



TIPS | JANUARY 2016

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เราเชื่อว่าผลกระทบต่อตลาดหุ้นจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในรอบนี้จะมีจำกัด เนื่องการสื่อสารของ Fed และการคาดการณ์ของตลาด ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานและสะท้อนผลกระทบการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว
- เราคาดว่าตลาดหุ้นในปี 2016 จะฟื้นตัวขึ้นตามการเติบโตของเศรษฐกิจที่จะเร่งตัวขึ้นจากปีนี้ โดยเรายังคงแนะนำตลาดหุ้นยุโรป ญี่ปุ่น และจีน
- ในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราปรับเพิ่มคำแนะนำในน้ำมันเป็น Overweight โดยเราคาดว่าราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและจะฟื้นตัวในปีหน้า และปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น Neutral ในทองคำ

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Special Topic	7
ตลาดหุ้น	11
ตลาดตราสารหนี้	20
การลงทุนทางเลือก	22
Global Economic Insights	28
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	29
เศรษฐกิจยุโรป	34
เศรษฐกิจจีน	40
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	44
เศรษฐกิจไทย	48



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ
คมศร ประกอบผล
วรุตม์ เตชะจินดา
ชานนทร์ บุญนุช

ชาว์รา พงพิบูลย์
พิมพ์พรรณ ประวังสุข
ปัทมกร กิจเจริญการกุล
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

ธนาคารกสิกร จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารกสิกรทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

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

Executive Summary

เราเชื่อว่าผลกระทบต่อตลาดหุ้นจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในรอบนี้จะมีจำกัด เนื่องจากการสื่อสารของ Fed ที่มีมาอย่างต่อเนื่อง และการคาดการณ์ของตลาดที่จับตามองการขึ้นดอกเบี้ยในครั้งนี้อมาเป็นเวลานาน ได้ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานและสะท้อนผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว และคาดว่า การตัดสินใจขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค. จะช่วยให้ตลาดคลายความกังวลต่อประเด็นดังกล่าว และหนุนให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ต่อจากนี้

ตลาดหุ้นโลกในปี 2015 ถูกจัดเรียงจากผลประกอบการของกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ที่หดตัว แต่เรามองผลประกอบการของตลาดหุ้นในปี 2016 จะฟื้นตัวขึ้นตามการเติบโตของเศรษฐกิจที่จะเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจากปีนี้ ในขณะที่ Valuation ยังคงดูน่าสนใจ เราเลือกตลาดหุ้นยุโรป เป็น Top Pick เนื่องจากศักยภาพในการฟื้นตัวของกำไรที่สูงและแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ตามด้วยตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ Valuation ยังคงน่าสนใจ และคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นจีน เนื่องจากคาดว่าความคืบหน้าของการปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงินจะช่วยยกระดับ Valuation ให้สูงขึ้นได้

ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราปรับเพิ่มคำแนะนำในน้ำมันเป็น Overweight โดยเรามองว่าราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและจะฟื้นตัวในปีหน้า เนื่องจากอุปทานน้ำมันจากสหรัฐฯ ที่ลดลง ส่วนทองคำเราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น Neutral



Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เราคาดว่าตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นหลัง Fed ประกาศขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค.
- เราเลือกตลาดหุ้นยุโรป เป็น Top Pick ในปี 2016 เนื่องจากศักยภาพในการฟื้นตัวของกำไรที่สูงและแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง
- ตามด้วยตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ Valuation ยังคงน่าสนใจ
- และคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นจีน เนื่องจากคาดว่าความคืบหน้าของการปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงินจะช่วยยกระดับ Valuation ให้สูงขึ้นได้
- ปรับเพิ่มคำแนะนำการลงทุนในทองคำจาก Underweight เป็น Neutral
- ปรับเพิ่มคำแนะนำการลงทุนในน้ำมันจาก Neutral เป็น Overweight

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,310	1.0%	-4.8%	-5.8%	-13.1%	-12.5%	-13.6%
Philippines PCOMP	6,906	1.2%	1.2%	-3.2%	-9.2%	-4.5%	-1.8%
Indonesia JCI	4,556	2.0%	1.3%	4.0%	-7.9%	-12.8%	-10.9%
Singapore STI	2,861	0.4%	-0.9%	-0.6%	-13.3%	-15.0%	-11.8%
Malaysia KLCI	1,657	0.5%	0.0%	-0.8%	-3.6%	-5.9%	-2.6%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	21,872	0.8%	-1.4%	-0.2%	-18.1%	-7.3%	-4.2%
China H HSCEI	9,667	2.3%	-3.9%	-3.6%	-27.1%	-19.3%	-14.7%
MSCI China	60	0.8%	-2.6%	-0.7%	-21.5%	-9.9%	-6.3%
China CSI300	3,756	3.7%	1.1%	15.5%	-23.8%	6.3%	12.3%
Taiwan TWSE	8,320	1.3%	-0.2%	-1.7%	-9.7%	-10.6%	-6.3%
Korea KOSPI	1,967	1.0%	0.2%	-1.4%	-3.7%	2.7%	3.7%
MSCI Korea	536	1.7%	0.8%	3.2%	-0.6%	-0.1%	0.3%
India SENSEX	25,804	2.2%	1.3%	-1.6%	-4.8%	-6.2%	-4.9%
MSCI India	972	2.9%	2.5%	-1.8%	-4.0%	-4.4%	-2.5%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,069	0.8%	-1.3%	-2.0%	-8.3%	-6.3%	-2.7%
Japan TOPIX	1,561	0.8%	-1.6%	6.8%	-3.4%	10.9%	13.5%
Japan Nikkei 225	19,346	0.6%	-1.5%	7.1%	-3.2%	10.9%	12.4%
Europe STOXX600	365	0.5%	-3.8%	2.9%	-5.0%	6.5%	7.6%
Euro STOXX50	3,306	1.1%	-3.7%	4.7%	-4.2%	5.1%	4.8%
US Dow Jones	17,496	-0.4%	-1.4%	6.8%	-3.4%	-1.8%	-1.6%
US S&P500	2,042	-0.5%	-2.0%	4.3%	-3.7%	-0.8%	-0.9%
MSCI US REITs	1,094	2.7%	2.3%	4.8%	0.7%	-2.1%	-2.5%
J-REITs	1,722	0.4%	-0.5%	6.2%	-5.6%	-9.3%	-6.0%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,103	0.2%	-2.8%	0.0%	-9.0%	-7.1%	-5.6%
Germany DAX	10,738	1.3%	-2.0%	8.3%	-3.3%	9.5%	9.4%
France CAC 40	4,678	0.9%	-4.7%	3.1%	-2.6%	9.5%	10.1%
Switzerland SMI	8,656	0.3%	-3.7%	-0.9%	-2.5%	-3.6%	-4.0%
Portugal PSI 20	5,278	2.0%	-1.9%	4.0%	-5.5%	10.0%	7.4%
Spain IBEX 35	9,879	1.0%	-3.7%	0.3%	-9.1%	-3.9%	-4.9%
Italy FTSE MIB	21,523	0.5%	-2.6%	0.0%	-4.2%	13.2%	12.9%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	45,261	-0.8%	-4.2%	-6.8%	-15.0%	-9.5%	-7.1%
Chile IPSA	3,663	2.8%	-2.8%	-3.5%	-6.4%	-4.9%	-3.8%
Mexico MEXBO	43,504	2.5%	-2.3%	-0.1%	-3.6%	0.8%	2.4%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	406	1.7%	-0.6%	-1.6%	-15.7%	-13.2%	-10.5%
MSCI Latin America	1,893	-1.1%	-6.1%	-5.8%	-27.0%	-30.6%	-29.1%
MSCI All Country World	398	1.3%	-2.2%	1.0%	-8.2%	-4.6%	-4.2%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	34.82	-2.2%	-14.6%	-22.1%	-42.4%	-34.6%	-35.6%
Brent Spot	37.06	-6.7%	-14.9%	-24.5%	-42.0%	-35.4%	-39.4%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.24	-1.87	-0.58	-2.16	-1.18	-1.82	-4.83
Gold Spot	1054.07	-1.9%	-1.4%	-7.5%	-12.2%	-11.3%	-11.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1458.19	-0.5%	-3.3%	-3.8%	-8.1%	-8.9%	-9.4%
DB Agriculture index (USD)	92.87	-0.9%	0.5%	1.9%	-3.0%	-15.0%	-17.2%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	255.45	0.3%	0.0%	1.4%	3.0%	4.3%	4.6%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	192.49	0.0%	0.1%	0.4%	0.8%	3.0%	3.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	263.80	0.0%	0.4%	1.0%	2.1%	3.9%	4.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	331.60	0.2%	0.5%	1.6%	3.5%	3.7%	4.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	223.52	0.1%	0.3%	0.9%	1.9%	3.5%	3.8%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.51	0	1	1	1	-54	-49
2Y	1.60	1	3	3	14	-51	-49
5Y	2.24	1	-1	-5	-16	-25	-25
10Y	2.60	-7	-10	-29	-40	-23	-27
Spread 10Y-2Y	100	-8	-13	-31	-53	28	22
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.22	10	-5	9	-11	5	2
Japan 10Y	0.30	-3	0	-2	-15	-3	-6
German 10Y	0.60	3	8	-18	-21	6	1
Spain 10Y	1.74	12	-3	-35	-59	13	-3
Italy 10Y	1.63	8	6	-28	-68	-26	-33
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	18.94	-0.4	2.1	-3.3	5.8	-0.3	2.1
Dollar index	99.27	1.4%	-0.4%	5.0%	5.3%	10.0%	11.4%
USD/THB	36.17	0.1%	0.5%	1.5%	7.5%	9.9%	10.1%
EUR/USD	1.08	-1.3%	1.9%	-4.1%	-4.7%	-10.4%	-11.8%
USD/JPY	122.48	1.2%	-0.8%	2.1%	-0.4%	2.2%	2.9%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

12/18/2015

7:29:45 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- ราคาต่ำกว่าพท. จะคงดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ไปตลอดทั้งปี - ดอกเบี้ยระยะยาวยังมีความเสี่ยงจะปรับตัวสูงขึ้นตามดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ในปีหน้า - คงคำแนะนำ Underweight และหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- การขยายตัวของกำไรถูกกดดันจากการแข็งค่าของดอลลาร์และต้นทุนที่สูงขึ้นจากค่าจ้างแรงงานและรายจ่ายจากการลงทุน - Valuation ยังแพงกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นไทย				- Valuation ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภูมิภาค - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน				- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีขึ้นในไตรมาส 4 และความกังวลเรื่องเงินทุนไหลออกน่าจะคลี่คลาย - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนและแนวโน้มการผ่อนคลายทางการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดการณ์ เนื่องจากภาคการส่งออกที่ยังอ่อนแอ - Valuation ยังถูกเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในโลก - ปรับลดคำแนะนำจาก Overweight เป็น Neutral
ตลาดหุ้นอาเซียน				- Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภูมิภาค - ค่าเงินมีความเสี่ยงอ่อนค่า - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- มีความคาดหวังจากตลาดว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจัดจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				- มีความคาดหวังจากตลาดว่าธนาคารกลางยุโรป จะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - Valuation ของตลาดหุ้นยังดูน่าสนใจ - คงคำแนะนำ Overweight โดยเน้นลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมัน
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- กำไรยังถูกกดดันจากแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- ถูกกดดันจากเงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มแข็งค่า - มี Upside จำกัดจากตลาดหุ้นที่เพิ่มขึ้น ตามมาตรการผ่อนคลายทางการเงินของธนาคารกลางต่างๆ - เปลี่ยนคำแนะนำเป็น Neutral
น้ำมัน				- ราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะฟื้นตัวได้ในปีหน้า - ตลาดน้ำมันจะเข้าสู่ภาวะสมดุลมากขึ้น จากอุปทานนอกกลุ่ม OPEC ที่ลดลง และอุปสงค์น้ำมันโลกในปีหน้าที่ยังเพิ่มขึ้นได้ดี - เปลี่ยนคำแนะนำเป็น Overweight
US REITs				- ตลาดปรับฐาน และสะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้วในช่วงไตรมาส 2 - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - มีแรงซื้อช่วยพยุงตลาดจาก QQE2 - คงคำแนะนำ Overweight
Europe REITs				- ราคาอสังหาริมทรัพย์ในยุโรปยังคงต่ำเมื่อเทียบกับจุดสูงสุดในปี 2007 - แนวโน้มการเพิ่ม QE ของ ECB กดดันดอกเบี้ยต่ำ - คงคำแนะนำ Overweight

Special Topic

เราคาดว่าตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นหลัง Fed ประกาศขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค.

