



TIPS

DECEMBER
2016

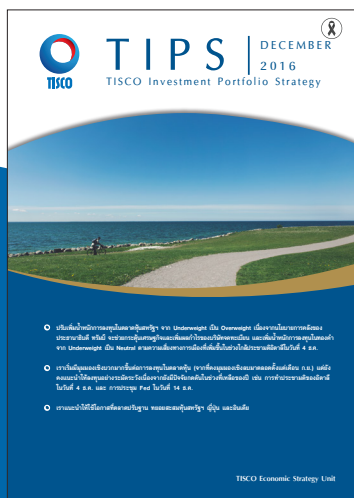
TISCO Investment Portfolio Strategy



- ปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ จาก Underweight เป็น Overweight เนื่องจากนโยบายการคลังของประธานาธิบดี ทรัมป์ จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและเพิ่มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน และเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในทองคำ จาก Underweight เป็น Neutral ตามความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้นในช่วงใกล้ประชามติอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค.
- เราเริ่มมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อการลงทุนในตลาดหุ้น (จากที่คงมุมมองเชิงลบมาตลอดตั้งแต่เดือน ก.ย.) แต่ยังคงแนะนำให้ลงทุนอย่างระมัดระวังเนื่องจากยังมีปัจจัยกดดันในช่วงที่เหลือของปี เช่น การทำประชามติของอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค. และ การประชุม Fed ในวันที่ 14 ธ.ค.
- เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐาน ทயอยสะสมหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Special Topic	7
ตลาดหุ้น	11
ตลาดตราสารหนี้	16
การลงทุนทางเลือก	18
Global Economic Insights	23
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	25
เศรษฐกิจยุโรป	34
เศรษฐกิจจีน	39
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	42
เศรษฐกิจไทย	47



TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล
วรุฒม์ เตชะจินดา
ชานนทร์ บุญนุช

ชาว์รา 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 บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำผู้ใช้โดยผู้ที่ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ พลิกโฉมกลับเป็นนายโดนัลด์ ทรัมป์ ชนะ ซึ่งสวนทางกับโพลล์ทุกสำนักที่ทำนายว่านางฮิลลารี คลินตัน จะชนะการเลือกตั้ง เราประเมินว่าผลกระทบจากนโยบายของประธานาธิบดี ทรัมป์ จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นสหรัฐฯ เนื่องจากนโยบายการคลังที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและเพิ่มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน และตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้รับผลบวกจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลง ในขณะที่ตลาดหุ้นยุโรปจะได้รับกระทบเชิงลบจากความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น ส่วนตลาดเกิดใหม่โดยเฉพาะกลุ่มประเทศละตินอเมริกา จะถูกกดดันจากเงินทุนไหลออก และนโยบายกีดกันทางการค้า

เราปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ จาก Underweight เป็น Overweight เนื่องจากนโยบายการคลังที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและเพิ่มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน และยังเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในทองคำจาก Underweight เป็น Neutral ตามความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้นในช่วงใกล้ประชามติอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค.

สำหรับการลงทุนในภาพรวม เราเริ่มมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อการลงทุนในตลาดหุ้น (จากที่คงมุมมองเชิงลบมาตลอดตั้งแต่เดือน ก.ย.) แต่ยังคงแนะนำให้ลงทุนอย่างระมัดระวังเนื่องจากยังมีปัจจัยกดดันในช่วงที่เหลือของปี ได้แก่ การทำประชามติของอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค. และ การประชุม Fed ในวันที่ 14 ธ.ค. เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในช่วงดังกล่าว ทயอยสะสมหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เราเริ่มมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อการลงทุนในตลาดหุ้น (จากที่คงมุมมองเชิงลบมาตลอดตั้งแต่เดือน ก.ย.) แต่ยังคงแนะนำให้ลงทุนอย่างระมัดระวังเนื่องจากยังมีปัจจัยกดดันในช่วงที่เหลือของปี เช่น การทำประชามติของอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค. และ การประชุม Fed ในวันที่ 14 ธ.ค.
- เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐาน ทอยยสะสมหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย
- โดยปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เป็น Overweight เนื่องจากนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์ ที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและเพิ่มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน
- เพิ่มน้ำหนักทองคำจาก Underweight เป็น Neutral ตามความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้นในช่วงใกล้ประชามติอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค.
- คงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น และอินเดีย
- คงคำแนะนำ Underweight ในน้ำมัน

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,476	-2.2%	-0.1%	-4.0%	5.6%	14.6%	6.3%
Philippines PCOMP	6,857	-6.2%	-7.2%	-14.1%	-8.7%	-1.4%	1.2%
Indonesia JCI	5,079	-7.2%	-6.0%	-5.5%	7.3%	10.6%	14.3%
Singapore STI	2,798	-0.8%	-0.6%	-2.1%	2.2%	-3.0%	-4.1%
Malaysia KLCI	1,631	-2.0%	-1.7%	-4.1%	0.6%	-3.7%	-1.5%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	22,324	-2.6%	-3.9%	-2.6%	12.3%	1.9%	1.4%
China H HSCEI	9,398	-2.7%	-2.1%	-3.2%	13.1%	-2.7%	-5.8%
MSCI China	59	-2.0%	-5.3%	-4.0%	12.1%	0.0%	-3.7%
China CSI300	3,430	1.7%	3.8%	1.5%	10.8%	-8.1%	-8.9%
Taiwan TWSE	8,931	-3.1%	-2.6%	-2.0%	10.7%	7.1%	7.7%
Korea KOSPI	1,984	1.3%	-1.9%	-3.1%	0.8%	1.2%	2.1%
MSCI Korea	550	-0.9%	-2.3%	-2.4%	4.8%	4.4%	3.0%
India SENSEX	26,305	-4.2%	-4.9%	-6.6%	3.2%	0.7%	2.7%
MSCI India	961	-6.0%	-8.2%	-9.6%	-0.4%	-2.6%	0.6%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,340	3.6%	-1.7%	-3.5%	-0.3%	0.8%	6.7%
Japan TOPIX	1,418	9.0%	5.2%	9.2%	7.3%	-8.4%	-9.8%
Japan Nikkei 225	17,846	9.8%	5.9%	7.5%	8.4%	-6.2%	-8.0%
Europe STOXX600	339	1.3%	-0.2%	-2.0%	1.3%	-7.3%	-8.2%
Euro STOXX50	3,050	0.9%	0.8%	0.1%	3.1%	-6.7%	-9.3%
US Dow Jones	18,923	3.2%	4.3%	1.5%	7.9%	8.6%	9.7%
US S&P500	2,180	1.9%	2.2%	-0.4%	6.5%	6.7%	7.8%
MSCI US REITs	1,094	-1.3%	-4.4%	-12.0%	-6.0%	-0.7%	4.4%
J-REITs	1,729	-1.5%	-2.7%	-5.5%	-9.7%	-1.1%	0.6%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,793	-0.7%	-3.1%	-2.1%	10.7%	8.8%	11.0%
Germany DAX	10,735	2.4%	1.5%	0.0%	7.9%	-0.1%	0.2%
France CAC 40	4,537	1.3%	1.5%	0.9%	5.0%	-2.2%	-5.6%
Switzerland SMI	7,909	2.1%	-2.2%	-4.8%	-0.2%	-10.3%	-9.6%
Portugal PSI 20	4,404	-3.5%	-4.7%	-8.5%	-9.9%	-17.1%	-14.8%
Spain IBEX 35	8,687	-2.8%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-9.0%	-14.1%
Italy FTSE MIB	16,682	-0.8%	0.5%	-1.9%	-5.9%	-22.1%	-23.6%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	59,657	-6.9%	-3.4%	0.9%	15.2%	37.6%	28.2%
Chile IPSA	4,153	-3.5%	0.3%	-0.2%	3.8%	12.8%	9.9%
Mexico MEXBO	45,024	-7.1%	-5.6%	-7.5%	-0.8%	4.8%	3.2%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	424	-1.8%	-4.9%	-5.9%	6.7%	3.2%	3.5%
MSCI Latin America	2,255	-13.3%	-9.6%	-10.9%	4.5%	23.3%	14.0%
MSCI All Country World	410	-0.2%	-0.3%	-2.8%	4.2%	2.7%	2.8%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	45.63	0.8%	-9.4%	-2.0%	-4.4%	23.2%	9.3%
Brent Spot	46.95	2.0%	-9.6%	-2.9%	-1.8%	25.9%	7.7%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	1.32	0.55	-0.28	-0.45	1.21	1.08	-0.55
Gold Spot	1228.32	-3.7%	-2.2%	-8.9%	-3.7%	15.6%	13.2%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1966.29	-1.7%	-1.6%	-0.4%	11.2%	39.4%	35.4%
Bloomberg Agri Subindex	55.47	-1.3%	-1.6%	-0.2%	-4.2%	4.7%	4.8%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	266.69	-1.6%	-1.3%	-2.1%	-2.9%	3.6%	4.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	195.20	-0.1%	0.0%	0.2%	0.5%	1.3%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	269.60	-0.6%	-0.4%	-0.8%	-1.0%	1.7%	2.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	343.75	-1.8%	-1.3%	-2.1%	-3.2%	2.6%	4.1%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	229.01	-0.6%	-0.4%	-0.6%	-0.9%	2.0%	2.8%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.51	0	1	3	13	1	1
2Y	1.62	3	5	8	18	4	5
5Y	1.98	9	15	26	40	-18	-28
10Y	2.49	33	27	41	66	-2	-20
Spread 10Y-2Y	88	30	22	33	48	-6	-25
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.21	15	41	63	45	-6	-6
Japan 10Y	0.00	7	6	9	11	-26	-30
UK 10Y	1.38	14	28	85	0	-58	-60
German 10Y	0.31	12	25	38	18	-32	-25
Spain 10Y	1.46	20	33	52	-14	-31	-33
Italy 10Y	1.96	24	58	91	49	37	40
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	13.37	-5.3	-2.8	1.6	-1.7	-4.8	-6.7
Dollar index	100.23	2.4%	2.3%	4.8%	5.9%	1.6%	1.2%
USD/THB	35.43	1.3%	0.5%	2.3%	0.0%	-1.6%	-1.5%
EUR/USD	1.07	-1.9%	-2.5%	-4.8%	-5.3%	-1.3%	0.3%
GBP/USD	1.25	0.3%	2.1%	-4.4%	-13.5%	-15.4%	-18.1%
USD/JPY	108.95	3.4%	4.8%	8.6%	0.0%	-9.4%	-11.6%
USD/CNY	6.86	1.1%	1.8%	3.3%	5.2%	5.6%	7.7%
USD/CNH	6.87	0.6%	1.8%	3.6%	4.9%	4.6%	7.3%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

11/16/2016

7:03:45 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- Fed จะมีการประชุมวันที่ 13-14 ธ.ค. และเราคาดว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนพันธบัตร - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- นโยบายการคลังของประธานาธิบดี โดนัลด์ ทรัมป์ จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ และเพิ่มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน - ปรับเพิ่มคำแนะนำจาก Underweight เป็น Overweight
ตลาดหุ้นไทย				- ภาพรวมเศรษฐกิจดีขึ้น - อย่างไรก็ตาม Valuation แพงกว่าภูมิภาค - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวในครึ่งหลังของปีนี้ - เนื่องจากรัฐบาลเข้ามาแก้ไขปัญหาหนี้ของจีนที่อยู่ในระดับสูง - ตลาดหุ้น H-Share outperform A-Share หลังทางการจีนเปิดการเชื่อมต่อตลาดหุ้นและฮ่องกง - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- กำไรของบริษัทจะถูกลดดันจากการค้าระหว่างประเทศที่ซบเซา - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				- เงินเฟ้อลดลงจะเปิดช่องให้ RBI ลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มได้ในการประชุม วันที่ 6-7 ธ.ค. นี้ - การปฏิรูปภาษีสินค้าและบริการคืบหน้าตามแผน และทางการออกมาตรการ เพื่อป้องกันการหนีภาษี - 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				- การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ส่งผลให้อุปสงค์การลงทุนในทองคำอ่อนแอ - ความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้นในช่วงใกล้ประชามติอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค. จะเป็นปัจจัยบวกต่อทองคำในระยะสั้น - ปรับเพิ่มคำแนะนำจาก Underweight เป็น Neutral
น้ำมัน				- จีนอาจลดการนำเข้าน้ำมันดิบ เนื่องจากน้ำมันสำรองที่คาดว่าจะเต็มความจุ - สต็อกและการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯจะกลับมาเพิ่มขึ้นจากการนำเข้าน้ำมันที่กลับเป็นปกติ และแท่นขุดเจาะที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่เดือน มิ.ย. - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs				- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) ยังมีความน่าสนใจ - การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มีความเสี่ยงที่จะกดดันราคาให้ลดลง - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - REIT ญี่ปุ่น คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า REIT สหรัฐฯ จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
Europe REITs				- โดนัลด์ ทรัมป์จากการราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

Special Topic: ทรัมป์ Shock

เราประเมินว่าผลกระทบจากนโยบายของประธานาธิบดี ทรัมป์ จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นสหรัฐฯ เนื่องจากนโยบายการคลังที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและเพิ่มผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน และตลาดหุ้นญี่ปุ่นซึ่งจะได้รับผลบวกจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า ในขณะที่ตลาดหุ้นยุโรปจะได้รับกระทบเชิงลบจากความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น ส่วนตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะกลุ่มประเทศละตินอเมริกาจะถูกกดดันจากเงินทุนไหลออกและนโยบายกีดกันทางการค้า

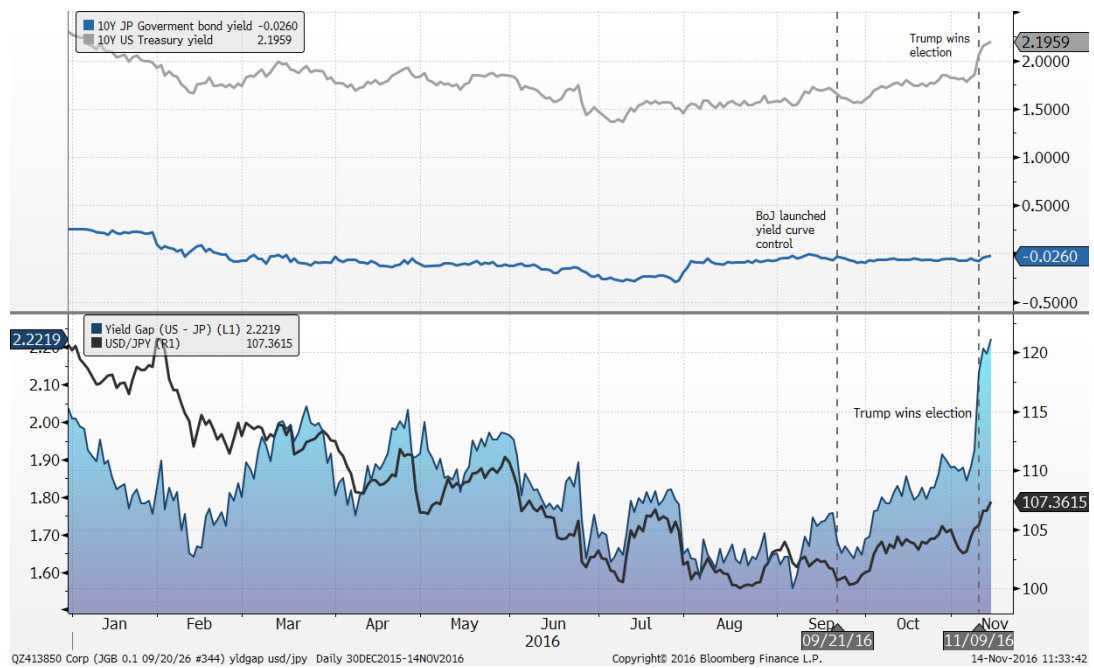
ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ พลิกโฉมกลับเป็นนายโดนัลด์ ทรัมป์ชนะ ซึ่งสวนทางกับโพลล์ทุกสำนักที่ทำนายว่านางฮิลลารี คลินตัน จะชนะการเลือกตั้ง เราประเมินผลกระทบจากนโยบายของประธานาธิบดี ทรัมป์ ต่อภาพการลงทุนทั้งในตลาดตราสารหนี้ อัตราแลกเปลี่ยน ตลาดหุ้น และสินค้าโภคภัณฑ์ ดังนี้

Asset Class	Implications
เศรษฐกิจ	เศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจได้ผลบวกจากมาตรการกระตุ้นทางการคลัง นายทรัมป์เสนอให้ลดอัตราภาษีรายได้บุคคลธรรมดาชั้นสูงสุดลงเป็น 33% จาก 39.6% และลดภาษีนิติบุคคลลงเป็น 15% จาก 35% ซึ่งนโยบายดังกล่าวน่าจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้ในระยะสั้น แต่ในระยะยาวการลดภาษีลงต่ำเกินไปก็อาจเป็นการเพิ่มหนี้ภาครัฐ และเป็นความเสี่ยงต่อฐานะการคลัง ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้นในอนาคต กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาจะได้รับผลกระทบจากนโยบายกีดกันทางการค้า เช่น การตั้งกำแพงภาษีนำเข้าสินค้า โดยเฉพาะจากจีน และเสนอให้ทบทวนข้อตกลงทางการค้าทั้ง NAFTA และ WTO ใหม่อีกครั้ง นโยบายดังกล่าวนับเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะในยุคปัจจุบันที่การค้าโลกอยู่ในภาวะซบเซา ด้านข้อตกลง TPP ซึ่งยังไม่ผ่านการพิจารณาจาก Congress น่าจะถูกเลื่อนออกไปอย่างไม่มีกำหนด เนื่องจากนายทรัมป์แสดงจุดยืนคัดค้าน TPP อย่างชัดเจน
ตราสารหนี้	Bond Yield ปรับตัวเพิ่มขึ้น: นโยบายการคลังที่นายทรัมป์เสนอ เช่น การลดภาษี และการเพิ่มการลงทุนภาครัฐ จะส่งผลให้รัฐบาลสหรัฐฯ ขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องออกพันธบัตรเพิ่มขึ้น และทำให้ Bond Yield มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในที่สุด นอกจากนี้การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลังยังส่งผลให้เงินเฟ้อมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและทำให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้นอีกด้วย
ค่าเงิน	ดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่า: Bond Yield ของสหรัฐฯ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ประกอบกับแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกดดันให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น เยนอ่อนค่า: เนื่องจากมาตรการ Yield Curve Control ของ BoJ ซึ่งตรึง Bond Yield อายุ 10 ปีของญี่ปุ่นไว้ที่ 0% และทำให้ส่วนต่างระหว่าง Bond Yield สหรัฐฯ และญี่ปุ่นกว้างขึ้น กดดันให้เงินเยนอ่อนค่าลง (แผนภาพที่ 1)
หุ้น	(+) ตลาดหุ้นสหรัฐฯ: DB ประเมินว่าการลดอัตราภาษีนิติบุคคลลงทุก 5% จะส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 เพิ่มขึ้น 4% โดยนายทรัมป์เสนอให้ลดภาษีนิติบุคคลลงจาก 35% เหลือ 15% แต่ตลาดประเมินว่าอาจลดเหลือ 25% ซึ่งจะเป็นปัจจัยหลักที่สนับสนุนกำไรและตลาดหุ้นสหรัฐฯ ต่อไป นอกจากนี้ผลกระทบด้านเศรษฐกิจจากการเพิ่มการใช้จ่ายของภาครัฐ จะช่วยสนับสนุนการเติบโตของกำไรด้วยอีกทางหนึ่ง กลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้ประโยชน์ ● ธนาคารและพลังงาน: จากการผ่อนคลายกฎระเบียบซึ่งจะทำให้ค่าใช้จ่ายในการทำธุรกิจลดลง ● บริษัทยาและ Biotech: ลดความกังวลจากมาตรการควบคุมราคาขายที่นางคลินตันเสนอ ● ผู้ผลิตอาวุธ: ทำหน้าที่แข็งแกร่งขึ้นกับตะวันออกกลาง กลุ่มอุตสาหกรรมที่เสียประโยชน์ ● ธุรกิจประกันสุขภาพ: ความเสี่ยงที่โครงการ Obamacare จะถูกยกเลิก ● ธุรกิจค้าปลีก: การจำกัด/เพิ่มภาษีการนำเข้าสินค้าราคาถูกจากจีน

Asset Class	Implications
	(+) ตลาดหุ้นญี่ปุ่น: ค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลงจะช่วยสนับสนุนผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในญี่ปุ่น (-) ตลาดหุ้นยุโรป: ชัยชนะของนายทรัมป์ อาจช่วยหนุนคะแนนความนิยมของพรรคที่เน้นนโยบายประชานิยม และมีแนวคิดต่อต้านสหภาพยุโรป ซึ่งเป็นการเพิ่มความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยเฉพาะในช่วงที่มีเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญรออยู่ ได้แก่ การทำประชามติของอิตาลี วันที่ 4 ธ.ค. การเลือกตั้งของเนเธอร์แลนด์ วันที่ 15 มี.ค. การเลือกตั้งฝรั่งเศส วันที่ 23 เม.ย. และการเลือกตั้งของเยอรมนี ในเดือน ก.ย. (แผนภาพที่ 2) อย่างไรก็ดี หุ้นกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ในยุโรปอาจได้รับผลบวก จากแนวนโยบายของนายทรัมป์ที่เน้นผ่อนคลายกฎระเบียบและข้อจำกัดต่างๆ ในภาคธนาคาร และการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ระยะยาว ซึ่งช่วยสนับสนุนผลกำไรของธนาคาร (-) ตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets): ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าจะกดดันให้เกิดเงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นเกิดใหม่ อีกทั้งนโยบายกีดกันทางการค้าอาจกระทบการส่งออกและผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะในประเทศที่พึ่งพาการส่งออกไปยังสหรัฐฯ เป็นสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับ GDP เช่น เม็กซิโก (25.8%) เวียดนาม (19.8%) ฟิลิปปินส์ (17.0%) และมาเลเซีย (11.4%) ในขณะที่ประเทศที่เน้นการเติบโตของการบริโภคในประเทศอย่างอินเดีย (2.2%) จะได้รับผลกระทบที่จำกัด (แผนภาพที่ 3)
สินค้าโภคภัณฑ์	(+) ทองคำ: น่าจะได้รับแรงหนุนจากความเสี่ยงทางการเมืองที่เพิ่มขึ้นในช่วงใกล้ประชามติอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค. (+) น้ำมัน: นายทรัมป์เสนอให้ยกเลิกข้อตกลงนิวเคลียร์กับอิหร่าน ซึ่งอาจส่งผลให้อิหร่านต้องลดการส่งออกน้ำมันลง และทำให้ตลาดน้ำมันโลกตึงตัวขึ้น อย่างไรก็ตามการยกเลิกข้อตกลงดังกล่าวอาจทำได้ยาก เนื่องจากมีการตกลงร่วมกันกับทั้งยุโรปและจีน นอกจากนี้นโยบายของนายทรัมป์ที่ส่งเสริมให้ขุดเจาะน้ำมันในประเทศเพิ่มขึ้น อาจกดดันราคาน้ำมันในระยะยาว (+) ถ่านหิน: อุปทานเพิ่มขึ้นตามนโยบายสนับสนุนการใช้ถ่านหินของนายทรัมป์ (-) ก๊าซธรรมชาติ: อุปทานลดลงเนื่องจากเป็นสินค้าทดแทนถ่านหิน

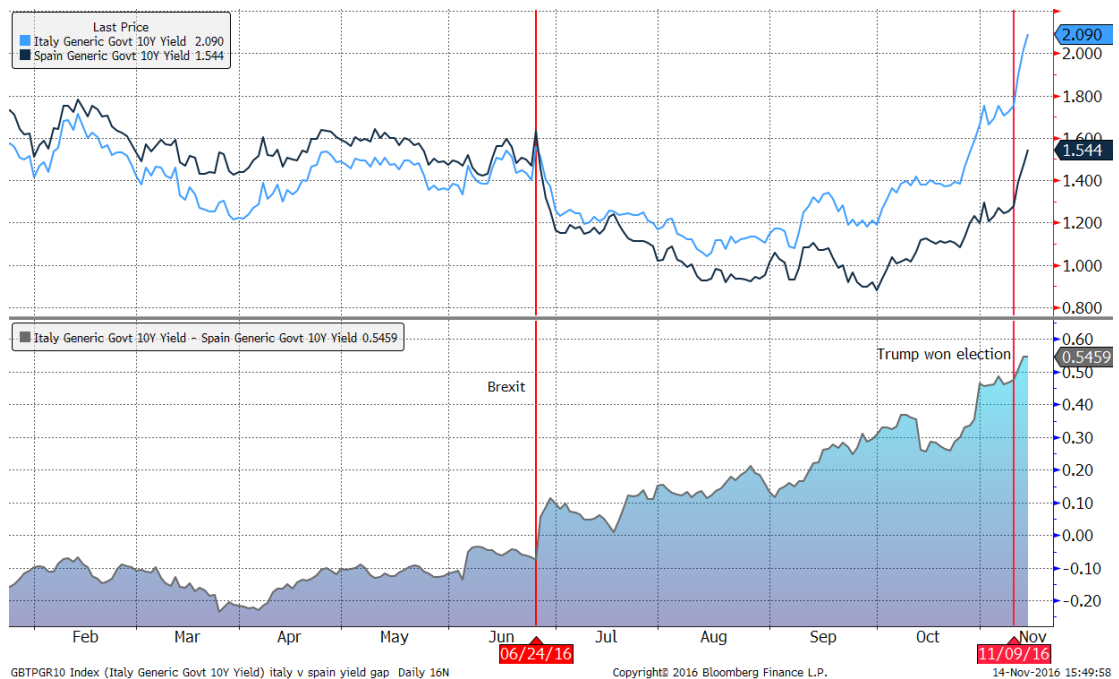
จากการประเมินกระทบข้างต้น ทำให้เราปรับน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก Underweight เป็น Overweight และทองคำจาก Underweight เป็น Neutral ส่วนตลาดอื่นๆ เราคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น จีน และอินเดีย และคงคำแนะนำ Underweight ในน้ำมัน

