดดุลกับยูโรโซนมากเป็นอันดับ 2 รองจากจีนเท่านั้น



แผนภาพที่ 26: ส่งออกในกลุ่มเครื่องจักรและยานพาหนะจะได้รับผลกระทบจาก BAT มากที่สุด



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

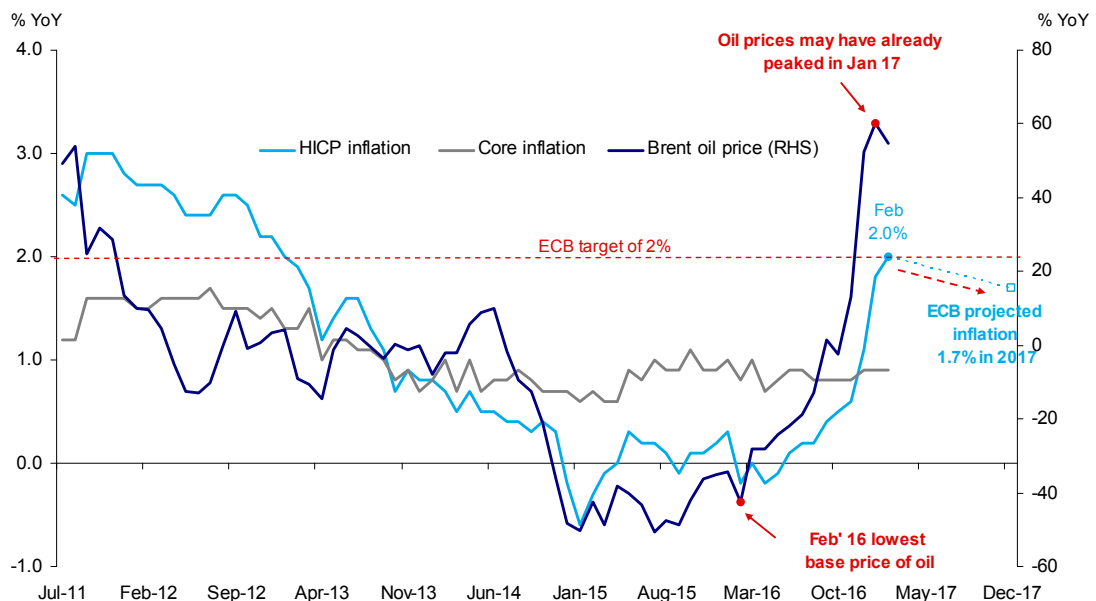
DB ประเมินว่า การใช้ Border Adjustment Tax ของสหรัฐฯ ที่ 20% นั้น จะส่งผลให้อุปสงค์การนำเข้าของสหรัฐฯ ลดลงราว 30% หรือประมาณ 0.7% ของ GDP ยุโรป โดยประเทศเยอรมนี เบลเยียม และไอร์แลนด์จะได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากสหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกหลัก อีกทั้งยังเป็นประเทศที่ส่งออกกลุ่มเครื่องจักรกลและยานยนต์ (เยอรมนี) และเคมีภัณฑ์ (เบลเยียมและไอร์แลนด์ เนื่องจากมีอุตสาหกรรมยาที่ใหญ่) ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกหลักของยุโรป และเป็นอุตสาหกรรมที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าด้วยมากที่สุด

เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นเท่าเป่า 2% ของ ECB จะไม่กดดันให้ ECB ต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นในช่วงนี้

เงินเฟ้อทั่วไป (HICP) เดือน ก.พ. ได้เร่งตัวขึ้นเป็น +2.0% YoY จาก +1.8% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นระดับสูงสุดนับแต่เดือน ม.ค. 2013 และเท่ากับเป้าเงินเฟ้อของ ECB เป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี โดยเป็นผลจากราคาพลังงาน (+9.2% YoY) เป็นสำคัญ ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ยังคงทรงตัวที่ +0.9% YoY ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3

เรามองว่าเงินเฟ้อทั่วไปที่เร่งตัวขึ้นเท่าเป่า 2% ของ ECB จะไม่เป็นการกดดันให้ ECB ประกาศลดอัตราดอกเบี้ย (QE tapering) ในช่วงนี้ เนื่องจากการเร่งตัวของเงินเฟ้อเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันเป็นสำคัญ ซึ่งเราคาดว่าเงินเฟ้อจะเริ่มชะลอตัวลงหลังจากฐานราคาน้ำมันที่ต่ำในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ.ปีก่อนได้หมดไป กอปรกับความกังวลทางการเมือง (การเลือกตั้งในฝรั่งเศสและเยอรมนี) และความกังวลในภาคต่างประเทศ (การเจรจา Brexit และนโยบายการค้าของสหรัฐฯ) ทำให้เราคาดว่า ECB จะคงนโยบายการเงินเดิมไปก่อนในช่วงนี้ และจะประกาศลดอัตราดอกเบี้ย (QE tapering) อีกครั้ง ในการประชุมเดือน ก.ย. โดยคาดว่าจะเริ่มลดจริงในเดือน ม.ค. 2018

แผนภาพที่ 27: เงินเฟ้อทั่วไป (เส้นสีฟ้า) เร่งตัวขึ้นเท่าเป่า 2% ของ ECB ในเดือน ก.พ. แต่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า หลังฐานราคาน้ำมันต่ำจะเริ่มหมดไปในเดือน มี.ค. ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐาน (เส้นสีเทา) ยังคงทรงตัวในระดับต่ำ



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

โอกาสที่นาง Le Pen จะชนะการเลือกตั้งยังคงมีจำกัด

การเลือกตั้งประธานาธิบดีของฝรั่งเศสแบ่งเป็น สองรอบ ในวันที่ 23 เม.ย. และ 7 พ.ค. ซึ่งในรอบแรกจะเป็นการคัดเลือกผู้สมัครให้เหลือ 2 คน ที่ได้รับคะแนนเสียงสูงสุด เพื่อไปชิงตำแหน่งกันในรอบที่สอง

โดยนาง Marine Le Pen ตัวแทนจากพรรค National Front ซึ่งสนับสนุนนโยบายการเลิกใช้เงินสกุลยูโรเป็นนโยบายหลักด้านเศรษฐกิจ ยังคงมีคะแนนความนิยมสูงสุดในผลสำรวจการเลือกตั้งรอบแรกที่ 26.5% ขณะที่คะแนนความนิยมอันดับสองยังเป็นของนาย Emmanuel Macron อดีต มว.กระทรวงเศรษฐกิจ ที่ 26% ซึ่งความนิยมได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับแต่นาย Francois Bayou ตัวแทนพรรค Democratic Movement ได้ประกาศตัวเป็นพันธมิตรและสนับสนุนนาย Macron ในการชิงตำแหน่งประธานาธิบดี

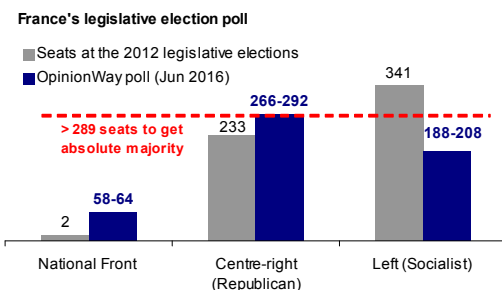
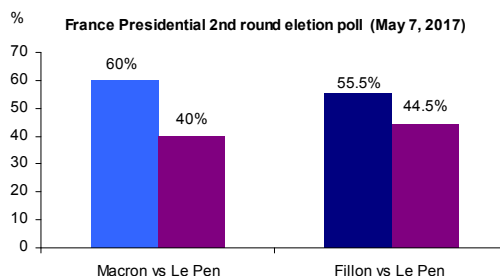
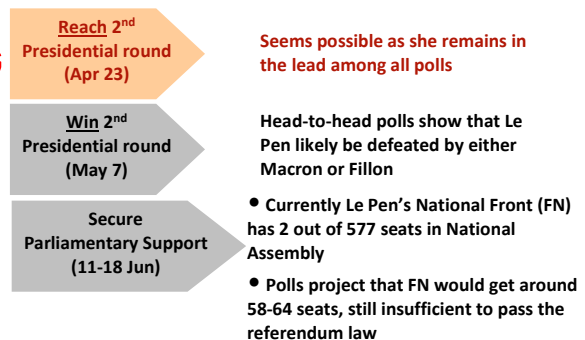
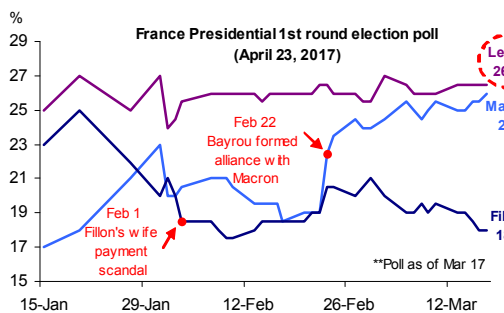
ส่วนนาย Francois Fillon ตัวแทนพรรค Republican ซึ่งเป็นตัวเต็ง ประธานาธิบดีก่อนหน้านี้ ได้รับความนิยมลดลงต่อเนื่อง (18%) นับตั้งแต่โดนข้อกล่าวหาว่าใช้เงินภาษีจากรายาและลูกชายให้เป็นผู้ช่วยอย่างไม่ถูกต้องเมื่อต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา

ทั้งนี้ เรามองว่าความเสี่ยงที่นาง Le Pen จะก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดีและจัดทำประชามติเพื่อออกจากสหภาพยุโรปยังคงมีจำกัด เพราะแม้ว่านาง Le Pen จะได้รับความนิยมสูงสุดในการเลือกตั้งรอบแรก แต่ผลสำรวจการเลือกตั้งในรอบที่ 2 ยังคงชี้ว่านาง Macron จะมีคะแนนนาง Le Pen อยู่ค่อนข้างห่างที่ 60% ต่อ 40% หรือหากเป็นนาย Fillon ก็ยังคงมีคะแนนนาง Le Pen อยู่ที่ 55.5% ต่อ 44.5%