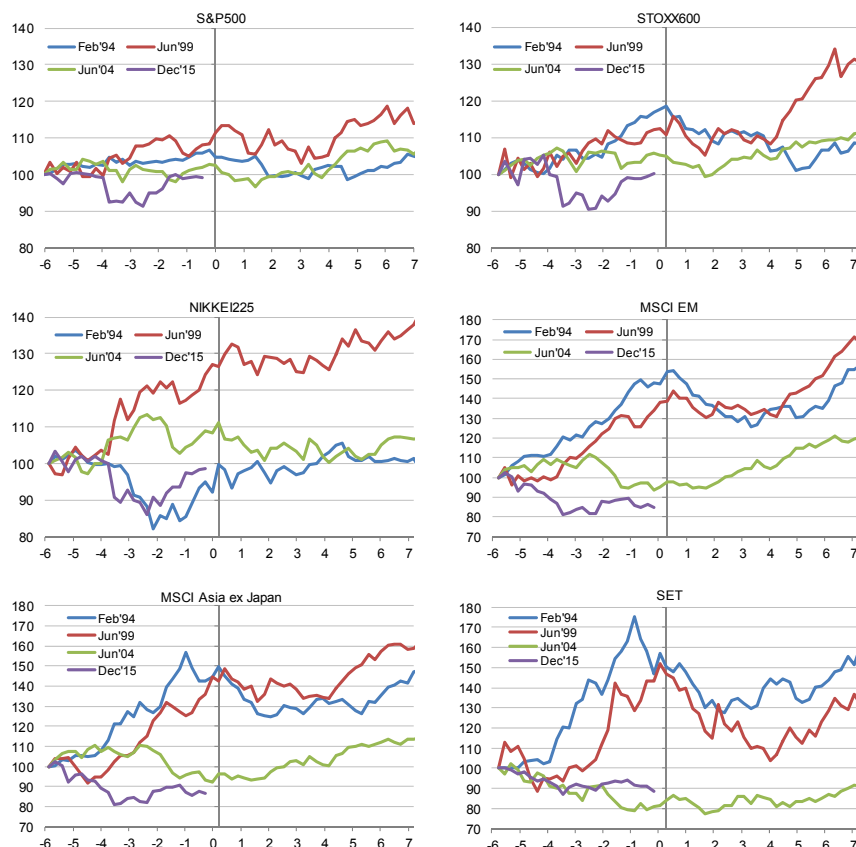
การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในช่วงทศวรรษที่ 90 ส่งผลต่อตลาดหุ้นค่อนข้างมาก

การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มักส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น โดยในรอบการขึ้นอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้งในทศวรรษที่ 90 คือ ในเดือน ก.พ. ปี 1994 และ เดือน มิ.ย. ปี 1999 พบว่า ตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปปรับตัวลดลง 5-10% ภายในระยะเวลา 2 เดือนหลังจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก ในขณะที่ตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) รวมทั้ง SET ของไทยนั้น ลดลงแรงกว่ามากที่ราว 10-30% ภายใน 1-2 เดือนหลังการขึ้นดอกเบี้ย

แต่ในการขึ้นดอกเบี้ยครั้งล่าสุดตลาดหุ้นผันผวนน้อยลง เนื่องจาก Fed มีการสื่อสารกับตลาดมากขึ้น

การขึ้นดอกเบี้ยรอบล่าสุดในเดือน มิ.ย. ปี 2004 นั้น ส่งผลต่อตลาดหุ้นน้อยกว่า 2 ครั้งก่อนค่อนข้างมาก โดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปปรับตัวลดลงเพียงประมาณ 5% ภายใน 1 เดือนหลังขึ้นอัตราดอกเบี้ย และปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ในเดือนต่อมา ส่วนตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาปรับฐานลงราว 15% ในช่วง 1-2 เดือนก่อนการขึ้นดอกเบี้ย และปรับตัวเพิ่มขึ้นได้หลังการขึ้นดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 1: การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในช่วง 6 เดือนก่อนและหลังการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed



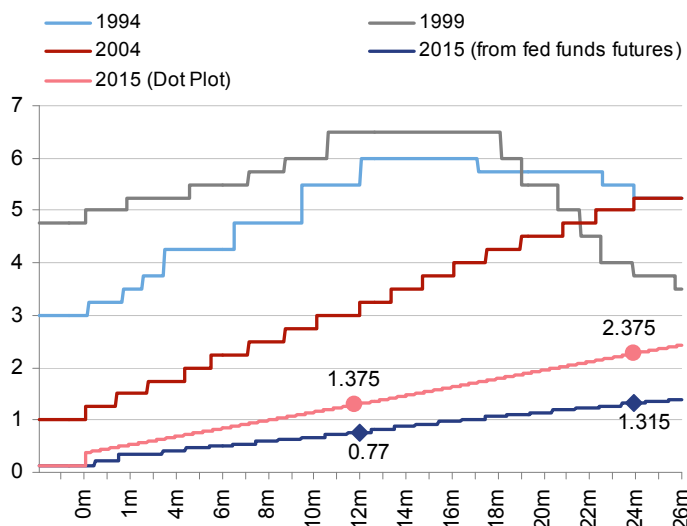
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่า เหตุที่การขึ้นอัตราดอกเบี้ยส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นน้อยลงนั้น ส่วนหนึ่งเกิดจากการที่ Fed มีกลยุทธ์การสื่อสารกับตลาดได้ดีขึ้น เช่น Fed เริ่มออกแถลงการณ์คณะกรรมการนโยบายการเงินหลังการประชุม (FOMC Statement) เป็นครั้งแรกในปี 1994 และเพิ่มการประเมินสถานะเศรษฐกิจลงในแถลงการณ์ในปี 1999 หลังจากนั้นในปี 2002 Fed ได้เปิดเผยผลโหวตและจำนวนผู้ไม่เห็นด้วย (Dissents) กับมติของคณะกรรมการนโยบายการเงิน และในปี 2004 Fed ได้เริ่มสื่อสารถึงแนวโน้มการดำเนินนโยบายในอนาคต (Forward Guidance) เพื่อให้ตลาดได้ซึมซับข่าวการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการเงินได้ล่วงหน้า (ดูรายละเอียดในส่วนพัฒนาการสื่อสารกับตลาดของ Fed)

เราคาดว่าตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นหลัง Fed ประกาศขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค. นี้

เราเชื่อว่าผลกระทบต่อตลาดหุ้นของการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในรอบนี้จะยังมีน้อยกว่าในปี 2004 เนื่องการสื่อสารของ Fed ที่มีอย่างต่อเนื่อง และการคาดการณ์ของตลาดที่จับตามองการขึ้นดอกเบี้ยในครั้งนี้เป็นเวลานาน ได้ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานและสะท้อนผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว โดยในช่วงเดือน ส.ค.- ก.ย. ตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว ได้ปรับฐานลงไปราว 10-15% และตลาดประเทศกำลังพัฒนาก็ได้ปรับฐานไปแล้วราว 20% เราเชื่อว่าการตัดสินใจขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค. จะช่วยให้ตลาดคลายความกังวลต่อประเด็นดังกล่าว และหนุนให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ต่อจากนี้

แผนภาพที่ 2: Fed Funds Futures เชื่อว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยช้ากว่าการขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

พัฒนาการสื่อสารกับตลาดของ Fed

ก่อนปี 1994 : ไม่มีการสื่อสารใดๆ (Black box)

ก่อนปี 1994 คณะกรรมการนโยบายการเงิน(FOMC) ไม่ได้ประกาศดอกเบี้ยนโยบายแก่สาธารณะอย่างเป็นทางการ โดยผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทำได้เพียงแค่จับตาอยู่ในพฤติกรรมการซื้อขายในตลาดพันธบัตรเพื่อคาดเดาถึงการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการเงิน

ปี 1994: เริ่มมีแถลงการณ์คณะกรรมการนโยบายการเงินเป็นครั้งแรก

การออกแถลงการณ์ของ FOMC เริ่มขึ้นครั้งแรกในวันที่ 4 ก.พ. 1994 ซึ่งรายงานดังกล่าว จะสรุปมติของคณะกรรมการแค่เพียงสั้น ๆ เท่านั้น

ปี 1999: เพิ่มรายงานการประเมินสถานะทางเศรษฐกิจ (Economic Assessment) เข้าไปในแถลงการณ์

คณะกรรมการได้เริ่มแทรกความคิดเห็นเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคตเข้าไปในแถลงการณ์ โดยเพิ่มรายงานสถานะเศรษฐกิจ และ ความเสี่ยงต่อภาวะเศรษฐกิจ เข้าไปในแถลงการณ์ในปี 1999

ปี 2002: เพิ่มรายงานผลการลงคะแนนอัตราดอกเบี้ย (Dissenting Votes)

ในปี 2002 เพื่อเพิ่มความโปร่งใสในขั้นตอนการตัดสินใจกำหนดดอกเบี้ยนโยบาย Fed จึงได้เพิ่มผลการลงคะแนนของกรรมการแต่ละคนเข้าไปในแถลงการณ์หลังการประชุมด้วย

ปี 2004: เพิ่มการสื่อสารถึงการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต (Forward Guidance) และเร่งให้ออกรายงานการประชุม (Meeting Minutes) ให้เร็วขึ้น

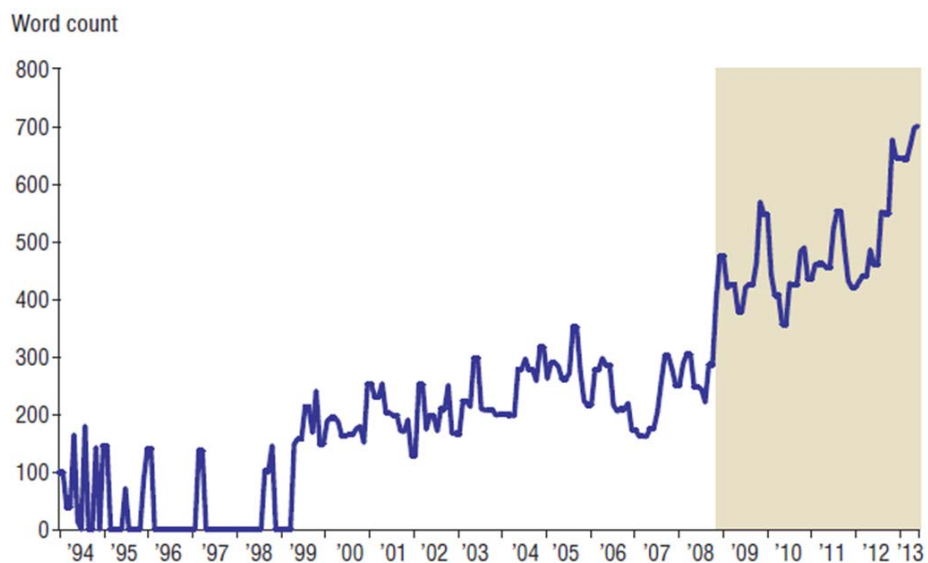
ตั้งแต่เดือน ม.ค. ปี 2004 เป็นต้นมา FOMC ได้เพิ่มถ้อยคำแสดงความเห็นเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายในอนาคตเข้าไปมากขึ้น เพื่อเป็นการสื่อสารกับตลาดถึงแนวทางการทำนโยบายการเงินของ Fed ยกตัวอย่างเช่น ในเดือน ม.ค. ปี 2004 FOMC ได้เปลี่ยนภาษาในแถลงการณ์ โดยชี้ว่า Fed ยังสามารถชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ยออกไปได้ “be patient in removing its policy accommodation” และหลังจากนั้นในเดือน พ.ค. FOMC ก็ได้เปลี่ยนคำในแถลงการณ์เป็นว่า FOMC สามารถจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้อย่างช้าๆ “policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured” และหลังจากนั้น Fed ก็เริ่มการขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่ 25 bps (0.25%) ในการประชุมในเดือนถัดมา และในทุก ๆ ครั้ง ของการประชุมอีก 16 ครั้งหลังจากนั้น

นอกจากนี้ Fed ยังได้เร่งให้มีการออกรายงานการประชุม ซึ่งจะบันทึกรายละเอียดเกี่ยวกับการตัดสินใจของคณะกรรมการท่านต่างๆ ให้รวดเร็วกว่าเดิมซึ่งออกใน 2 วันหลังการประชุมครั้งถัดไป (6 สัปดาห์) เป็นให้ออกภายหลังจากการประชุม 3 สัปดาห์

หลังวิกฤตการเงินโลก ปี 2008: FOMC ได้เพิ่มการใช้ Forward Guidance ให้มากยิ่งขึ้น

เช่น ระบุถึงเวลาที่ชัดเจนที่จะตรึงดอกเบี้ยในระดับต่ำ “weak economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate at least through mid-2015” และระบุถึงดัชนีชี้เศรษฐกิจในด้านต่าง ๆ ซึ่งจะส่งผลต่อการตัดสินใจของ Fed เพื่อช่วยให้ตลาดสามารถคาดเดาแนวโน้มการดำเนินนโยบายในอนาคตได้อย่างชัดเจนมากขึ้น “this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6½ percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the committee’s 2 percent longer-run goal and longer-term inflation expectations continue to be well anchored.” 