แผนภาพที่ 1: ส่วนต่างระหว่าง Bond Yield สหรัฐฯ และญี่ปุ่นถ่วงกว้างขึ้น
หลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ กดดันให้เงินเยนอ่อนค่าลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

แผนภาพที่ 2: ตลาดประเมินความเสี่ยงจากประชามติอิตาลีเพิ่มขึ้น สะท้อนจากส่วนต่าง
ระหว่าง Bond Yield อิตาลีและสเปนที่กว้างขึ้นหลังนายทรัมป์ชนะเลือกตั้งสหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

แผนภาพที่ 3: สัดส่วนการส่งออกไปยังสหรัฐฯ เทียบกับ GDP ในปี 2015

(% of each country's GDP in 2015)

World	3.0	Canada	19.0	Mexico	25.8	Vietnam	19.8	Hungary	4.7
Advanced economies	2.4	Ireland	13.9	Nicaragua	25.1	Cambodia	17.0	Slovakia	2.6
Euro Area	2.9	Switzerland	4.7	Honduras	23.3	Malaysia	11.4	Lithuania	2.6
EM & developing countries	4.1	Belgium	4.3	Trinidad & Tobago	17.5	Taiwan	7.8	Czech Republic	2.4
Developing Asia	4.3	Germany	3.7	Guyana	13.6	Thailand	7.2	Estonia	2.2
Emerging & Developing Europe	1.4	Japan	3.2	Haiti	10.9	Singapore	6.2	Macedonia	2.0
Middle East & North Africa	1.6	Austria	3.0	El Salvador	9.8	Korea	5.2	Slovenia	1.6
Sub-Saharan Africa	1.3	Denmark	2.6	Costa Rica	8.4	P.R. China	4.3	Albania	1.4
Western hemisphere	8.0	New Zealand	2.5	Ecuador	7.4	Sri Lanka	3.6	Georgia	1.4
		Malta	2.5	Dominican Rep	6.9	Philippines	3.5	Russia	1.2
		Italy	2.4	St. Kitts & Nevis	6.7	Bangladesh	2.9	Bulgaria	1.2
		Netherlands	2.2	Guatemala	6.5	Indonesia	2.3	Romania	1.2
		UK	2.0	Venezuela	6.0	Hong Kong	2.2	Croatia	1.2
		Sweden	2.0	Bahamas	5.1	India	2.2	Poland	1.2
		France	2.0	Colombia	4.8	Pakistan	1.4	Latvia	1.1
		Finland	1.9	Belize	4.3			Turkey	1.1
		Iceland	1.9	Chile	3.7				
		Portugal	1.6	Bolivia	3.0				
		Norway	1.2	Bahrain	2.9				
		Spain	1.2	Suriname	2.8				
		Luxembourg	1.1	Peru	2.6				
				Jamaica	2.1				
				St. Lucia	2.0				
				Barbados	1.6				
				Brazil	1.5				
				Uruguay	1.1				

Source: IMF, Haver Analytics, DB Global Markets Research

ตลาดหุ้น

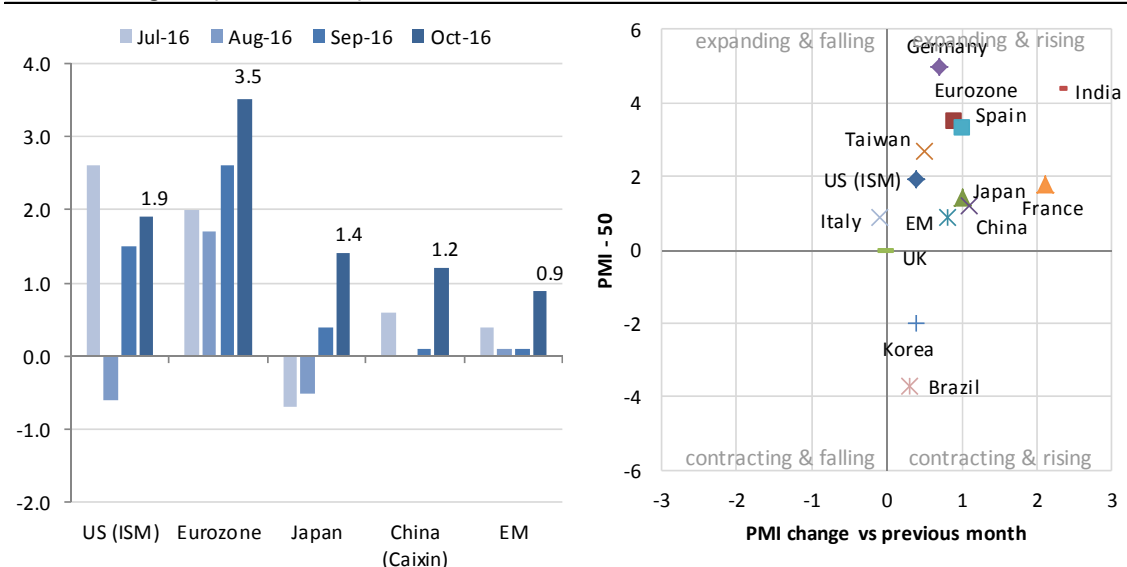
เราเริ่มมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อการลงทุนในตลาดหุ้น (จากที่คงมุมมองเชิงลบมาตลอดตั้งแต่เดือน ก.ย.) แต่ยังคงแนะนำให้ลงทุนอย่างระมัดระวังเนื่องจากยังมีปัจจัยกดดันในช่วงที่เหลือของปี ได้แก่ การทำประชามติของอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค. และ การประชุม Fed ในวันที่ 14 ธ.ค. เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในช่วงดังกล่าว ทயอยสะสมหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย

ตัวเลขเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวต่อเนื่องในเดือน ต.ค. ...

โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ได้เร่งตัวขึ้นและอยู่ในแดนขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ในเกือบทุกประเทศ โดยเฉพาะดัชนีของยูโรโซน ซึ่งอยู่ในระดับสูงสุดตั้งแต่ ม.ค. 2014 และจีน ซึ่งขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 และอยู่ในระดับสูงสุดตั้งแต่ ก.ค. 2014

แผนภาพที่ 4: ดัชนี Manufacturing PMI เดือน ต.ค. ของประเทศเศรษฐกิจหลักเร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะยูโรโซนและจีน

Manufacturing PMI (PMI minus 50)

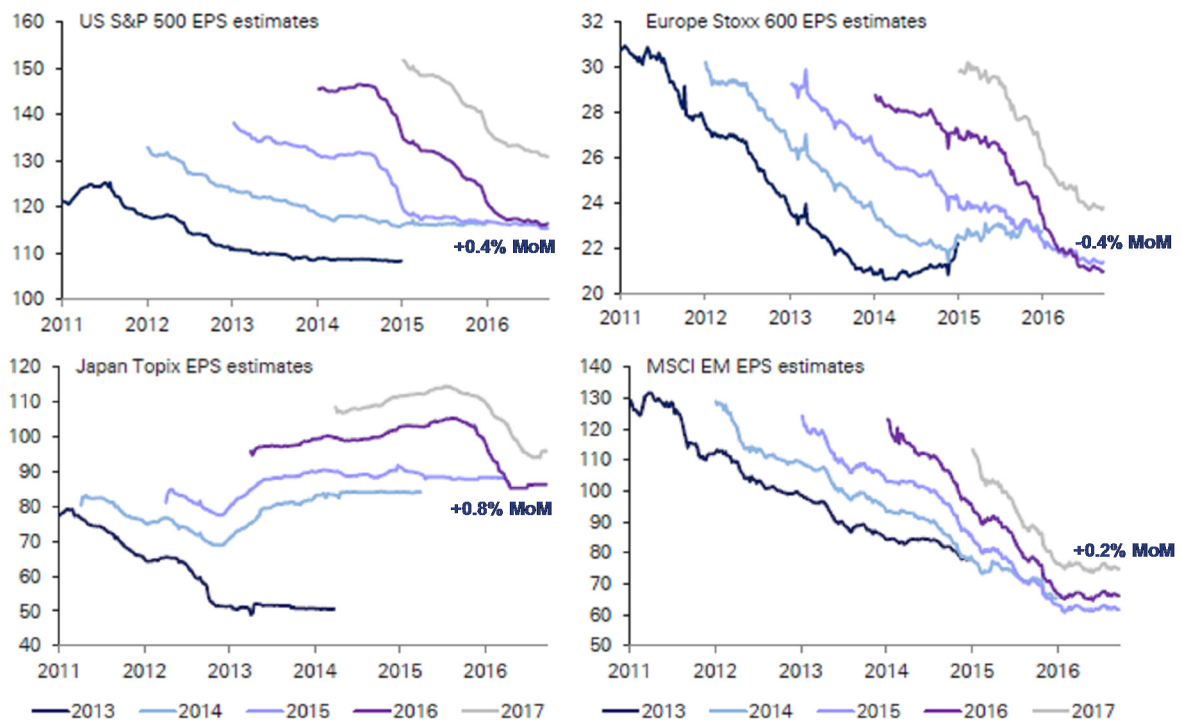


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

...หนุนให้นักวิเคราะห์ปรับเพิ่มประมาณการผลกำไรของบริษัทจดทะเบียน

ภาพรวมเศรษฐกิจโลกที่ดีขึ้นในทุกภูมิภาค หนุนให้นักวิเคราะห์ปรับเพิ่มประมาณการผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนขึ้น โดยคาดการณ์ผลกำไรปี 2016 ของดัชนี MSCI All Country World ถูกปรับเพิ่มขึ้น 0.3% MoM ซึ่งนับเป็นการปรับเพิ่มครั้งแรกตั้งแต่ ก.ค. 2014 โดยมาจากการปรับขึ้นของคาดการณ์ผลกำไรจากทุกภูมิภาค ได้แก่ สหรัฐฯ (+0.4% MoM), ญี่ปุ่น (+0.8% MoM) และ ตลาดเกิดใหม่ (+0.2% MoM) ยกเว้นแต่ในยุโรป (-0.4% MoM) ซึ่งนักวิเคราะห์ยังคงปรับลดคาดการณ์ผลกำไรอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 5: นักวิเคราะห์ปรับเพิ่มประมาณการผลกำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และตลาดเกิดใหม่ ขณะที่ปรับลดประมาณการผลกำไรของตลาดหุ้นยุโรปลง

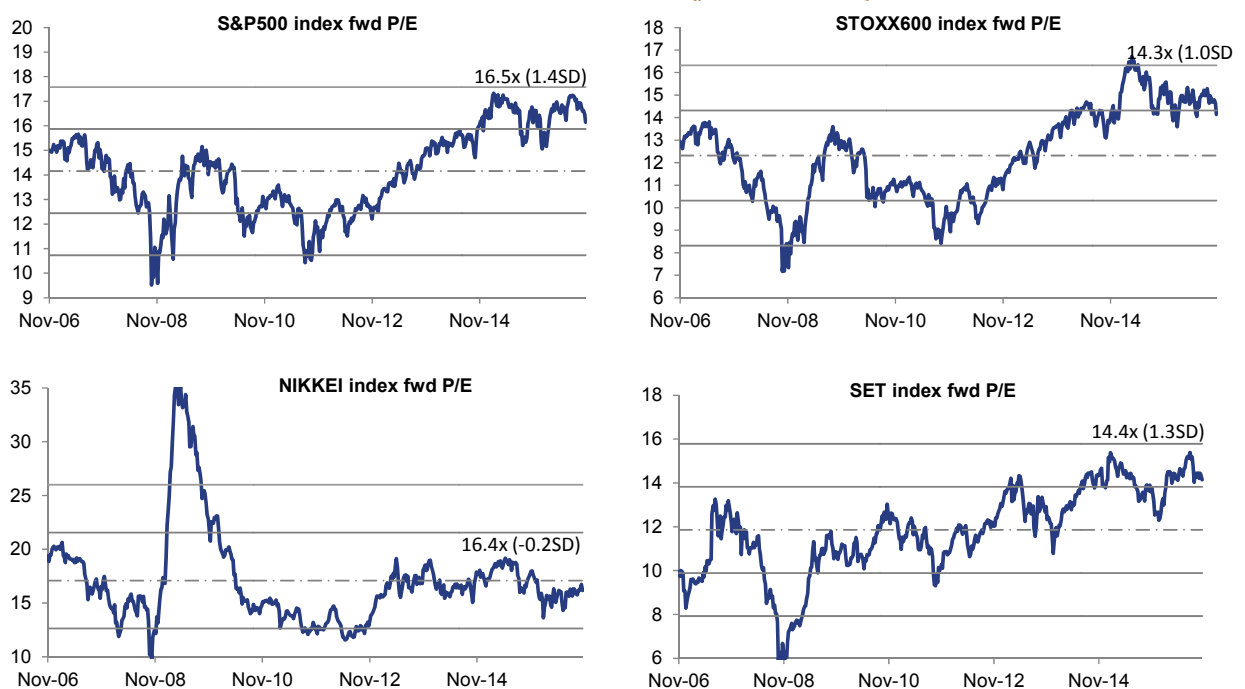


Source: IBES, DataStream, Deutsche Bank

Valuation ปรับลดลงมาอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น

จากการปรับฐานของตลาดในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับแนวโน้มคาดการณ์ผลกำไรที่ปรับเพิ่มขึ้น ทำให้ค่า Forward PER (อัตราส่วนราคาต่อคาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้น) ของตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น เช่น ในสหรัฐฯ ที่ค่า Forward PER ลดลงจากระดับ +2 Standard Deviation (SD) ลงมาอยู่ที่ +1.4 SD และในญี่ปุ่นที่ตลาดปรับฐานลงไปเทรดที่ PER ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

แผนภาพที่ 6: Forward PER ปรับลดลงมาอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานจากปัจจัยกดดัน ได้แก่

- 1) การทำประชามติแก้ไขรัฐธรรมนูญของอิตาลี ในวันที่ 4 ธ.ค. ซึ่งหากไม่ผ่านความเห็นชอบจากประชาชน ก็อาจจุดชนวนให้เกิดการล้มรัฐบาล และเปิดโอกาสให้พรรค Five Star Movement (M5S) ที่มีนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปอาจชนะการเลือกตั้งและได้เป็นแกนนำในการจัดตั้งรัฐบาลต่อไป (ดูรายละเอียดใน Special Issue ใน TIPS ฉบับเดือน ส.ค.)
- 2) การประชุม Fed ในวันที่ 14 ธ.ค. ซึ่งเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 25bps

เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐาน หยอดสะสมหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย

เราเริ่มมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อการลงทุนในตลาดหุ้น (จากที่คงมุมมองเชิงลบมาตลอดตั้งแต่เดือน ก.ย.) แต่ยังคงแนะนำให้ลงทุนอย่างระมัดระวัง เนื่องจากคาดว่าตลาดจะยังคงผันผวนอยู่ในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยเราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐาน หยอดสะสมหุ้นสหรัฐฯ ที่จะได้รับผลบวกจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดีทรัมป์ หุ้นญี่ปุ่น ซึ่งได้อานิสงส์จากค่าเงินเยนอ่อนค่า และหุ้นอินเดีย ซึ่งมีการเติบโตของกำไรที่ต่อเนื่องและได้รับผลกระทบที่จำกัดจากนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ เนื่องจากพึ่งพาการเติบโตจากการบริโภคในประเทศเป็นหลัก

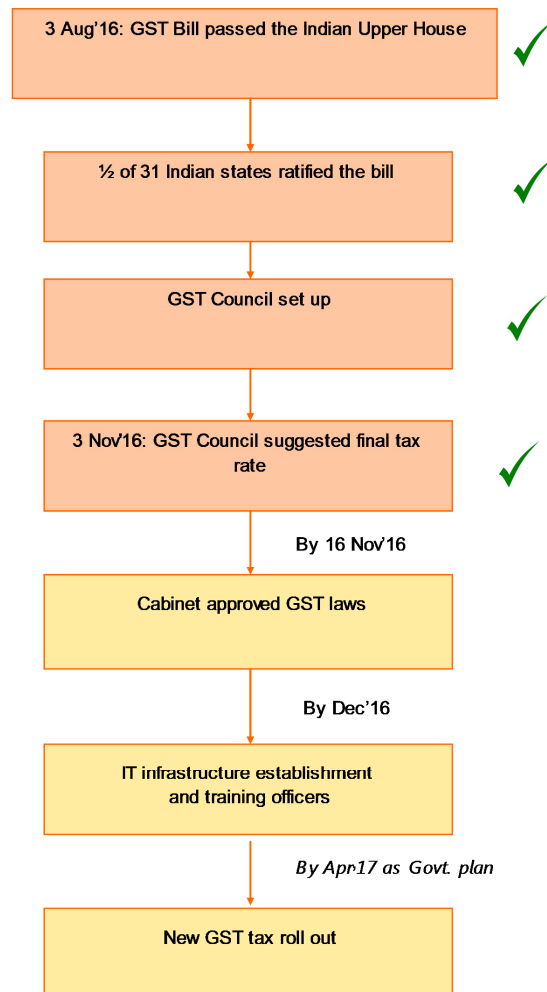
ตลาดหุ้นอินเดีย

การปฏิรูปภาษีสินค้าและบริการคืบหน้าตามแผน และทางการออกมาตรการเพื่อป้องกันการหนีภาษี

การเดินหน้าปฏิรูปภาษีสินค้าและบริการ (Good and Service Tax หรือ GST) เป็นไปตามแผนของรัฐบาล โดยเมื่อวันที่ 3 พ.ย. คณะกรรมการพิจารณาภาษีได้เห็นชอบอัตราภาษีใหม่ โดยแบ่งภาษีเป็น 4 ชั้น ได้แก่ 5% 12% 18% และ 28% ซึ่งจะจัดเก็บตามความจำเป็นของสินค้าแต่ละชนิด (สินค้าจำเป็นมากจะเสียภาษีน้อย) และคาดว่าจะยกเว้นภาษีสำหรับอาหาร

ทั้งนี้ ขั้นตอนต่อไปคือ การส่งอัตราภาษีให้รัฐสภาอินเดียพิจารณา และจัดหมวดสินค้าที่จะเข้าไปอยู่ในแต่ละฐานภาษี ซึ่งได้เริ่มพิจารณากันในวันที่ 16 พ.ย. ที่ผ่านมา โดยเราคาดว่า กฎหมายนี้มีโอกาสที่จะประกาศใช้ได้ทันวันที่ 1 เม.ย. 2017 ตามกำหนดของรัฐบาล ทั้งนี้ ความคืบหน้าครั้งนี้ ถือเป็นสัญญาณที่ดีต่อการปฏิรูปโครงสร้างของอินเดียซึ่งจะช่วยพัฒนาเศรษฐกิจและดึงดูดเงินลงทุนจากต่างชาติในระยะยาว

แผนภาพที่ 7: การปฏิรูปภาษีสินค้าและบริการของอินเดียมีความคืบหน้าตามแผนที่กำหนด



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ เมื่อวันที่ 8 พ.ย. ทางกรอินเดียได้ประกาศยกเลิกการใช้ธนบัตรมูลค่า 500 และ 1,000 รูปี โดยให้ประชาชนนำธนบัตรดังกล่าวไปฝากกับธนาคารและแลกเป็นธนบัตรรูปแบบใหม่ เพื่อดึงเงินที่ไม่มีที่มาชัดเจน (Black Money) กลับเข้าสู่ระบบธนาคารที่สามารถตรวจสอบได้ ซึ่งจะทำให้การหนีภาษี (Tax Evasion) ทำได้ยากขึ้น เนื่องจากเงินสดหมุนเวียนในระบบน้อยลง

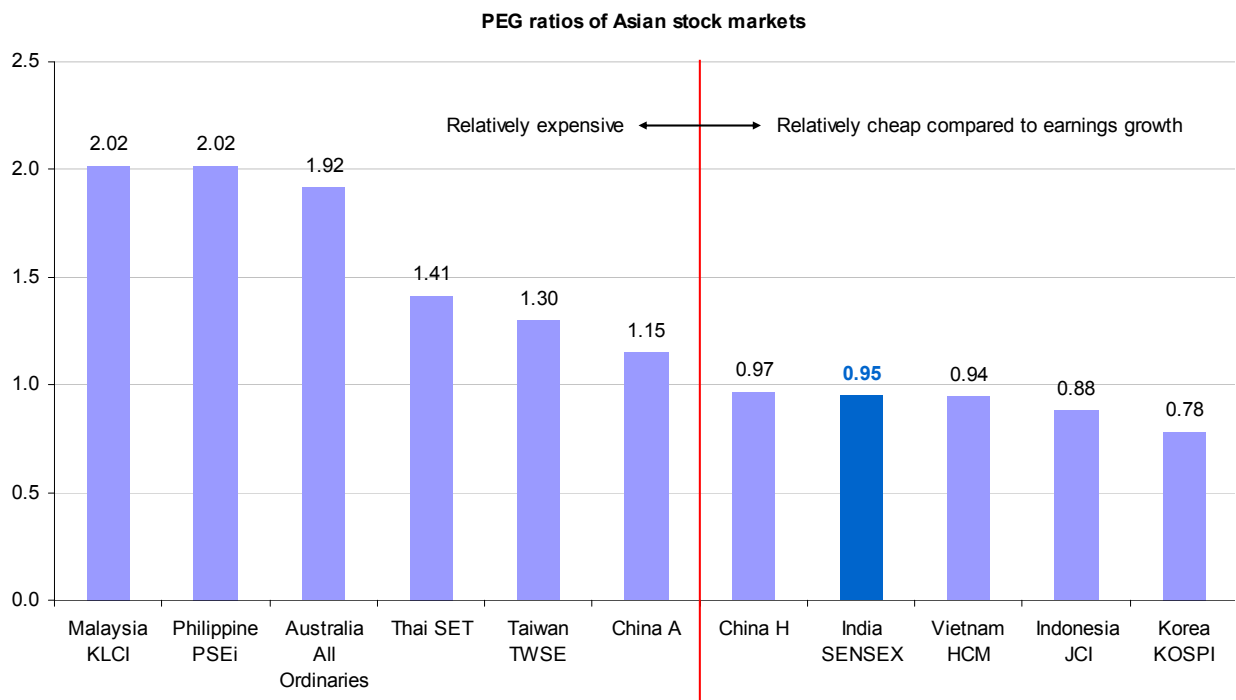
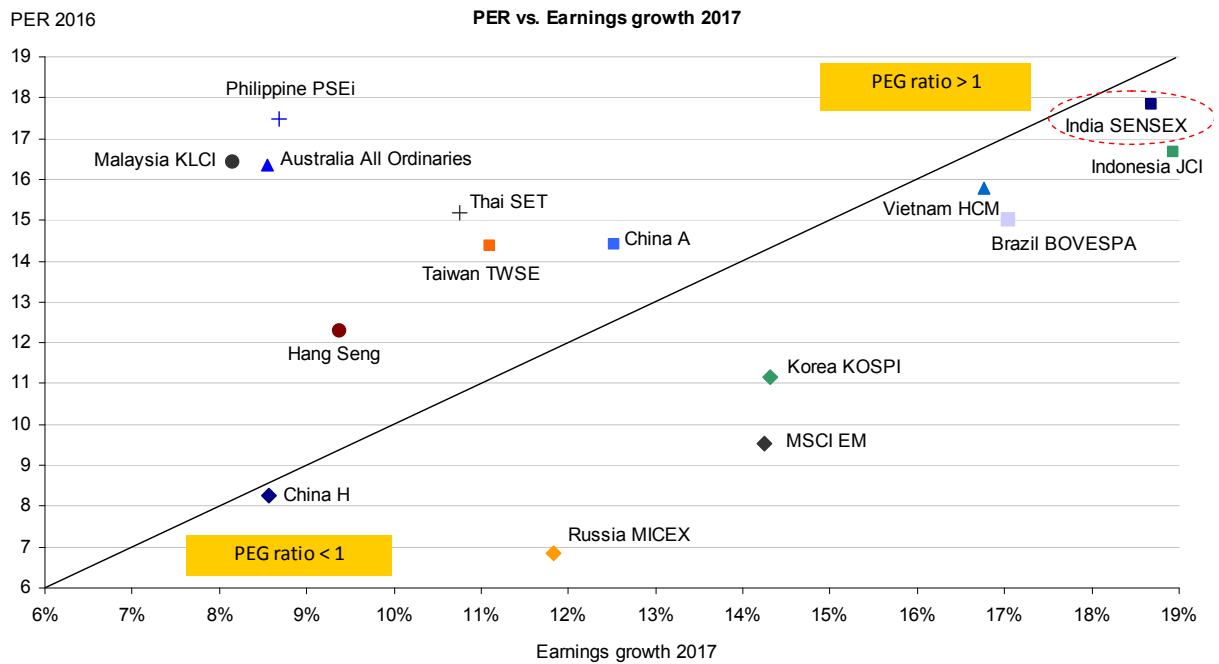
ทั้งนี้ เราคาดว่า ในระยะสั้น มาตรการดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจที่ใช้เงินสด เช่น สินค้าอุปโภคบริโภค และการขนส่ง เนื่องจากเงินสดในมือประชาชนมีน้อยลง แต่ในระยะยาว เรามองว่า มาตรการดังกล่าวจะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจอินเดีย เพราะจะทำให้ทางการสามารถเก็บภาษีได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น รวมทั้ง ทำให้ธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องมากขึ้นจากการที่ประชาชนนำเงินเข้ามาฝากไว้กับธนาคาร

ตลาดหุ้นอินเดียยังซื้อขายในราคาไม่แพงเทียบกับการเติบโตของกำไรในปีก่อน และได้แรงหนุนจากการลดดอกเบี้ยของ RBI

ค่า PEG ratio ของตลาดหุ้น SENSEX อยู่ที่ 0.95 ซึ่งถือว่ายังมี Valuation ที่ไม่แพง โดย PEG ratio คำนวณจากราคาต่อกำไรต่อหุ้นในปี (PER 2016) หารด้วยอัตราการเติบโตของกำไรในปีก่อน (Estimated Earnings Growth 2017) ทั้งนี้ หากเปรียบเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาค ตลาดหุ้นอินเดียมีการเติบโตของกำไรและค่า PER ที่สอดคล้องกันทำให้ค่า PEG ยังคงน้อยกว่า 1 และเป็นตลาดที่ยังมี Valuation ที่น่าสนใจ

นอกจากนี้ ความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น รวมทั้งเงินเฟ้อที่อาจลดลงในระยะข้างหน้า ทำให้เรายังคงมองว่าธนาคารกลางอินเดีย (RBI) จะลดดอกเบี้ยลงอีก 25bps ในการประชุมวันที่ 6-7 ธ.ค. ซึ่งจะเป็นอีกปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้นอินเดีย (ดูรายละเอียด ใน TIPS ฉบับเดือน พ.ย.)