อีกทั้งหากนาง Le Pen พลิกล็อกชนะการเลือกตั้งในรอบที่ 2 และได้ขึ้นเป็นประธานาธิบดี เรายังคงมองว่าการจัดทำประชามติเพื่อออกจากสหภาพยุโรปนั้น ยังคงเป็นเรื่องที่ห่างไกล เนื่องจากนาง Le Pen ต้องได้รับความเห็นชอบจากสภาผู้แทนด้วย ซึ่งตอนนี้พรรค National Front ของนาง Le Pen มีเสียงในสภาเพียง 2 ที่นั่งเท่านั้น จากทั้งหมด 577 ที่นั่ง โดยผลสำรวจการเลือกตั้งสภาผู้แทนที่จะมีขึ้นในวันที่ 11 และ 18 มิ.ย.นี้ ชี้ว่านาง Le Pen จะได้เสียงประมาณ 58-64 ที่นั่ง ซึ่งก็ยังคงไม่เพียงพอต่อการผ่านร่างกฎหมายเพื่อให้สามารถจัดทำประชามติได้ (ต้องได้ที่นั่งครึ่งหนึ่ง หรือ 289 ที่นั่งขึ้นไป เพื่อให้มีเสียงข้างมากในสภา)

แผนภาพที่ 28: นาง Le Pen ยังคงได้รับคะแนนนิยมสูงสุดในการเลือกตั้งรอบแรก แต่ในรอบสองจะแพ้ให้กับนาย Macron หรือ นาย Fillon

แผนภาพที่ 29: การจัดทำประชามติเพื่อออกจากยุโรปของฝรั่งเศสยังคงมีความเป็นไปได้น้อย



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

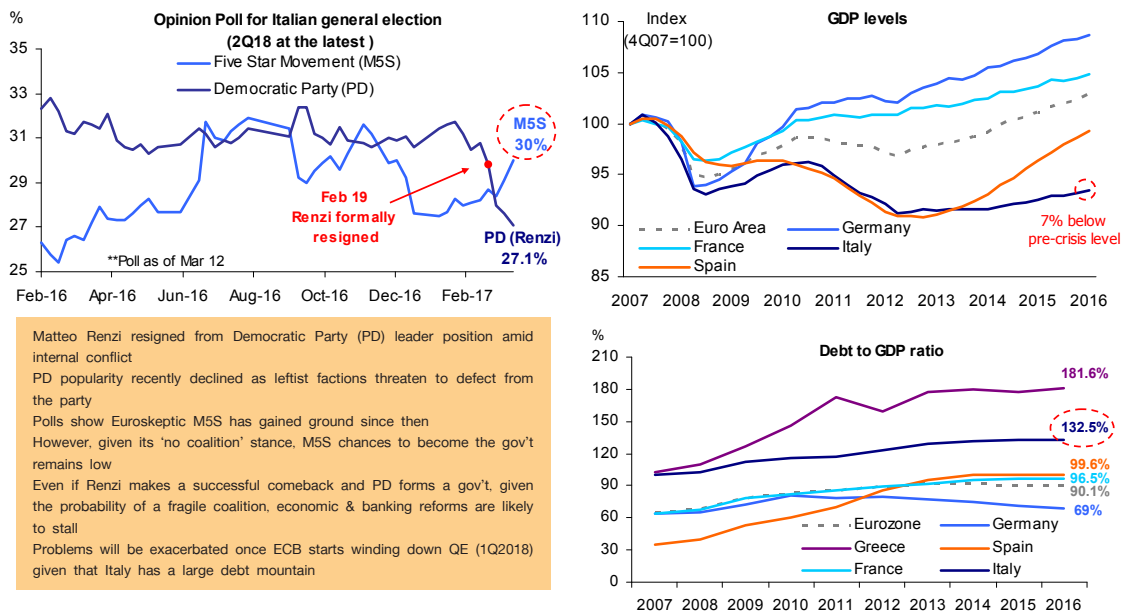
อิตาลีจะเป็นความเสี่ยงสำคัญ โดยเฉพาะหากเกิดการเลือกตั้งในปี

พรรค PD ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลปัจจุบันได้รับความนิยมลดลงอย่างต่อเนื่อง นับแต่มีความขัดแย้งกันภายในพรรค ซึ่งเริ่มก่อตัวขึ้นหลังผลการจัดทำประชามติเพื่อแก้รัฐธรรมนูญ (Referendum on Constitutional Reform) เมื่อวันที่ 4 ธ.ค. ออกมาไม่ผ่าน โดยในวันที่ 19 ก.พ. นาย Matteo Renzi อดีตนายกรัฐมนตรีก็ได้ประกาศลาออกจากการเป็นหัวหน้าพรรค PD และได้เรียกร้องให้มีการจัดการเลือกตั้งเพื่อหาผู้นำพรรคคนใหม่

ทั้งนี้ เรามองว่ามีความเสี่ยงที่การเลือกตั้งจะมีขึ้นในปี (จากกำหนดการเดิมเดือน พ.ค. 2018) เนื่องจากสภาพตอนนี้ไม่ค่อยมีเสถียรภาพ ทำให้โอกาสที่พรรค PD จะประกาศยุบสภาและเลือกตั้งใหม่ภายในปีนี้ มีค่อนข้างสูง กอปรกับความขัดแย้งภายในพรรค PD ทำให้โอกาสที่พรรค M5S ซึ่งมีนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปจะชนะการเลือกตั้งเพิ่มขึ้น

โดยผลสำรวจล่าสุดชี้ว่าพรรค PD ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลปัจจุบันได้รับความนิยมลดลงเป็น 27.1% ขณะที่พรรค M5S ซึ่งมีนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นเป็น 30% โดยเพิ่มขึ้นมาต่อเนื่องนับแต่พรรค PD มีความขัดแย้งกันภายในพรรค

แผนภาพที่ 30: อิตาลีอาจจัดการเลือกตั้งเร็วขึ้นเป็นเดือน ก.ย. ปีนี้ ซึ่งพรรค PD ได้รับความนิยมลดลงต่อเนื่อง จากปัญหาความแตกแยกภายในพรรค ส่งผลให้พรรค M5S ซึ่งมีนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปได้รับความนิยมเพิ่มขึ้น



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

ทั้งนี้ เศรษฐกิจอิตาลีฟื้นตัวได้ค่อนข้างช้ากว่าประเทศหลักอื่นๆ ในยูโรโซน โดยขยายตัวต่ำกว่าช่วงวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2008 ราว 7% อีกทั้งยังมีหนี้ภาครัฐที่ค่อนข้างสูง (132.5% ของ GDP) โดยเป็นรองเพียงประเทศกรีซ (182% ของ GDP) เท่านั้น ซึ่งปัญหานี้จะยิ่งเพิ่มขึ้นหลังจาก ECB ได้เริ่มลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ลง ซึ่งจะส่งผลให้ Yield พันธบัตรปรับสูงขึ้น

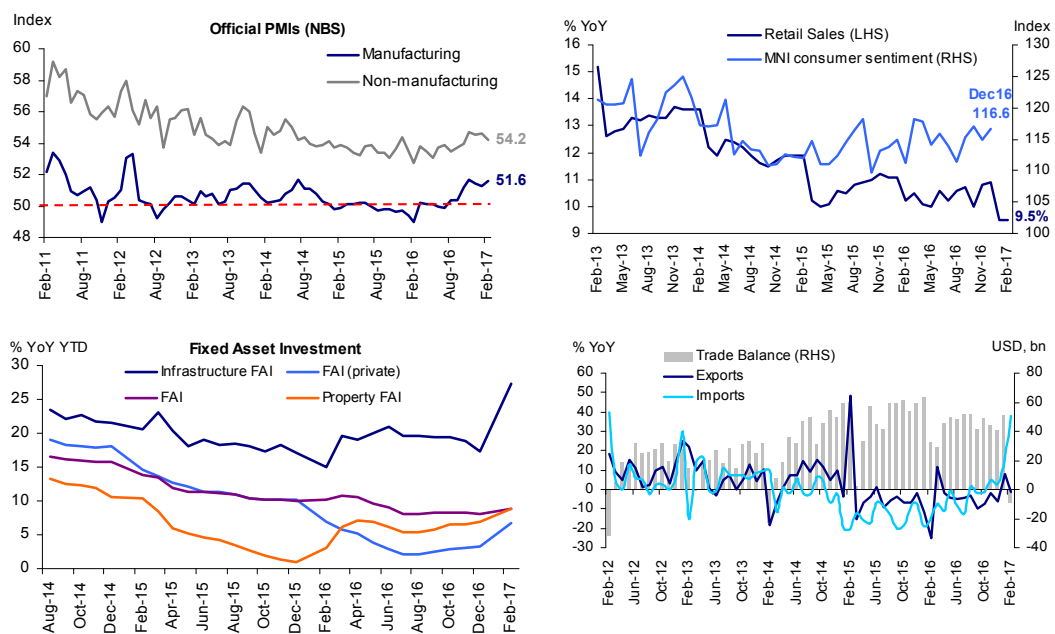
เรามองว่ารัฐบาลที่ไม่มีเสถียรภาพจะส่งผลให้อิตาลีดำเนินการปฏิรูปเศรษฐกิจได้ลำบาก อีกทั้งปัญหาความอ่อนแอในภาคธนาคารก็จะแก้ไขไม่ได้ ส่งผลให้เศรษฐกิจไม่ฟื้นตัวขึ้น และอาจจุดการขยายตัวของเศรษฐกิจยูโรโซน เนื่องจากอิตาลีเป็นประเทศที่ใหญ่เป็นอันดับ 3 และคิดเป็นประมาณ 16% ของ GDP ยูโรโซน

เศรษฐกิจจีน

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังอยู่ในระดับที่ดีต่อเนื่องจากปีก่อน เปิดโอกาสให้ทางการลดการกระตุ้นเศรษฐกิจลง เพื่อแก้ปัญหาหนี้ในระบบ และดำเนินการปฏิรูปทางเศรษฐกิจต่างๆ เพื่อให้เศรษฐกิจมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยทางการจีนได้ตั้งเป้า GDP ปี 2017 ที่ “6.5% หรือมากกว่าหากเป็นไปได้” ซึ่งลดลงจากเป้า 6.5%-7.0% ในปี 2016

เราคาดเศรษฐกิจปี 2017 จะขยายตัวที่ 6.5% YoY สอดคล้องกับเป้าของทางการ โดยชะลอตัวลงจาก +6.7% YoY ในปี 2016 จาก 1) การปล่อยสินเชื่อที่มีความเข้มงวดมากขึ้น โดยเฉพาะสินเชื่อบ้าน และการออกกฎที่เข้มงวดขึ้นเพื่อควบคุมสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking Credit) 2) กิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ที่จะเริ่มอ่อนกำลังลงในระยะข้างหน้า 3) ความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกอันดับ 1 และ 4) ความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกที่ยังคงมีอยู่

แผนภาพที่ 31: ดัชนี PMIs ยังคงอยู่ในระดับขยายตัวดี การลงทุนเร่งตัวขึ้นจากโครงสร้างพื้นฐาน และอสังหาริมทรัพย์เป็นหลัก ขณะที่ยอดค้าปลีกชะลอตัวลง จากการลดลงของยอดขายรถยนต์



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

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับที่ดีต่อเนื่องในไตรมาสแรก

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังคงอยู่ในระดับที่ดี โดยตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. ออกมาค่อนข้างดีกว่าที่คาด

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) ได้เร่งตัวขึ้นเป็น +8.9% YoY YTD จาก +8.1% ในเดือน ธ.ค. และดีกว่าตลาดคาดที่ +8.3% จากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ที่ขยายตัวแรง +27.3% YoY YTD จาก +17.4% ในเดือน ธ.ค. และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ที่เร่งตัวขึ้นเป็น +8.9% YoY YTD จาก +6.9% ในเดือน ธ.ค.