แผนภาพที่ 3: แดลงการณ์ FOMC มีความยาวเพิ่มขึ้นจาก 99 คำ ในปี 1994 เป็น 700 คำในปี 2013



NOTE: The shaded area is the period of the FOMC's unconventional monetary policy with interest rates at the effective lower bound of near zero.

Source: Dallas Fed

แหล่งที่มาข้อมูล Federal Reserve Bank of Dallas

(<http://www.dallasfed.org/research/eclett/2013/el1308.cfm#n2>)

ตลาดหุ้น

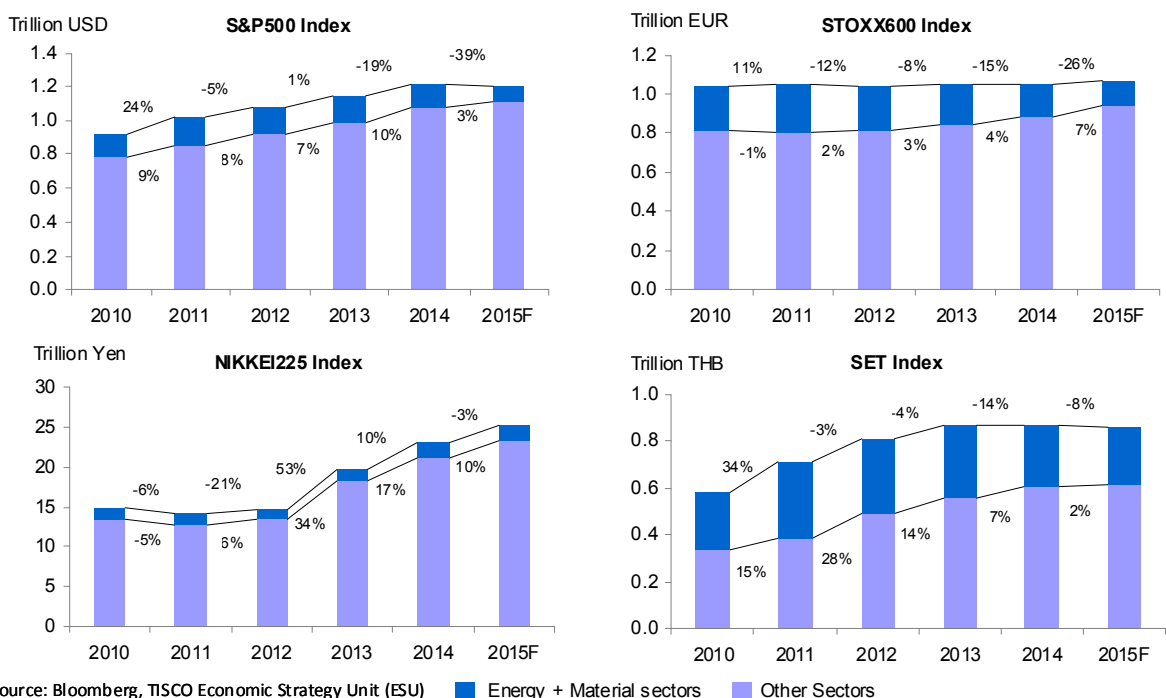
ผลประกอบการในปี 2015 ถูกจุดด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ แต่กำไรในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นยังโตได้ต่อเนื่อง เรามองผลประกอบการในปี 2016 จะฟื้นตัวขึ้นตามการเติบโตของเศรษฐกิจ ในขณะที่ Valuation ของตลาดหุ้นโลกยังคงดูน่าสนใจ

เราเลือกตลาดหุ้นยุโรป เป็น Top Pick เนื่องจากศักยภาพในการฟื้นตัวของกำไรที่สูงและแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ตามด้วยตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ Valuation ยังคงน่าสนใจ และคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นจีน เนื่องจากคาดว่าความคืบหน้าของการปฏิรูปเศรษฐกิจเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงินจะช่วยยกระดับ Valuation ให้สูงขึ้นได้

กลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์จุดผลประกอบการของตลาดหุ้นในปี 2015

โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปที่ผลประกอบการของกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ (Energy และ Materials) ที่หดตัวถึง -39% และ -26% ตามลำดับ และจุดให้ผลกำไรโดยรวมของดัชนีไม่เติบโตในปีนี้อย่างไรก็ดีหากหักผลประกอบการของกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ออกไป ผลประกอบการของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปยังสามารถเติบโตได้อย่างต่อเนื่องที่ 3% และ 7% ตามลำดับ และหากพิจารณาเฉพาะผลกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ ปีนี้นับเป็นปีแรกที่ตลาดหุ้นยุโรปมีการเติบโตของกำไรสูงกว่าในสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 4: กลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์จุดผลประกอบการของตลาดหุ้นในปี 2015



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สำหรับตลาดหุ้นญี่ปุ่นผลกระทบจากการมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2013 โดยกำไรรวมได้รับผลกระทบที่จำกัดจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ตกต่ำ เนื่องจากสัดส่วนของน้ำหนักในดัชนีค่อนข้างน้อย

ส่วนในตลาดเกิดใหม่ส่วนใหญ่รวมถึงตลาดหุ้นไทย กำไรหดตัวในปี 2015 ตามการหดตัวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ซึ่งนับเป็นสัดส่วนใหญ่ของตลาด ในกำไรในภาคอุตสาหกรรมอื่น ๆ ก็มีการชะลอตัวลงอย่างเห็นได้ชัด ตามการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจ

เรามองเศรษฐกิจโลกปีหน้าจะขยายตัวดีขึ้นจากปีนี้

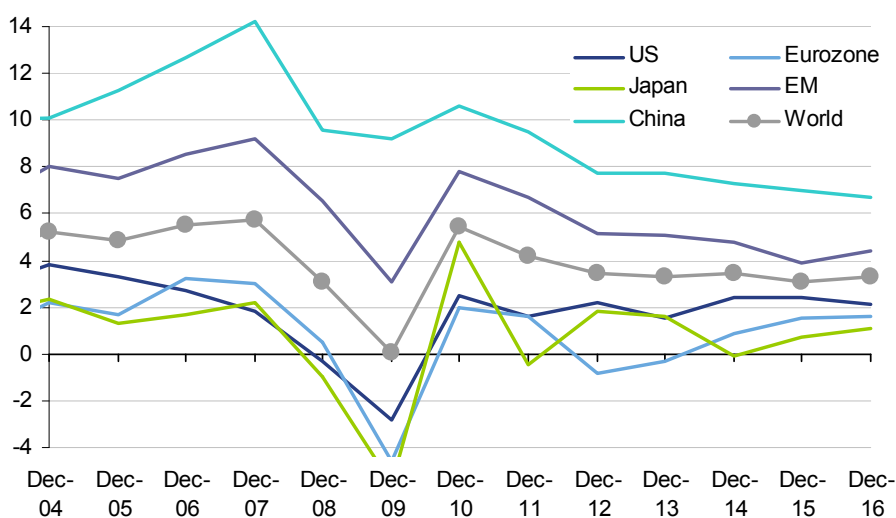
โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวได้ต่อเนื่องในระดับปานกลาง (DB คาด GDP ปี 2015-2016 ที่ 2.4% และ 2.1% ตามลำดับ) โดยมีปัจจัยบวกจากการบริโภคที่ขยายตัวได้ดีตามการจ้างงานที่เพิ่มขึ้น สภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติเนื่องจากสภาวะ El Nino จะเป็นปัจจัยบวกต่อ GDP ในไตรมาส 1/2016 ในขณะที่การแข็งค่าของดอลลาร์จะกดดันการส่งออกในปี 2016 เช่นเดียวกับปีนี้

เศรษฐกิจยุโรปในปี 2016 ขยายตัวได้ราว 1.6% จาก 1.5% ในปี 2015 นับเป็นการเร่งตัวขึ้นต่อเนื่องเป็นปีที่ 4 โดยได้รับแรงส่งจากต้นทุนการเงินที่ต่ำลง และความเชื่อมั่นที่ฟื้นตัวจากการผ่อนคลายนโยบายของ ECB ด้านการบริโภคขยายตัวได้ดีตามการฟื้นตัวของตลาดแรงงาน ส่วนค่าเงินยูโรที่มีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนการส่งออก และมาตรการรัดเข็มขัดของภาครัฐที่ผ่อนคลายลง จะช่วยให้การใช้จ่ายภาครัฐฟื้นตัวขึ้น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2016 จะเร่งตัวขึ้นเป็น 1.1% จาก 0.7% ในปี 2015 โดยได้รับแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นทางการคลังจากพรรครัฐบาลที่หวังผลเพิ่มคะแนนเสียงในการเลือกตั้งวุฒิสภาในเดือน ก.ค. 2016 นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ประกอบกับการขยายตัวของกำไรจะช่วยผลักดันการลงทุนภาคเอกชนอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่การบริโภคที่ยังอ่อนแอในปี 2015 เนื่องจากค่าจ้างที่เพิ่มขึ้นน้อยกว่าเงินเฟ้อ น่าจะมีทิศทางดีขึ้นในปีหน้าเนื่องจากมาตรการเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำ การเพิ่มสวัสดิการคนชรา และการแทรกแซงของภาครัฐในการเจรจาขึ้นค่าจ้างประจำปี (Shunto)

เศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่จะเร่งตัวขึ้นเป็น 4.4% (จาก 4.0% ในปี 2015) หลังจากที่จะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2010 โดยเศรษฐกิจอินเดียจะขยายตัวได้ดีขึ้น (7.5%) แซงหน้าเศรษฐกิจจีน (6.7%) ที่มีทิศทางชะลอตัวลง ส่วนเศรษฐกิจบราซิล (-1.7%) และรัสเซีย (-1.2%) จะยังคงหดตัวตามราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ที่ตกต่ำ แต่จะหดตัวในอัตราที่ลดลงจากปี 2015 (ที่ -3.2% และ -4.0% ตามลำดับ)

แผนภาพที่ 5: เราคาดเศรษฐกิจโลกในปี 2016 จะเร่งตัวขึ้นจากปี 2015



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

ความเสี่ยงในปี 2016

สำหรับความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจโลกที่น่าจับตามองในปี 2016 ได้แก่