แผนภาพที่ 8: ตลาดหุ้นอินเดียมีค่า PEG ratio น้อยกว่า 1 ซึ่งชี้ว่ายังเป็นตลาดที่มี Valuation ที่น่าสนใจ



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

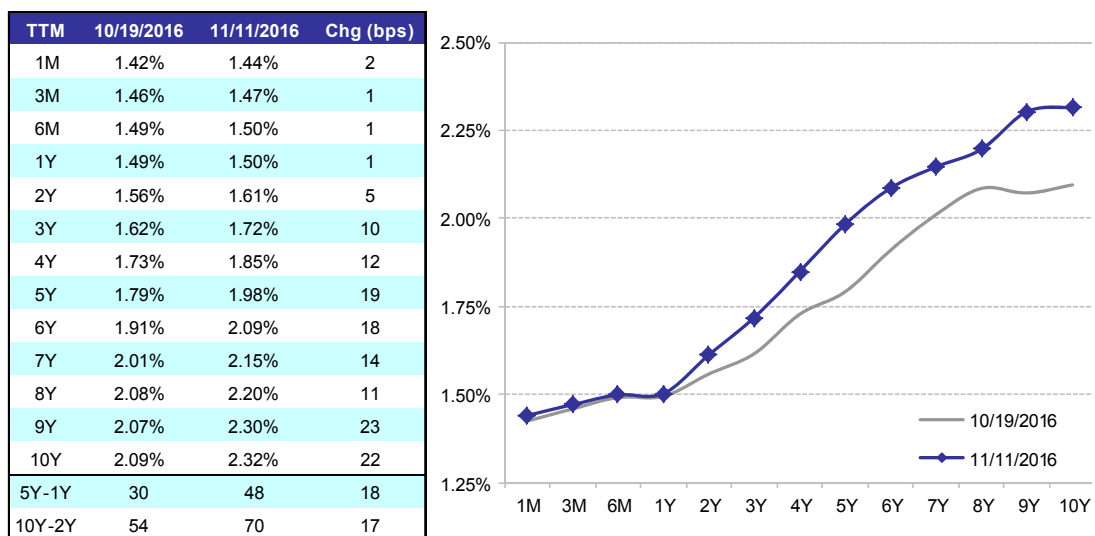
ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจากในเดือน ธ.ค. นี้จะมีการประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และเราคาดว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุน จึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทย

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกช่วงอายุ

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา ปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง Yield พันธบัตรอายุ 9-10 ปี ซึ่งเพิ่มขึ้นกว่า 20 bps ขณะที่ Yield พันธบัตรอายุน้อยกว่า 2 ปี เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 1-2bps ส่งผลให้ความชันของเส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) ของพันธบัตรอายุ 2 และ 10 ปี เพิ่มขึ้นราว 17bps

แผนภาพที่ 9: Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะพันธบัตรอายุ 9-10 ปี



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Yield พันธบัตรไทยเพิ่มขึ้นตามพันธบัตรสหรัฐฯ แต่เรามองว่า Yield ยังพอมี Room ให้เพิ่มขึ้นได้อีก เนื่องจาก Spread ยังอยู่ในระดับต่ำ

Yield พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดของปีนี้ที่ 2.35% หลังจากที่นายทรัมป์ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ พรรค Republican ชนะการเลือกตั้งเมื่อวันที่ 8 พ.ย. ส่งผลให้ Yield พันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้นทั่วโลก รวมทั้งไทย จากคาดการณ์ว่านโยบายกระตุ้นทางการคลังที่นายทรัมป์ จะประกาศใช้ จะช่วยผลักดันให้เงินเพื่อเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า รวมทั้ง การที่ตลาดคาดการณ์ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยเดือน ธ.ค. นี้

อย่างไรก็ตาม เรามองว่า Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยยังมี Room ให้เพิ่มขึ้นได้อีก เนื่องจากส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ (Yield Spread) อายุ 10 ปี ปัจจุบันอยู่ที่ 0.10 bps เทียบกับค่าเฉลี่ยหลังวิกฤตการเงินโลกปี 2008 ที่ 0.90bps และเราคาดว่า Yield พันธบัตรสหรัฐฯยังมีแนวโน้มเป็นขาขึ้นตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในอนาคต ซึ่งจะทำให้ Yield พันธบัตรไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นและส่งผลกระทบต่อราคาพันธบัตร เราจึงยังคงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทยต่อไป

แผนภาพที่ 10: Yield Spread พันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยค่อนข้างมาก



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

เราปรับเพิ่มคำแนะนำจาก Underweight เป็น Neutral ทองคำ เนื่องจากคาดว่า ทองคำจะได้รับแรงหนุนระยะสั้นจากการทำประชามติในอิตาลี อย่างไรก็ตาม การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกลับมากดดันราคาทองคำในช่วงครึ่งหลังของเดือน ธ.ค. ขณะที่ คงคำแนะนำ Underweight น้ำมัน เนื่องจาก เรา มองว่าราคาน้ำมันจะยังถูกกดดันจากอุปทานที่ล้นเกิน

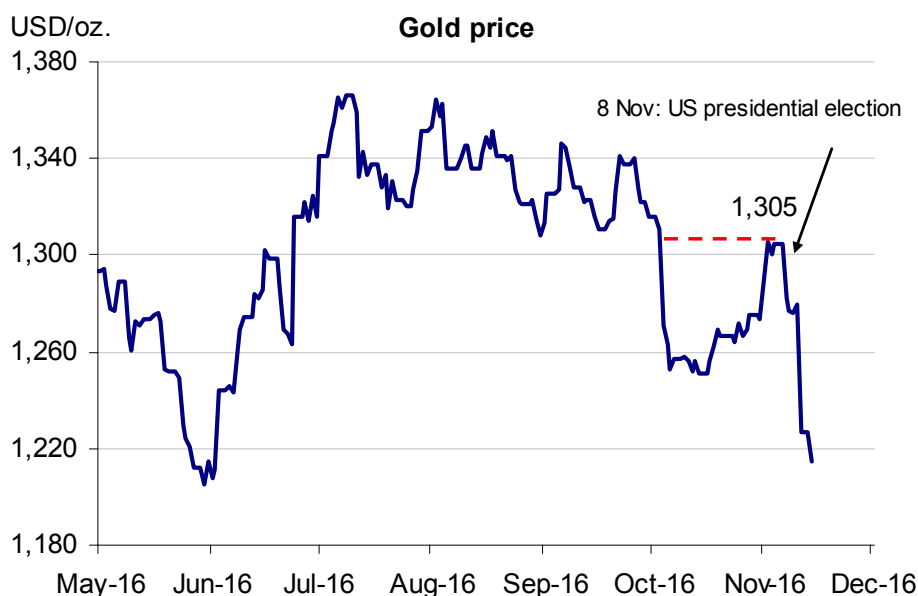
ทองคำ

เราปรับเพิ่มคำแนะนำจาก Underweight เป็น Neutral ทองคำ เนื่องจากคาดว่า ทองคำจะได้รับแรงหนุนระยะสั้นจากการทำประชามติในอิตาลี อย่างไรก็ตาม การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งส่งผลให้อุปสงค์การลงทุนทองคำอ่อนแอ จะยังเป็นปัจจัยกดดันราคาทองคำในเดือน ธ.ค.

ราคาทองคำปรับตัวลดลง จากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่กลับมาแข็งค่าและความกังวลหลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ลดลง

เมื่อต้นเดือน พ.ย. ราคาทองคำเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 1 เดือนเหนือ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ หลังนักลงทุนหันเข้าหาสินทรัพย์ปลอดภัยก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม หลังจากที่นาย โดนัล ทรัมป์ ได้รับเลือกเป็นประธานาธิบดี ความไม่แน่นอนทางการเมืองก็ลดลงและเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เริ่มกลับมาแข็งค่าตามการคาดการณ์ถึงการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ส่งผลให้ราคาทองคำปรับตัวลดลงค่อนข้างแรงจากราว 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ มาอยู่ที่ 1,215 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในกลางเดือน พ.ย. หรือลดลง 6.5%

แผนภาพที่ 11: ทองคำเพิ่มขึ้นเหนือ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ก่อนหน้าการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ และปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 1,215 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในกลางเดือน พ.ย.



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

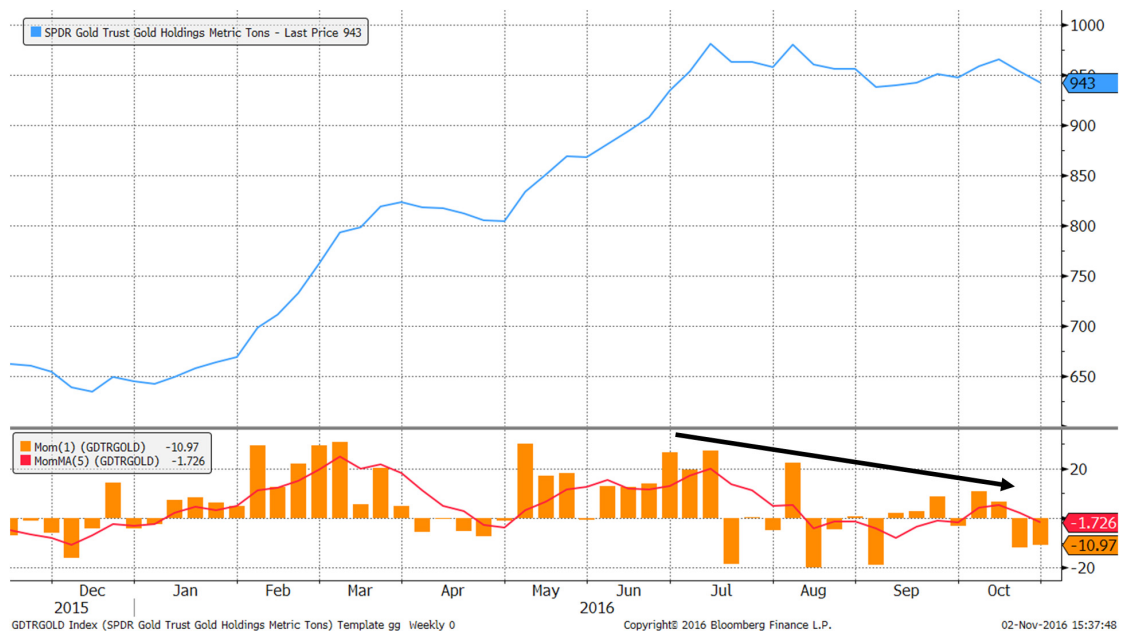
ความไม่แน่นอนของการทำประชามติเพื่อแก้ไขรัฐธรรมนูญอิตาลี จะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองในระยะสั้น

ในวันที่ 4 ธ.ค. จะมีการทำประชามติเพื่อแก้ไขรัฐธรรมนูญของอิตาลีเพื่อลดอำนาจวุฒิสภา โดยผลของการทำประชามติยังมีความไม่แน่นอน เนื่องจากผลโพลของผู้ลงคะแนน ทั้งผู้ที่ ต้องการ "รับ" และ "ไม่รับ" มีคะแนนใกล้เคียงกันและยังมีประชาชนอีกจำนวนหนึ่งยังไม่ได้ตัดสินใจ (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจยุโรป) ซึ่งเรามองว่า ความเสี่ยงของการทำประชามติจะเพิ่มมากขึ้นเมื่อใกล้วันลงคะแนน และอาจเป็นปัจจัยบวกต่อทองในระยะสั้น

กองทุนรวมทองคำ SPDR จะลดการสะสมทองคำลงต่อเนื่อง

กองทุนรวมทองคำ SPDR Gold Trust ซึ่งเป็นกองทุนรวม ETF ทองคำที่มีขนาดใหญ่ที่สุดของโลก ได้ลดอัตราการสะสมทองคำเข้ากองทุนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่กลางปี โดยหากพิจารณาอัตราการสะสมทองคำของกองทุน จะเห็นได้ว่า ในช่วง 6 เดือนแรกของปี กองทุนเพิ่มการสะสมทองคำถึง 290 ตัน อย่างไรก็ตาม ในช่วง 5 เดือนหลังจากนั้น (ก.ค.-พ.ย.) กองทุนได้เพิ่มการสะสมทองคำขึ้นเพียง 6% ของครั้งแรกของปี หรือเพียง 20 ตันเท่านั้น สะท้อนว่าอุปสงค์ทองคำด้านการลงทุนหดหายไป ทั้งนี้ เราคาดว่า การสะสมทองคำที่ลดลงเกิดจากการคาดการณ์เกี่ยวกับการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ทำให้ทองคำซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ได้รับดอกเบี้ยมีความน่าสนใจลดลง ทั้งนี้ เรามองว่า การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะยังเป็นความเสี่ยงที่สำคัญที่สุดต่อราคาทองคำในเดือน ธ.ค. และปีหน้า

แผนภาพที่ 12: กองทุน SPDR จะลดการสะสมทองคำลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่กลางปีที่ผ่านมา (เส้นสีแดง รูปล่าง) สะท้อนถึงอุปสงค์ทองคำด้านการลงทุนที่ลดลง



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

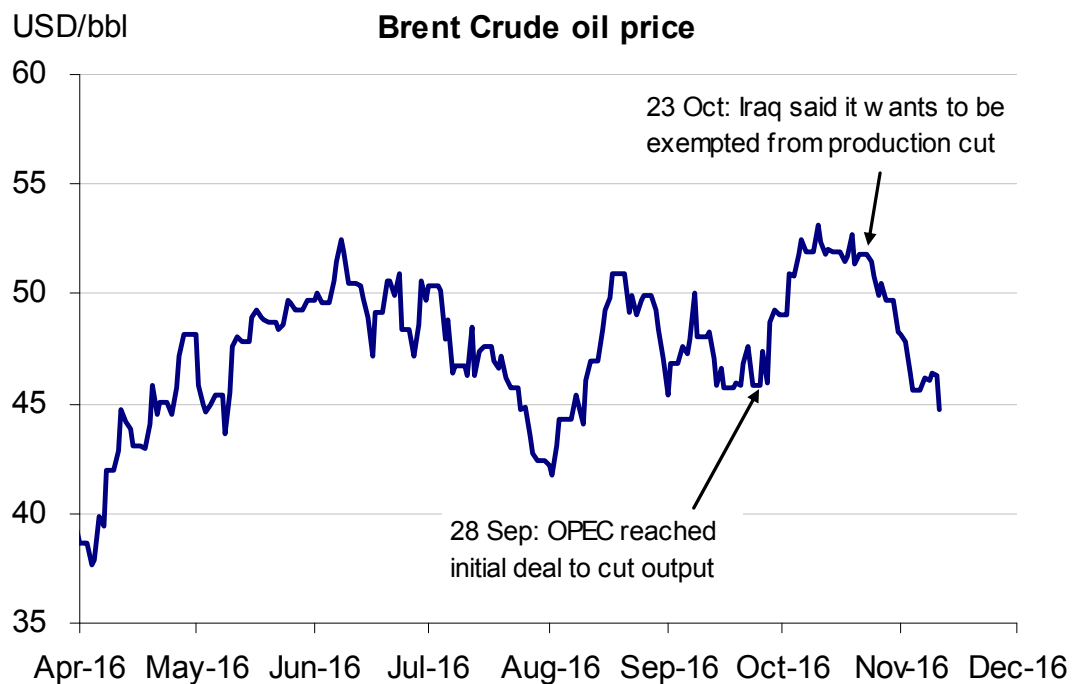
น้ำมัน

เราคงคำแนะนำ Underweight น้ำมัน โดยเรามองว่าราคาน้ำมันจะยังถูกกดดันจากอุปทานที่ล้นเกินเนื่องจาก 3 ปัจจัย ได้แก่ 1. สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่จะกลับมาเพิ่มขึ้น หลังการนำเข้าน้ำมันดิบกลับสู่ภาวะปกติ 2. ปริมาณการผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันและประสิทธิภาพของแท่นขุดเจาะน้ำมันที่ดีขึ้น และ 3. อุปสงค์นำเข้าน้ำมันดิบของจีนที่ลดลงเนื่องจากน้ำมันสำรองเต็มความจุ

ราคาน้ำมันลดลงต่ำสุดในรอบ 3 เดือนจากความกังวลเกี่ยวกับการเจรจา OPEC

ราคาน้ำมันดิบ Brent ลดลงกว่า 13% จาก 52 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ณ ปลายเดือน ต.ค. สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือนที่ราว 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล หลังจากที่มีสื่อออกมาแสดงจุดยืนว่า ต้องการได้รับการยกเว้นไม่ลดการผลิตน้ำมัน ทำให้ตลาดเกิดความกังวลเกี่ยวกับความเป็นไปได้ที่ OPEC จะบรรลุข้อตกลงเพื่อลดการผลิตน้ำมัน ทั้งนี้ เราคาดว่า การประชุม OPEC เพื่อกำหนดโควตาการผลิตน้ำมันรายประเทศในวันที่ 30 พ.ย. นี้ยังคงมีโอกาที่จะล้มเหลว

แผนภาพที่ 13: ราคาน้ำมันดิบ Brent ลดลงมากกว่า 13% จากความกังวลการเจรจา OPEC

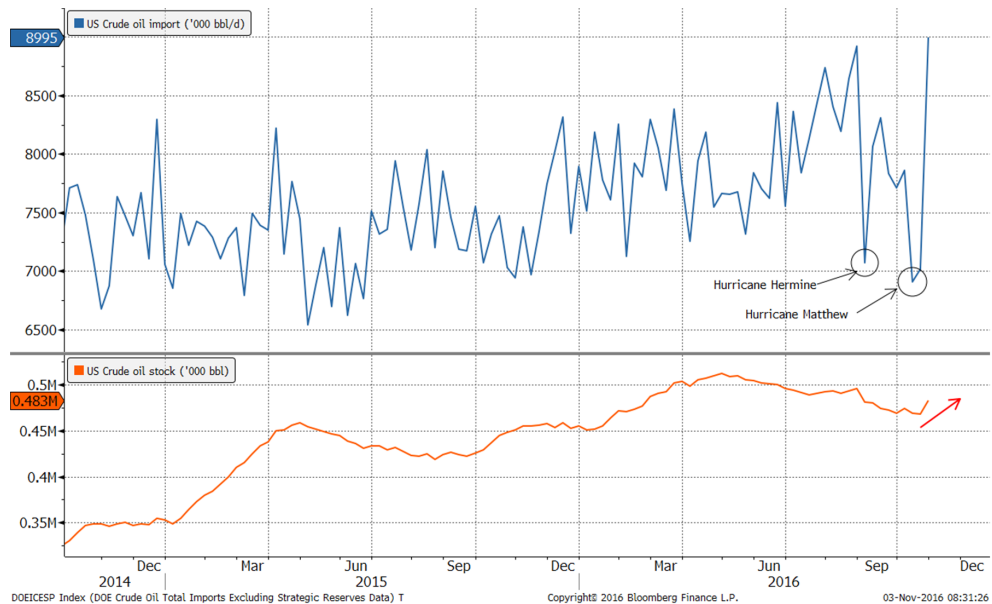


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะกลับมาเพิ่มขึ้น จากปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบที่กลับสู่ระดับปกติ

ระหว่างเดือน ก.ย. - ต.ค. สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ลดลงสวนทางกับฤดูกาลปกติ เนื่องจากพายุเฮอริเคนในอ่าวเม็กซิโกขัดขวางการนำเข้าน้ำมันดิบ ส่งผลให้ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ลดลงอย่างมากจากระดับปกติที่ราว 8 ล้านบาร์เรลต่อวัน เหลือเพียง 6.9-7.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทำให้สต็อกน้ำมันดิบปรับตัวลดลง ซึ่งการลดลงของสต็อกน้ำมันดิบได้ช่วยหนุนราคาน้ำมันให้เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม พายุเฮอริเคนได้อ่อนกำลังลงตั้งแต่มิถุนายน ต.ค. ทำให้เรามองว่า สต็อกน้ำมันดิบจะกลับมาเพิ่มขึ้น เนื่องจากการนำเข้าน้ำมันดิบกลับสู่ภาวะปกติ

แผนภาพที่ 14 :เราคาดว่า สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะกลับมาเพิ่มขึ้น จากการนำเข้า
น้ำมันที่จะกลับสู่ภาวะปกติหลังพายุเฮอริเคนฮันนีโกล์

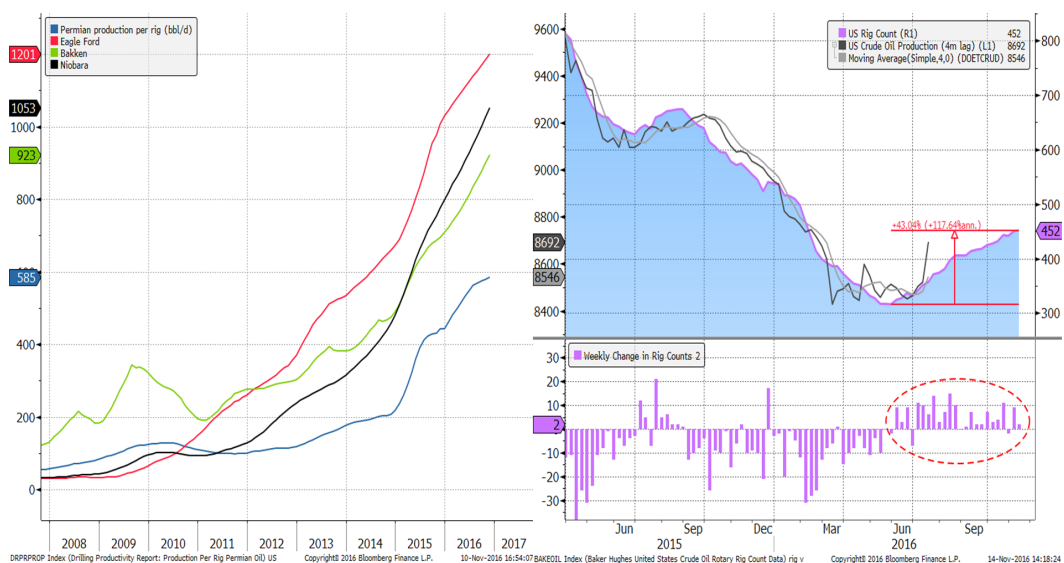


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Shale Oil จากสหรัฐฯ มีความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต

ปริมาณการผลิตน้ำมันจากหินดินดาน (Shale Oil) ของสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น เนื่องจากประสิทธิภาพของแท่นขุดเจาะ (Rig Productivity) ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี 2015 ซึ่งหมายถึง แท่นขุดเจาะแต่ละแท่นสามารถผลิตน้ำมันต่อวันได้มากขึ้น รวมทั้งจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ (Rig Counts) ที่เพิ่มขึ้นมาจาก 316 แท่น เป็น 452 แท่น หรือเพิ่มขึ้นกว่า 40% ตั้งแต่กลางปี ซึ่งจำนวนแท่นขุดเจาะจะขึ้นำการผลิตอยู่ราว 3-4 เดือน ทำให้เราคาดว่าปริมาณน้ำมัน Shale Oil มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่เดือน ต.ค. เป็นต้นไป และจะเป็นปัจจัยลบต่อราคาน้ำมัน

แผนภาพที่ 15: ประสิทธิภาพของแท่นขุดเจาะ Shale Oil เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี 2015 (รูปซ้าย)
ขณะเดียวกันแท่นขุดเจาะน้ำมันก็ได้เพิ่มขึ้นมาแล้วกว่า 40% ตั้งแต่กลางปี (รูปขวา) ทำให้เราคาดว่า
ปริมาณการผลิตน้ำมันสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นต่อจากนี้