ส่วนภาคการผลิตยังคงขยายตัวต่อเนื่อง โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ได้เร่งตัวขึ้นเป็น +6.3% YoY YTD ในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. จาก +6.0% ในเดือน ธ.ค. สอดคล้องกับดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการเงิน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ที่เพิ่มขึ้นเป็น 51.6 จุด เร่งตัวขึ้นหลังชะลอตัวลงต่อเนื่อง 3 เดือน และดีกว่าตลาดคาดที่ 51.2 จุด โดยดัชนี ยืนในแนวขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7

โดยในรายละเอียดระบุคำสั่งซื้อจากภายนอก (New Exports Order) เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับแต่ปี 2014 ที่ 50.8 จุด ซึ่งสะท้อนการส่งออกที่มีแนวโน้มดีขึ้นในปีนี้ และการจ้างงาน (Employment) ที่เพิ่มขึ้นเป็น 49.7 จุด สูงสุดนับแต่ปี 2012 ซึ่งอาจเป็นอีกปัจจัยหนุนการบริโภคในระยะข้างหน้า

ส่วนภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) ลดลง -0.4 จุด เป็น 54.2 จุด แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง ชี้ว่าอุปสงค์ในประเทศยังอยู่ในระดับที่ดีจากการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐในช่วงที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ได้ชะลอตัวลงเป็น +9.5% YoY YTD จาก +10.4% ในเดือน ธ.ค. โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับแต่ปี 2002 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +10.6% โดยสาเหตุหลักมาจากยอดขายรถยนต์ที่กลับมาหดตัว (-0.47% YoY vs. +9.42% เดือน ธ.ค.) เนื่องจากมาตรการลดภาษีสำหรับรถยนต์ขนาดเล็กได้หมดอายุลงไปในปีที่แล้ว และทำให้ภาษีเพิ่มขึ้นเป็น 7.5% ในปีนี้ (vs. 5% ในปีที่แล้ว)

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) ในรูปสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เดือน ก.พ. หดตัว -1.3% YoY จากที่ขยายตัวแรง +7.9% YoY ในเดือนก่อน ส่วนทางกับตลาดคาดค่อนข้างมากที่ +14.0% YoY ขณะที่การนำเข้า (Imports) ขยายตัวแรง +38.1% YoY จาก +16.7% YoY ในเดือน ม.ค. โดยเป็นการขยายตัวมากที่สุดนับแต่เดือน ก.พ. 2012 สะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยการนำเข้าแร่เหล็ก (+108% YoY vs. +86% เดือนก่อน), ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (+26% YoY vs. +11% เดือนก่อน) และน้ำมันดิบ (+69% YoY vs. +72% เดือนก่อน) ต่างขยายตัวแรงตามราคาโภคภัณฑ์ที่ปรับสูงขึ้น

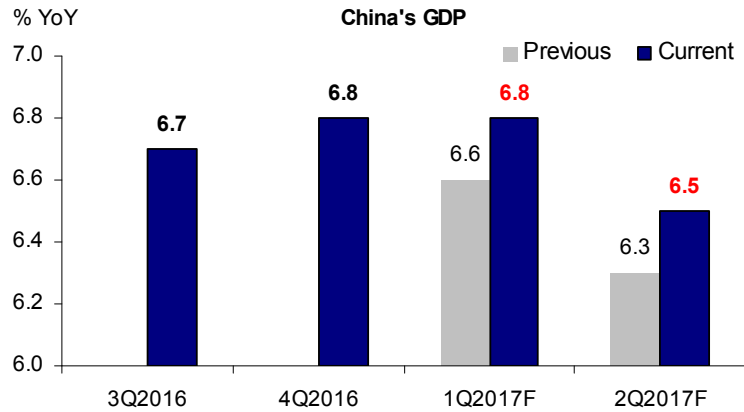
ทั้งนี้ ส่งออกที่กลับมาหดตัวและนำเข้าที่ขยายตัวแรง ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.พ. ขาดดุล -9.15 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยเป็นการขาดดุลครั้งแรกในรอบ 3 ปี

อย่างไรก็ดี เรามองว่าส่งออกที่หดตัวนี้ เป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น จากเทศกาลตรุษจีนที่ปีนี้เริ่มปลายเดือน ม.ค. (27 ม.ค.-2 ก.พ.) ขณะที่ปีก่อนตรุษจีนจะอยู่ในเดือน ก.พ. ส่งผลให้ภาคธุรกิจเร่งส่งออกกันเป็นจำนวนมากไปแล้วในเดือน ม.ค.

ในระยะข้างหน้า เรามองว่าส่งออกจีนจะฟื้นตัวขึ้นจาก 1) การฟื้นตัวของอุปสงค์โลก และ 2) การอ่อนค่าของเงินหยวน (เรคาดเงินหยวนจะอ่อนค่าลงสู่ระดับ 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปีนี้ vs. 6.9 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน) แต่ยังคงมีความเสี่ยงจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักอันดับ 1

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่ยังอยู่ในระดับที่ดีนี้ ทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการ GDP ไตรมาส 1 และ 2 ขึ้นเป็น +6.8% YoY และ +6.5% YoY จากเดิมที่ +6.6% YoY และ +6.3% YoY ตามลำดับ แต่ยังคงคาด GDP ทั้งปี 2017 จะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY จาก +6.7% YoY ในปี 2016

แผนภาพที่ 32: เราปรับประมาณการ GDP ไตรมาส 1 และ 2 ปีนี้ ขึ้นเป็น 6.8% และ 6.5% ตามลำดับ



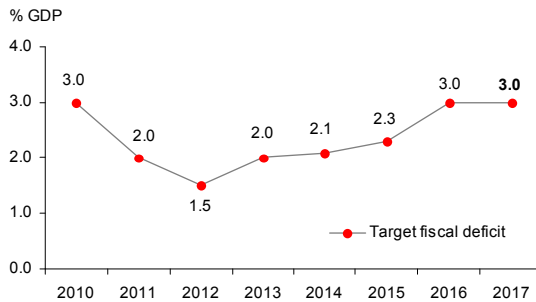
Source: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทางการลดเป้าเศรษฐกิจปี 2017 ลง และเร่งดำเนินการปฏิรูปด้านอุปทาน เพื่อให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างยั่งยืน

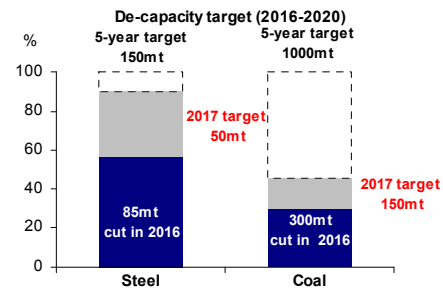
ทางการจีนตั้งเป้าการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP) ปี 2017 ที่ “6.5% หรือมากกว่าหากเป็นไปได้” ซึ่งต่ำกว่าปีที่แล้วที่ทางการตั้งเป้าให้เศรษฐกิจโตที่ 6.5% - 7.0% โดยเป้าเศรษฐกิจที่ทางการประกาศออกมาส่วนใหญ่ลดลงจากเป้าปีก่อน ซึ่งสะท้อนได้ว่าการจะกระตุ้นเศรษฐกิจนั้นลดลง เพื่อหันมาแก้ปัญหาหนี้ในระบบที่สูง และดำเนินการปฏิรูปทางเศรษฐกิจต่างๆ เพื่อให้เศรษฐกิจมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยเป้าตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญ มีดังนี้

- ปริมาณเงินในระบบ M2 (M2 Money Supply) ตั้งเป้าลดลงเป็น 12% YoY จาก 13% ในปีก่อน (vs. ขยายตัวจริง +11.8%) และลดเป้ายอดระดมทุนรวมสุทธิ (Total Social Financing) ลงเป็น 12% YoY จาก 13% ในปีก่อน (vs. ขยายตัวจริงที่ 12.8%) ซึ่งเป้าที่ปรับลดลงนี้ ชี้ได้ว่าการจะให้ความสำคัญกับการควบคุมความเสี่ยงในตลาดการเงินมากขึ้นในปีนี้ โดยทางการจีนได้แสดงความกังวลต่อความเสี่ยงจากสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้, การผิดนัดชำระหนี้, ความเสี่ยงจากการทำธุรกรรมนอกภาคธนาคาร (Shadow Banking Activities) และการทำธุรกรรมการเงินผ่านระบบอินเทอร์เน็ต
- ดุลการคลัง (Fiscal Balance) ตั้งเป้าขาดดุลที่ 3.0% ของ GDP เท่ากับปีก่อน (vs. ขาดดุลจริงที่ 3.8%) ซึ่งอาจสะท้อนได้ว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังเพิ่มเติมจากปีก่อนมีค่อนข้างจำกัด โดยทางการจีนได้ปรับลดเป้าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) ลงเป็น +9.0% YoY จาก 10.5% ในปีก่อน จึงอาจชี้ได้ว่าการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) จะไม่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนมากนัก
- ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ตั้งเป้าลดลงเป็น 10.0% YoY จากปีก่อนที่ 13.0% (vs. ขยายตัวจริงที่ +10.9%)