1. ปรากฏการณ์เอลนีโญ (El Nino) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการผลิตสินค้าเกษตรในประเทศแถบเอเชียแปซิฟิก และการขาดแคลนน้ำในประเทศแถบละตินอเมริกา และอาจทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์หลายชนิดปรับตัวสูงขึ้น ในขณะที่เศรษฐกิจในประเทศเกิดใหม่หลายประเทศอาจมีความเสี่ยงชะลอตัวลงจากผลผลิตที่ลดลง (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจสหรัฐฯ)
2. การลงประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) ซึ่งอาจเกิดขึ้นในช่วงไตรมาส 2-3 ปี 2016 และอาจสร้างความผันผวนต่อค่าเงินยูโรและเศรษฐกิจในยุโรป (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจยุโรป)
3. Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าการคาดการณ์ของตลาด ปัจจุบันตลาดซื้อขายล่วงหน้า Fed Funds Futures คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยราว 60bps และ 50bps ในปี 2016-2017 ในขณะที่ค่ากลางของอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมจากความเห็นของคณะกรรมการ FOMC (Dot Plot) ชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยปีละ 100bps ในปี 2016-2017 ความคาดหวังของตลาดที่ประเมินการขึ้นดอกเบี้ยต่ำเกินไปนั้น อาจสร้างความผันผวนต่อตลาดการเงินได้ โดยเฉพาะในเวลาที่ยอดตราเงินเพื่อเริ่มเข้าใกล้เป้าหมายของ Fed ที่ 2% (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจสหรัฐฯ)
4. การพุ่งขึ้นของราคาน้ำมันซึ่งอาจทำให้เงินเฟ้อกลับมาสูงกว่าคาด โดยเราคาดว่าราคาน้ำมันจะทยอยขึ้นอย่างช้าๆ ในช่วงครึ่งหลังของปี 2016 แต่หากราคาน้ำมันพุ่งขึ้นอย่างรวดเร็ว ด้วยเหตุผลเช่นการเกิดสงครามในแถบประเทศตะวันออกกลาง ก็อาจทำให้เงินเฟ้อกลับมาสูงกว่าที่คาดและทำให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น และ ECB และ BoJ ต้องยกเลิก QE เร็วกว่าที่คาด
5. การถอนมาตรการการเข้าซื้อสินทรัพย์ของ ECB และการลดขนาดงบดุลของ Fed ซึ่งอาจเริ่มมีการพิจารณาในช่วงปลายปีเมื่ออัตราเงินเฟ้อเข้าใกล้เป้าหมาย โดย ECB อาจเริ่มส่งสัญญาณถึงการลดขนาดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในช่วงไตรมาส 1 ปี 2017 ก่อนที่มาตรการ QE จะหมดอายุลงในเดือน มี.ค. 2017 ส่วน Fed ได้กล่าวในแถลงการณ์การประชุมในเดือน ธ.ค. ว่าจะเริ่มพิจารณาแผนการลดขนาดงบดุลเมื่ออัตราดอกเบี้ยเริ่มเข้าสู่ระดับปกติแล้ว การเริ่มกล่าวถึงการถอนมาตรการ QE ของ ECB และการลดขนาดงบดุลของ Fed อาจส่งผลให้ Yield พันธบัตรระยะยาวปรับตัวสูงขึ้นและทำให้ตลาดการเงินโลกมีความผันผวนเพิ่มขึ้น

เราเชื่อว่าตลาดหุ้นยุโรปมีศักยภาพการเติบโตของกำไรสูงสุดในอนาคต

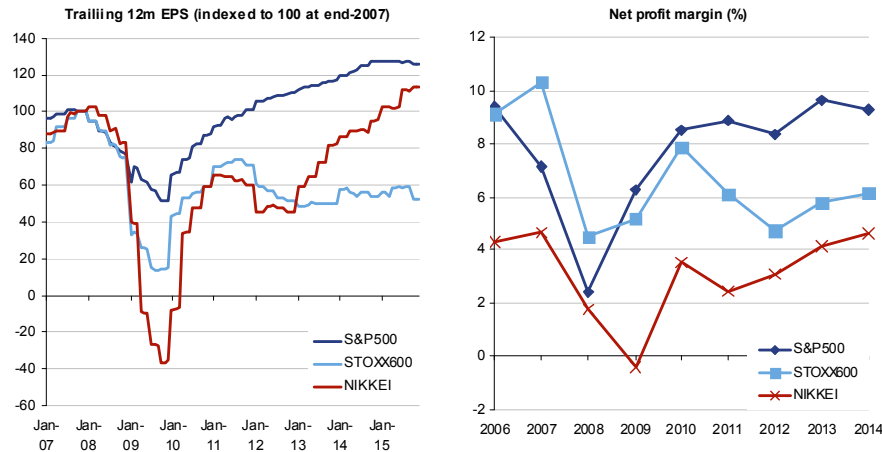
เราเชื่อว่าตลาดหุ้นยุโรปมีศักยภาพการเติบโตของกำไรสูงสุดกว่าตลาดหุ้นอื่น ๆ ในประเทศพัฒนาแล้ว เนื่องจาก

- 1) กำไรยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับอดีต 2) ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลงตามการผ่อนคลายนโยบายของ ECB 3) ค่าเงินยูโรอ่อนค่าลงช่วยเพิ่มกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 4) การบริโภคที่ฟื้นตัวขึ้นตามการจ้างงาน 5) ความเชื่อมั่นต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น 6) แรงกดดันเงินเฟ้อที่ยังต่ำประกอบกับกำลังซื้อที่ฟื้นตัวทำให้บริษัทสามารถเพิ่มราคาขายเพื่อขยายอัตรากำไรได้ (Profit Margin)

แผนภาพที่ 6: กำไรของตลาดหุ้นยุโรปยังต่ำกว่าจุดสูงสุดเดิมอยู่ราว 40%
และอัตราผลกำไรยังมีแนวโน้มขยายตัวตามกำลังซื้อที่ฟื้นตัว

European equities offer larger earning rebound potential given better global growth environment

Profit margin seems to have peaked in the US, but has potential to expand in Europe and Japan



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในขณะที่กำไรของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ อาจถูกกดดันจาก 1) ค่าเงินดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed 2) ค่าจ้างแรงงานที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังอัตราการว่างงานลดต่ำลงเหลือเพียง 5% ซึ่งใกล้เคียงอัตราการจ้างงานเต็มที่ (Full Employment) สำหรับดอกเบี้ยที่จะเพิ่มขึ้นตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed นั้น เราเชื่อว่า จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ได้มีการออกหุ้นกู้เพื่อ Lock ดอกเบี้ยในระดับต่ำไปเป็นจำนวนมากแล้ว

ส่วนแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในญี่ปุ่นยังน่าจะเติบโตได้อย่างต่อเนื่องท่ามกลางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่การเติบโตของกำไรอาจเริ่มมีการชะลอตัวลงในปีหน้า เนื่องจากแรงส่งจากค่าเงินเยนอ่อนที่มีส่วนสำคัญในการผลักดันการเติบโตของกำไรจะหมดไปในปีหน้า โดย DB คาดว่าค่าเงินเยนจะอ่อนค่าลงราว 4% ในปี 2016 (USDJPY = 128 จาก 123 ในปัจจุบัน) เทียบกับปี 2014 และ 2015 ที่อ่อนค่าลง 15% และ 5% ตามลำดับเมื่อเทียบกับดอลลาร์ นอกจากนี้ค่าเงินเยนยังมีทิศทางแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับยูโรในปีหน้า ซึ่งอาจจะกระทบต่อการส่งออกไปยังยุโรปอีกด้วย

ในขณะที่ผลประกอบการในตลาดเกิดใหม่น่าจะยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ตกต่ำ และแรงกดดันจากเงินทุนไหลออก ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มสูงขึ้น และเพิ่มความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สำหรับบริษัทที่มีหนี้ในสกุลดอลลาร์เป็นจำนวนมาก

Valuation ยังคงไม่แพงเมื่อเทียบกับจุดสูงสุดเดิมในปี 2007

หลายฝ่ายแสดงความกังวลต่อการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นที่ต่อเนื่องกันเป็นเวลา 7 ปี นับตั้งแต่ปี 2009 และอาจเป็นความเสี่ยงกับการเกิดฟองสบู่ในตลาดหุ้น เราจึงเปรียบเทียบระดับ Valuation ของตลาดในปัจจุบันกับจุดสูงสุดเดิมในปี 2007 ซึ่งพบว่า Valuation ของตลาดเกิดใหม่มียังอยู่ในระดับต่ำและยังคงห่างไกลจากปัญหาฟองสบู่ ส่วนในตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วค่า PBV และอัตราการจ่ายปันผลยังดูไม่แพงและไม่น่าเป็นกังวลเช่นกัน

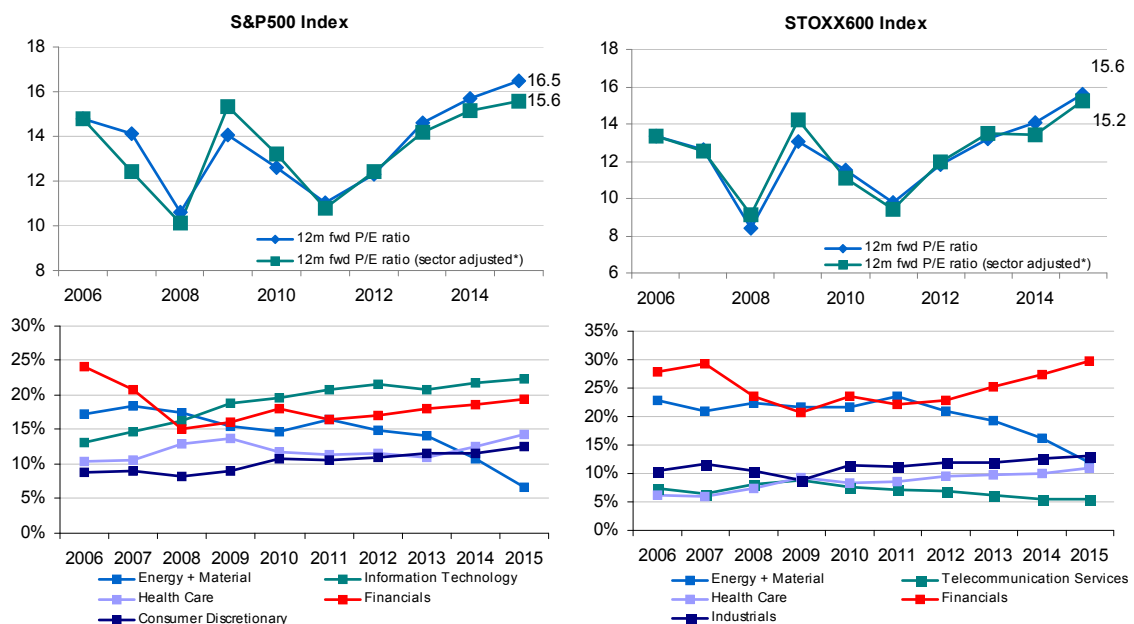
แผนภาพที่ 7: Valuations ของตลาดหุ้นต่าง ๆ เทียบกับจุดสูงสุดในปี 2007

as of 12/8/2015	Forward PE			PBV			Dividend Yield (%)	
	Now	2007	%	Now	2007	%	Now	2007
China H	7.0	25.1	-72%	1.0	5.2	-81%	3.7	1.0
MSCI Asia x Japan	11.7	17.3	-32%	1.4	2.8	-51%	2.7	2.0
India SENSEX	15.0	20.5	-27%	2.6	6.3	-58%	1.5	0.8
Japan NIKKEI	17.6	18.8	-6%	1.7	2.1	-18%	1.7	1.1
MSCI LATAM	12.8	13.5	-5%	1.6	3.4	-54%	3.0	2.0
SET Index	12.9	13.5	-4%	1.8	2.3	-23%	3.2	2.9
German DAX	13.3	12.6	5%	1.7	2.0	-16%	2.7	2.4
US S&P500	16.5	15.2	9%	2.8	2.9	-5%	2.1	1.8
Europe STOXX600	15.6	13.6	12%	1.9	2.5	-25%	3.4	2.7