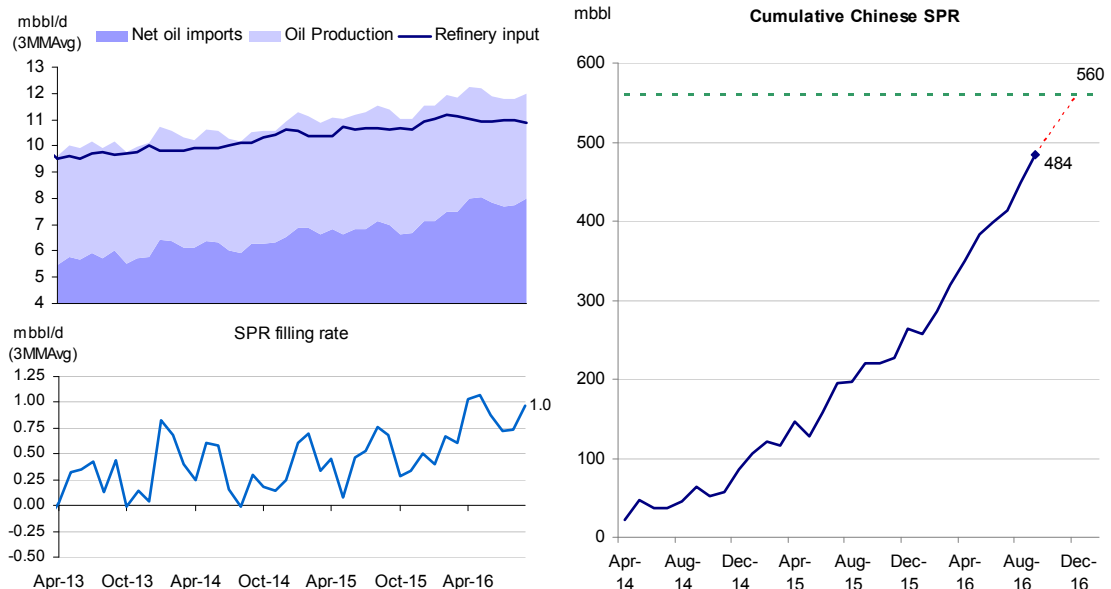
Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จีนอาจลดการนำเข้าน้ำมันดิบ เนื่องจากน้ำมันสำรองที่จะเต็มความจุ

ตั้งแต่ปี 2013 จีนได้เริ่มนำเข้าน้ำมันดิบเพื่อเก็บเป็นน้ำมันดิบสำรอง (Strategic Petroleum Reserves หรือ SPR) ทำให้ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบเฉลี่ยเพิ่มขึ้นราว 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน จาก 5.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2013 เป็น 7.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในปีนี้ ทั้งนี้ จากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งต่างๆ เราประเมินว่า ความจุน้ำมันสำรองของจีนทั้งหมด (SPR Capacity) อยู่ที่ราว 560 ล้านบาร์เรล เทียบกับระดับปัจจุบันในเดือน ก.ย. ที่ 484 ล้านบาร์เรล ซึ่งหมายความว่า จีนยังมีที่ว่างเหลือสำหรับเก็บน้ำมันสำรองได้อีกราว 76 ล้านบาร์เรล ($560 - 484 = 76$) โดยหากจีนยังคงนำเข้าน้ำมันดิบในอัตราเท่ากับค่าเฉลี่ยในปีนี้ที่ 0.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน จะทำให้น้ำมันดิบสำรองของจีนเต็มความจุภายในเดือน ธ.ค. ($76/0.8 = 95$ วัน นับจากสิ้นเดือน ก.ย. หรือน้ำมันดิบจะเต็มความจุปลายเดือน ธ.ค.) และจะทำให้ความต้องการนำเข้าน้ำมันดิบของจีนเพื่อสำรองไว้เป็น SPR หดหายไป

เราคาดว่า อุปสงค์การนำเข้าน้ำมันดิบของจีนมีแนวโน้มลดลงราว 0.7-1.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน หลังจากทีปริมาณน้ำมันดิบสำรองของจีน SPR เต็มความจุในเดือน ธ.ค. ซึ่งจะส่งผลให้ตลาดน้ำมันมีอุปทานล้นเกินเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 16: จีนเริ่มนำเข้าน้ำมันดิบเพื่อเก็บเป็น SPR ตั้งแต่ปี 2013 ทำให้อัตราการนำเข้าเพิ่มขึ้นราว 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน (รูปซ้าย แรเงาสีม่วงเข้ม) และเราคาดว่าน้ำมันดิบสำรองของจีนจะเต็มความจุในเดือน ธ.ค. (รูปขวา)



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคงคำแนะนำ Underweight น้ำมัน

เราคงคำแนะนำ Underweight น้ำมัน เนื่องจากเรามองว่า ราคาน้ำมันจะยังถูกกดดันจากอุปทานที่ล้นเกินจากสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นหลังการนำเข้าน้ำมันดิบกลับสู่ภาวะปกติ, ปริมาณการผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันและประสิทธิภาพของแท่นขุดที่ดีขึ้น และอุปสงค์นำเข้าน้ำมันดิบของจีนที่มีแนวโน้มลดลงจากน้ำมันสำรองที่จะเต็มความจุในเดือน ธ.ค.

Global Economic Insights

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเร่งตัวขึ้นในปีหน้าจากนโยบายกระตุ้นด้านการคลัง**
เราคาดว่า GDP ปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +3.0% จากนโยบายกระตุ้นด้านการคลัง การลงทุนภาคเอกชน และการส่งออก และในปี 2018 จะขยายตัว +3.3% จากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ ซึ่งจะทำให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น โดยเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 1 ครั้ง ในเดือน ธ.ค. 2 ครั้งในปีหน้า และ 4 ครั้งในปี 2018
- **เศรษฐกิจยุโรปจะชะลอตัวลงในปีหน้า จากปัจจัยกดดัน ดังนี้**
1) เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นกดดันกำลังซื้อและการบริโภค 2) การปล่อยสินเชื่อที่อาจชะลอตัวลงจากปัญหาในภาคธนาคาร 3) การใช้นโยบายการคลังในการกระตุ้นเศรษฐกิจมีข้อจำกัด และ 4) ความเสี่ยงทางการเมือง เช่น ประชามติของอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค., เจริญ Brexit ที่จะเริ่มต้นเดือน มี.ค.2017 และการเลือกตั้งในหลายประเทศในปี 2017
- **เศรษฐกิจจีนขยายตัวได้ดีในช่วงที่ผ่านมา แต่มีแนวโน้มชะลอตัวลงตั้งแต่ไตรมาส 4**
จากการควบคุมการปล่อยสินเชื่อ ซึ่งจะกระทบการเติบโตของภาคอสังหาริมทรัพย์ และความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกจากเงินหยวนที่อ่อนค่าลง ซึ่งจะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจตั้งแต่ไตรมาส 4 ไปจนถึงไตรมาส 2 ของปีหน้าและ PBoC อาจลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปีหน้าเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง
- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นขยายตัวได้ดีขึ้นในทุกด้าน โดยเฉพาะภาคการผลิตและส่งออก**
เราคาดว่า GDP ปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.0% (จากปีนี้ที่ +0.7%) จากการบริโภค ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ค่าจ้าง 2) เงินเยนที่อ่อนค่า และ 3) นโยบายการคลังซึ่งจะมีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจแทนนโยบายการเงิน
- **เศรษฐกิจไทยพลิกกลับมาขยายตัวในเดือน ส.ค.-ก.ย. จากการส่งออก และจะขยายตัวต่อเนื่องไตรมาส 4**
ซึ่งจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภายในประเทศ โดยเรายังคงประมาณการเศรษฐกิจปีนี้ที่ +3.4% YoY และประเมินว่าบาทจะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ต่อเนื่องจนถึงสิ้นปีหน้า

ผลกระทบจากนายทรัมป์

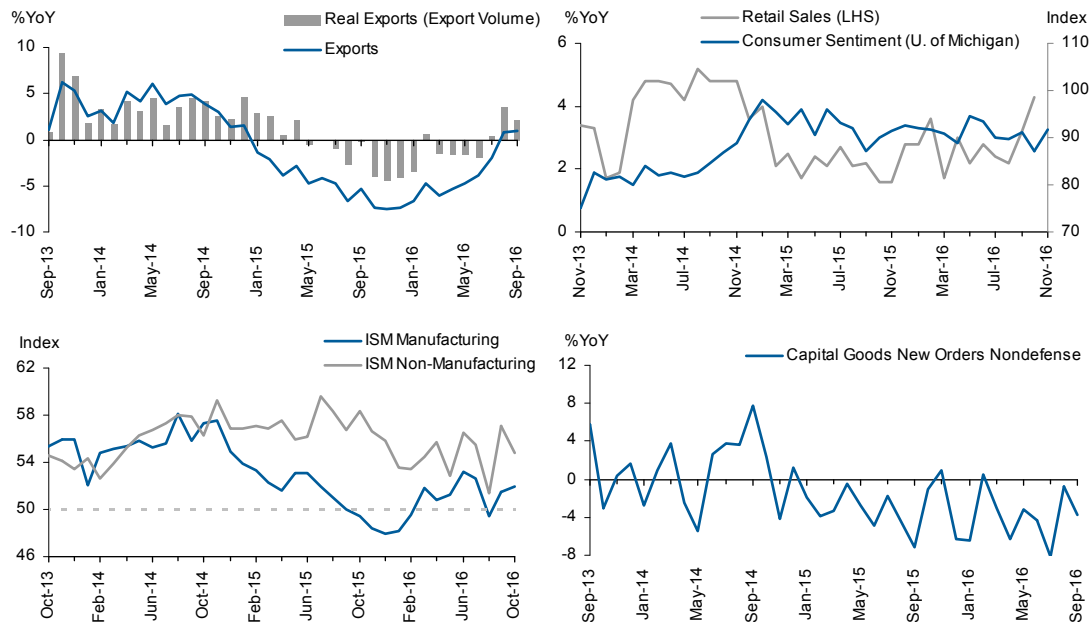
	สหรัฐฯ	ยูโรโซน	จีน	ญี่ปุ่น
การค้าระหว่างประเทศ	● ตามรัฐธรรมนูญ ประธานาธิบดี มีอำนาจถอนตัวออกจากข้อตกลงทางการค้าได้ แต่อาจมีการฟ้องร้องให้ศาลตีความ	● หากส่งออก US ลดลง 10% คาดว่าจะส่งผลให้ GDP ของยูโรโซนลดลงประมาณ -0.2pp โดยของเยอรมนีจะลดลง -0.3pp สเปนและอิตาลีจะลดลง -0.1pp	● อาจเกิดสงครามทางการค้า (Trade War) ระหว่างสหรัฐฯและจีน แต่ทั้งนี้ก็ขึ้นอยู่กับว่าสหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้าจากจีนในระดับที่สูงมากขนาดไหน	● ข้อตกลง TPP อาจยกเลิก
นโยบายการคลัง	● กระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้น ● ลดภาษีรายได้บุคคลธรรมดา และภาษีนิติบุคคล	● การผ่อนคลายนโยบายการคลังเพิ่มเติมเป็นไปได้ยาก ท่ามกลางการเลือกตั้งในปีหน้า แต่อย่างไรก็ดีการใช้จ่ายภาครัฐอาจเพิ่มสูงขึ้น หากพรรคประชานิยมชนะการเลือกตั้ง	● รัฐบาลจะเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลัง โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น เพื่อชดเชยการส่งออกที่จะฟื้นตัวได้ช้า	● นายกรัฐมนตรีชินโซ อาเบะ อาจออกแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม
นโยบายการเงิน	● เรายังคงคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค. และในปี 2017 จะขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้ง ● ส่วนนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริงในช่วงครึ่งหลังของปี 2017 ซึ่งจะทำให้ Fed ต้องเร่งขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้งในปี 2018	● คาดว่า ECB จะขยายระยะเวลาการทำ QE ออกไปอีก จากเดิมที่สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2017	● PBoC อาจลดดอกเบี้ยเพิ่มเติม เพื่อชดเชยผลกระทบทางการค้า และเป็นความเสี่ยงต่อปัญหาฟองสบู่ในตลาดบ้าน ● เงินหยวนมีแนวโน้มอ่อนค่าลงเร็ว เป็น 7.4 และ 8.1 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ	● BoJ อาจลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและ Yield Curve Control ลงอีก -10 bps จากปัจจุบันที่ -0.1% และ 0% ตามลำดับ หากเศรษฐกิจกลับมาชะลอตัว เงินเยนกลับมาแข่งค่าหรือราคาน้ำมันลดลง
อื่นๆ	● เงินเพื่อเพิ่มขึ้นจากราคาสินค้านำเข้าที่มากขึ้น ● ความเสี่ยงจากหนี้ภาครัฐที่อาจเพิ่มขึ้น	● ชัยชนะของนายทรัมป์ อาจเป็นแรงหนุนกระแสพรรคประชานิยมในยุโรป	● ขณะที่สหรัฐฯ หันมาให้ความสำคัญภายในประเทศมากขึ้น จีนอาจขยายอิทธิพลทางเศรษฐกิจในเวทีโลก ผ่านเส้นทางสายไหม (โครงการ One-belt-one-road) และการจัดตั้ง AIDB (Asian Infrastructure Development Bank) ● ความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออก จากเงินหยวนที่มีแนวโน้มอ่อนค่าลงแรง	● เศรษฐกิจอาจชะลอตัวจากการค้าที่มีแนวโน้มอ่อนแอลง

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

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจขยายตัวได้ดีในไตรมาส 3 ซึ่งขยายตัวดีกว่าคาดที่ +2.9% QoQ, saar แต่การบริโภคและการลงทุนภายในประเทศชะลอตัวลง โดยเราคาดว่า GDP ปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +3.0% จากการลงทุนภาคเอกชน และการส่งออก และในปี 2018 จะขยายตัว +3.3% จากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ ทั้งการเพิ่มการใช้จ่าย และการลดภาษี ซึ่งจะทำให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น โดยเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 1 ครั้ง ในเดือน ธ.ค. 2 ครั้งในปีหน้า และ 4 ครั้งในปี 2018

แผนภาพที่ 17: ภาคการผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง การส่งออกยังคงขยายตัว ขณะที่การบริโภคเริ่มฟื้นตัวขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาคการผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง การส่งออกยังคงขยายตัว ขณะที่การบริโภคเริ่มฟื้นตัวขึ้น

การผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (ISM Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. เพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 51.9 จุด และดีกว่าตลาดคาดที่ 51.7 จุด จากการจ้างงานและการผลิตที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับดัชนีฯ ของ Markit ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 1 ปี

ในระยะข้างหน้าเรามองว่าภาคการผลิตจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ เนื่องจาก สัดส่วนสต็อกสินค้าต่อยอดขาย (Inventory to Sale Ratio) เริ่มลดลง แต่ยังอยู่ในระดับที่สูงอยู่

การบริโภคฟื้นตัวขึ้น: ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน พ.ย. เบื้องต้นเพิ่มขึ้น +4.4 จุด สู่ระดับ 91.6 จุด ซึ่งดีกว่าตลาดคาดที่ 87.9 จุดค่อนข้างมาก นอกจากนี้ ยอดค้าปลีก เดือน ต.ค. ขยายตัว +4.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +3.2%YoY

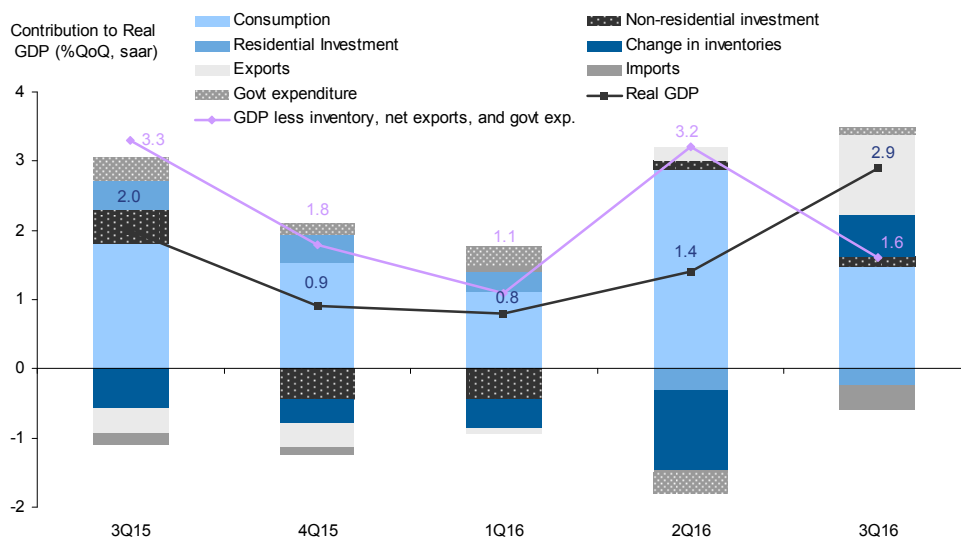
การส่งออกยังคงขยายตัว: มูลค่าส่งออก เดือน ก.ย. ขยายตัว +0.9%YoY ต่อเนื่องจากเดือนก่อนที่ +0.8%YoY และปริมาณการส่งออก (Exports Volume) ขยายตัว +2.1%YoY ลดลงเล็กน้อยจากเดือนก่อนที่ +3.5%YoY

GDP ไตรมาส 3 ขยายตัวดีกว่าคาด จากปัจจัยภายนอกเป็นสำคัญ

GDP ไตรมาส 3/2016 เบื้องต้น ขยายตัว +2.9%QoQ, saar ซึ่งนับเป็นการขยายตัวมากที่สุดตั้งแต่ปี 2014 และดีกว่าตลาดคาดที่ +2.6%QoQ, saar จากไตรมาสก่อนที่ +1.4%QoQ, saar โดยปัจจัยหลักที่หนุน GDP มาจากการส่งออก ซึ่งเพิ่มขึ้นชั่วคราวจากการส่งออกถั่วเหลือง ไปทวีปอเมริกาใต้ที่ประสบภัยน้ำท่วม

อย่างไรก็ดี หากไม่นับรวมการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง การส่งออก นำเข้า และการใช้จ่ายภาครัฐฯ (Final Sales to Private Domestic Purchasers) GDP ซึ่งนับเฉพาะการบริโภค และการลงทุนในประเทศชะลอตัวลงเป็น +1.6%QoQ, saar จากไตรมาสก่อนที่ +3.2%QoQ, saar โดยเราคาดว่า GDP ในไตรมาส 4 อาจชะลอตัวลงเป็น +1.0%QoQsaar จากภาคการผลิตเป็นสำคัญ เนื่องจาก สัดส่วนสต็อกสินค้าต่อยอดขาย (Inventory to Sale Ratio) ยังคงอยู่ในระดับสูง และปริมาณสินค้าคงคลังกลับมาเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3

แผนภาพที่ 18: GDP ไตรมาส 3 ขยายตัวดีกว่าคาด จากปัจจัยภายนอกเป็นสำคัญ



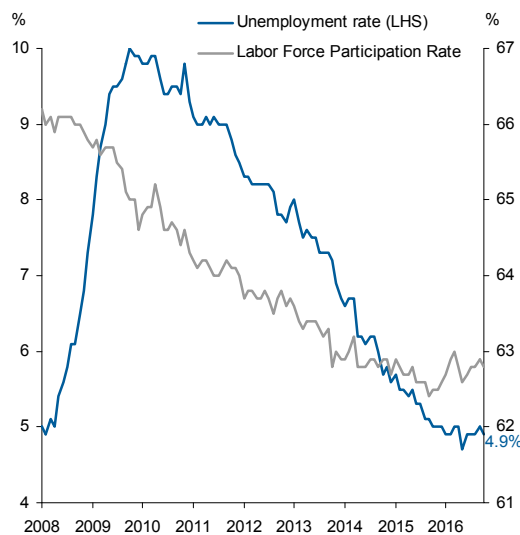
Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดแรงงานที่ยังคงตึงตัว ผลักดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้น

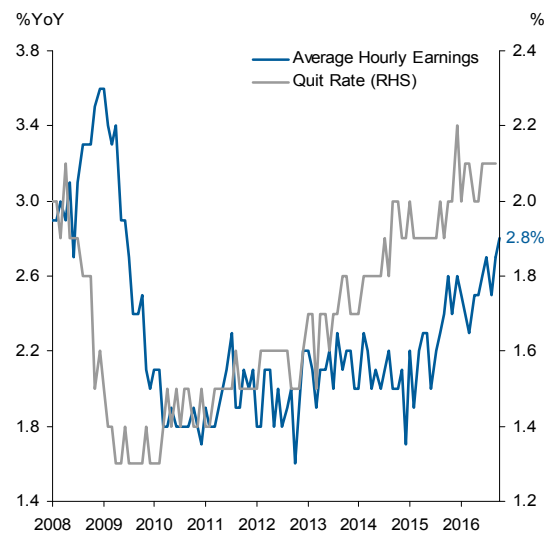
ตลาดแรงงานยังคงตึงตัว โดยอัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เดือน ต.ค. ลดลงเล็กน้อยเป็น 4.9% จากเดือนก่อนที่ +5.0% ในขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (Labour Force Participation Rate) ลดลงเล็กน้อยเป็น 62.8% จากเดือนก่อนที่ 62.9% และสัดส่วนการลาออกโดยสมัครใจของแรงงาน (Quits rate) เดือน ก.ย. ทรงตัวที่ +2.1%

นอกจากนี้ ค่าจ้างแรงงานเพิ่มขึ้น โดยรายได้เฉลี่ยต่อชั่วโมง (Average Hourly Earnings) เดือน ต.ค. ขยายตัว +2.8%YoY ซึ่งเป็นอัตราที่มากที่สุดตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจปี 2009 จากเดือนก่อนที่ +2.7%YoY เนื่องจาก ตลาดแรงงานที่ตึงตัวไปกดดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้น และส่วนหนึ่งมาจากการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างในกิจการพลังงานและการสื่อสารจากผลของพายุเฮอริเคน Matthew ซึ่งทำให้เกิดการซ่อมแซมสาธารณูปโภคพื้นฐาน

แผนภาพที่ 19: อัตราการจ้างงานยังคงอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน เดือน ต.ค. ลดลงเล็กน้อย



แผนภาพที่ 20: รายได้เฉลี่ยต่อชั่วโมง เดือน ต.ค. เพิ่มขึ้นในอัตราใกล้เคียงกับหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2009 ขณะที่สัดส่วนการลาออกโดยสมัครใจของแรงงานไม่เปลี่ยนแปลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นโยบายที่สำคัญของว่าที่ประธานาธิบดี ทรัมป์

นายโดนัลด์ ทรัมป์ ว่าที่ประธานาธิบดีคนใหม่จากพรรค Republican จะขึ้นรับการแต่งตั้งเป็นประธานาธิบดีในวันที่ 20 ม.ค. 2017 ต่อจากประธานาธิบดีบารัค โอบามา (พรรค Democrat) ประธานาธิบดีคนปัจจุบัน พร้อมกันนี้ในการเลือกตั้งที่ผ่านมา พรรค Republican ยังคงครองเสียงส่วนมากทั้งในสภาล่าง (House of Representatives) และสภานบน (Senate) ทำให้มีอำนาจทั้งทางการบริหารและนิติบัญญัติ ซึ่งจะส่งผลให้การผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณต่างๆ เป็นไปอย่างรวดเร็ว โดยนายทรัมป์มีนโยบายที่สำคัญ ดังนี้

1) ภาษี: ลดภาษีทั้งนิติบุคคลและรายได้บุคคลธรรมดา

นายทรัมป์เสนอให้กระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลดภาษี ดังนี้

● ภาษีบุคคลธรรมดา

- ภาษีรายได้บุคคลธรรมดา (Individual Tax) ลดลงจากปัจจุบัน 39.6% เป็น 33%
- ยกเลิกภาษี Net Investment Tax หรือ ภาษี 3.8% ของกำไรจากการซื้อขายหุ้น พันธบัตร และกองทุน (Mutual Funds) สำหรับผู้มีรายได้มากกว่า 200,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นภาษีส่วนเพิ่ม (Surtax) เข้าโครงการประกันสุขภาพ Obamacare เพิ่มเติมจากภาษีปกติที่แบ่งจ่ายกันคนละครึ่งระหว่างนายจ้างและลูกจ้าง (Medicare Payroll Tax 2.9%)

● ภาษีธุรกิจ

- ภาษีนิติบุคคล (Corporate Tax) ลดลงจากปัจจุบัน 35% เหลือ 15% โดยตลาดคาดว่าน่าจะลดได้จริงเหลือ 20-25% ซึ่งจะเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันกับประเทศอื่นได้ดีขึ้นเนื่องจาก ค่าเฉลี่ยของโลก (ถ่วงน้ำหนักตาม GDP) อยู่ที่ 29.5%
- ภาษีอัตราพิเศษครั้งเดียว 10% สำหรับบริษัทที่นำกำไรที่เกิดขึ้นนอกประเทศกลับเข้ามาในประเทศ (Repatriation Tax) เพื่อส่งเสริมให้เกิดการลงทุนและการจ้างงานในอนาคต ซึ่งคาดว่าจะทำให้มีเงินกำไรนำกลับประเทศประมาณ 1-3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

นโยบายดังกล่าวจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการบริโภค และการลงทุนที่มากขึ้น แต่การลดภาษียังต่ำเกินไปก็อาจเป็นการเพิ่มหนี้ภาครัฐ และเป็นความเสี่ยงต่อฐานะการคลัง ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นในอนาคต