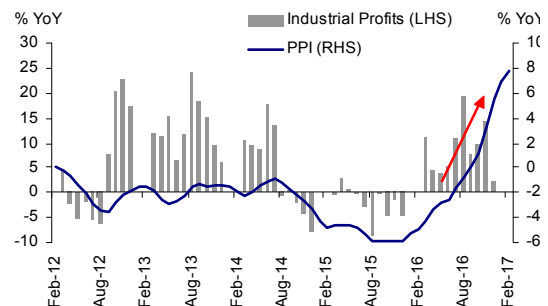
แผนภาพที่ 33: ทางการเงินปรับลดเป้าตัวเลขทางเศรษฐกิจปี 2017 ซึ่งการกระตุ้นเศรษฐกิจจะลดลงในปี



แผนภาพที่ 34: ดัชนีราคาผู้ผลิตที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องเปิดโอกาสให้ทางการเร่งลดกำลังการผลิตส่วนเกินลงเพิ่มเติมในปี



Indicators	2017 target	2016 target	2016 actual
GDP (%YoY)	6.5% or higher if possible	6.5%-7.0%	6.7%
Inflation (%YoY)	3%	3%	2.1%
M2 (%YoY)	12%	13%	11.3%
TSF, stock (%YoY)	12%	13%	12.8%
FAI (%YoY)	9%	10.5%	8.1%
Retail Sales (%YoY)	10%	13%	10.9%
Unemployment (%)	4.5%	4.5%	4.02%



Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Ministry of Finance, NBS, Xinhua, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ด้านการปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply Side Reform) ซึ่งทางการได้ตั้งเป้าว่าจะลดกำลังการผลิตส่วนเกิน (Excess Capacity) ของอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินลงให้ได้ 150 ล้านตัน และ 1,000 ล้านตัน ตามลำดับ ภายในปี 2020 นั้น ในปี 2017 ทางการได้ตั้งเป้าลดกำลังการผลิตเหล็กลง 50 ล้านตัน (vs. ลดลง 85 ล้านตันในปีก่อน) และลดกำลังการผลิตถ่านหินลง 150 ล้านตัน (vs. ลดลง 300 ล้านตันในปีก่อน)

โดยในปีที่แล้วทั้งสองอุตสาหกรรมได้ลดกำลังการผลิตลงมากกว่าที่ทางการได้ตั้งไว้ในปี 2016 ส่งผลให้ราคาโภคภัณฑ์ในจีนปรับสูงขึ้น และหนุนให้ผลกำไรภาคอุตสาหกรรมเร่งตัวขึ้น

เราคาดนโยบายการเงินจะมีความเข้มงวดขึ้นต่อเนื่องเป็นลำดับ เพื่อลดความเสี่ยงในตลาดการเงิน

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่ยังอยู่ในระดับที่ดี ได้เปิดโอกาสให้ทางการหันมาแก้ปัญหาหนี้ในระบบ โดยในช่วงที่ผ่านมา PBoC ได้ทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยในการปล่อยกู้ระยะกลาง (Medium-term Lending Facility: MLF), อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo Rate) และอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะสั้นสำหรับปล่อยกู้โดยตรงให้กับธนาคารพาณิชย์ (Standing Lending Facility: SLF)

นอกจากนี้ ยังได้บังคับให้ธนาคารพาณิชย์ควบคุมการปล่อยสินเชื่อ โดยเฉพาะสินเชื่อบ้าน (Mortgage Loan) โดย 1) ประกาศให้ธนาคารพาณิชย์ควบคุมอัตราการขายตัวของสินเชื่อบ้านไม่ให้ขยายตัวเกินกว่าไตรมาส 4 ปีที่แล้ว 2) กำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อซื้อบ้านหลังแรกไม่ให้ต่ำกว่า 0.9 เท่าของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (4.35%) และ 3) กำหนดระยะเวลาในการกู้ยืมสำหรับบ้านหลังที่สองไม่ให้เกิน 25 ปี

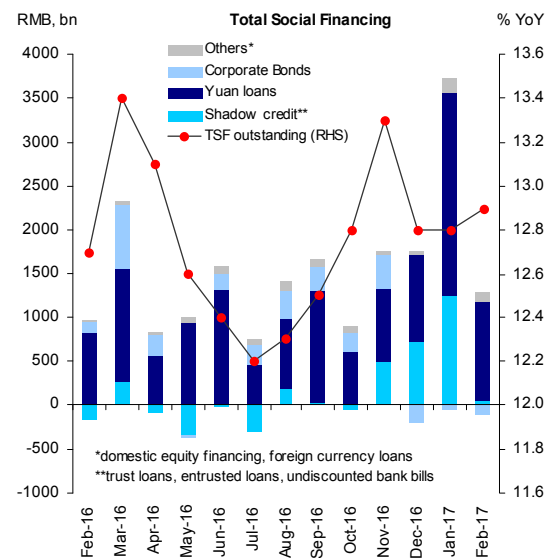
ด้านสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking Credit) ซึ่งกลับมาเพิ่มขึ้นตั้งแต่เดือน พ.ย. ทางการได้เพิ่มความเข้มงวดในการระดมทุน Wealth Management Products (WMP) ซึ่งเป็นระดมทุนจากนักลงทุนเพื่อนำไปปล่อยกู้หรือลงทุนในบริษัทหรือโครงการที่มีความเสี่ยงสูงโดยตรงโดยไม่ผ่านการกู้ยืมจากธนาคาร แต่ธนาคารจะเป็นตัวกลางและเก็บค่าธรรมเนียมในการจัดการ WMP ซึ่งทำให้ธนาคารสามารถหารายได้เพิ่มได้ โดยไม่ถูกจำกัดจากโควตาการปล่อยสินเชื่อและไม่ต้องมีการสำรองทุนเพิ่มเหมือนในกรณีที่ปล่อยกู้

โดยทางการได้เตรียมร่างกฎในการออกและซื้อขาย WMP ให้มีความเข้มงวดมากขึ้น เพื่อลดความสามารถในการออก WMP ของธนาคารที่มีขนาดเล็ก และลดสัดส่วนการลงทุนของรายย่อยทั่วไป ซึ่งหนึ่งในกฎที่ได้มีการบังคับใช้แล้วในปี 2017 คือการบังคับให้ธนาคารพาณิชย์รายงาน WMP ลงในงบดุลด้วย

แผนภาพที่ 35: ทางกรทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งการเพิ่มดอกเบี้ยในตลาดเงิน และควบคุมการปล่อยสินเชื่อ

Date	Financial deleveraging effort
Jan 24	Raise Medium-term Lending Facility (MLF) rates
Jan 26	Strictly control loan growth in 1Q, and mortgage loan's growth & incremental amount should be lower than in 4Q16
Feb 3	Raise reverse repurchase rates (OMO) and Standing Lending Facility (SLF)
Feb 7	Asked banks to strictly control broad credit growth, and require at least 1 month approval time for all types loan (except retail consumption loans)
Feb 8	Set minimum mortgage lending rate to 0.9x of PBoC benchmark rate (4.35%) and limit mortgage term for 2nd house to less than 25 years
Feb 15	Continuing the window guidance on banks' credit growth and particularly controlling the new mortgage on month-on-month basis
Plans to curb shadow banking	- Include Off-balance sheet WMP in its "Macro Prudential Assessment" framework starting 1Q17 - Banks to report shadow business (i.e. WMPs) on their B/S - Previous regulations include; 1. Prohibiting implicit guarantee, cross-ownership, and investing in non-standard credit assets 2. Requiring proper level of capital & provision charge 3. Putting caps on leverage ratios

แผนภาพที่ 36: ยอดระดมทุนปรับลดลงในเดือน ก.พ. จากการลดลงแรงของสินเชื่อนอกภาคธนาคาร (แห่งสีฟ้า)



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

มาตรการควบคุมสินเชื่อนอกภาคธนาคารที่เข้มงวดขึ้น ก็ส่งผลให้ยอดระดมทุนรวมสุทธิ (Total Social Financing) เดือน ก.พ. ลดลงเป็น 1.15 ล้านล้านหยวน จาก 3.74 ล้านล้านหยวนในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 1.45 ล้านล้านหยวน โดยการลดลงเกิดจากการระดมทุนนอกภาคธนาคาร (Shadow Banking Credit) ซึ่งได้แก่ Entrusted Loans, Trust Loans, และ Undiscounted Bank Bills ที่ลดลงจากเดือนก่อนค่อนข้างแรง (5.2 หมื่นล้านหยวน vs. 1.2 ล้านล้านหยวน ในเดือน ม.ค.)

ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อเงินหยวน (New Yuan Loans) ลดลงเป็น 1.17 ล้านล้านหยวน จาก 2.03 ล้านล้านหยวนในเดือนก่อน โดยส่วนใหญ่ (52%) มาจากการปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ ซึ่งได้หันกลับมาขอสินเชื่อจากธนาคารแทนการระดมทุนจากการออกหุ้นกู้

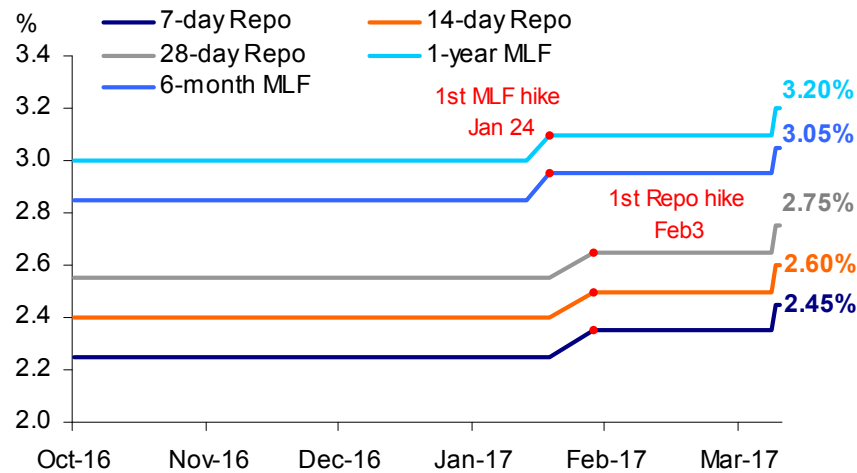
โดยยอดระดมทุนผ่านหุ้นกู้ได้ติดลบต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 (มีหุ้นกู้ครบกำหนดมากกว่าหุ้นกู้ที่ออกใหม่) เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในตลาดพันธบัตรได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วนับแต่ปลายปีที่แล้ว ทำให้บริษัทเอกชนยกเลิกแผนในการออกหุ้นกู้

อย่างไรก็ดี เมื่อเทียบกับเดือน ก.พ. ปีที่แล้ว ยอดระดมทุนคงค้างในระบบ (Outstanding TSF) ได้เร่งตัวขึ้นเป็น 12.9% YoY จาก 12.8% ในเดือนก่อน ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของทางการที่ต้องการให้ลดลงอยู่ที่ 12% ทำให้เราคาดว่าทางการจะยังใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นต่อไป

โดยในวันที่ 16 มี.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ก็ได้ประกาศปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo Rate) ขึ้น +10bps สำหรับการกู้ยืมระยะ 7 วัน, 14 วัน และ 28 วัน เป็น 2.45%, 2.6%, และ 2.75% ตามลำดับ นอกจากนี้ยังได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในการปล่อยกู้ระยะกลาง (Medium-term Lending Facility: MLF) ขึ้น +10bps โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะ 6 เดือน เพิ่มขึ้นเป็น 3.05% และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะ 1 ปี เพิ่มขึ้นเป็น 3.20%

ซึ่งการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในครั้งนี้ นับเป็นครั้งที่ 2 ของปีนี้ หลังจากที่ PBoC ได้ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยปล่อยกู้ระยะกลาง (MLF) ในวันที่ 24 ม.ค. และปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร (Reverse Repo Rate) ในวันที่ 3 ก.พ.