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนประเด็นที่อาจดูน่ากังวลได้แก่ค่า PER ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปซึ่งสูงกว่าจุดสูงสุดเดิมในปี 2007 อยู่ราว 5-10% อย่างไรก็ตามการเพิ่มขึ้นของค่า PER ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปนั้นส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มสัดส่วนของกำไรจากกลุ่มอุตสาหกรรมที่มี PER สูง เช่น กลุ่ม IT และกลุ่ม Healthcare ซึ่งทำให้มีความสม่ำเสมอและมีแนวโน้มการเติบโตที่สูงกว่า และทำให้ค่า PER รวมของตลาดปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย หากเราปรับค่า PER ของตลาดโดยใช้สัดส่วนของกำไรที่คงที่นับจากปี 2006 จะทำให้ค่า PER ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ลดลงจาก 16.5 เท่าเหลือ 15.6 เท่าและยุโรปจาก 15.6 เท่าเหลือ 15.2 เท่า

แผนภาพที่ 8: PER ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปอยู่ในระดับสูงกว่าในอดีต แต่ส่วนหนึ่งเป็นผลจากเพิ่มสัดส่วนของกำไรจากกลุ่มอุตสาหกรรมที่มี PER สูง เช่น IT และ Healthcare



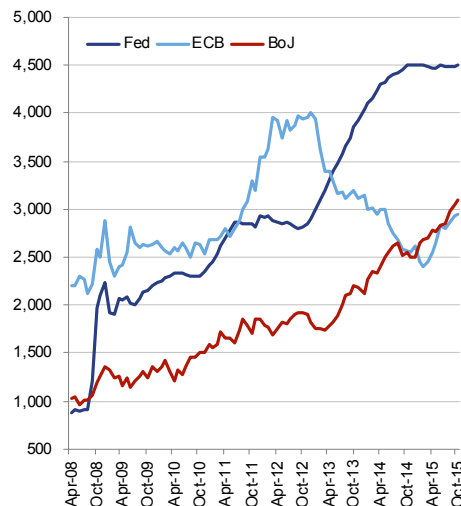
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความแตกต่างของนโยบายการเงินระหว่างสหรัฐฯ และยุโรป/ญี่ปุ่นจะเป็นปัจจัยกำหนดทิศทางการลงทุนในปีหน้า
แนวโน้มการผ่อนคลายนโยบายผ่านมาตรการ QE ของ ECB และ BoJ ประกอบกับการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed
ในเดือน ธ.ค. จะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีหน้า

แผนภาพที่ 9: ความแตกต่างของนโยบายการเงินระหว่างสหรัฐฯ และยุโรป/ญี่ปุ่น

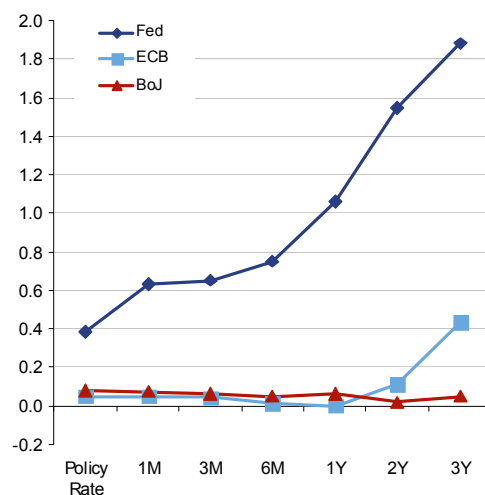
Central banks' balance sheets: Fed ended QE in Oct'14; while BoJ and ECB continue to ease

Unit: USD, bn



Market implied path of policy rates

Unit: %

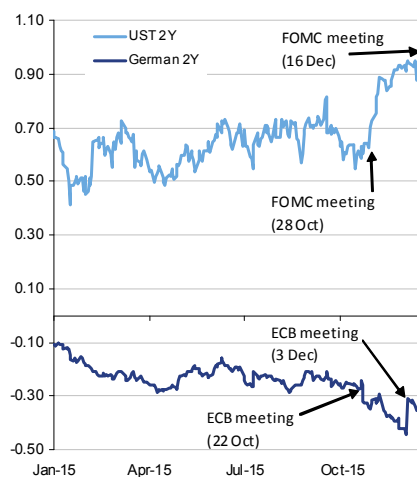


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 10: ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นจากแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยในสหรัฐฯ และการอัดฉีดสภาพคล่องในยุโรปและญี่ปุ่น

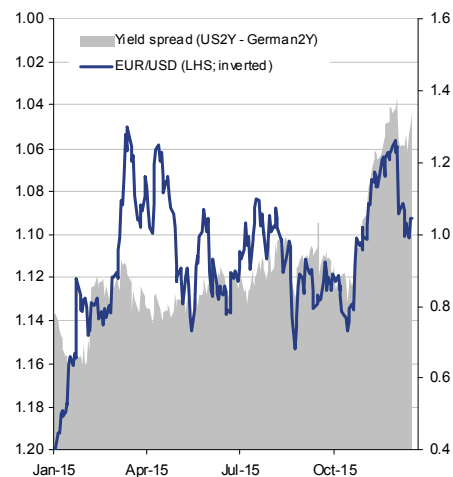
Bond yields in US and Europe will continue to diverge as Fed hikes rate

Unit: %



Widening yield spread fuels dollar rally

Unit: exchange rate; %

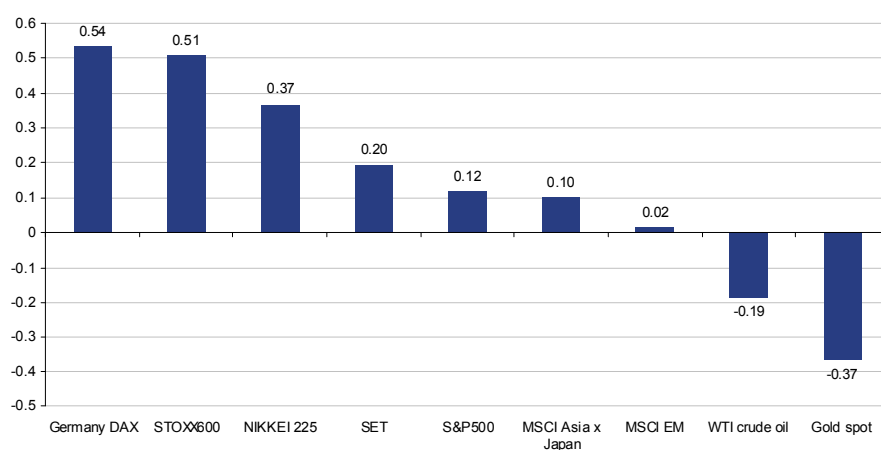


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นจะส่งผลกระทบต่อดัชนีตลาดหุ้นในยุโรปและญี่ปุ่น เนื่องจากผลกำไรจากยอดขายสินค้าจากนอกประเทศจะขยายตัวขึ้น และหากพิจารณาจากค่าสหสัมพันธ์ (Correlations) ของตลาดหุ้นต่างๆ กับดัชนี Dollar Index ก็ได้ข้อสรุปเช่นเดียวกันว่าดัชนีตลาดหุ้นในยุโรปและญี่ปุ่นมีการเคลื่อนไหวสัมพันธ์กับ Dollar Index มากที่สุด (ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นเมื่อดอลลาร์แข็งค่าขึ้น) ส่วนราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มเคลื่อนไหวสวนทางกับค่าเงินดอลลาร์

แผนภาพที่ 11: ดัชนีตลาดหุ้นในยุโรปและญี่ปุ่น มักปรับตัวขึ้นเมื่อดอลลาร์แข็งค่าขึ้น ส่วนราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มเคลื่อนไหวสวนทางกับค่าเงินดอลลาร์

Correlations to dollar index (weekly data from Nov 14 to Nov 15)

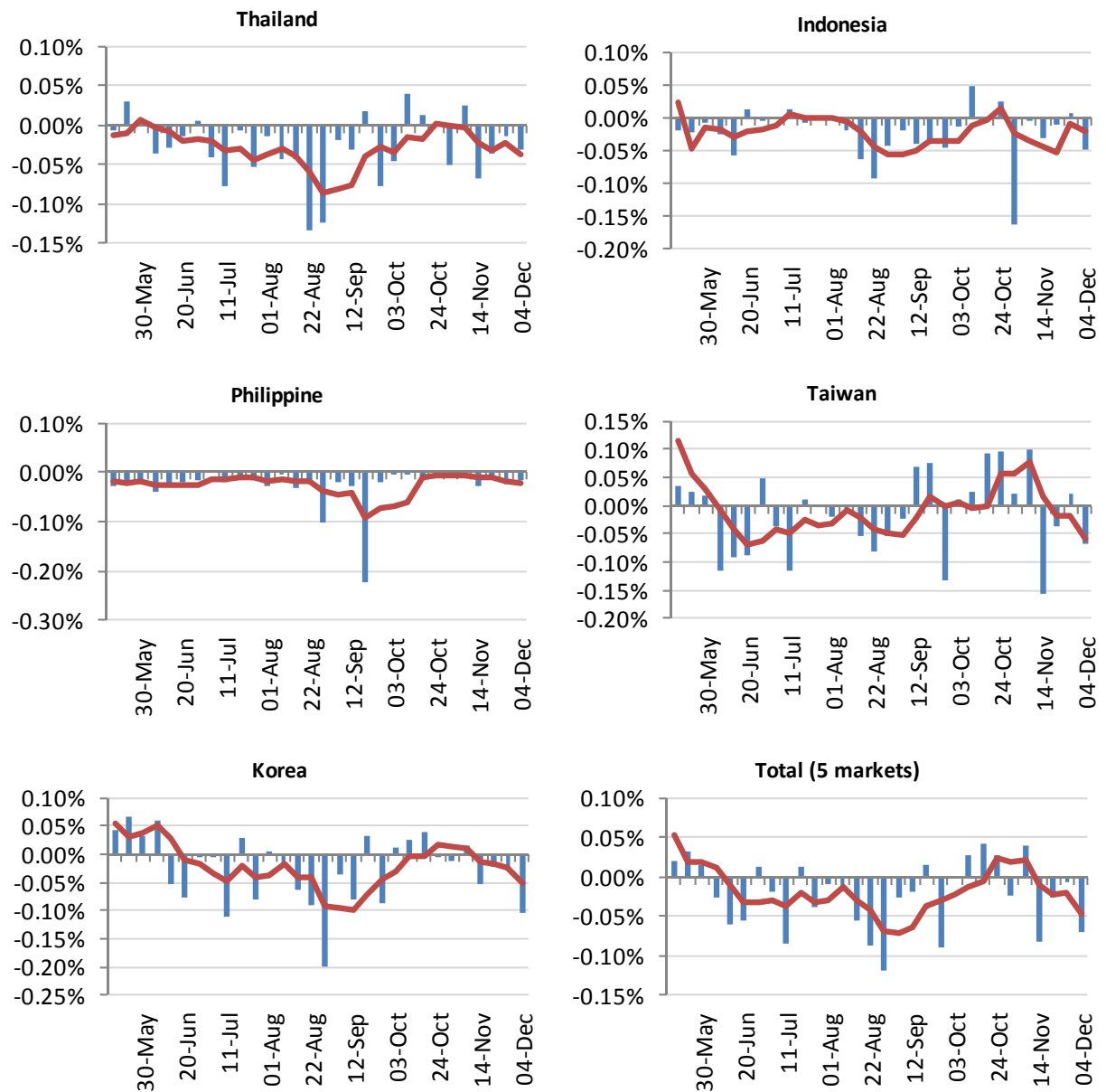


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นเอเชียน่าจะเริ่มทุเลาลงหลังการปรับพอร์ตตามดัชนี MSCI เสริมขึ้น

ตลาดหุ้นเอเชียเผชิญแรงขายจากนักลงทุนต่างชาติ ตามการปรับพอร์ตของดัชนี MSCI Emerging Market ซึ่งมีผล ณ สิ้นเดือน พ.ย. 2015 โดยการปรับพอร์ตดังกล่าวมีการเพิ่มน้ำหนักการลงทุนใน ADR (American Depositary Receipt) ของบริษัทขนาดใหญ่ของจีน ซึ่งซื้อขายในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เช่น บริษัท Alibaba และ Baidu การเพิ่มน้ำหนักของ ADR ทำให้น้ำหนักของตลาดหุ้นอื่นๆ ในดัชนี MSCI Emerging Market ลดลง โดยเฉพาะตลาดหุ้นไต้หวันและเกาหลีใต้ ลดลงราว 0.5% ในแต่ละประเทศ