2) กลุ่มบริษัทประกันสุขภาพ: อาจเสียผลประโยชน์จากนายทรัมป์

นายทรัมป์ มีความเห็นให้ยกเลิกประกันสุขภาพ Affordable Care Act (2010) หรือ Obamacare ซึ่งกำหนดให้ประชาชนทุกคนต้องมีประกันสุขภาพ (Medicare หรือ Medicaid) เนื่องจาก ค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพคิดเป็นสัดส่วนที่สูงต่องบประมาณรายจ่าย (30%) และมีประชากรบางส่วนที่ทำประกันกับบริษัทเอกชนอยู่แล้ว ทำให้เกิดการซ้ำซ้อน อย่างไรก็ดี หลังได้รับเลือกตั้งนายทรัมป์ กล่าวว่าอาจแก้ไข Obamacare บางส่วนเท่านั้น

3) กลุ่มบริษัทฯ: ได้ผลประโยชน์ทางอ้อมจากนายทรัมป์

บริษัทฯ ได้รับประโยชน์ทางอ้อม เนื่องจากก่อนหน้านี้ราคาหุ้นกลุ่มบริษัทฯลดลงมากจากนโยบายควบคุมรายจ่ายของนางคลินตัน

4) การค้าระหว่างประเทศ: นายทรัมป์ มีอำนาจลดการนำเข้าสินค้าได้ทันที

นายทรัมป์ เน้นนโยบายกีดกันทางการค้า ได้แก่ การเพิ่มภาษีศุลกากร และภาษีนำเข้าสินค้า โดยเฉพาะจากจีน และเสนอให้จัดการเจรจาข้อตกลงทางการค้าทั้ง NAFTA (North American Free Trade Agreement) และ WTO (World Trade Organization) ใหม่อีกครั้ง ซึ่งหากไม่สามารถลดการนำเข้าสินค้าจากจีนได้ สหรัฐฯ จะถอนตัวออกจากความเป็นประเทศสมาชิกใน WTO

นโยบายดังกล่าวนับเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อเศรษฐกิจโลก และมีความเป็นไปได้สูงที่นโยบายดังกล่าวจะเกิดขึ้นเนื่องจากกฎหมายให้อำนาจประธานาธิบดีในการเจรจาข้อตกลงทางการค้าหรือถอนตัวออกจากข้อตกลงได้ นอกจากนี้ Trade Act (1974) ให้อำนาจประธานาธิบดีกำหนดโควตานำเข้าสินค้า และ/หรือภาษีนำเข้าสินค้าได้ ซึ่งต้องไม่เกิน 15% และเป็นเวลาไม่เกิน 150 วัน โดยไม่ต้องผ่านมติสภา

ด้านข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก หรือ TPP ซึ่งกำลังอยู่ในขั้นตอนรอความเห็นชอบจากสภา Congress มีแนวโน้มที่จะถูกเลื่อนออกไปอย่างไม่มีกำหนด เนื่องจากประธานสภาได้ออกมากล่าวว่าจะไม่นำเรื่องดังกล่าวเข้าพิจารณาในช่วงที่ประธานาธิบดี Obama ยังรักษาการในตำแหน่ง แต่จะให้ประธานาธิบดีทรัมป์ ซึ่งแสดงจุดยืนต่อต้าน TPP มาตลอดมาพิจารณาข้อตกลงดังกล่าวต่อไป

5) ภาคราชการ: กฎข้อบังคับในกลุ่มธนาคารจะผ่อนคลายขึ้น

นายทรัมป์ ต้องการยกเลิก Dodd-Frank Act (2010) ซึ่งเป็น กฎหมายควบคุมการทำงานและเพิ่มกฎเกณฑ์ของสถาบันการเงินที่มีขนาดใหญ่มาก (“too big to fail”) เพื่อป้องกันวิกฤตเศรษฐกิจเช่นเดียวกับปี 2008 เนื่องจากนายทรัมป์ เห็นว่า Dodd-Frank ทำให้ธนาคารปล่อยสินเชื่อลดลง อย่างไรก็ตามจำนวนความเสี่ยงในสภากาอาจไม่เพียงพอให้นายทรัมป์ ยกเลิกได้ (ต้องการ 60 เสียงจากสภามันเพื่อยกเลิก) ทำให้นายทรัมป์ อาจทำได้เพียงผ่อนคลายกฎบางส่วน

โดยหากยกเลิกได้ พรรค Republican อาจสนับสนุนให้นำ Glass-Steagall Act (1933-1999) กลับมาใช้ หรือ กฎหมายที่ออกมาเพื่อแยกธนาคารพาณิชย์ (Commercial bank) ออกจากธนาคารที่สามารถออกตราสารได้ (Investment bank)

อย่างไรก็ดี นาย ไมค์ เพนส์ ว่าที่รองประธานาธิบดี และนายเจบ เอ็นเซอร์ลิงค์ สมาชิกสภาล่าง ประธานฝ่ายดูแลกลุ่มบริการทางการเงิน (House Financial Services Chairman) อาจเสนอให้ยกเลิกการ Bail-out หรือ การเข้าช่วยเหลือของภาครัฐฯ เมื่อบริษัทประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันกลุ่มธนาคารในระยะข้างหน้า

6) น้ำมันและถ่านหิน: จะสามารถขุดเจาะได้มากขึ้น ซึ่งอาจกดดันราคาน้ำมันในระยะข้างหน้า

นายทรัมป์ สนับสนุนการผลิตน้ำมันและก๊าซ โดยจะยกเลิกกฎเกณฑ์ที่ออกไปแล้ว และสนับสนุนให้มีการขุดเจาะในพื้นที่รัฐ (Federal Lands) โดยนายทรัมป์ สามารถอนุญาตให้บริษัทกลับมาขุดเจาะน้ำมันในพื้นที่สัมปทานแถบชายฝั่งตะวันออกของสหรัฐฯ (Atlantic Coast) หลังจากที่ยกเลิกก่อนหน้านี้ ประธานาธิบดีโอบามา ได้ประกาศยกเลิกไป ในเดือน มี.ค. 2016

นอกจากนี้ พรรค Republican มีความเห็นสนับสนุนเช่นเดียวกับนายทรัมป์ โดยจะให้มีการสำรวจและขุดเจาะน้ำมันแถบชายฝั่งสหรัฐฯ (Outer Continental Shelf) ซึ่งประกอบด้วยชายฝั่งแอตแลนติก อ่าวเม็กซิโก อลาสกา และแปซิฟิก ซึ่งในปัจจุบันมีเพียงชายฝั่งอ่าวเม็กซิโกบางส่วนที่สามารถขุดเจาะได้ (คิดเป็น 3% ของพื้นที่ชายฝั่ง) ขณะที่ชายฝั่งอ่าวเม็กซิโกตะวันออกถูกระงับการขุดเจาะชั่วคราวจนถึงปี 2022

แผนภาพที่ 21: ชายฝั่งที่อนุญาตให้ขุดเจาะน้ำมันได้มีเพียงชายฝั่งอ่าวเม็กซิโกบางส่วน (คิดเป็น 3% ของพื้นที่ชายฝั่ง)



Source: Institute for Energy Research

แผนภาพที่ 22: นโยบายของนายทรัมป์ เป็นผลดีต่อการใช้จ่ายเพื่อป้องกันประเทศ บริษัทฯ การผลิตน้ำมันและแก๊ส แต่ส่งผลกระทบต่อบริษัทประกันสุขภาพและร้านจำหน่ายสินค้าราคาถูก (Discount retailers)

กลุ่มกิจการที่จะได้ประโยชน์	นโยบาย	กลุ่มกิจการที่อาจเสียประโยชน์	นโยบาย
ผู้ผลิตอาวุธให้ภาครัฐฯ	เพิ่มการใช้จ่ายเพื่อป้องกันประเทศ	ร้านจำหน่ายสินค้าราคาถูก	ลดการค้ากับประเทศจีน
ธนาคารทั้งหมด	ยกเลิก Dodd-Frank (กฎหมายที่ออกมาเพื่อป้องกันวิกฤตเศรษฐกิจเช่นเดียวกับปี 2008 โดยการตรวจสอบการทำงานของบริษัทที่มีขนาดใหญ่มาก "too big to fail")	บริษัทที่จ้างพนักงานต่างชาติ	ส่งผู้อพยพเข้ามาแบบผิดกฎหมายกลับประเทศ และยกเลิกวีซ่า H-1B
ก่อสร้างและวัสดุ	สร้างกำแพงกันชายแดนเม็กซิโก	บริษัทประกันสุขภาพ	ยกเลิก Obamacare
โรงงานผู้ผลิต	ลดการนำเข้าสินค้าจากประเทศจีนและเม็กซิโก	การท่องเที่ยว	ทำที่ที่ต้องการลดผู้อพยพ
ผู้ผลิตน้ำมันและแก๊ส	อนุญาตให้ขุดเจาะน้ำมันในพื้นที่ Outer Continental Shelf ได้		

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 23: นายทรัมป์ มีอำนาจที่จะตั้งโควต้า และเพิ่มภาษีได้โดยไม่ต้องผ่านสภา

	นโยบาย	ต้อง / ไม่ต้องผ่านสภา	ผลที่คาด
ภาษี	ลดภาษี: รายได้บุคคลธรรมดา ลงจากปัจจุบันที่ 39.6% เป็น 33% ภาษีนิติบุคคล ลงจากปัจจุบันที่ 35% เป็น 15%	ต้อง	ผ่าน
การใช้จ่าย	สร้างกำแพงกันชายแดนเม็กซิโก	ต้อง	ไม่ผ่าน
การค้า	เพิ่มภาษีอากรนำเข้าสินค้าจีน	ไม่ต้อง	-
	ขึ้นภาษีศุลกากร	ไม่ต้อง	-
	เจรจาข้อตกลงทางการค้า NAFTA ใหม่ และอาจถอนตัวออกจาก WTO	ไม่ต้อง	-
ประกันสุขภาพ	ยกเลิก Obamacare	ต้อง	ผ่าน
กฎในตลาดการเงิน	ยกเลิก Dodd-Frank (กฎหมายที่ออกมาเพื่อตรวจสอบการทำงานของบริษัทที่มีขนาดใหญ่มาก "too big to fail")	ต้อง	ผ่าน
พลังงาน	อนุญาตให้ขุดเจาะน้ำมันในพื้นที่ Outer Continental Shelf ได้	ต้อง	ผ่าน

Note: ประธานาธิบดีมีอำนาจตั้งโควต้า และ/หรือ เพิ่มภาษีนำเข้าได้ไม่เกิน 15% (ในระยะเวลา 150 วัน)

Source: Bloomberg, Election Projection, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบของนโยบายต่อภาพรวมเศรษฐกิจ

นโยบายของนายทรัมป์ มีแนวโน้มกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้นจากปัจจุบัน และอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในประเทศ ดังนี้

1) อัตราดอกเบี้ยอาจปรับขึ้นเร็ว ตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของนายทรัมป์

นโยบายของนายทรัมป์ ที่เน้นกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้นจากปัจจุบัน อาจส่งผลให้รัฐต้องออกพันธบัตรเพิ่มขึ้น และงบประมาณขาดดุลมากขึ้น ทำให้การคาดการณ์อุปทานและผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ นายทรัมป์ อาจเสนอให้เปลี่ยนประธาน Fed นางเจเน็ต เยลเลน ซึ่งมีกำหนดหมดวาระดำรงตำแหน่งในปี 2018 เนื่องจากนางเยลเลนถูกเสนอขึ้นเป็นประธาน Fed ในสมัยของประธานาธิบดีโอบามา นายทรัมป์จึงอาจต้องการคนที่มีความเห็นสอดคล้องกับพรรคตน ในการกำหนดทิศทางนโยบายการเงิน

2) เงินดอลลาร์สหรัฐฯ อาจแข็งค่า และมีความผันผวนมากขึ้น

ทิศทางการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ที่อาจเร็วขึ้น จะส่งผลให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ขณะที่ความไม่แน่นอนจากความเป็นไปได้ที่จะผ่านร่างกฎหมาย และงบประมาณ รวมถึงนโยบายการค้าและการเมืองระหว่างประเทศ อาจส่งผลให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ ผันผวนมากขึ้น

3) เงินเฟ้ออาจสูงขึ้น

ราคาสินค้าภายในประเทศอาจแพงขึ้น ส่งผลให้เงินเฟ้อสูงขึ้น จาก 1) การเพิ่มภาษีสินค้านำเข้า 2) การลดการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศ โดยเฉพาะจากจีน ที่มีต้นทุนการผลิตสินค้าสูงกว่า และ 3) การกลับมาผลิตสินค้าจะทำให้ตลาดแรงงานที่ตึงตัวอยู่แล้ว มีอัตราการว่างงานลดลงอีก ซึ่งจะผลักดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 24: เงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าต่อ ตามการคาดการณ์ขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

	ผลกระทบ
อัตราดอกเบี้ย	- งบประมาณอาจขาดดุลมากขึ้น ส่งผลให้การคาดการณ์อุปทานและผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้น - อาจเปลี่ยนประธาน Fed เมื่อหมดวาระปี 2018 (ซึ่งจะ Hawkish มากขึ้น)
ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ	แข็งค่า (และมีความผันผวนมากขึ้น)
เงินเฟ้อ	- ภาษีสินค้านำเข้าสูงขึ้น - ราคาสินค้าและการคาดการณ์เงินเฟ้อสูงขึ้น

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

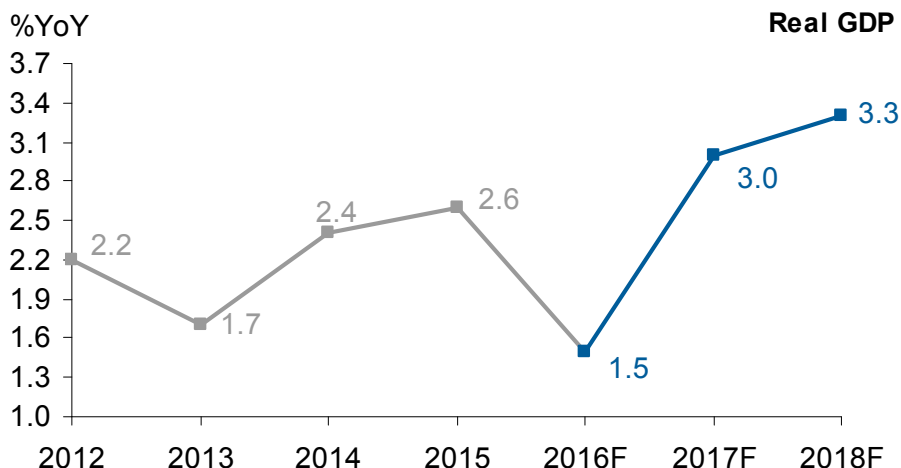
เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +3.0% และปี 2018 จะขยายตัว +3.3%

เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะขยายตัว +3.0% เพิ่มขึ้นจากคาดการณ์ปีนี้ที่ +1.5% จากการลงทุนภาคเอกชน และการส่งออกเป็นสำคัญ และในปี 2018 จะขยายตัว +3.3% จากการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่นำส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริงในช่วงครึ่งหลังของปี 2017

ปัจจัยที่จะทำให้การลงทุนภาคเอกชนผลักดันเศรษฐกิจในปีหน้ามี ดังนี้ 1) กำไรบริษัทที่ฟื้นตัวขึ้น 2) การลงทุนในภาคการสำรวจและผลิตปิโตรเลียม ซึ่งเป็นปัจจัยจุดที่สำคัญต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ มาตั้งแต่ปี 2015 เริ่มฟื้นตัวขึ้นตามราคาน้ำมัน และ 3) การลงทุนจะเริ่มฟื้นตัวอย่างชัดเจนขึ้น ตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดีคนใหม่ เช่น การลดภาษีนิติบุคคล และการลดกฎเกณฑ์ ข้อบังคับในหลายอุตสาหกรรม

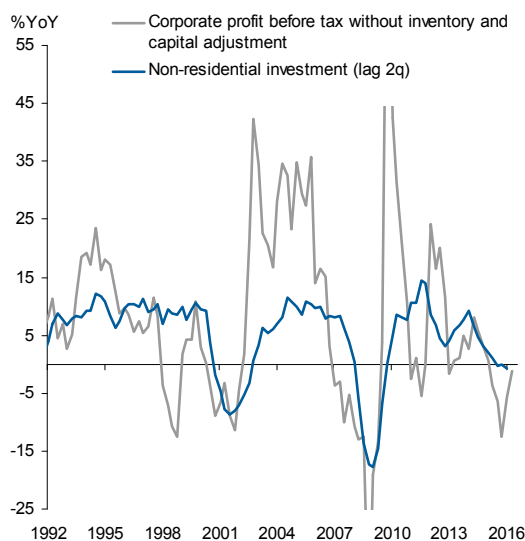
ส่วนการส่งออกในปีหน้าจะยังได้รับประโยชน์จากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่กลับมาอ่อนค่าในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี 2016

แผนภาพที่ 25: เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะขยายตัว +3.0% และจะเร่งตัวขึ้นเป็น +3.3% ในปี 2018

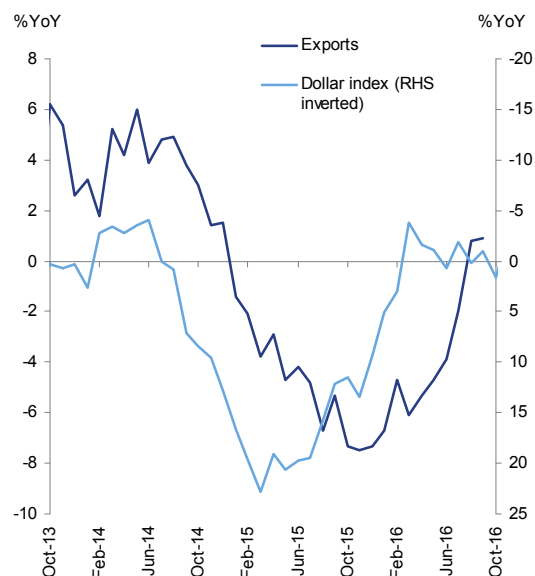


Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 26: การลงทุนภาคเอกชนอาจฟื้นตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของกำไรบริษัท



แผนภาพที่ 27: การส่งออกได้รับประโยชน์จากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่าในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี 2016



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

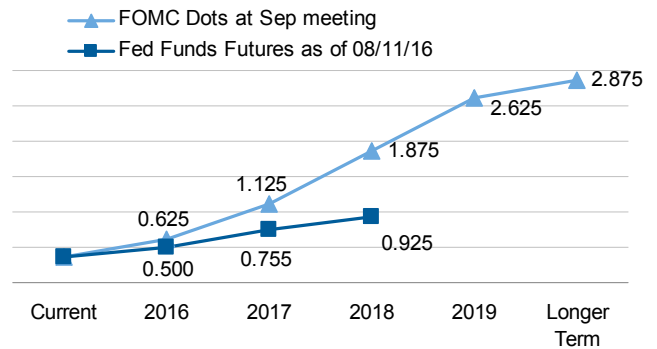
นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของนายทรัมป์ จะเป็นปัจจัยเร่งให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ย

เรายังคงมองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยได้ 1 ครั้งในเดือน ธ.ค. และ 2 ครั้งในปีหน้า ส่วนนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของนายทรัมป์ จะกดดันให้ Fed เร่งขึ้นดอกเบี้ยในปี 2018 4 ครั้ง เนื่องจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจน่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริงในช่วงครึ่งหลังของปี 2017

ทั้งนี้ คณะกรรมการ Fed หลายท่านมีความเห็นสอดคล้องที่จะเร่งขึ้นดอกเบี้ย โดยนายสแตนลีย์ ฟิชเชอร์ (รองประธาน Fed) นายอีริก โรเซนเกร็น (ประธาน Fed สาขา Boston) และนายเจฟฟรีย์ แล็กเกอร์ (ประธาน Fed สาขา Richmond) กล่าวหลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีว่า นโยบายของนายทรัมป์ ที่อาจกระตุ้นเศรษฐกิจมากกว่าปัจจุบัน อาจทำให้ Fed ต้องเร่งขึ้นดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 28 : คณะกรรมการ Fed ชุดใหม่อาจมีท่าที Dovish มากขึ้น โดยเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีหน้าเท่ากับการคาดการณ์ของ Fed

Committee Members	
Chair (term end in Feb 2018)	Janet L. Yellen
Vice Chairman & New York	William C. Dudley
Board of Governors	Lael Brainard
	Stanley Fischer
	Jerome H. Powell
	Daniel K. Tarullo



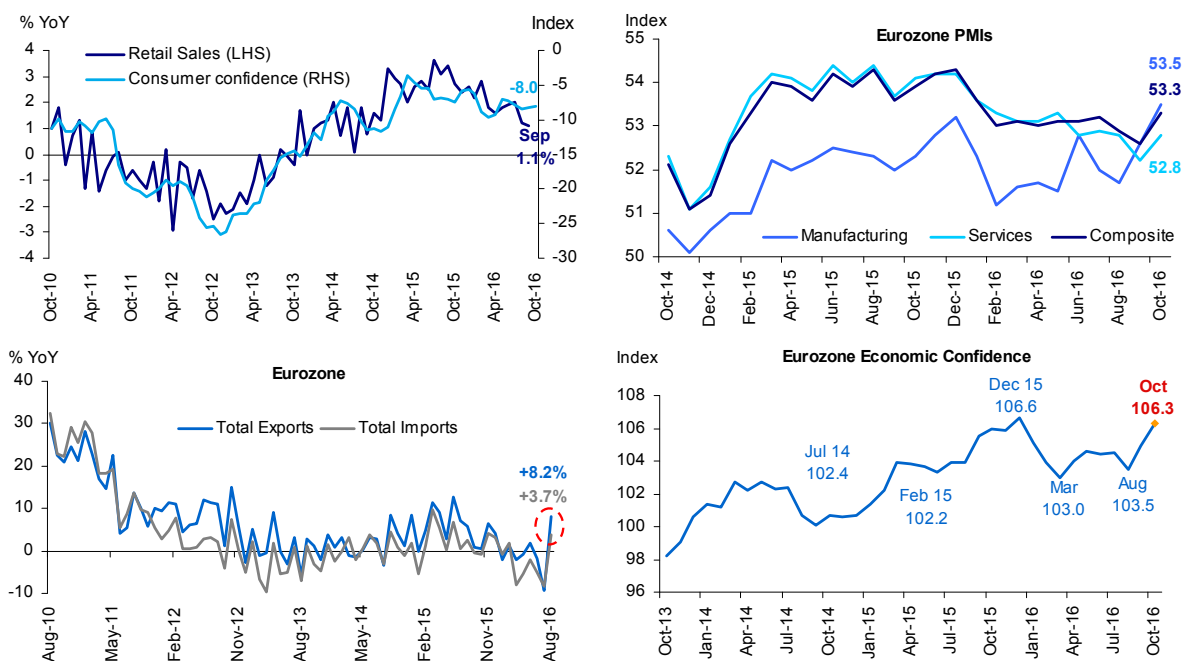
Alternative Members				
2016		ออกเสียงให้ขึ้นดอกเบี้ย	2017	
St. Louis	James Bullard	0 จาก 7 การประชุม	Chicago	Charles L. Evans
Kansas City	Esther L. George	5 จาก 7 การประชุม	Philadelphia	Patrick Harker
Cleveland	Loretta J. Mester	2 จาก 7 การประชุม	Dallas	Robert S. Kaplan
Boston	Eric Rosengren	1 จาก 7 การประชุม	Minneapolis	Neel Kashkari

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

เศรษฐกิจยุโรป

เรามองว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนจะเป็นไปอย่างช้าๆ จากปัจจัยเสี่ยงที่มีอยู่จนถึงปลายปี 2017 ได้แก่ 1) การเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อที่ส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของผู้บริโภคด้านการใช้จ่าย 2) การปล่อยสินเชื่อที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง 3) โอกาสในการผ่อนคลายนโยบายการคลังเพื่อหนุนเศรษฐกิจมีค่อนข้างจำกัด และ 4) ความไม่แน่นอนทางการเมือง เช่น การทำประชามติของอิตาลีในวันที่ 4 ธ.ค.นี้ การเจรจา Brexit ซึ่งจะเริ่มต้นในเดือน มี.ค. 2017 และการเลือกตั้งทั่วไปในปี 2017 ในหลายประเทศ

แผนภาพที่ 29: ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นหลายตัวกลับมาเพิ่มขึ้นในเดือน ก.ย.-ต.ค. แต่ยอดค้าปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรมยังคงอ่อนแอ



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

ภาพรวมเศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างช้าๆ

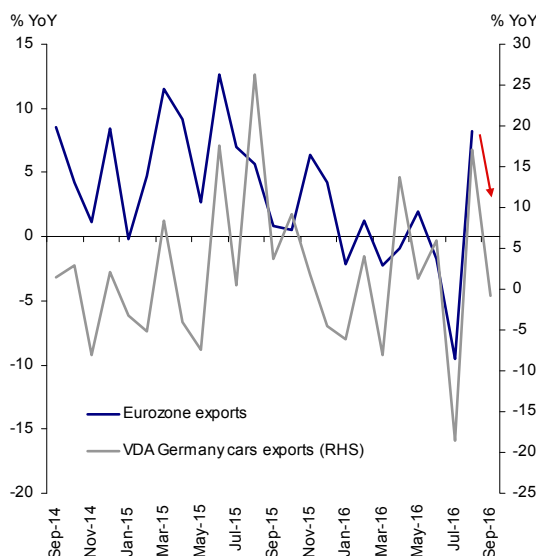
เศรษฐกิจไตรมาส 3 ขยายตัว +0.3% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อนและตลาดคาด โดยดัชนีความเชื่อมั่นได้ปรับเพิ่มขึ้นในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค.ส่งสัญญาณการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

- ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ต.ค.เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน ธ.ค. 2015 ที่ 106.3 จุด และดีกว่าตลาดคาดที่จะลดลงเป็น 104.9 จุด ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 อยู่ที่ -8.0 จุด
 - ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน ต.ค. ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 9 เดือนที่ 53.3 จุด จากการปรับเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งของภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ที่ดัชนีฯ เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน ม.ค. 2014 ที่ 53.5 จุด ส่วนภาคบริการ (Service PMI) ดัชนีฯ เพิ่มขึ้นและอยู่ในระดับที่ดีที่ 52.8 จุดหนุนโดยดัชนีฯ ของเยอรมนีที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก +3.3 จุด เป็น 54.2 จุด
- อย่างไรก็ดี ตัวเลขเศรษฐกิจจริงยังคงอ่อนแอและการฟื้นตัวคาดว่าจะเป็นอย่างช้าๆ โดย:

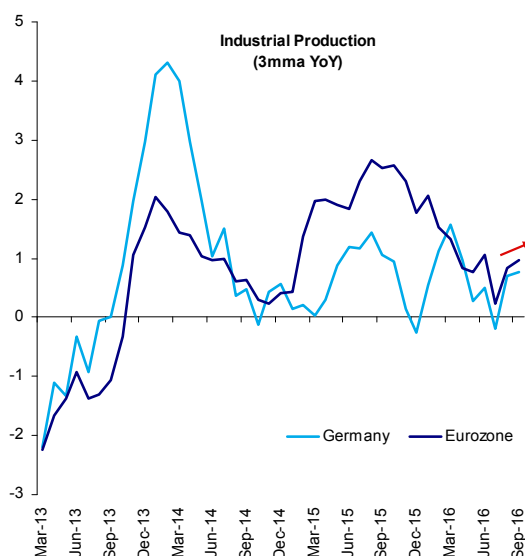
- ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ชะลอตัวลงเป็น +1.1% YoY จาก +1.2% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับแต่เดือน ก.ย. 2014 จากการชะลอตัวลงแรงของสินค้ากลุ่มอุปโภค (Non-food Products) ที่ชะลอตัวลงเป็น +0.4% YoY (vs. +2.0% เดือนก่อน) โดยเราคาดว่า การบริโภคซึ่งเป็นกำลังหลักของเศรษฐกิจจะอ่อนกำลังลงต่อในระยะข้างหน้าจากเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น (+0.5% YoY เดือน ต.ค.) และส่งผลต่อกำลังซื้อ กอปรกับความเสี่ยงทางการเมืองที่มีอยู่จะชะลอการใช้จ่าย
- ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ย. พลิกกลับมาหดตัว -0.8% MoM จากที่ขยายตัวแรง +1.8% MoM ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าที่คาดที่ -1.0% MoM โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการขยายตัวแรงในเดือนก่อนหน้าจากผลของปัจจัยชั่วคราวตามจำนวนวันทำการที่เพิ่มขึ้น

เรามองว่าผลผลิตภาคอุตสาหกรรมมีแนวโน้มฟื้นตัวในระยะข้างหน้า จากดัชนีความเชื่อมั่นภาคการผลิตที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวจากทั้ง ดัชนี PMI ภาคการผลิตและดัชนี IFO ภาคอุตสาหกรรมของเยอรมนีที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง 2 เดือน แต่อย่างไรก็ดี การฟื้นตัวอาจได้รับแรงกดดันจากความเสี่ยงทางการเมืองที่มีอยู่ทั้งปลายปีนี้และปี 2017

แผนภาพที่ 30: ส่งออกที่เร่งตัวขึ้นในเดือน ส.ค.คาดเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น จากยอดส่งออกรถยนต์ของเยอรมนีที่เร่งตัวขึ้นแรง



แผนภาพที่ 31: ความเชื่อมั่นภาคการผลิตปรับดีขึ้น แต่ตัวเลขผลผลิตภาคอุตสาหกรรมยังคงชี้ภาคการผลิตจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ



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

- ภาคต่างประเทศฟื้นตัวขึ้นในเดือน ส.ค. โดยทั้งการส่งออก (Exports) และการนำเข้า (Imports) พลิกกลับมาขยายตัว +8.2% YoY (vs. -9.5% เดือนก่อน) และ +3.7% YoY (vs. -8.3% เดือนก่อน) ตามลำดับ แต่เรามองว่าการขยายตัวดีนี้จะเพียงชั่วคราวเท่านั้น เนื่องจากยอดส่งออกรถยนต์ของเยอรมนีที่เร่งตัวขึ้นแรงนั้น (+17.0% YoY vs. -18.5% YoY เดือน ก.ค.) ในเดือน ก.ย. ก็ได้พลิกกลับมาหดตัว -0.8% YoY

ความไม่แน่นอนทางการเมืองและภาคธนาคารที่อ่อนแอกดดันการขยายตัวของสินเชื่อ

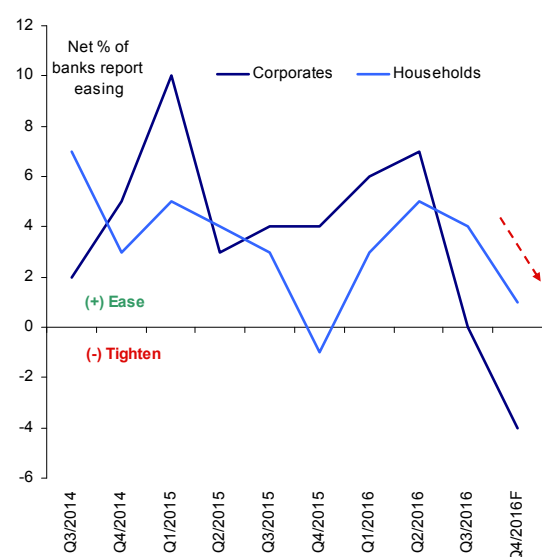
ยอดปล่อยสินเชื่อของภาคธนาคารเดือน ก.ย. ทรงตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 โดยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +1.8% YoY และสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporate) ขยายตัว +1.9% YoY ยอดปล่อยสินเชื่อที่ทรงตัวนี้ สอดคล้องกับผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อจัดทำโดยธนาคารกลางยุโรป (ECB Bank Lending Survey) ในไตรมาส 3/2016 ซึ่งชี้ว่าธนาคารส่วนใหญ่เข้มงวดมากขึ้นในการปล่อยสินเชื่อ โดยเฉพาะในส่วนของภาคธุรกิจ

เราคาดว่า การปล่อยสินเชื่อในระยะข้างหน้าจะชะลอตัวลง เนื่องจาก 1) ความอ่อนแอของภาคธนาคาร ทั้งจากผลกำไรที่ลดลงและราคาหุ้นที่ต่ำ จะกดดันความสามารถในการปล่อยสินเชื่อ 2) ผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อระบุว่าธนาคารส่วนใหญ่จะเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อในไตรมาส 4 และ 3) ความเสี่ยงทางการเมืองที่มีอยู่ในปลายปีและปี 2017 ทั้งจาก Brexit และการเลือกตั้งในประเทศหลัก ได้แก่ เนเธอร์แลนด์ เยอรมนี และฝรั่งเศสในปีหน้า คาดว่าจะส่งผลให้ความต้องการสินเชื่อในระยะข้างหน้าลดลง

แผนภาพที่ 32: การปล่อยสินเชื่อเดือน ก.ย. ทรงตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 และมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า



แผนภาพที่ 33: ธนาคารส่วนใหญ่คาดว่าจะเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อไตรมาส 4



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

คาดการณ์ธุรกิจปี 2017 จะชะลอตัวลงจากการการบริโภคและการลงทุน

เราคาดการณ์ธุรกิจปี 2017 จะชะลอตัวลงเป็น +1.1% YoY จาก +1.6% YoY ในปีนี้ จาก 5 ปัจจัย ได้แก่

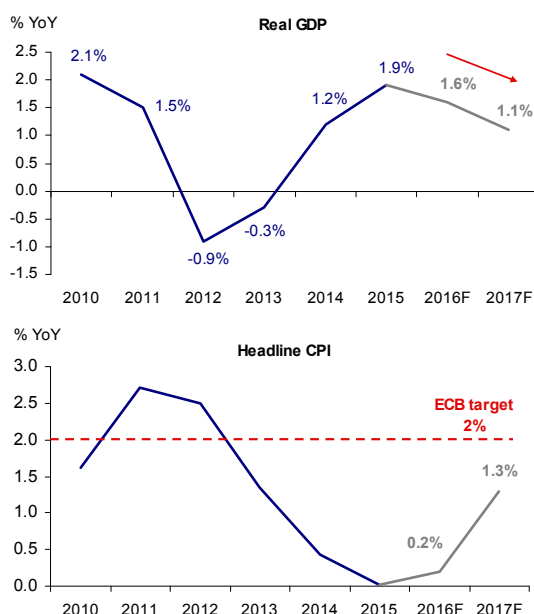
- 1) การบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นกำลังหลักของเศรษฐกิจ (55% ของ GDP) มีแนวโน้มชะลอตัวลง จากการเร่งตัวของเงินเฟ้อ (คาดการณ์เงินเฟ้อปี 2017 จะเร่งตัวขึ้นเป็น 1.3% YoY จากราคาน้ำมันที่เริ่มฟื้นตัว) จะส่งผลต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค และความเสี่ยงทางการเมืองที่ส่งผลให้ผู้บริโภคชะลอการใช้จ่าย
- 2) การลงทุนที่จะยังคงอ่อนแอ จากแรงกดดันจากความเสี่ยงทางการเมือง
- 3) ภาคต่างประเทศที่อ่อนแอ โดยการส่งออก (46% ของ GDP) คาดว่าจะได้รับผลกระทบระยะ โดยเฉพาะหลังจากอังกฤษซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักของกลุ่ม (13.3% ของส่งออกทั้งหมด) ได้ประกาศใช้มาตรา 50 ของสนธิสัญญา Lisbon เพื่อเริ่มต้นกระบวนการออกจาก EU และเริ่มต้นเจรจาทางการค้าใหม่อย่างเป็นทางการในช่วงต้นปี

2017 กอปรกับเงินปอนด์ที่อ่อนค่าลงจะกดดันความต้องการสินค้า และ ความไม่แน่นอนของนโยบายทางการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักอีกแห่ง (13.2% ของส่งออกทั้งหมด) ภายหลังกาย โดนัล ทรัมป์ ซึ่งมีแนวคิดต่อต้านการค้าระหว่างประเทศได้ก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดี

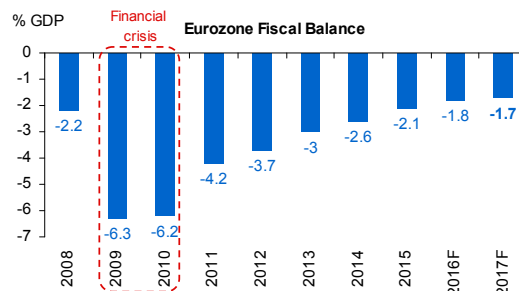
4) ความอ่อนแอของภาคธนาคารซึ่งจะกดดันความสามารถในการปล่อยสินเชื่อ และส่งผลให้การส่งผ่านนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB เป็นไปอย่างไม่เต็มประสิทธิภาพ

5) การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลัง (Fiscal) คาดว่าจะทำได้ยาก จากสภาพแวดล้อมที่เต็มไปด้วยความเสี่ยงทางการเมือง กอปรกับการใช้จ่ายเกี่ยวกับผู้อพยพ (Refugee-related Spending) ที่มีแนวโน้มลดลงในปี 2017 โดย DB มองว่ายุโรปจะขาดดุลทางการคลังลดลงเป็น 1.7% ของ GDP ในปี 2017 (vs. คาดปี 2016 ขาดดุล 1.8% ของ GDP) อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายภาครัฐอาจสูงขึ้น หากพรรคประชานิยม (Populist Parties) ในประเทศหลักชนะการเลือกตั้งและได้เข้ามาเป็นรัฐบาล

แผนภาพที่ 34: DB คาด GDP ปี 2017 จะชะลอตัวลงเป็น +1.1% YoY ขณะที่เงินเพื่อคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.3% YoY



แผนภาพที่ 35: เราคาดว่ายุโรปจะขาดดุลการคลังลดลงในปี 2017 ท่ามกลางการเลือกตั้งของประเทศหลักต่างๆ และค่าใช้จ่ายผู้ลี้ภัยที่คาดว่าจะลดลง



- DB projected less fiscal push due to uncoordinated government policies amid busy political calendar next year
- Refugee-related spending likely fall next year
- However, fiscal easing may increase if populist parties win elections in core countries

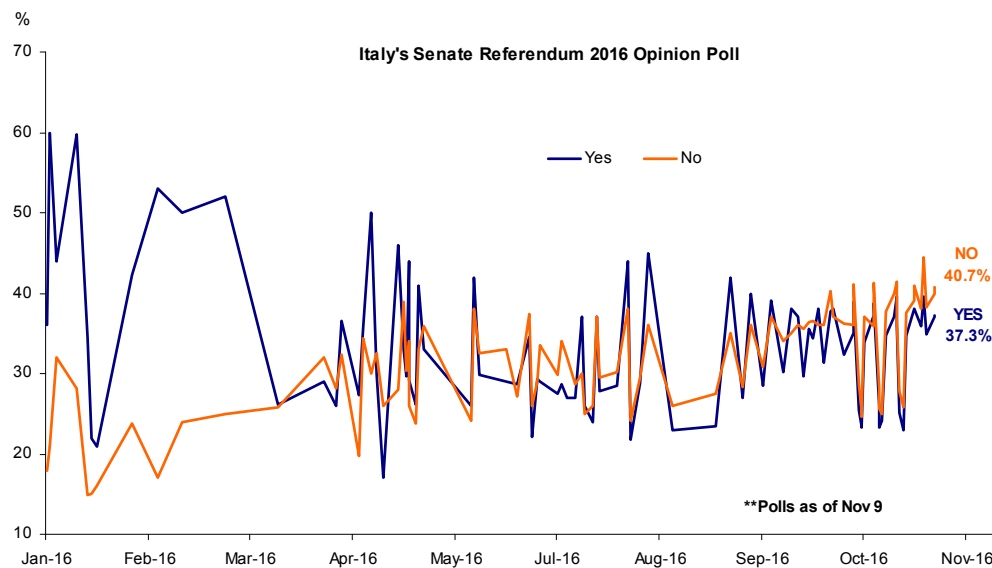
Source: Bloomberg, CEIC, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ชัยชนะของนายทรัมป์ อาจหนุนกระแสพรรคประชานิยม และเพิ่มความเสี่ยงทางการเมืองในยุโรป

การก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ ของนายโดนัล ทรัมป์ ซึ่งมีแนวคิดต่อต้านการค้าเสรีและการกีดกันผู้อพยพ อาจเป็นแรงหนุนสำคัญให้กระแสพรรคประชานิยม (Populist Parties) ในยุโรปเพิ่มสูงขึ้นไปอีก โดยเฉพาะในประเทศหลักที่จะมีการเลือกตั้งในปี 2017 ได้แก่ เนเธอร์แลนด์ (เลือกตั้งวันที่ 15 มี.ค.) ฝรั่งเศส (เลือกตั้งประธานาธิบดี 2 รอบในวันที่ 23 เม.ย. และ 7 พ.ค.) และเยอรมนี (เลือกตั้งในเดือน ก.ย.) รวมถึงอิตาลีที่จะมีการทำประชามติแก้ไขรัฐธรรมนูญในวันที่ 4 ธ.ค.นี้

โดยผลสำรวจการทำประชามติของอิตาลีล่าสุดชี้ว่าจำนวนผู้ 'ไม่รับ' (40.7%) ร่างการปฏิรูปใหม่สูงกว่า 'รับ' (37.3%) แต่อย่างไรก็ดี จำนวนผู้ที่ยังไม่ตัดสินใจยังคงมีอยู่สูง (22%) ซึ่งอาจเอนเอียงไปในทิศทางใดก็ได้ ทั้งนี้ หากประชามติออกมาไม่ผ่าน เรายังคงคาดว่านาย แมตตีโอ เรนซี จะโดนกดดันให้ลาออกจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรี และส่งผลให้เกิดการเลือกตั้งใหม่ช่วงไตรมาส 2/2017 จากกำหนดเดิมในปี 2018 ซึ่งจะเป็นการเปิดโอกาสให้พรรคที่มีนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปอย่าง Five-star movement (M5S) ขึ้นมาเป็นแกนนำจัดตั้งรัฐบาล

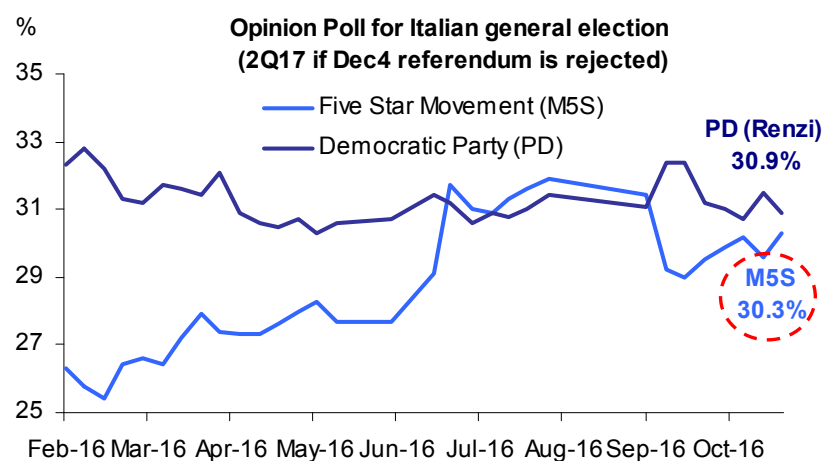
แผนภาพที่ 36: ผลสำรวจล่าสุดชี้ 'ไม่รับ (40.7%)' ร่างรัฐธรรมนูญใหม่สูงกว่า 'รับ (37.3%)' แต่อย่างไรก็ดี จำนวนผู้ที่ยังไม่ได้ตัดสินใจยังคงมีอยู่สูง (22%) ซึ่งหากประชามติออกมาไม่ผ่าน เรายังคงคาดว่านายแมตตีโอ เรนซี จะลาออก ส่งผลให้เกิดการเลือกตั้งใหม่ช่วงไตรมาส 2/2017



Source: Demopolis, Demos&Pi, EMG, Instituto, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลสำรวจความนิยมในพรรคการเมืองล่าสุดชี้ว่า ความนิยมพรรค PD ของนายเรนซีและพรรคต่อต้านยูโร M5S ค่อนข้างสูสีกัน แต่ความนิยมพรรค M5S มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งเรามองว่าการที่นายทรัมป์ ชนะการเลือกตั้งและขึ้นมาเป็นผู้นำสหรัฐฯ จะเป็นแรงหนุนสำคัญให้คะแนนนิยมของพรรค M5S สูงขึ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 37: ผลสำรวจการเลือกตั้งล่าสุดชี้ความนิยมพรรค Five-star Movement (M5S) ซึ่งต่อต้านยูโรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ขณะที่ความนิยมพรรค Democratic Party ของนายเรนซีเริ่มลดลง



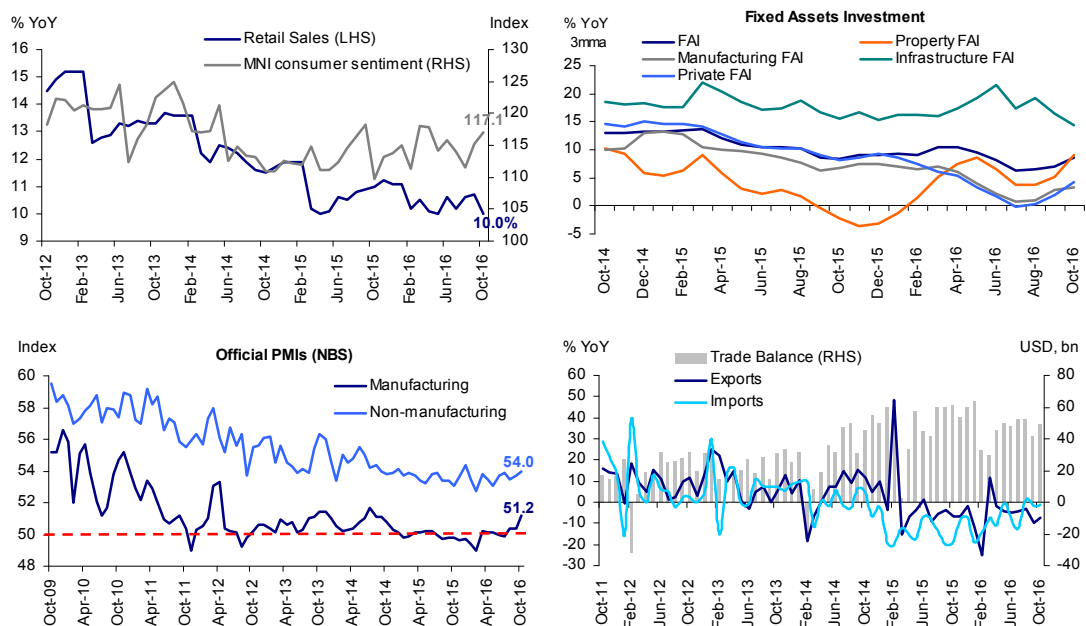
Source: EMG, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ การที่พรรคประชาชนซึ่งมีแนวคิดต่อต้านนโยบายสหภาพยุโรปขึ้นมาเป็นรัฐบาลนั้น ถือได้ว่าเป็นความเสี่ยงที่จะกระทบการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เนื่องจากจะส่งผลต่อการปฏิรูปเศรษฐกิจของกลุ่มโดยรวม และทำให้การดำเนินนโยบายต่างๆ ไม่มีความต่อเนื่อง โดยผลสำรวจล่าสุดชี้ว่าประเทศเนเธอร์แลนด์และฝรั่งเศสมีโอกาสดำเนินการสหภาพยุโรปขึ้นมาเป็นแกนนำจัดตั้งรัฐบาล ขณะที่ประเทศเยอรมนีมีโอกาสน้อย เนื่องจากพรรคซึ่งต่อต้านสหภาพยุโรปนั้นยังมีคะแนนนิยมต่ำ

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจไตรมาส 3 ขยายตัว +6.7% YoY เท่ากับช่วงครึ่งแรกของปี จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐและกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงเติบโตอย่างร้อนแรง ซึ่งเรามองว่าเศรษฐกิจที่มีเสถียรภาพนี้ จะเปิดโอกาสให้ทางการเงินสามารถเร่งดำเนินการปฏิรูปเศรษฐกิจและแก้ปัญหาหนี้ในระบบ เราคาดว่าเศรษฐกิจจะเริ่มชะลอตัวลงในไตรมาส 4 ภายหลังจากกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มอ่อนกำลังลงจากการเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายภาคอสังหาฯ ช่วงปลายเดือน ก.ย. ทั้งการเพิ่มสัดส่วนเงินดาวน์บ้านขึ้นต่ำและการจำกัดการเข้าซื้อบ้านของคนนอกพื้นที่ รวมถึงการควบคุมการปล่อยสินเชื่อของทางการเพื่อแก้ปัญหาหนี้ อีกทั้งความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกที่มีอยู่สูงจาก 1) เงินหยวนที่อ่อนค่าลงแรงตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และ 2) PBoC มีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในช่วงครึ่งแรกของปี 2017

แผนภาพที่ 38: กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ต.ค.เร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะด้านการลงทุน ขณะที่ยอดขายปลีกชะลอตัวลง และการส่งออกหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7



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

เศรษฐกิจยังคงได้แรงหนุนจากภาคอสังหาฯเป็นสำคัญ ขณะที่ภาคต่างประเทศจะฟื้นตัวได้อย่างช้าๆ

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวอย่างมีเสถียรภาพ หนุนโดยกิจกรรมภาคอสังหาฯ เป็นสำคัญ โดยเฉพาะการลงทุน (Fixed Assets Investment) ที่เร่งตัวขึ้นเป็น +8.3% YoY YTD ในเดือน ต.ค. (vs. +8.2% เดือนก่อน) จากการลงทุนภาคเอกชน (Private FAI) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 60% ของการลงทุนทั้งหมดได้เร่งตัวขึ้นเป็น +2.9% YoY YTD (vs. +2.5% เดือนก่อน) การลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) เร่งตัวขึ้นเป็น +6.6% YoY YTD (vs. +5.8% เดือนก่อน) และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ยังคงขยายตัวได้ดีที่ +19.4% YoY YTD เท่ากับเดือนก่อนหน้า

ภาคการผลิตฟื้นตัวได้ดีต่อเนื่อง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการ (Official Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน ก.ค. 2014 ที่ 51.2 จุด และอยู่ในแนวขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ขณะที่ ดัชนี PMI ภาคการผลิตที่จัดทำโดย Caixin ซึ่งสำรวจธุรกิจเอกชนขนาดเล็กก็ได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน ก.ค. 2014 ที่ 51.2 จุด สอดคล้องกับดัชนีของทางการ โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ทรงตัวที่ +6.1% YoY ในเดือน ต.ค.