แผนภาพที่ 37: PBoC ปรับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ทั้ง Repo Rate และ MLF ขึ้น +10bps ซึ่งนับเป็นการปรับเพิ่มเป็นครั้งที่ 2 ของปี



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

เรามองว่าการทยอยใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างต่อเนื่องของ PBoC ในปีนี้ นับเป็นการส่งสัญญาณที่ชัดเจนว่าทางการได้กลับมาให้ความสำคัญกับการควบคุมระดับหนี้ การแก้ปัญหาฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ และการลดการเก็งกำไรในตลาดการเงินอย่างจริงจัง

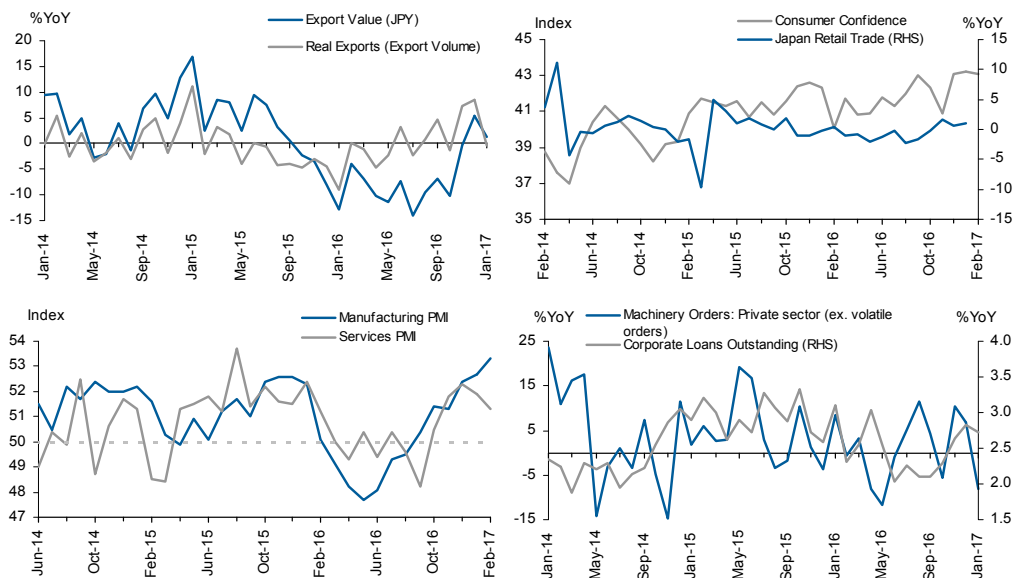
นอกจากนี้ การปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินยังได้ส่งผลให้เงินหยวนกลับมาแข็งค่าขึ้น (ราว +0.24% สู่ระดับ 6.898 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดแรงกดดันจากเงินไหลออกในช่วงนี้

โดยเราคาดว่า PBoC จะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีี้ โดยคาดว่าจะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินอีก 2 ครั้ง ในไตรมาสที่ 2 และอีก 3 ครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งน่าจะช่วยให้ยอดปล่อยสินเชื่อและยอดระดมทุน (Total Social Financing) เริ่มชะลอลง

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวขึ้นในภาคการผลิต แต่การส่งออก และการลงทุนชะลอตัวลงในเดือน ม.ค. ส่วนการบริโภคยังคงขยายตัวได้ดีอยู่ แต่เรามองว่าความพยายามของรัฐบาลที่จะจำกัดชั่วโมงการทำงานนอกเวลา อาจชะลอการบริโภคภายในประเทศ อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ภายนอกที่ฟื้นตัวขึ้น และเงินเยนที่อ่อนค่าจะช่วยชดเชยผลกระทบดังกล่าวได้ ทั้งนี้ ความกังวลจากนโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯ เริ่มบรรเทาหลังการพบปะของนายกรัฐมนตรี Abe และประธานาธิบดี Trump

แผนภาพที่ 38: การส่งออก และการลงทุนชะลอตัวลงในเดือน ม.ค. การบริโภคยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง ขณะที่การผลิตยังคงขยายตัวต่อเนื่อง



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

การส่งออก และการลงทุนชะลอตัวลงในเดือน ม.ค. การบริโภคยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง ขณะที่การผลิตยังคงขยายตัวต่อเนื่อง

การลงทุนชะลอตัวลง: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) เดือน ม.ค. พลิกกลับมาหดตัว -8.2%YoY จากเดือนก่อนที่ +6.7%YoY โดยการลดลงของยอดสั่งซื้อเครื่องจักรมาจากยอดสั่งซื้อเครื่องจักรในธุรกิจที่ผลิตวัตถุดิบเป็นสำคัญ ได้แก่ โลหะที่ไม่มีแร่เหล็ก (Non-Ferrous Metals) และเคมีภัณฑ์ อย่างไรก็ตาม เรายังไม่สามารถระบุได้ว่าการลงทุนจะเริ่มมีแนวโน้มลดลง เนื่องจากปัจจัยที่สนับสนุนการลงทุนอื่นๆ ยังคงดีอยู่ โดยยอดสินเชื่อภาคเอกชนยังคงขยายตัวได้ดี เงินเยนยังคงอ่อนค่า และเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้นมาตั้งแต่ไตรมาส 4

การส่งออกชะลอตัวลง: ยอดส่งออกในรูปเงินเยน เดือน ม.ค. ขยายตัว +1.3%YoY ลดลงจากเดือนก่อนที่ +5.4%YoY และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +5.0%YoY โดยยอดส่งออกที่ลดลงมาจากปริมาณการส่งออก (Export Volume) ไปยังสหรัฐฯ และจีนเป็นสำคัญ โดยยอดส่งออกไปสหรัฐฯ กลับมาหดตัว -5.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +5.2%YoY และจีนชะลอตัวแรง +3.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +20.7%YoY อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ายอดส่งออกที่ลดลงน่าจะเป็นเพียงชั่วคราว เนื่องจาก อุปสงค์ในสหรัฐฯ ยังคงมีแนวโน้มขยายตัว ส่วนยอดส่งออกไปจีนลดลง เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่ปิดทำการในวันตรุษจีน

การบริโภคยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน ก.พ. ลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 43.1 จุด ซึ่งยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูง ขณะที่ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. ขยายตัว +1.0%YoY เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ +0.7%YoY

การผลิตยังคงขยายตัวต่อเนื่อง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น +0.6 จุด เป็น 53.3 จุด และอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 ขณะที่ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) ลดลง -0.6 จุด เป็น 61.3 จุด ซึ่งนับเป็นการลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2

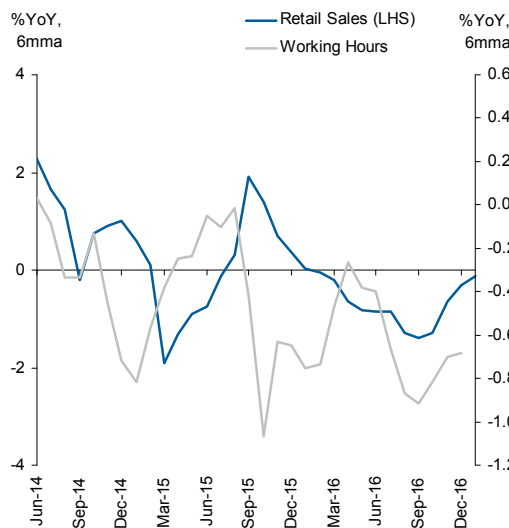
ความพยายามของรัฐที่จะจำกัดชั่วโมงการทำงานอาจจะลดการบริโภคภายในประเทศ แต่จะถูกชดเชยจากอุปสงค์ภายนอกที่ฟื้นตัวขึ้น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะฟื้นตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยเราคาดว่า GDP ปี 2017 จะขยายตัว +1.1% ทรงตัวจากปีก่อนที่ +1.0% จากการชะลอตัวของการบริโภคภายในประเทศ ซึ่งจะถูกชดเชยด้วยการส่งออกและการลงทุนที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น

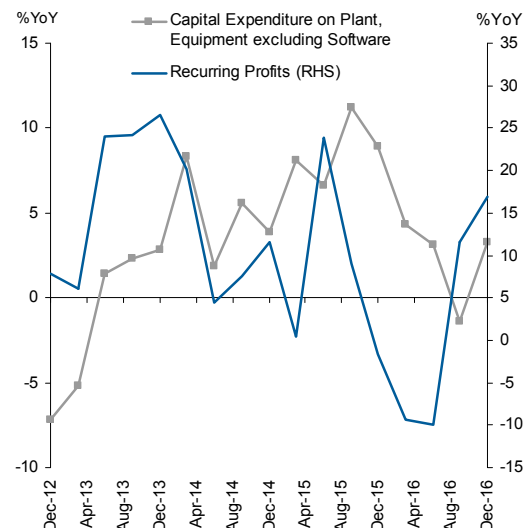
การบริโภคภายในประเทศอาจจะลดตัวลง จากผลกระทบของการเพิ่มความเข้มงวดในการจำกัดชั่วโมงการทำงานไม่ให้พนักงานทำงานนอกเวลา (Overtime) มากเกินไป ที่รัฐกำลังเตรียมยื่นเข้าสภา เพื่อออกเป็นกฎหมายไม่ให้พนักงานทำงานนอกเวลามากกว่า 100 ชั่วโมงต่อเดือน ซึ่งอาจทำให้รายได้และการใช้จ่ายชะลอตัวลง