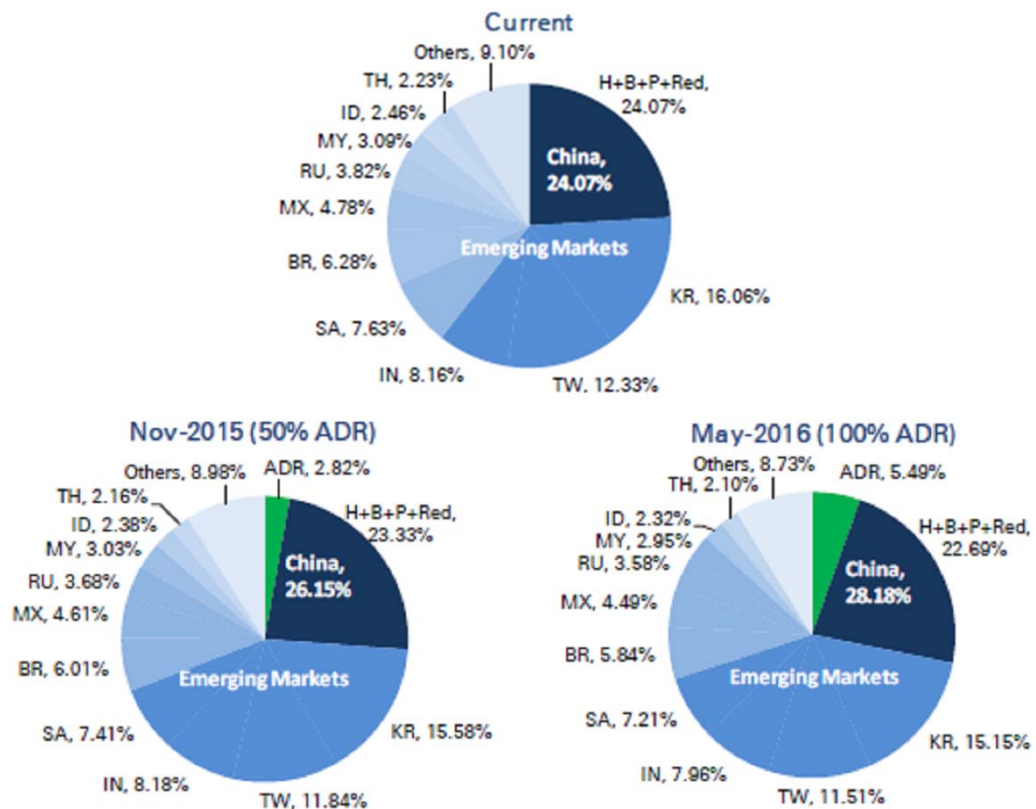
แผนภาพที่ 12: ยอดซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างชาติรายสัปดาห์เทียบกับมูลค่าตลาด



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การปรับพอร์ตในครั้งแรกเสร็จสิ้นไปแล้ว ณ วันที่ 30 พ.ย. 2015 ที่ผ่านมา และน่าจะทำให้แรงขายของนักลงทุนต่างชาติจากประเด็นดังกล่าวเริ่มทุเลาลง อย่างไรก็ตามก็คาดการณ์การปรับพอร์ตในครั้งที่ 2 ซึ่งจะมีผลในวันที่ 31 พ.ค. 2016 อาจทำให้เกิดแรงขายอีกครั้งในช่วงดังกล่าว

แผนภาพที่ 13: การปรับน้ำหนักของดัชนี MSCI Emerging Markets



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

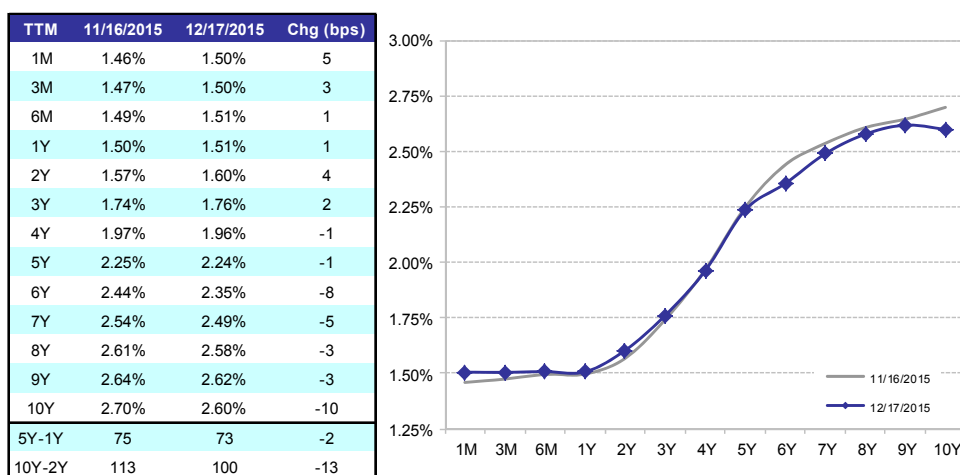
ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจาก เรามองว่า Yield พันธบัตรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอัตราดอกเบี้ยของ Fed ในปีหน้า และส่งผลกระทบต่อการลงทุนในพันธบัตร

Yield พันธบัตรรัฐบาลอายุสั้นเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ขณะที่ พันธบัตรอายุยาวปรับตัวลดลง

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยช่วงอายุไม่เกิน 3 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยราว 1-5 bps ตามการประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed เป็นครั้งแรกกลางเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา ขณะที่ Yield พันธบัตรอายุมากกว่า 3 ปี ลดลงราว 1-10 bps สะท้อนการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยในภาพรวมยังชะลอตัว ทำให้ความชันของเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield Curve) ระหว่างอายุ 2 และ 10 ปี ลดลง จาก 113 เป็น 100 bps

แผนภาพที่ 14: Yield พันธบัตรรัฐบาลอายุสั้นเพิ่มขึ้น ขณะที่ช่วงอายุยาวปรับตัวลดลง

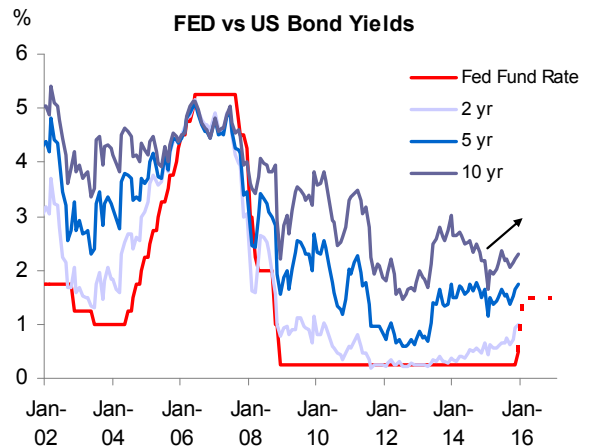
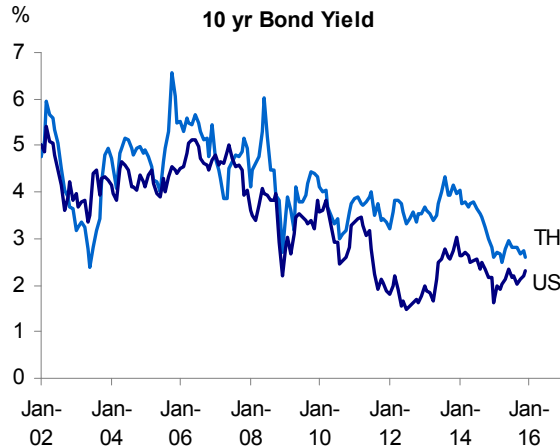
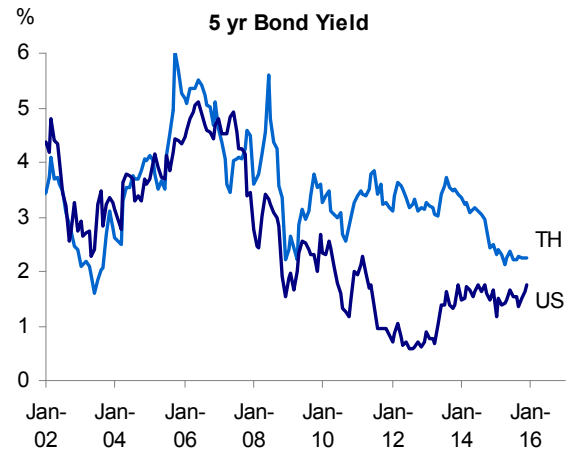
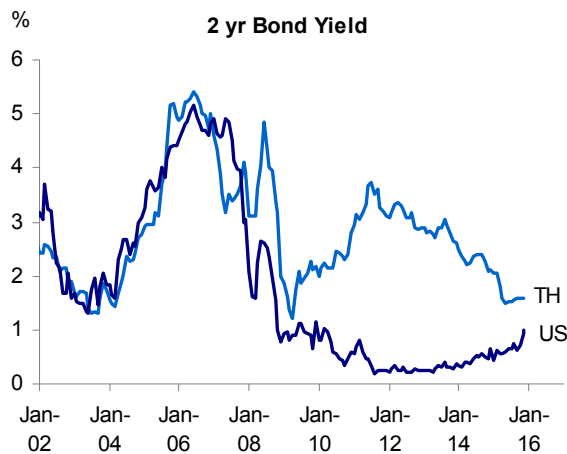


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่า การทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในพันธบัตรในปีหน้า

จากการที่ Fed ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมเมื่อวันที่ 16 ธ.ค. ที่ผ่านมานี้ ทำให้เรามองว่า พันธบัตรไทยจะได้รับแรงกดดันจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในระยะต่อไป และทำให้ Yield พันธบัตรไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาพันธบัตรและการลงทุน แม้ว่านาง Janet Yellen ประธาน Fed จะส่งสัญญาณว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป ดังนั้น ในปีหน้า เราจึงยังคงน้ำหนัก Underweight การลงทุนในพันธบัตรต่อไป

แผนภาพที่ 15: การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed จะทำให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ตามพันธบัตรของสหรัฐฯ และส่งผลกระทบต่อการลงทุนในพันธบัตรในปีหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

เราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น Neutral ทองคำ ทั้งนี้ เรามองว่าทองคำจะยังมี Upside จำกัด จากเงินดอลลาร์ที่จะแข็งค่าขึ้น และตลาดหุ้นที่เพิ่มขึ้นในปีหน้า และปรับคำแนะนำเป็น Overweight น้ำมัน เนื่องจาก เราเชื่อว่า ราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะฟื้นตัวขึ้นจากอุปทานของประเทศนอกกลุ่ม OPEC ที่ลดลง และอุปสงค์ที่ฟื้นตัว

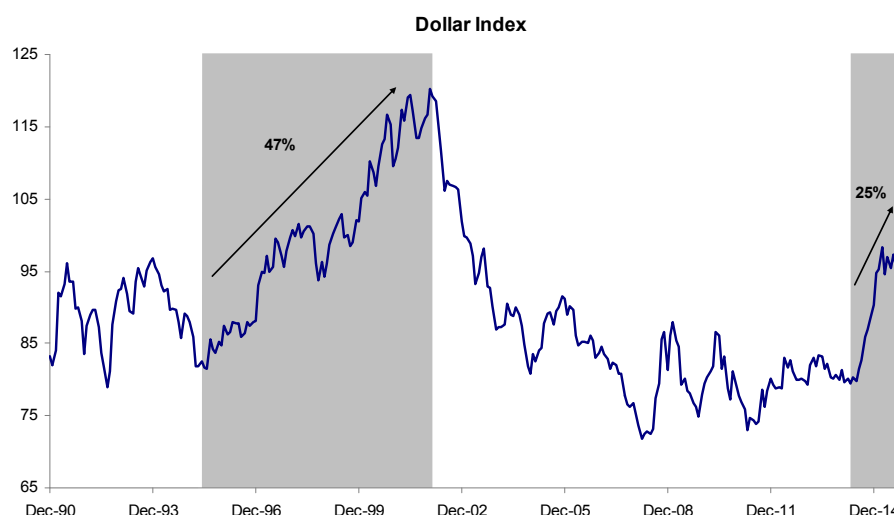
ทองคำ

เราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น Neutral ทองคำในปีหน้า ทั้งนี้ เรามองว่าทองคำยังมี Upside จำกัด จาก 1. ค่าเงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง และ 2. ตลาดหุ้นที่จะปรับตัวดีขึ้น