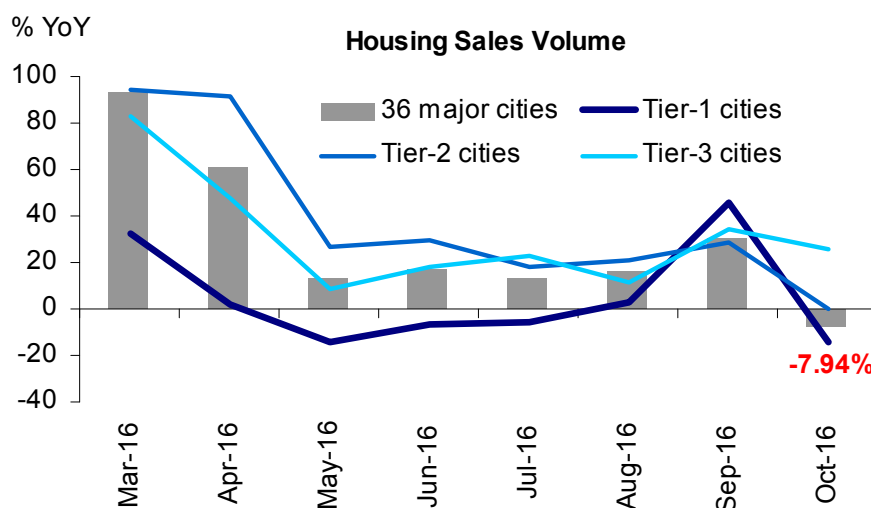
ด้านต่างประเทศฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในเดือน ต.ค. โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ หดตัว -7.3% YoY ลดลงจาก -10.0% YoY ในเดือนก่อน และการนำเข้า (Imports) หดตัว -1.4% YoY ลดลงจาก -1.9% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปประเทศหลักได้ฟื้นตัวขึ้น ได้แก่ สหรัฐฯ -5.6% (vs. -8.1% เดือนก่อน) สหภาพยุโรป -8.7% YoY (vs. -9.8% เดือนก่อน)ฮ่องกง -10.0% YoY (vs. -10.4% เดือนก่อน) และญี่ปุ่น -3.3% YoY (vs. -7.0% เดือนก่อน) แต่ส่งออกไปอังกฤษหดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -13.8% YoY (vs. -10.8% เดือนก่อน)

เรามองว่าการส่งออกของจีนจะฟื้นตัวขึ้นอย่างช้าๆ ตามสถานะเศรษฐกิจโลก โดยดัชนี PMI ภาคการผลิตในส่วนของการสั่งซื้อจากต่างประเทศ (New Exports Orders) ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) สะท้อนถึงภาพรวมการส่งออกที่ยังอ่อนแอ กอปรกับความไม่แน่นอนในนโยบายทางการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าหลัก (18% ของยอดส่งออกทั้งหมด หรือเกือบ 4% ของ GDP) ภายหลัมนายทรัมป์ ซึ่งมีแนวคิดกีดกันทางการค้า ได้ก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดีอย่างเป็นทางการในปีหน้า โดยนายทรัมป์ เสนอให้ขึ้นภาษ้นำเข้า (Tariffs) จากจีนที่อาจสูงถึง 45% และอาจส่งผลให้เกิดสงครามทางการค้า (Trade War) ระหว่างสหรัฐฯ และจีนได้

กิจกรรมภาคอสังหาฯ จะชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า

เรามองว่าโมเมนตัมในภาคอสังหาริมทรัพย์จะเริ่มอ่อนกำลังลงในระยะข้างหน้า เนื่องจาก 1) มูลค่ายอดขายบ้านเริ่มชะลอตัวลงในเดือน ต.ค. (+40.1% YoY vs. +56.1% ในเดือนก่อน) 2) มาตรการควบคุมการปล่อยสินเชื่อเพิ่มเติมของทางการเมื่อต้นเดือน พ.ย. ซึ่งบังคับให้ธนาคารต่างๆ ลดปริมาณการปล่อยสินเชื่อบ้าน (Mortgage Loans) ในแต่ละเดือนลง รวมทั้งเพิ่มความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ และ 3) ยอดขายบ้านของ 30 เมืองใหญ่ที่หดตัวลงเป็นครั้งแรกของปีในเดือน ต.ค. ซึ่งชี้ได้ว่ามาตรการควบคุมภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เข้มงวดขึ้น ทั้งการเพิ่มสัดส่วนเงินดาวน์บ้านขั้นต่ำและการจำกัดการเช่าซื้อของคนนอกพื้นที่ นับแต่ช่วงปลายเดือน ก.ย. เริ่มส่งผล

แผนภาพที่ 39: มาตรการภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เข้มงวดขึ้นนับแต่ปลายเดือน ก.ย.
เริ่มส่งผลให้ยอดขายบ้านเดือน ต.ค.ชะลอตัวลง



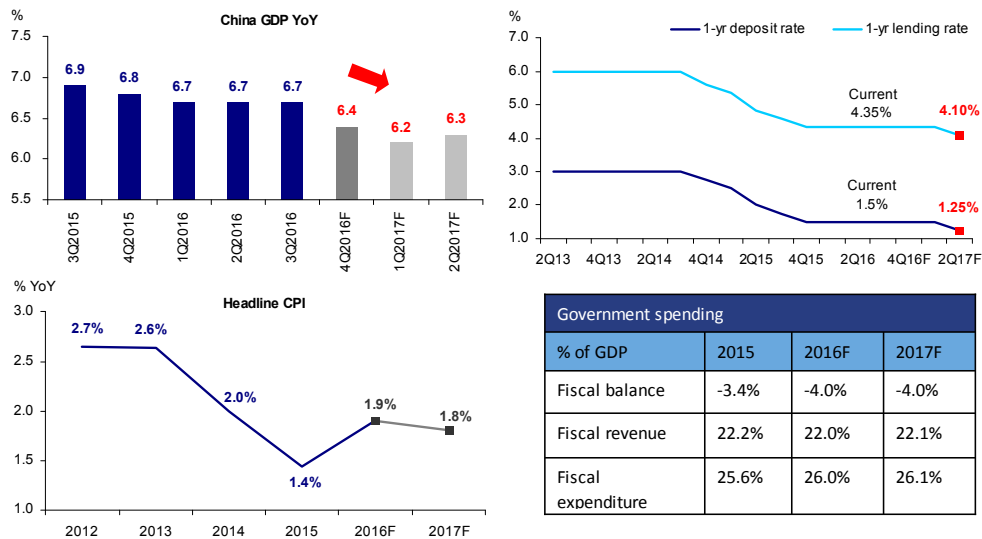
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงตั้งแต่ไตรมาส 4 ไปจนถึงกลางปีหน้า

เราคาดว่าเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าจะเริ่มชะลอตัวลงตามกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในปีที่เริ่มอ่อนกำลังลง โดยเราคาดว่า GDP ไตรมาส 4 จะชะลอตัวลงเป็น +6.4% YoY จากที่ขยายตัว +6.7% YoY ในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี และคาดว่าจะชะลอตัวลงต่อเป็น +6.2% YoY และ +6.3% YoY ในไตรมาสที่ 1 และ 2 ของปี 2017 ตามลำดับ

ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่าทางการจีนจะกลับมาผ่อนคลายนโยบายอีกครั้งเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 1 ครั้ง (ปัจจุบันอยู่ที่ 1.5%) และลด RRR ลง 2 ครั้ง (ปัจจุบันอยู่ที่ 17%) ในช่วงครึ่งแรกของปี 2017 และคาดว่าทางการจะเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังมากขึ้น เพื่อชดเชยภาคการส่งออกที่จะฟื้นตัวได้ช้าและอาจได้รับผลกระทบจากนโยบายทางการค้าของนายทรัมป์ กอปรกับการเปลี่ยนตัวรัฐมนตรีคลังของจีนเมื่อต้นเดือนพ.ย.ที่ผ่านมา จากนายหลั่วจีเหว่ยซึ่งค่อนข้างเข้มงวดและต้องการให้รัฐบาลมีวินัยทางการคลัง เป็นนายเลี้ยวเจี๋ยที่มีแนวโน้มผ่อนคลายมากกว่า ทำให้รัฐบาลมีแนวโน้มที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้นในปีหน้า

แผนภาพที่ 40: เราคาดว่าทางการจีนจะผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม โดยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 1 ครั้ง ในไตรมาส 2/2017 และกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังมากขึ้น

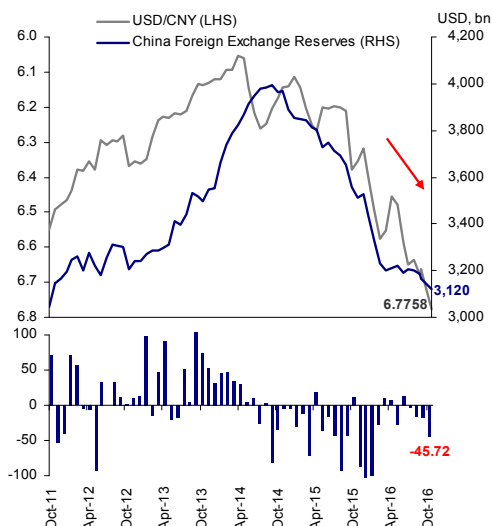


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินหยวนที่มีแนวโน้มอ่อนค่าลงต่อจะทำให้ความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกเพิ่มสูงขึ้นในปี 2017

เรามองว่าเงินหยวนจะอ่อนค่าลงสู่ระดับ 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2017 จาก 3 ปัจจัย ได้แก่ 1) การขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ซึ่งจะส่งผลให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าและเงินหยวนอ่อนค่าลง 2) การชะลอตัวลงของภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจ และ 3) การผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมของ PBoC ภายหลังเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลงในปี 2017 ซึ่ง DB คาดว่า ทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) ณ สิ้นปี 2017 มีโอกาสลดลงต่ำกว่า 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 41: ทุนสำรองเดือน ต.ค. ลดลงสู่ระดับต่ำสุดนับแต่ปี 2011 จากเงินหยวนที่อ่อนค่าลงแรง



แผนภาพที่ 42: DB คาดทุนสำรองจะลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเงินหยวนจะอ่อนค่าลงอยู่ที่ 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2017

External Accounts	2015	2016F	2017F
FX reserves	\$3,330bn	\$3,100bn	\$2,900bn
USD/CNY	6.5	6.8	7.4
Total external debt (% of GDP)	12.9%	16.0%	16.5%

Capital outflows may rise, causing FX reserves to drop below \$3 trillion in 2017 due to

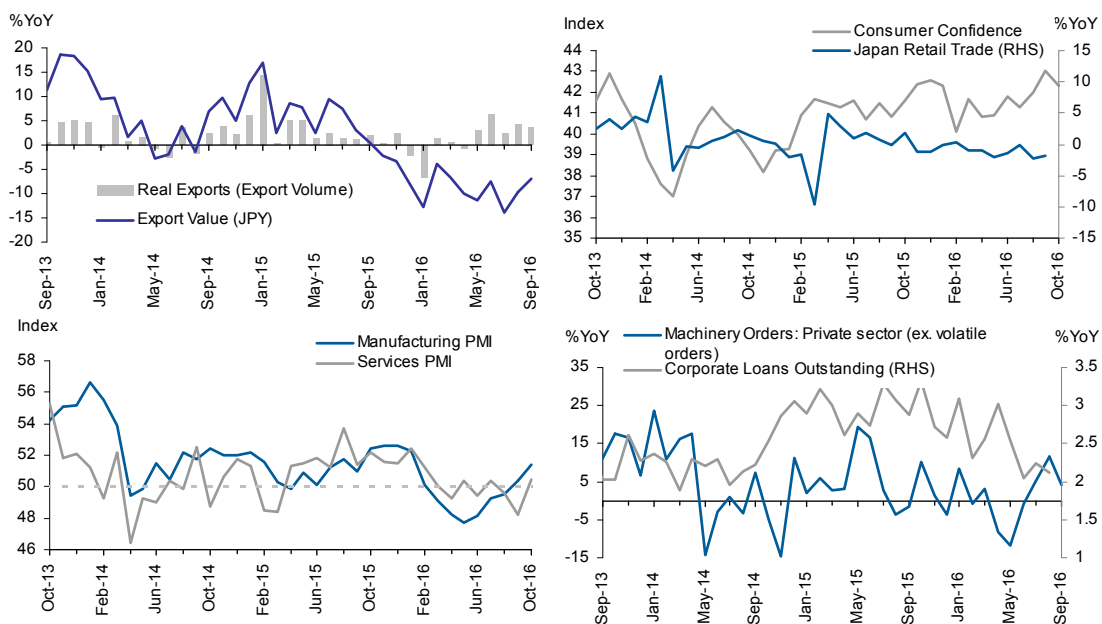
- Fed rate hike and rate cut from PBoC
- GDP growth tend to slow down in coming quarters as property market tightening started to kick-in

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ภาพรวมเศรษฐกิจขยายตัวได้ดีขึ้นในทุกด้าน โดยเฉพาะภาคการผลิตและส่งออก โดยเราคาดว่า GDP ปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.0% (จากปีนี้ที่ +0.7%) จากการบริโภค ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ และ 2) ค่าจ้างที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ด้านนโยบายการเงินตลาดลดความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจหลังจาก BoJ ประกาศใช้มาตรการ Yield Curve Control ในเดือน ก.ย. แต่นโยบายการคลังจะมีบทบาทมากขึ้น โดยตลาดคาดว่านายกรัฐมนตรี อาเบะ อาจออกแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมก่อนการเลือกตั้ง

แผนภาพที่ 43: ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง



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

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง

การส่งออกฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง: ปริมาณการส่งออกยังคงขยายตัว +3.6%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.2%YoY ขณะที่ ยอดส่งออกในรูปเงินเยน เดือน ก.ย. ฟื้นตัวขึ้นเป็น -6.9%YoY จากเดือนก่อนที่หดตัว -9.6%YoY และดีกว่าตลาดคาดว่า -10.8%YoY จากเงินเยนที่เริ่มกลับมาอ่อนค่า

การผลิตขยายตัวต่อเนื่อง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม ของ Nikkei (Manufacturing PMI) เดือน ต.ค. เพิ่มขึ้น +1.0 จุด เป็น 51.4 จุด ซึ่งนับเป็นการอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องมาเป็นเดือนที่ 2 บ่งชี้ว่าอุปสงค์ภายในประเทศเริ่มดีขึ้น ขณะที่ดัชนีวัดผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเบื้องต้น (Industrial Production) เดือน ก.ย. ขยายตัว +0.9% YoY ต่อเนื่องจากเดือนก่อนที่พลิกกลับมาขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 5 เดือนที่ +4.5%YoY

การลงทุนยังคงขยายตัว: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มียอดสั่งซื้อผันผวน เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) เดือน ก.ย. ขยายตัว +4.3%YoY ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 จากเดือนก่อนที่ +11.6%YoY

การบริโภคฟื้นตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ย. ฟื้นตัวขึ้นเป็น -1.9%YoY จากเดือนก่อนที่ -2.2%YoY และมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง ตามการเพิ่มขึ้นของค่าจ้าง

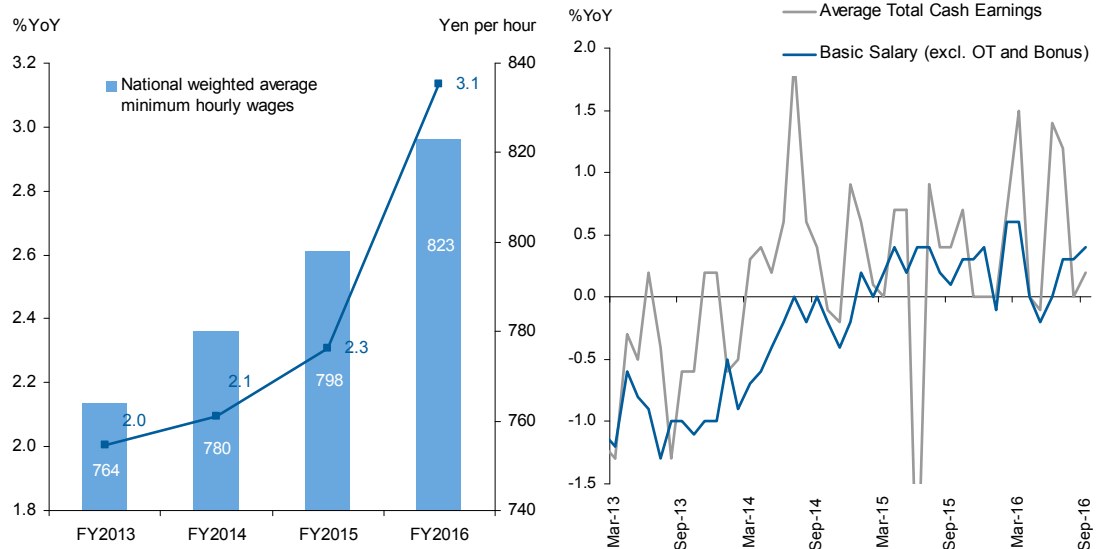
เราคาดว่า GDP ปีหน้าจะขยายตัว +1.0% จากการบริโภคเป็นสำคัญ

เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะขยายตัว +1.0% เติบโตขึ้นจากคาดการณ์ปีนี้ที่ +0.7% จากการบริโภคเป็นสำคัญ ซึ่งมีปัจจัยหนุนจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง โดยเฉพาะแผนปฏิรูปเศรษฐกิจลูกศร 3 ดอกของนาย Abe ที่จะขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำปีละ 3% จนถึง 1,000 เยนต่อชั่วโมง ในปี 2020

โดยค่าจ้างเฉลี่ย ไม่นับรวม OT และโบนัส (Basic Salary) เดือน ก.ย. ขยายตัว +0.4% YoY ฟื้นตัวขึ้นมาจากเดือน พ.ค. ที่หดตัว -0.2% YoY ตามการประกาศขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา สำหรับปีงบประมาณ 2016 เป็น 823 เยนต่อชั่วโมง หรือเพิ่มขึ้น +3.1% ซึ่งเป็นอัตราสูงสุดตั้งแต่ปี 2002 ที่มีการกำหนดค่าจ้างขั้นต่ำรายชั่วโมง

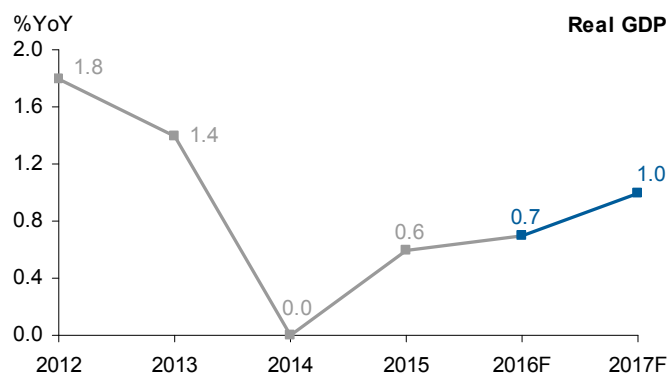
แผนภาพที่ 44: รัฐบาลประกาศให้ขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในเดือน ส.ค. ตามแผนของนาย Abe ที่จะขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำปีละ 3% จนถึง 1,000 เยนต่อชั่วโมง ในปี 2020

แผนภาพที่ 45: ค่าจ้าง ไม่รวม OT และ โบนัสยังคงมีแนวโน้มขยายตัว



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

แผนภาพที่ 46: การบริโภคจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญ

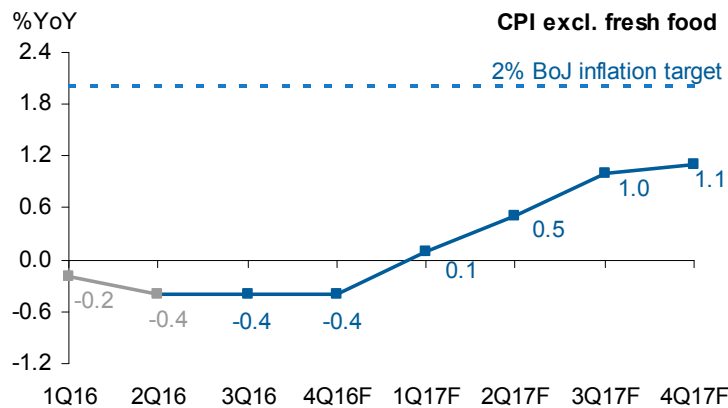


Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเฟ้อปีหน้าอาจพลิกกลับมาเป็นบวก แต่ยังคงห่างจากเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2%

เราคาดว่าเงินเฟ้อ ไม่รวมราคาอาหาร (Core CPI) จะพลิกกลับมาเป็นบวกได้ในปีหน้า จากราคาน้ำมันที่ปรับตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา และแรงกดดันจากค่าเงินที่ลดลงตามเงินเยนที่กลับมาอ่อนค่า แต่จะยังคงอยู่ต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ)

แผนภาพที่ 47: ราคา น้ำมันที่ปรับตัวขึ้นจะช่วยหนุนเงินเฟ้อให้เป็นบวก



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

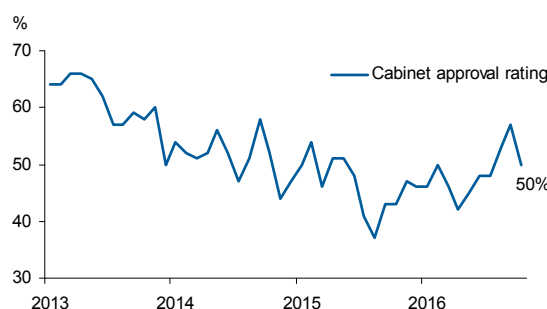
นายอาเบะ อาจยุบสภาและเลือกตั้งใหม่ ทำให้ตลาดคาดว่านายอาเบะ อาจออกแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมก่อนการเลือกตั้ง

นายชินโสะ อาเบะ จะหมดวาระดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีในเดือน ธ.ค. 2018 ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่นายอาเบะ อาจประกาศยุบสภา เพื่อเลื่อนการเลือกตั้งให้เร็วขึ้น เนื่องจาก ความนิยมของคณะรัฐบาลกำลังอยู่ในระดับสูง และพรรค DPJ (Democratic Party of Japan) ซึ่งเป็นพรรคฝ่ายค้านกำลังอ่อนแอ จากปัญหาภายในพรรคจนต้องยุบพรรคและตั้งพรรคใหม่ชื่อ DP (Democratic Party) ในเดือน มี.ค. ที่ผ่านมานี้ ทำให้มีความเป็นไปได้สูงที่นายอาเบะ จะได้รับเลือกเป็นนายกรัฐมนตรีอีกครั้ง หากมีการเลือกตั้งก่อนกำหนด

โดยหากนายอาเบะ ได้รับเลือกตั้งอีกครั้ง นายอาเบะ จะดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีนานเกือบ 9 ปี ซึ่งจะส่งผลให้การกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐมีความต่อเนื่อง ขณะเดียวกันภาคเอกชนก็มีความมั่นใจในการลงทุน โดยที่ผ่านมา ญี่ปุ่นมีการเปลี่ยนแปลงผู้ดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรี ค่อนข้างบ่อย โดยในช่วงเวลา 10 ปีก่อนที่นายอาเบะ จะเข้ารับตำแหน่งในปี 2012 มีการเปลี่ยนนายกฯ ไป 8 ครั้ง

ทั้งนี้ ก่อนพ้นวาระดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรี นายอาเบะ จะหมดวาระการเป็นหัวหน้าพรรค LDP (Liberal Democratic Party) ในเดือน ก.ย. 2018 ก่อน ซึ่งตามปกติ หัวหน้าพรรคจะเป็นผู้ถูกเลือกให้ดำรงตำแหน่งนายกฯ ตลาดจึงคาดการณ์ว่าในการประชุมพรรค LDP ในเดือน มี.ค. 2017 อาจมีการประกาศต่อวาระการดำรงตำแหน่งหัวหน้าพรรคของนายอาเบะ ออกไปอีก 1 วาระถึงปี 2021 ซึ่งหากมีการต่อวาระ อาจเป็นการส่งสัญญาณว่าจะยุบสภาและเลือกตั้งใหม่เร็วกว่ากำหนด

แผนภาพที่ 48: ความนิยมของคณะรัฐบาลนาย Abe ที่เพิ่มขึ้น และการดำรงตำแหน่งเป็นเวลานาน ทำให้การกระตุ้นเศรษฐกิจมีความต่อเนื่อง



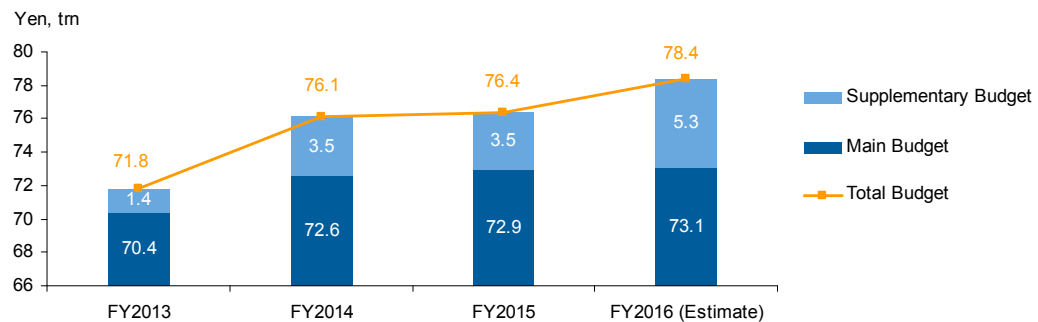
แผนภาพที่ 49: วาระการดำรงตำแหน่งหัวหน้าพรรคของนาย Abe จะหมดลงในเดือน ก.ย. 2018 ซึ่งหากมีการต่อวาระเร็วขึ้น จะส่งผลให้การเลือกตั้งเร็วขึ้นกว่ากำหนด