ขณะที่การส่งออก และการลงทุนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง จากเงินเยนที่อ่อนค่า อุปสงค์ภายนอกที่ฟื้นตัวขึ้น และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้กำไรของผู้ประกอบการ (Recurring Profit) รายงานโดยธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ไตรมาส 4/2016 ขยายตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 ที่ +16.9%YoY จากไตรมาสก่อนที่ +11.5%YoY และช่วยให้ค่าใช้จ่ายในสินค้าทุน (Capital Expenditure) ซึ่งเป็นดัชนีชี้้นำการลงทุน พลิกกลับมาขยายตัวในไตรมาส 4 ที่ +3.5%QoQ sa เป็นครั้งแรกหลังจากที่หดตัวติดต่อกันมา 3 ไตรมาส โดยในระยะข้างหน้า เราคาดว่าปัจจัยดังกล่าวจะยังคงช่วยให้การลงทุนฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง ทั้งนี้ เรามองว่าเงินเยนจะยังคงแนวโน้มอ่อนค่าลงเรื่อยๆ ถึง 125 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี

แผนภาพที่ 39: ชั่วโมงการทำงานนอกเวลาที่ลดลง อาจชะลอรายได้ และการใช้จ่ายภาคครัวเรือน



แผนภาพที่ 40: อุปสงค์ภายนอกที่ฟื้นตัวขึ้น และเงินเยนที่อ่อนค่าช่วยกระตุ้นกำไรและการใช้จ่ายเพื่อการลงทุน



Source: Ministry of Health, Labour and Welfare, Economic and Social Research Institute Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

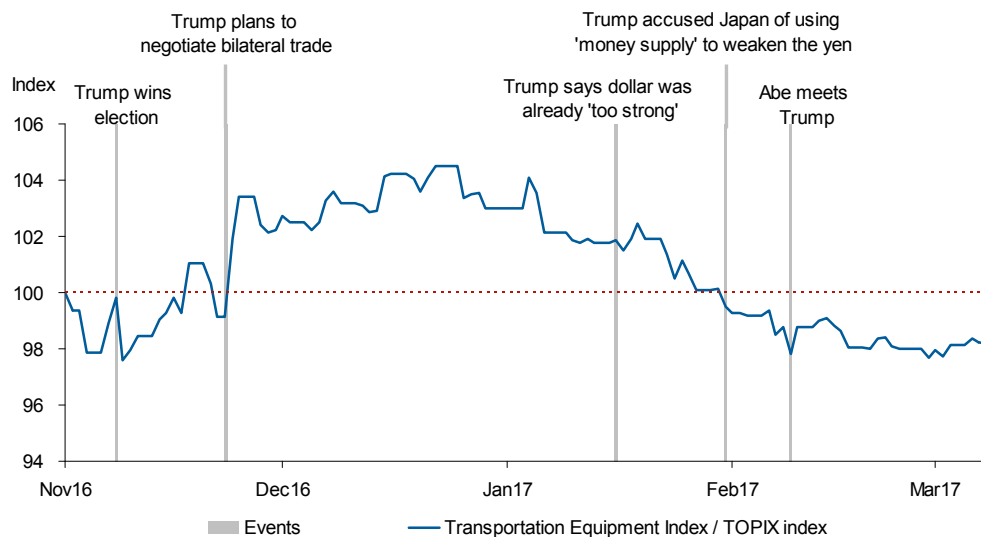
ท่าทีของประธานาธิบดี Trump ที่ประนีประนอมขึ้น ส่งผลต่อการค้า

สหรัฐฯ ขาดดุลการค้ากับญี่ปุ่นปี 2016 มากเป็นอันดับ 2 รองจากจีน โดยกลุ่มสินค้าที่สหรัฐฯ ขาดดุลกับญี่ปุ่นมากที่สุด คือ กลุ่มยานยนต์และส่วนประกอบด้วยมูลค่า -4.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้นโยบายการค้าของสหรัฐฯ มีผลต่อธุรกิจกลุ่มนี้ค่อนข้างมาก

กลุ่มกิจการยานยนต์ (Transportation Equipment Index) ได้ Underperform เมื่อเทียบกับดัชนี Topix หลัง นาย Donald Trump ซึ่งสนับสนุนนโยบายกีดกันการค้า จนกระทั่งเลือกตั้ง และต่อมาในช่วงเดือน ม.ค. ประธานาธิบดี Trump ได้กล่าวถึงการผ่อนคลายนโยบายการเงินของญี่ปุ่นที่มีผลทำให้เงินเยนอ่อนค่า ซึ่งเขาเห็นว่าเงินเยนที่อ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ทำให้ความสามารถในการแข่งขันทางการค้าของสหรัฐฯ ลดลง

อย่างไรก็ดี กลุ่มกิจการยานยนต์ได้ทรงตัว หลังการพบปะของนายกฯ ญี่ปุ่น นาย Shinzo Abe และประธานาธิบดีสหรัฐฯ นาย Donald Trump ในวันที่ 10 ก.พ. ที่ผ่านมา ทำให้ความกังวลจากนโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯ เริ่มบรรเทาลง ทั้งนี้ ญี่ปุ่นมีกำหนดการประชุมกับสหรัฐฯ ด้านเศรษฐกิจและการค้าในเดือน เม.ย.

แผนภาพที่ 41: กลุ่มกิจการยานยนต์ (Transportation Equipment Index) ได้ทรงตัว หลังการพบปะของนายกรัฐมนตรี Abe และประธานาธิบดี Trump ในวันที่ 10 ก.พ. ที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

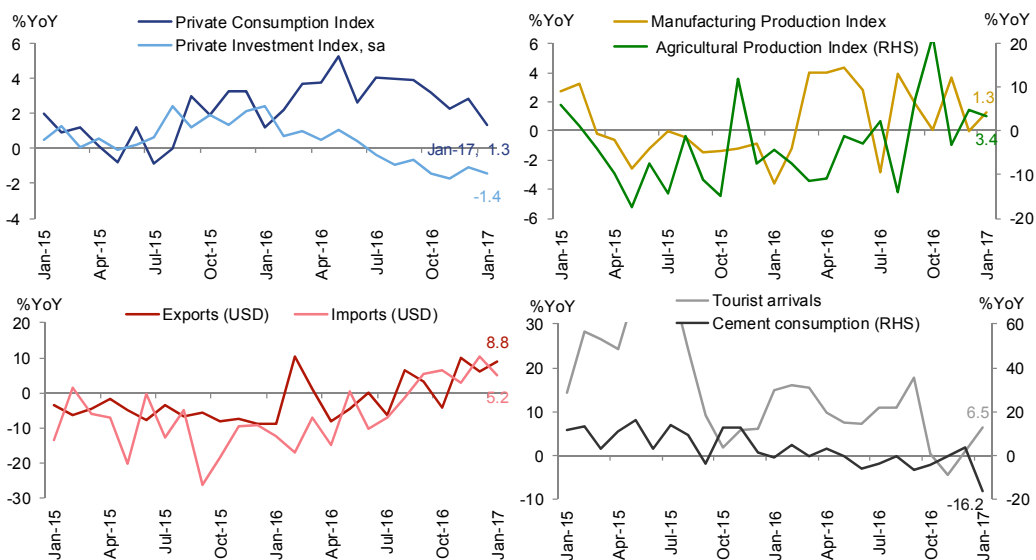
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยเดือน ม.ค. พื้นตัวดีขึ้นจากปัจจัยสนับสนุนด้านต่างประเทศเป็นหลัก ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังคงอ่อนแออยู่จากปัจจัยกดดันชั่วคราว อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่องในระยะข้างหน้า จากผลกระทบของนโยบายลดดอกเบี้ยที่เริ่มทยอยหมดลง การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และการส่งออกที่มีแนวโน้มสดใส ทั้งนี้ เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดทั้งปี 2017 จากตลาดแรงงานที่ยังอ่อนแออยู่ ก่อนเริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาสแรกปีหน้า หลังอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงพลิกเข้าสู่แดนลบ

เศรษฐกิจไทยเดือน ม.ค. พื้นตัวดีขึ้นจากภาคต่างประเทศเป็นหลัก

เศรษฐกิจไทยเดือน ม.ค. พื้นตัวดีขึ้น นำโดยภาคต่างประเทศเป็นสำคัญ ได้แก่ การส่งออกที่ยังขยายตัวสูง และการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวเร็วกว่าคาด อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ในประเทศยังคงอ่อนแอ โดยการบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวลงต่อเนื่อง ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนยังคงหดตัว ในระยะข้างหน้า เราคาดว่าตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.พ. มีแนวโน้มชะลอลงจากเดือนก่อน เนื่องจากจำนวนวันทำงานในเดือน ก.พ. ปีนี้ลดลง (Calendar Effect) เหลือ 28 วัน จาก 29 วัน ในเดือน ก.พ. ปีก่อน

แผนภาพที่ 42: เศรษฐกิจไทยเดือน ม.ค. พื้นตัวดีขึ้นจากภาคต่างประเทศเป็นหลัก

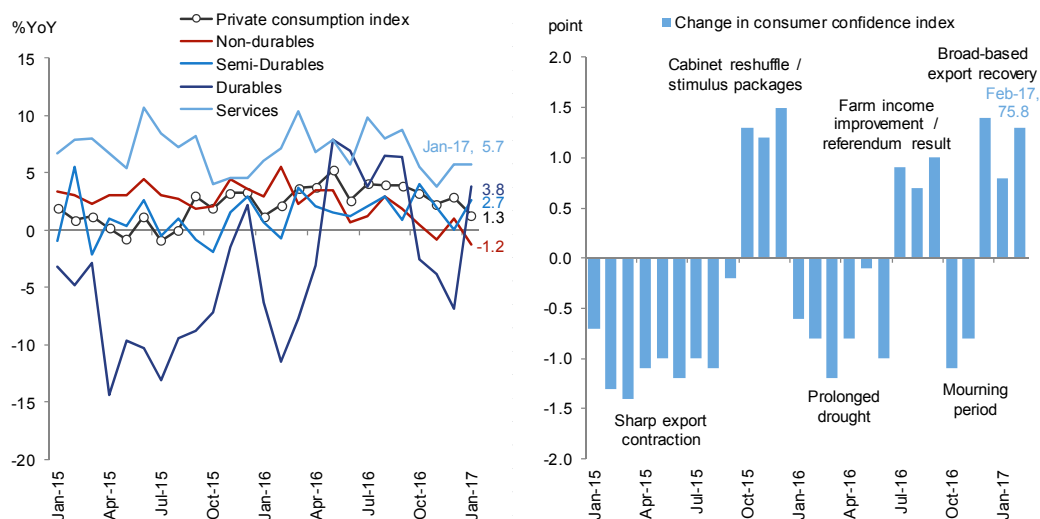


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), Office of Agricultural Economics (OAE), Office of Industrial Economics (OIE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคภาคเอกชนชะลอลงจากปัจจัยชั่วคราว