เงินดอลลาร์มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นในปีหน้า ตามการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ

ตั้งแต่กลางเดือน มิ.ย. ปี 2014 เงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง โดย Dollar Index เพิ่มขึ้นจาก 79.7 จุด ณ ปลายเดือน มิ.ย. 2014 เป็น 100.17 จุด ณ ปลายเดือน พ.ย. 2015 หรือเพิ่มขึ้นราว 25% อย่างไรก็ตาม หากเทียบกับช่วงการแข็งค่าครั้งก่อนระหว่างปี 1995-2002 ค่าเงินดอลลาร์ในช่วงนั้นแข็งค่าขึ้นถึง 47% หรือ จาก 81.5 จุด เป็น 120 จุด ทำให้เรามองว่า ดอลลาร์ยังสามารถแข็งค่าขึ้นได้อีก ตามการขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และเงินดอลลาร์ที่แข็งค่าจะส่งผลกระทบต่อราคาทองคำ

แผนภาพที่ 16: เงินดอลลาร์ยังสามารถแข็งค่าขึ้นได้อีกหากเทียบกับการแข็งค่าสูงสุดในรอบก่อน



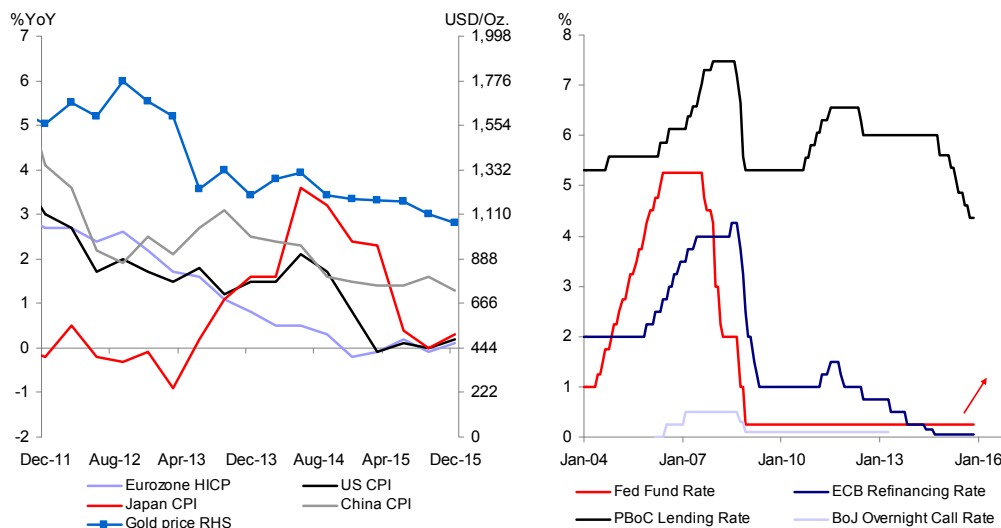
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเฟ้อที่ต่ำ และตลาดหุ้นที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น จะเป็นอีกสองปัจจัยกดดันราคาทองคำ

เงินเฟ้อของแต่ละภูมิภาคยังอยู่ในระดับต่ำ โดยเงินเฟ้อในยุโรปอยู่ที่ 0.1% และจีน 1.5% ในเดือน พ.ย. ขณะที่เงินเฟ้อญี่ปุ่นอยู่ที่ 0.3% และสหรัฐฯ 0.2% ในเดือน ต.ค. ซึ่งจะส่งผลให้ทองคำมีความน่าสนใจลดลง ในฐานะที่เป็นสินทรัพย์ที่ดีเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ

นอกจากนี้ เรายังมองว่า ตลาดหุ้นทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นในปีหน้า หลังธนาคารกลางยุโรป จีนและญี่ปุ่นจะยังคงดำเนินมาตรการผ่อนคลายทางการเงินต่อไป เนื่องจากเงินเฟ้อในประเทศเหล่านี้ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมายที่ธนาคารกลางวางเอาไว้ (ส่วนใหญ่อยู่ที่ 2%) ซึ่งเห็นได้จากอัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางทั้ง 3 แห่ง ที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ โดยนโยบายผ่อนคลายทางการเงินจะส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น และทำให้นักลงทุนหันเข้าหาสินทรัพย์เสี่ยงซึ่งจะส่งผลให้ทองคำมีความน่าสนใจลดลง

แผนภาพที่ 17: เงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยธนาคารกลางหลักทั้ง 3 แห่งที่ยังอยู่ในระดับต่ำ จะเป็นปัจจัยกดดันให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นได้ไม่มากในปีหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความขัดแย้งในตะวันออกกลางอาจสนับสนุนราคาทองคำในระยะสั้น

อย่างไรก็ดี ความขัดแย้งในตะวันออกกลาง อาทิ รัสเซียกับตุรกี และสงครามในอิรักและซีเรีย ระหว่างกลุ่มรัฐอิสลาม (IS) และประเทศมหาอำนาจ อาจเป็นปัจจัยช่วยหนุนราคาทองคำได้ในระยะสั้นๆ

ทั้งนี้ เรายังคงแนะนำ Underweight ทองคำในปีหน้า เนื่องจาก เงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง เงินเฟ้อในแต่ละภูมิภาคที่ทรงตัวในระดับต่ำ และตลาดหุ้นที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น โดยทั้งสามปัจจัยจะทำให้ Upside ของทองคำในปีหน้ามีจำกัด

น้ำมัน

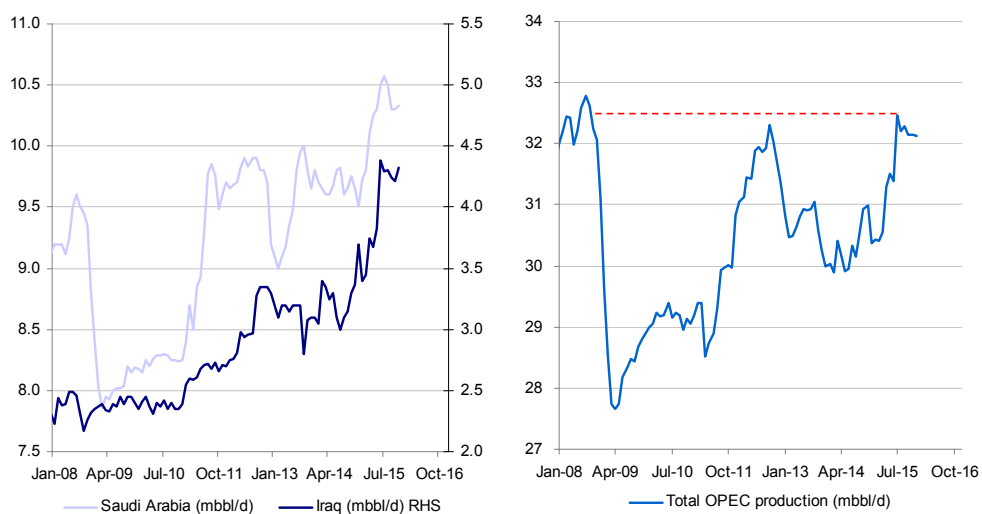
เราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น **Overweight** น้ำมัน โดยเรามองว่า ราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและจะฟื้นตัวในปีหน้า จากอุปทานน้ำมันประเทศนอกกลุ่ม OPEC ที่จะลดลง และอุปสงค์น้ำมันที่ฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันจะยังถูกกดดันจากอุปทานน้ำมัน OPEC ที่อยู่ในระดับสูง

อุปทานน้ำมันจาก OPEC อาจเพิ่มขึ้น หลัง OPEC ยกเลิกเพดานการผลิตของกลุ่ม และจะยังคงผลิตน้ำมันในระดับสูง

ในการประชุมเมื่อวันที่ 4 ธ.ค. ที่ผ่านมา ประเทศในกลุ่ม OPEC ไม่สามารถหาข้อสรุปเรื่องโควตาการผลิตน้ำมัน และได้ยกเลิกเพดานการผลิตของกลุ่มที่เริ่มใช้มาตั้งแต่ปี 2012 ที่ 30 ล้านบาร์เรลต่อวัน แม้ว่าประเทศสมาชิก อาทิ อิหร่านและเวเนซุเอลา ต่างเรียกร้องให้ลดกำลังการผลิต ซึ่งการยกเลิกเพดานการผลิตจะทำให้ประเทศสมาชิกผลิตน้ำมันได้มากเท่าที่ต้องการ และทำให้ตลาดน้ำมันจะยังมีอุปทานล้นเกินต่อเนื่องไปในปีหน้า ทั้งนี้ OPEC จะมีกำหนดการประชุมกันอีกครั้งในวันที่ 2 มิ.ย. ปีหน้า

จะเห็นได้ว่า ตั้งแต่ต้นปี 2015 OPEC ผลิตน้ำมันในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง นำโดยซาอุดีอาระเบีย และอิรัก ที่ผลิตน้ำมันสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 10.3 ล้านบาร์เรลในเดือน ก.ค. และ 4.38 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน มิ.ย. ตามลำดับ ซึ่งทำให้ ปริมาณน้ำมันของกลุ่ม OPEC อยู่ในระดับสูงสุดตั้งแต่เดือน ก.ย. ปี 2008

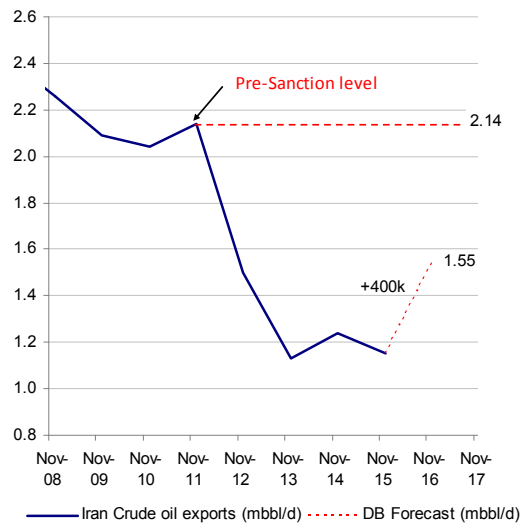
แผนภาพที่ 18: ซาอุดีอาระเบียและอิรักยังคงผลิตน้ำมันในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ปริมาณน้ำมันดิบของ OPEC เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2008



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ อิหร่าน ก็มีแนวโน้มที่จะเริ่มส่งออกน้ำมันดิบได้หลังมาตรการคว่ำบาตรของชาติมหาอำนาจถูกยกเลิก ซึ่งจะทำให้ตลาดน้ำมันมีอุปทานเพิ่มขึ้น โดยล่าสุด อิหร่านได้ปฏิบัติตามข้อตกลงกับประเทศมหาอำนาจ เพื่อลดจำนวนเครื่องแยกสมรรถนะยูเรเนียม (Enriched Uranium) ทำให้นักวิเคราะห์คาดว่า มาตรการคว่ำบาตรต่ออิหร่านจะถูกยกเลิกได้ในราวกลางปี 2016 และจะทำให้อิหร่านสามารถส่งออกน้ำมันดิบได้เพิ่มขึ้น 3-4 แสนบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นอีกปัจจัยที่ทำให้อุปทานน้ำมันจาก OPEC มีมากขึ้นในปีหน้า

แผนภาพที่ 19: นักวิเคราะห์คาดว่า อิหร่านจะเริ่มส่งออกน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นได้
ในกลางปีหน้า ที่ราว 3-4 แสนบาร์เรลต่อวัน