เดือน	การคาดการณ์ของตลาด
มี.ค. 2017	พรรค LDP อาจประกาศต่อวาระการเป็นหัวหน้าพรรคของนายอาเบะ ถึงเดือน ก.ย. 2021
ก.ย. 2018	นายอาเบะ หมดวาระดำรงตำแหน่งหัวหน้าพรรค LDP
ก่อน ธ.ค. 2018	การเลือกตั้งนายกฯ

Source: NHK Broadcasting Culture Research Institute, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากการคาดการณ์ว่าอาจมีการเลือกตั้งก่อนกำหนด ทำให้ตลาดคาดว่า รัฐบาลอาจออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมอีก ก่อนการเลือกตั้ง โดยในปีงบประมาณ 2016 (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2017) มีการออกงบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม (Supplementary Budget) ไปแล้ว 2 ครั้ง รวมมูลค่า 5.3 ล้านล้านเยน ได้แก่ ในเดือน พ.ค. เพื่อช่วยเหลือผู้ประสบภัยจากเหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto มูลค่า 0.8 ล้านล้านเยน และในเดือน ก.ย. มูลค่า 4.5 ล้านล้านเยน และเมื่อรวมเข้ากับงบประมาณหลัก งบประมาณรวมของปีงบประมาณ 2016 เพิ่มขึ้นเป็น 78.4 ล้านล้านเยน จากปีงบประมาณก่อนที่ 76.4 ล้านล้านเยน

แผนภาพที่ 50: การใช้จ่ายภาครัฐ เพิ่มขึ้นค่อนข้างมากในปี 2016 และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อไปในปี 2017

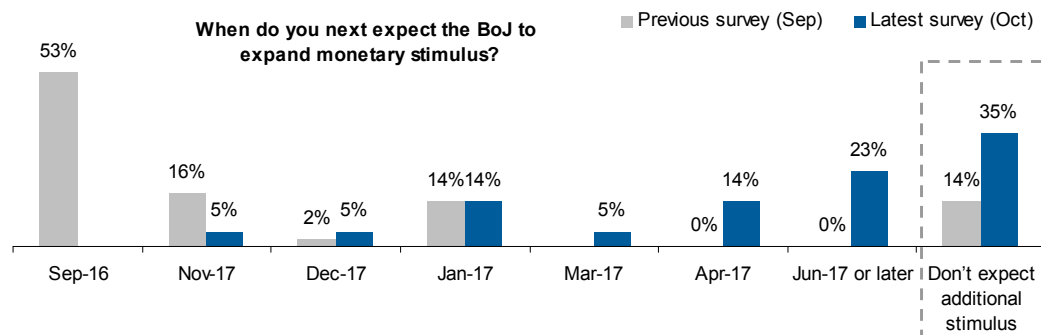


Source: Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดลดความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจาก BoJ หลังการประกาศใช้มาตรการ Yield Curve Control

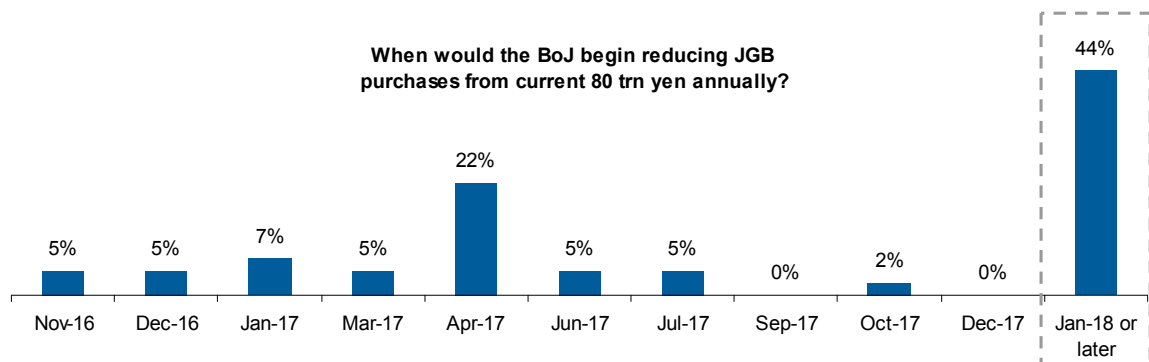
ผลสำรวจระหว่างวันที่ 21-25 ต.ค. ของ Bloomberg ชี้ว่านักวิเคราะห์ที่คาดว่า BoJ จะไม่ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมมีจำนวนเพิ่มขึ้นเป็น 35% จาก 14% นอกจากนี้ นักวิเคราะห์จำนวนมากคาดว่า BoJ อาจลดการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลในปี 2018

แผนภาพที่ 51: ตลาดลดความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจาก BoJ หลังการประกาศใช้มาตรการ Yield Curve Control



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

แผนภาพที่ 52: นักวิเคราะห์จำนวนมากคาดว่า BoJ อาจลดการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (JGB) ในปี 2018



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

เรามีความเห็นใกล้เคียงกับตลาด โดยเราคาดว่า BoJ จะคงนโยบายในการประชุมวันที่ 19-20 ธ.ค. เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวขึ้น และ BoJ เพิ่งจะประกาศใช้เป้าหมายอัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Yield Curve Control) ในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา จึงยังไม่มีปัจจัยกดดันให้ BoJ ผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วๆ นี้ อย่างไรก็ตาม BoJ อาจผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปี 2017 โดยลดอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและ Yield Curve Control ลงอีก -10 bps จากปัจจุบันที่ -0.1% และ 0% หากเศรษฐกิจกลับมาชะลอตัว เงินเยนกลับมาแข็งค่า หรือราคาน้ำมันลดลง

ทั้งนี้ คณะกรรมการ BoJ 2 ท่าน ที่ออกเสียงคัดค้านนโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมมาโดยตลอด คือ นายทาเคชิโระ ซาโตะ และนายทาเคฮิโตะ คิอุจิ จะหมดวาระในเดือน ก.ค. 2017 และเป็น 2 คนสุดท้ายที่ได้รับการแต่งตั้งก่อนรัฐบาลนายอาเบะ โดยคณะกรรมการคนใหม่น่าจะมีท่าทีผ่อนคลายนโยบายมากกว่าคนปัจจุบัน ซึ่งจะส่งผลให้เสียงในที่ประชุมหลังจากนั้น เป็นเอกฉันท์ และสร้างความน่าเชื่อถือให้ BoJ มากขึ้น

แผนภาพที่ 53: คณะกรรมการ BoJ ที่ออกเสียงคัดค้านนโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินจะหมดวาระในเดือน ก.ค. 2017

มาตรการผ่อนคลายนโยบายที่สำคัญ	การประชุม	ผลออกเสียง	ออกเสียงคัดค้านนโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินใหม่	
			หมดวาระแล้ว	จะหมดวาระในเดือน ก.ค. 2017
เพิ่มฐานการเข้าซื้อเป็น 80 ล้านล้านเยนต่อปี	ต.ค. 2014	5-4	โยชิฮิสะ โมริโมโตะ (หมดวาระแล้วในเดือน มิ.ย. 2015) โคจิ อิชิอิ (หมดวาระแล้วในเดือน มิ.ย. 2016)	ทาเคชิโระ ซาโตะ ทาเคฮิโตะ คิอุจิ
นโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบ	ม.ค. 2016	5-4	ซาอุมิ ชิราอิ (หมดวาระแล้วในเดือน มี.ค. 2016) โคจิ อิชิอิ (หมดวาระแล้วในเดือน มิ.ย. 2016)	ทาเคชิโระ ซาโตะ ทาเคฮิโตะ คิอุจิ
เพิ่มการเข้าซื้อ ETF จาก 3.3 เป็น 6 ล้านล้านเยนต่อปี	ก.ค. 2016	7-2	-	ทาเคชิโระ ซาโตะ ทาเคฮิโตะ คิอุจิ
ใช้ Yield Curve Control	ก.ย. 2016	7-2	-	ทาเคชิโระ ซาโตะ ทาเคฮิโตะ คิอุจิ

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

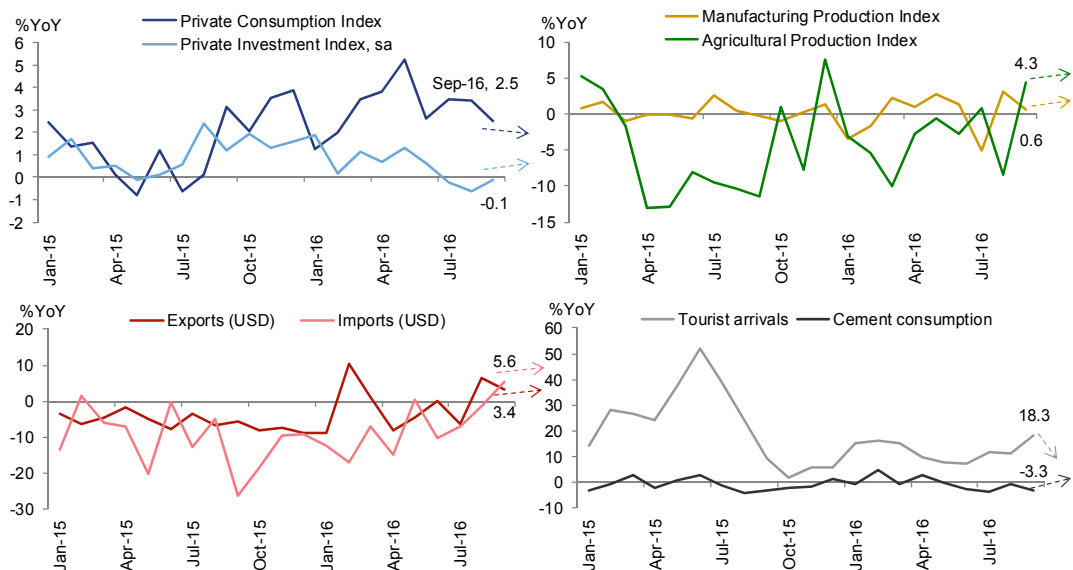
เศรษฐกิจไทย

การส่งออกซึ่งเป็นหนึ่งในเครื่องยนต์หลักของเศรษฐกิจพลิกกลับมาขยายตัวในเดือน ส.ค.-ก.ย. และมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4 ช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภายในประเทศ โดยเรายังคงประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจในปีนี้อยู่ที่ +3.4% YoY และประเมินว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ต่อเนื่องจนถึงสิ้นปีหน้า

การส่งออกขยายตัวต่อเนื่อง นำการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในเดือน ก.ย.

เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในเดือน ก.ย. นำโดยการส่งออกที่ขยายตัวติดต่อกันเป็นเดือนที่ 2 อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจในประเทศชะลอตัวเล็กน้อยตามการบริโภคภาคเอกชน ในด้านการผลิต ผลผลิตการเกษตรพลิกกลับมาขยายตัวและมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องตามสภาพอากาศที่เอื้ออำนวย ส่วนการท่องเที่ยวขยายตัวเร่งขึ้นจากฐานต่ำปีก่อน แต่มีแนวโน้มชะลอตัวในไตรมาสสุดท้าย เนื่องจากการปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญส่งผลกระทบต่อกลุ่มนักท่องเที่ยวจีนค่อนข้างมาก

แผนภาพที่ 54: การส่งออกขยายตัวต่อเนื่อง สนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในเดือน ก.ย.

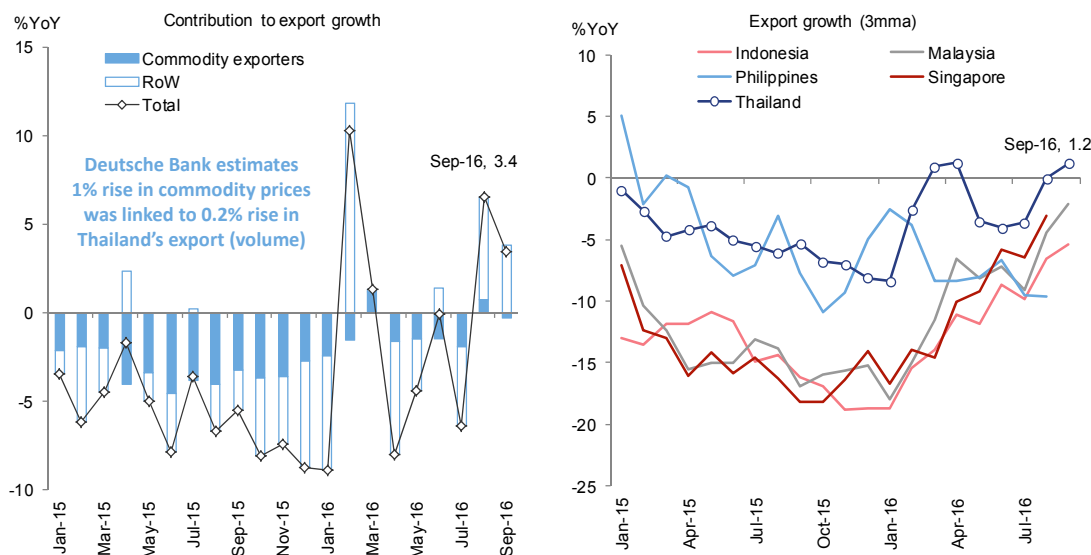


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), Office of Agricultural Economics (OAE), Office of Industrial Economics (OIE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออกมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4

เราคาดว่า การส่งออกจะสามารถขยายตัวอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 4 ตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์และอุปสงค์โลก โดยราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับตัวดีขึ้นจะส่งผลดีต่อกำลังซื้อของประเทศผู้ผลิตสินค้าโภคภัณฑ์ (มีสัดส่วนประมาณ 1 ใน 5 ของการส่งออกรวมของไทย) ทั้งนี้ Deutsche Bank ประเมินว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้น 1% จะช่วยเพิ่มปริมาณการส่งออกสินค้าไทย 0.2% นอกจากนี้ การส่งออกของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน สะท้อนว่าอุปสงค์โลกเริ่มมีทิศทางปรับตัวดีขึ้น

แผนภาพที่ 55: การส่งออกภายในภูมิภาค ASEAN5 มีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง สะท้อนอุปสงค์โลกที่ปรับตัวดีขึ้น

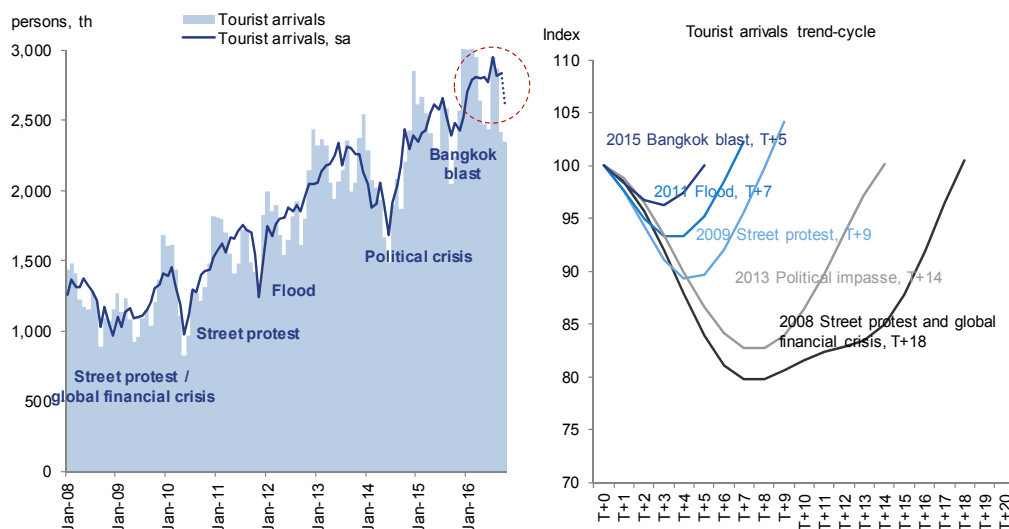


Source: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญส่งผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวรุนแรงกว่าที่ประเมินไว้

เราคาดว่ายอดนักท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอตัวลงค่อนข้างมากในเดือน ต.ค. (+4% YoY vs. +18% เดือนก่อน) เนื่องจากการปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญหรือศูนย์เหรียญต่อกลุ่มนักท่องเที่ยวจีนรุนแรงกว่าที่ประเมินไว้ (นักท่องเที่ยวจีนคิดเป็นสัดส่วน 30% ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมด) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลกระทบดังกล่าวจะไม่รุนแรงเท่ากับเหตุการณ์อื่นในอดีต และภาคการท่องเที่ยวจะสามารถฟื้นตัวได้ภายในไตรมาสแรกของปี 2017

แผนภาพที่ 56: การท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอตัวลง แต่คาดว่าผลกระทบจะไม่รุนแรงเท่ากับเหตุการณ์ในอดีต

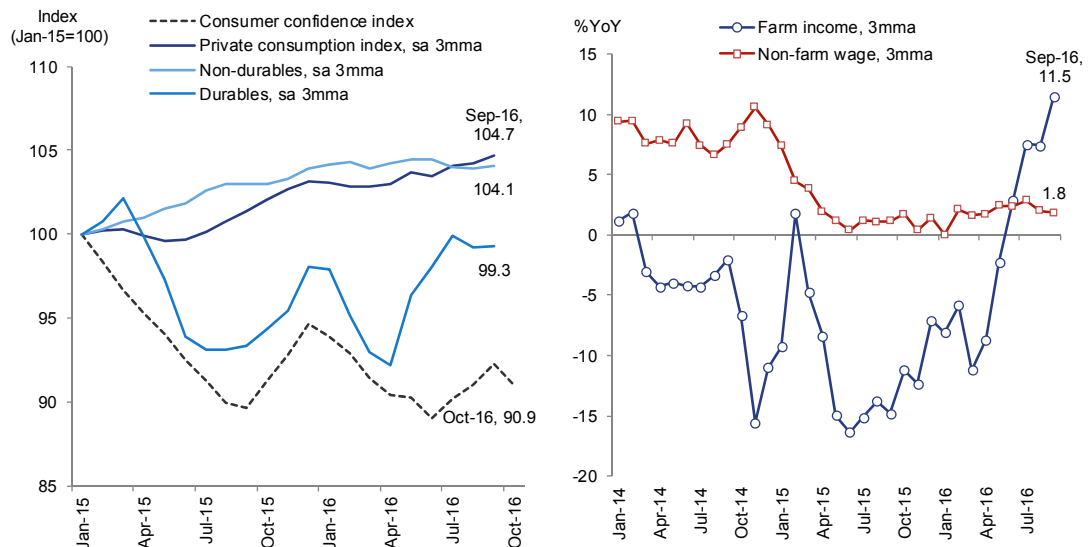


Source: DoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปัญหาความเชื่อมั่นภาคการบริโภคในประเทศ แต่ปัจจัยพื้นฐานยังคงสนับสนุนการฟื้นตัวในระยะข้างหน้า

ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงในเดือน ต.ค. ส่งผลกดดันบรรยากาศการบริโภคภายในประเทศ โดยเฉพาะการบริโภคในกลุ่มสินค้าคงทน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลกระทบต่อการบริโภคจะไม่รุนแรง เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานยังคงสนับสนุนการฟื้นตัวในระยะข้างหน้า โดยรายได้ภาคเกษตรยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง และ ภาระหนี้จากนโยบายลดหนี้ที่เริ่มทยอยหมดลง

แผนภาพที่ 57: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลง แต่กำลังซื้อยังมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น



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

GDP ไตรมาส 3 ชะลอตัวตามรายจ่ายภาครัฐที่หดตัวแรง แต่การบริโภคและส่งออกขยายตัวดีตามคาด

เศรษฐกิจไทยไตรมาส 3 ขยายตัว +3.2% YoY (vs. +3.5% ไตรมาสก่อน) ต่ำกว่าคาดการณ์ของเราและตลาดที่ +3.5% และ +3.4% ตามลำดับ โดยปัจจัยจุดที่สำคัญมาจากการบริโภคภาครัฐ ซึ่งหดตัว -5.8% YoY (vs. +1.5% ไตรมาสก่อน) ในขณะที่องค์ประกอบอื่นยังฟื้นตัวต่อเนื่องจากครึ่งปีแรก โดยเราคาดว่ารายจ่ายภาครัฐที่หดตัวในไตรมาส 3 เป็นปัจจัยชั่วคราว และจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติในไตรมาส 4 ทำให้การขยายตัวของเศรษฐกิจกลับมาเร่งตัวขึ้นหนุนโดยการฟื้นตัวของภาคส่งออก เราคงประมาณการ GDP ปี 2016 และ 2017 ที่ +3.4% และ +3.6% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 58: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจไทยปี 2016-2017

Economic Forecasts		2015	2016F			2017F	
			NESDB		TISCO ESU	NESDB	TISCO ESU
			Aug'16	Nov'16			
Real GDP	YoY (%)	2.8	3.0-3.5	3.2	3.4	3.0-4.0	3.6
Real Private Consumption	YoY (%)	2.1	2.7	3.0	2.9	2.7	3.0
Real Public Consumption	YoY (%)	2.2	3.9	0.6	3.8	2.1	2.4
Real Private Investment	YoY (%)	-2.0	1.5	1.2	1.0	2.8	1.5
Real Public Investment	YoY (%)	29.8	10.0	10.0	10.5	11.2	7.6
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	-5.6	-1.9	0.0	0.2	2.4	1.4
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	-11.3	-6.1	-5.2	-5.7	4.5	5.0
Current Account Balance	US\$, bn	31.6	38.6	45.0	47.9	42.1	40.0
Headline Inflation	YoY (%)	-0.9	0.1-0.6	0.2	0.3	1.0-2.0	2.2
Core Inflation	YoY (%)	1.1	n.a.	n.a.	0.8	n.a.	1.0
Dubai crude price - period average	US\$/bbl	51.1	n.a.	n.a.	41.5	n.a.	53.0

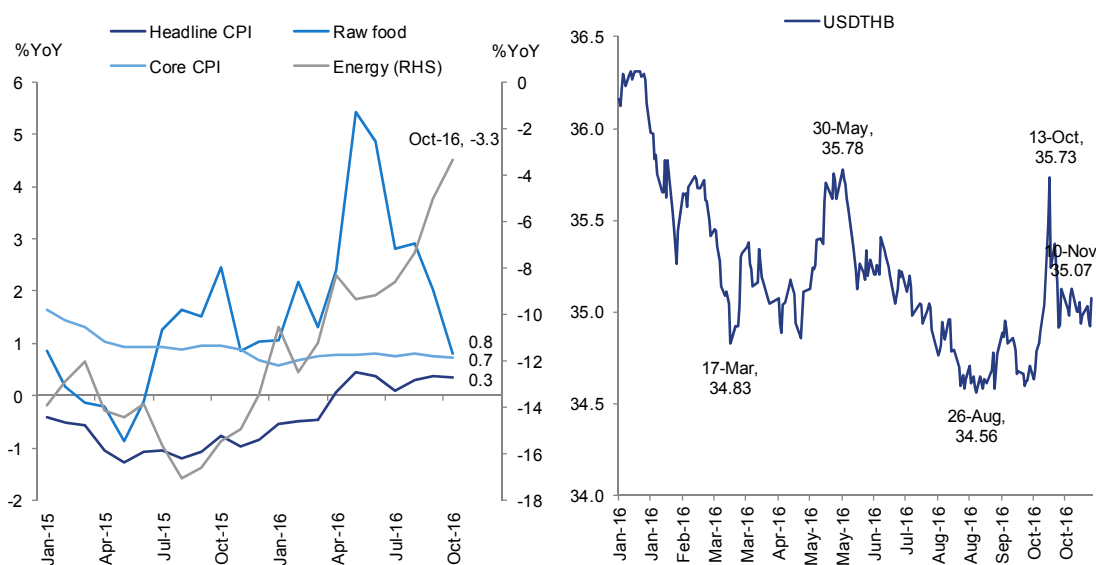
Source: National Economic and Social Development Board (NESDB), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่านโยบายการเงินจะยังไม่เปลี่ยนแปลงในระยะข้างหน้า

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ในการประชุมวันที่ 9 พ.ย. และมีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยในการประชุมครั้งถัดไปในวันที่ 21 ธ.ค. และต่อเนื่องตลอดทั้งปี 2017 เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ยังเผชิญกับปัจจัยเสี่ยงทั้งภายในและนอกประเทศ ได้แก่ การเลือกตั้งของไทยในไตรมาส 4 และการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจของนายโดนัลด์ ทรัมป์

ทั้งนี้ เงินเฟ้อที่ยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปและเงินบาทที่มีแนวโน้มอ่อนค่าจะช่วยให้ กนง. ไม่จำเป็นต้องรีบปรับเปลี่ยนทิศทางการดำเนินนโยบาย โดยเราคาดว่าเงินเฟ้อทั่วไปจะกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อทางการที่ 1-4% ภายในเดือน ธ.ค. ส่วนอัตราแลกเปลี่ยน คาดว่าจะอ่อนค่าลงต่อเนื่องไปสู่ระดับ 35.6 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี

แผนภาพที่ 59: คาดเงินเฟ้อทั่วไปกลับไปกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายได้ในเดือน ธ.ค.



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

TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล

Head of Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ชานนท์ บุญนุษ

Senior Economist

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

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

วรุฒม์ เตชะจินดา

Strategist

- ปรินซ์โท การเงิน
University of Warwick
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

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
	แพชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดีไอเอสสยาม ชั้น 1	: 02 623 9141	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกชัย 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	พิจัย	: 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 ไคราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนมิตรภาพ ภูเก็ต	: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633				

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