การบริโภคภาคเอกชนชะลอลงในเดือน ม.ค. (+1.3% YoY vs. +2.9% เดือนก่อน) จากการบริโภคกลุ่มสินค้าไม่คงทนที่หดตัว (-1.2% YoY vs. +1.1% เดือนก่อน) หลังจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะสิ้นสุดลงในช่วงท้ายปี อย่างไรก็ตาม การบริโภคสินค้าคงทน (+3.8% YoY vs. -6.9% เดือนก่อน) และสินค้ากึ่งคงทน (+2.7% YoY vs. +0.1% เดือนก่อน) พื้นตัวดีขึ้น สะท้อนกำลังซื้อของผู้บริโภคที่ยังอยู่ในเกณฑ์ดี มองไปข้างหน้า เราคาดว่า การบริโภคภาคเอกชนจะสามารถฟื้นตัวได้ต่อเนื่องตลอดทั้งปี ตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น ภาระหนี้จากนโยบายลดดอกเบี้ยที่ทยอยหมดลง และรายได้ภาคเกษตรที่ขยายตัวสูง

แผนภาพที่ 43: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3

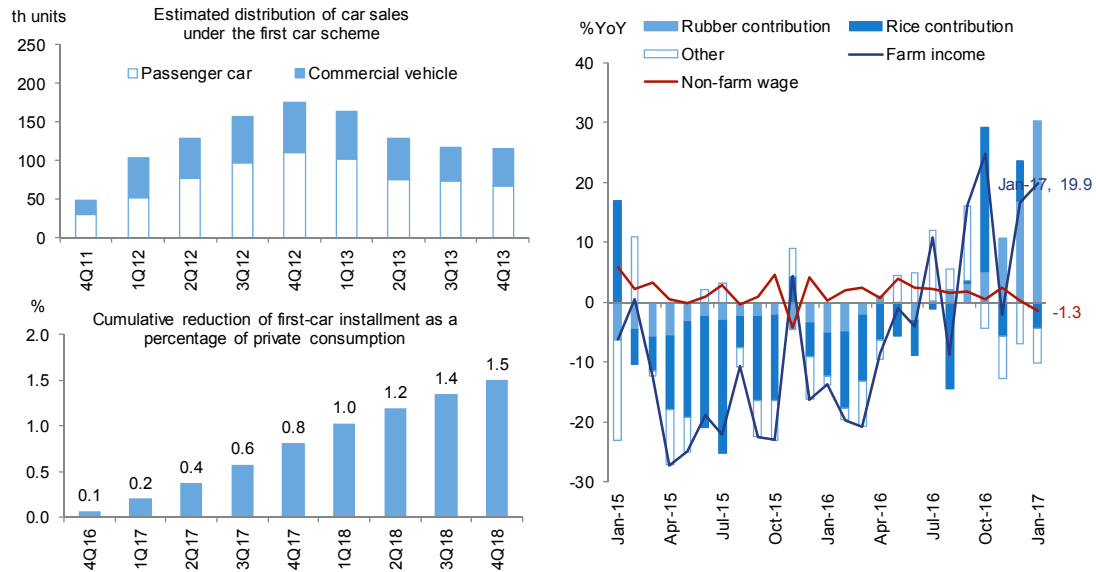


Source: BoT, University of the Thai Chamber of Commerce, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กำลังซื้อในประเทศมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นตามภาระหนี้นโยบายลดดอกเบี้ยที่ทยอยหมดลง

เราประเมินว่าในช่วงปลายปี 2017 ภาระหนี้ที่ลดลงจากนโยบายลดดอกเบี้ยครั้งแรก จะคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 0.8% ของมูลค่าการบริโภคภาคเอกชนทั้งหมด และจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.5% ในช่วงปลายปี 2018 สะท้อนกำลังซื้อที่จะฟื้นตัวดีต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ขณะที่รายได้ภาคเกษตรฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน ถึงแม้จะยังกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มผู้ปลูกยางพาราค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม รายได้นอกภาคเกษตรหดตัวในเดือน ม.ค. (-1.3% YoY vs. +0.4% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 44: กำลังซื้อการบริโภคมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากการครบกำหนดชำระหนี้จากนโยบายลดค่างวดรถยนต์ รายได้ภาคเกษตรที่ฟื้นตัวดีขึ้น ยังกระจุกตัวอยู่ในบางพวกราค่อนข้างมาก

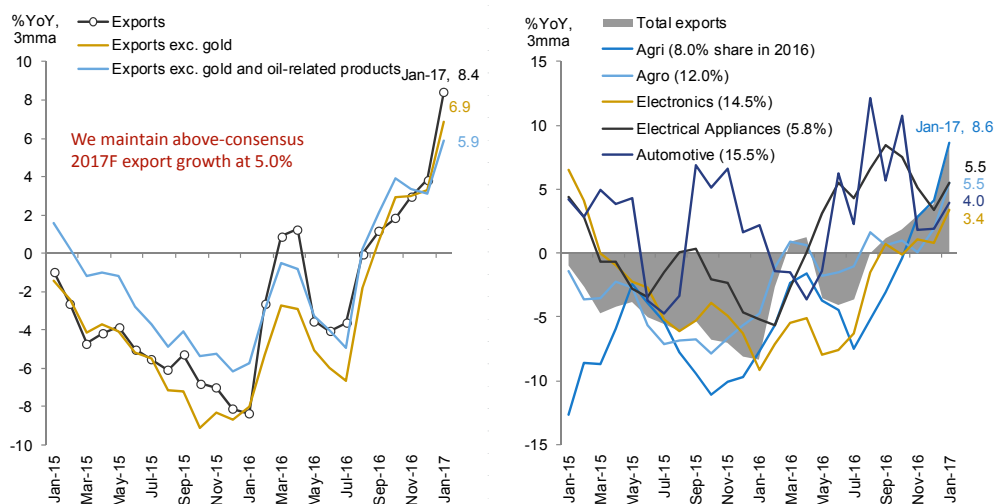


Source: BoT, OAE, Federation of Thai Industries, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่งออกฟื้นตัวในหลายกลุ่มสินค้า คาดหนุนการลงทุนภาคเอกชนในระยะข้างหน้า

แนวโน้มการส่งออกหลังหักการส่งออกทองคำและสินค้าที่เกี่ยวข้องกับราคาน้ำมันยังขยายตัวต่อเนื่อง (+5.9% YoY vs. +3.1% เดือนก่อน) โดยเป็นการฟื้นตัวดีขึ้นในทุกกลุ่มสินค้าหลัก นำโดยสินค้าเกษตร (+8.6% YoY vs. +4.1% prev) และอุตสาหกรรมเกษตร (+5.5% YoY vs. +1.9% เดือนก่อน) ซึ่งเรายังคงคาดว่าส่งออกไทยจะขยายตัวแข็งแกร่งที่ +5% ในปี 2017

แผนภาพที่ 45: ส่งออกไม่นับรวมทองคำและสินค้าที่เกี่ยวข้องกับราคาน้ำมันยังขยายตัวดีขึ้น



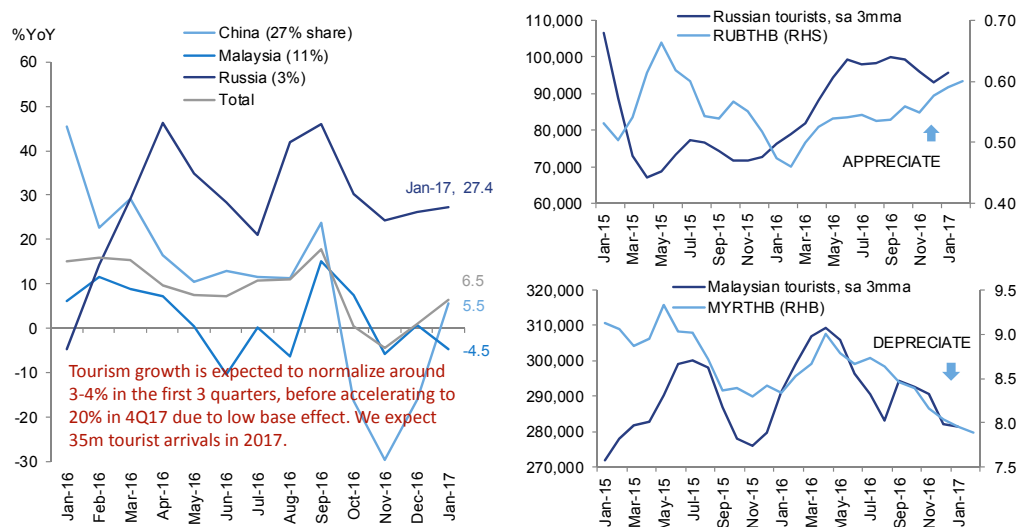
Source: BoT, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดยอดนักท่องเที่ยวขยายตัวใกล้เคียงกับเศรษฐกิจในช่วง 3 ไตรมาสแรก ก่อนเร่งตัวขึ้นสูงในไตรมาสสุดท้าย

ยอดนักท่องเที่ยวฟื้นตัวดีกว่าคาดในเดือน ม.ค. (+6.5 YoY vs. +1.1% เดือนก่อน) จากจำนวนนักท่องเที่ยวจีน ที่เพิ่มขึ้นในช่วงเทศกาลวันตรุษจีน (+5.5% YoY vs. -16.0% เดือนก่อน) ถึงแม้นักท่องเที่ยวมาเลเซีย จะหดตัวในช่วงน้ำท่วมในภาคใต้ (-4.5% YoY vs. +0.9% เดือนก่อน) ส่วนนักท่องเที่ยวกลุ่มรัสเซียยังคงขยายตัวสูง (+27.4% YoY vs. +26.2% เดือนก่อน) ตามค่าเงินรูเบิลที่มีแนวโน้มแข็งค่าต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ค่าเงินริงกิตที่มีแนวโน้มอ่อนค่า อาจกดดันการท่องเที่ยวในภาคใต้ ซึ่งเป็นเป้าหมายของกลุ่มนักท่องเที่ยวชาวมาเลเซีย

มองไปข้างหน้า เราคาดจำนวนนักท่องเที่ยวจะเพิ่มขึ้นราว +3% ถึง +4% YoY ใน 3 ไตรมาสแรก ใกล้เคียงกับการขยายตัวของเศรษฐกิจ ก่อนเร่งตัวขึ้นเป็น +20% YoY ในไตรมาสสุดท้าย จากปัจจัยฐานต่ำในปีก่อน ทำให้ปี 2017 มียอดนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้นเป็น 35 ล้านคน (vs. 32.6 ล้านคน ในปีก่อน) หรือเพิ่มขึ้นราว +7% (vs. +9% ในปี 2016)

แผนภาพที่ 46: การท่องเที่ยวฟื้นตัวเร็วกว่าคาดในเดือน ม.ค.

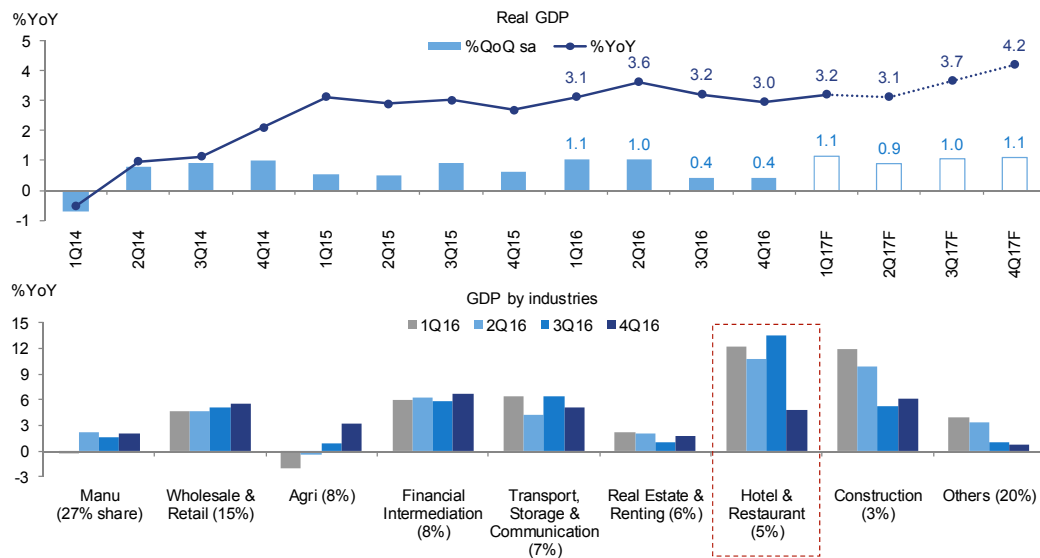


Source: BoT, DoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไตรมาส 4 ชะลอลงจากภาคการท่องเที่ยวเป็นหลัก ขณะที่ ภาคอุตสาหกรรมอื่นยังขยายตัวได้ดีอยู่

เศรษฐกิจไตรมาส 4 ชะลอตัวลงจากภาคการท่องเที่ยวเป็นหลัก ขณะที่ภาคอุตสาหกรรมอื่นยังขยายตัวได้ดีอยู่ โดยเรามองว่าภาคการท่องเที่ยวที่ชะลอลงเป็นผลจากปัจจัยชั่วคราว และคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่องในปี 2017 โดยจะขยายตัว +3.6% (vs. +3.2% ในปี 2016)

แผนภาพที่ 47: องค์ประกอบการขยายตัวทางเศรษฐกิจไตรมาส 4 ปี 2016 และแนวโน้มการขยายตัวปี 2017

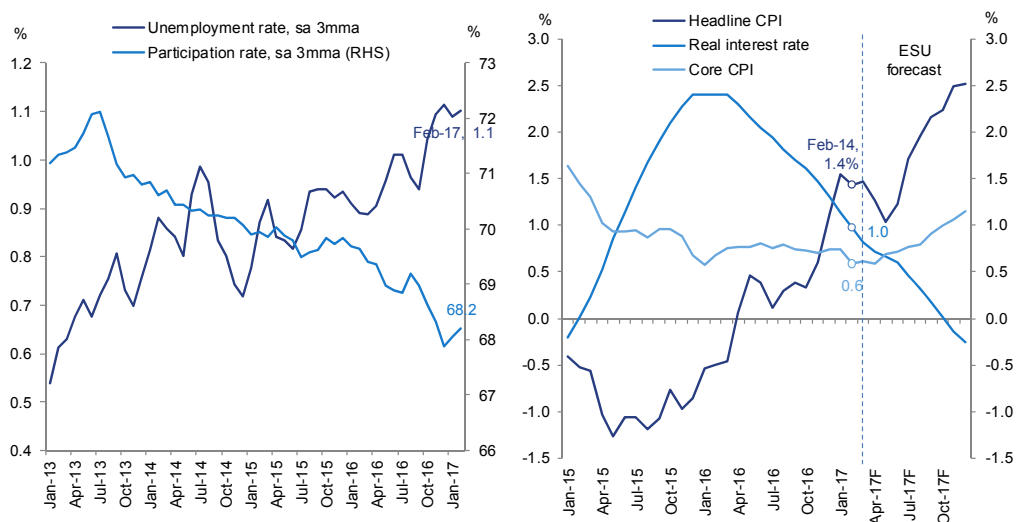


Source: NESDB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า ธปท. จะยังไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากตลาดแรงงานยังคงอ่อนแอ

ตลาดแรงงานไทยยังคงอ่อนแอต่อเนื่อง โดยแนวโน้มการว่างงานยังคงเพิ่มขึ้น ขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานมีแนวโน้มลดลง ทำให้เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะยังไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นในปีนี้อีก ทั้งนี้ เราคาดว่าจ้างงานจะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้นในระยะข้างหน้า ตามการฟื้นตัวของภาคการส่งออกและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐ ผลักดันเงินเฟ้อในช่วงครึ่งปีหลังให้ฟื้นตัวดีขึ้นและทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมีแนวโน้มพลิกกลับมาอยู่ในแดนลบในช่วงไตรมาสสุดท้าย โดยเรายังคงคาดว่า ธปท. จะเริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาสแรกปี 2018

แผนภาพที่ 48: ตลาดแรงงานที่ยังอ่อนแอ จะกดดันการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท.

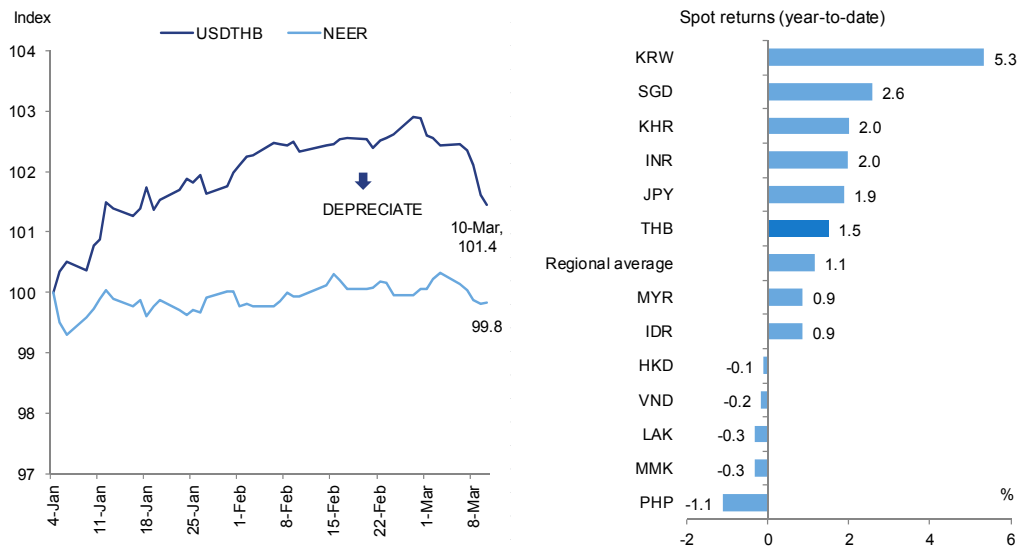


Source: BoT, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินบาทเริ่มกลับเข้าสู่ทิศอ่อนค่าในเดือน มี.ค.

ค่าเงินบาทไทยต่อดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นในช่วงต้นปีที่ผ่านมา แต่ยังคงเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับประเทศคู่ค้าหลัก โดยนับตั้งแต่ต้นปี ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นราว +1.5% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศในภูมิภาคเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทเริ่มอ่อนค่าในช่วงเดือน มี.ค. สะท้อนแนวโน้มค่าเงินบาทที่กลับเข้าสู่ทิศอ่อนค่า ตามการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 49: ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เริ่มกลับเข้าสู่ทิศอ่อนค่า



Source: BoT, Bloomberg Finance LP, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



TISCO Economic Strategy Unit

คณบดี ประกอบผล

Head of Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ชานนท์ บุญนุช

Senior Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
London School of Economics and Political Science
(ทุน British Chevening)
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

ชาวรา ผลพิบูลย์

Economist

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

ทิพย์รัตน์ นันทปรีชาวัฒน์

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แทนไท เสริมศิริมานนท์

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	สยามสแควร์ วัน ชั้น 6	: 02 252 2922	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934
	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571
	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 2	: 02 6737017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080
	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161
	เซ็นทรัลรามอินทรา ชั้น 3	: 02 970 6006	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636
	แฟชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดีไอเอสสยาม ชั้น 1	: 02 623 9141	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998				
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	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

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	พิจายา	: 038 416 525
ระยอง	: 038 808 555	ศรีราชา	: 038 771 471	เชียงใหม่	: 053 211 112	นครสวรรค์	: 056 331 511
พิษณุโลก	: 055 211 388	ขอนแก่น	: 043 324 966	นครราชสีมา	: 044 271 711	ไลต์ส โคราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนมิตรภาพ ภูเก็ต	: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633				

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