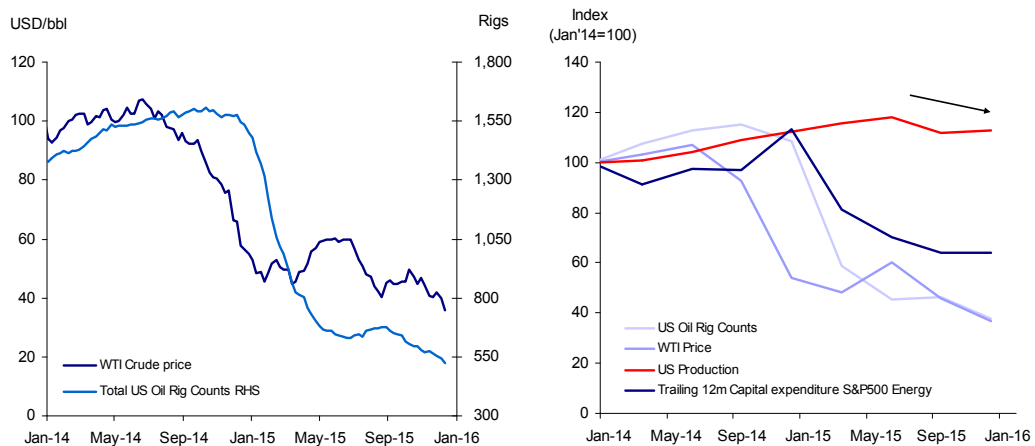
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ประเทศนอกกลุ่ม OPEC มีแนวโน้มผลิตน้ำมันลดลงในปีหน้าโดยสหรัฐฯ

หลังจากราคาน้ำมันดิบลดลงต่อเนื่องตั้งแต่กลางปี 2014 ทำให้สหรัฐฯ ผลิตน้ำมันลดลง จาก 9.6 ล้านบาร์เรลในเดือน ก.ค. เป็น 9.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ณ สิ้นเดือน ต.ค. หรือลดลงราว 5 แสนบาร์เรล จากการที่บริษัทน้ำมันลดค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital Expenditure) และกิจกรรมการขุดเจาะน้ำมันลงตั้งแต่ต้นปี 2015 เห็นได้จากจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ (Rig Counts) ที่ลดลงต่อเนื่อง 14 จาก 15 สัปดาห์หลังสุด เป็น 524 แท่น ณ วันที่ 11 ธ.ค. ซึ่งเป็นระดับต่ำที่สุดตั้งแต่เดือน มิ.ย. ปี 2010 นอกจากนี้ ปริมาณน้ำมันจากหินดินดาน (Shale oil) จะหมดไปอย่างรวดเร็วถึง 75% ของบ่อภายในปีแรกของการผลิต ดังนั้น หากลดการลงทุนลง ก็จะส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันที่ได้ลดลงอย่างมาก

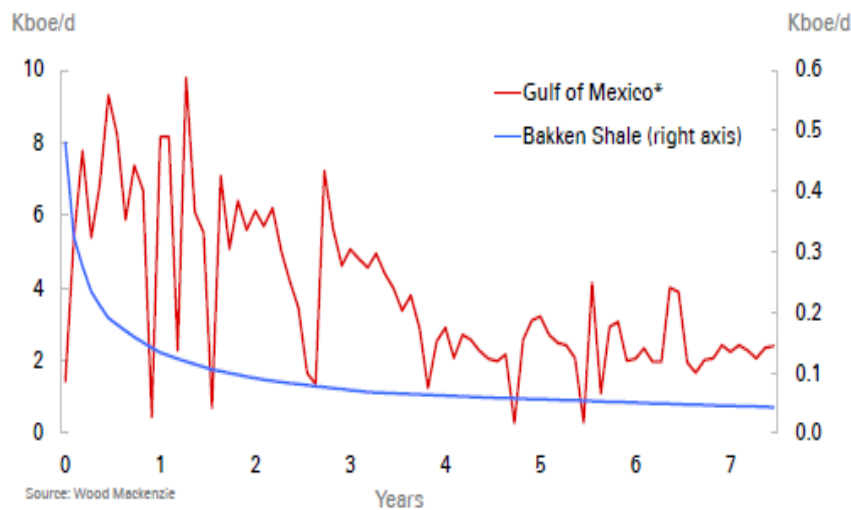
ทั้งนี้ สหรัฐฯ ผลิตน้ำมันคิดเป็น 25% ของการผลิตประเทศนอกกลุ่ม OPEC และ 15% ของการผลิตทั้งโลก ซึ่งการชะลอการลงทุนขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ จะทำให้อุปทานน้ำมันลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปีหน้า

แผนภาพที่ 20: แท่นขุดเจาะน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ลดลงต่ำสุดในรอบกว่า 5 ปี รวมทั้งการลดค่าใช้จ่ายในการลงทุน จะส่งผลให้ปริมาณน้ำมันดิบสหรัฐฯ ในปีหน้าลดลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 21: ปริมาณน้ำมันที่ผลิตได้จากหินดินดานจะลดลงมากถึง 75% ในปีแรกของการผลิต หากไม่มีการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อคงปริมาณการผลิตไว้ที่ระดับเดิม

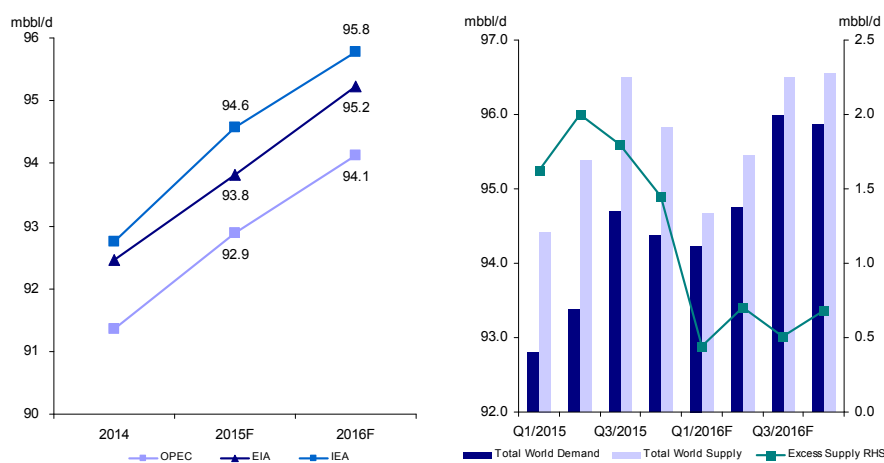


Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU), Wood Mackenzie

องค์กรน้ำมันต่างคาดว่าอุปสงค์น้ำมันมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปีหน้า

ตัวเลขคาดการณ์ของอุปสงค์จากองค์กรเกี่ยวกับน้ำมันทั้ง OPEC, องค์กรพลังงานระหว่างประเทศ (IEA) และสำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานสหรัฐฯ (EIA) ต่างชี้ว่า อุปสงค์น้ำมันของโลกในปีหน้าจะเพิ่มขึ้นราว 1.1-1.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยจะค่อย ๆ เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งในครึ่งหลังของปี 2016 ด้วยเหตุนี้ เมื่อรวมกับปริมาณอุปทานที่คาดว่าจะลดลงจากประเทศนอกกลุ่ม OPEC ทำให้เราคาดว่าตลาดน้ำมันจะเริ่มมีความสมดุลมากขึ้นต่อจากนี้

แผนภาพที่ 22: องค์กรเกี่ยวกับน้ำมันหลัก ต่างคาดการณ์ว่าอุปสงค์น้ำมันในปีหน้าจะเพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อรวมกับอุปทานที่จะลดลง ทำให้เราคาดว่าตลาดน้ำมันจะทำให้ภาวะอุปทานที่ล้นเกินลดลง

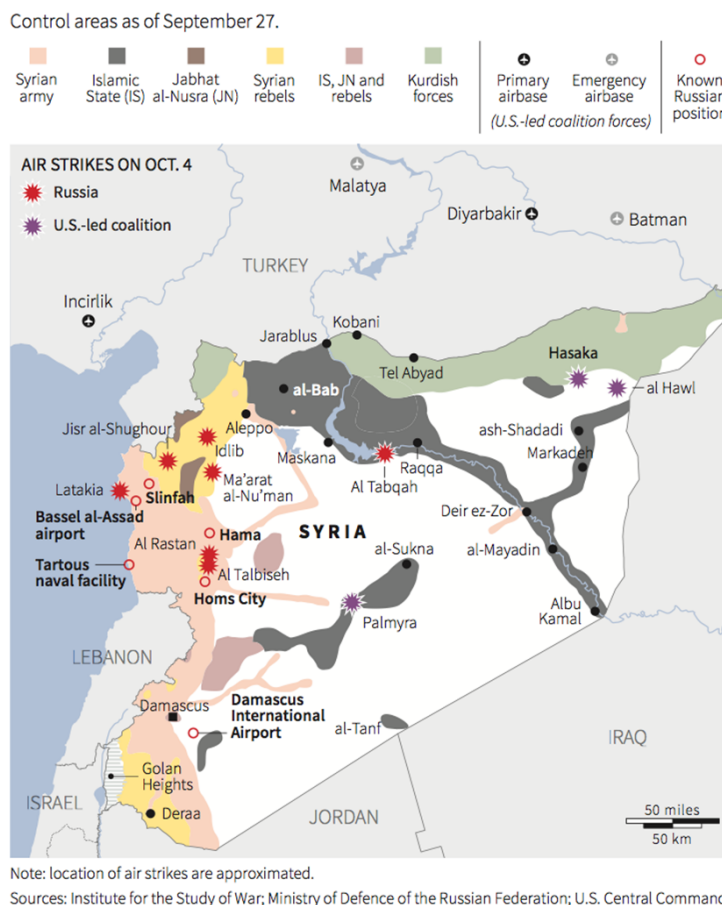


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU), U.S. Energy Information Administration (EIA), International Energy Agency (IEA), OPEC

ราคาน้ำมันอาจเคลื่อนไหวผันผวน และอาจมีปัจจัยที่ผลักดันให้ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นได้ในระยะสั้น

ปัจจัยในระหว่างปีนี้อาจผลักดันให้ราคาน้ำมันสูงขึ้น ได้แก่ การสู้รบของกลุ่มรัฐอิสลาม (IS) และชาตินิยมอาณานิคม ซึ่งอาจทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพในตะวันออกกลาง ซึ่งเป็นแหล่งผลิตน้ำมันที่สำคัญ และทำให้น้ำมันเพิ่มขึ้นได้ในระยะสั้น แต่เราคาดว่า น่าจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาเพียงชั่วคราว

แผนที่ที่ 23: การสู้รบในตะวันออกกลางที่ยืดเยื้อ อาจเป็นปัจจัยผลักดันราคาน้ำมันให้สูงขึ้นได้ในระยะสั้น



Source: Business Insider, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น Overweight น้ำมัน

เรายังคงมองว่า ราคาน้ำมันจะฟื้นตัวได้ในปีหน้า จากปริมาณน้ำมันของประเทศนอกกลุ่ม OPEC จะลดลง และอุปสงค์ที่เพิ่มมากขึ้น โดยนักวิเคราะห์คาดว่า อุปทานในตลาดน้ำมันจะค่อยๆ ลดลงในปีหน้า และตลาดจะสมดุลได้ในปี 2017 ทั้งนี้ ราคาน้ำมันอาจยังถูกกดดันในระยะสั้นจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC ที่อาจเพิ่มขึ้น จากการที่อิหร่านเริ่มส่งออกน้ำมันหลังยุติมาตรการคว่ำบาตรและประเทศสมาชิกอื่นๆ เช่น ซาอุดีอาระเบีย และอิรัก ยังคงผลิตน้ำมันในระดับสูง

Global Economic Insights

○ เศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจได้รับผลกระทบจากเงินดอลลาร์ที่แข็งค่า

เศรษฐกิจอาจชะลอตัวจากการส่งออกที่ลดลง แต่การบริโภคในประเทศและปรากฏการณ์เอลนีโญจะช่วยพยุงได้บางส่วน จัปตาตุการขึ้นดอกเบี้ยของ FOMC และการเลือกตั้งประธานาธิบดีในปลายปีหน้า

○ เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง จากปัจจัยภายในประเทศที่แข็งแกร่ง

เศรษฐกิจของกลุ่มยูโรโซนมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง จากปัจจัย 1) QE ของ ECB 2) ราคาน้ำมันที่ต่ำ 3) เงินยูโรที่อ่อนค่า 4) นโยบายการคลังที่ผ่อนคลายมากขึ้น และ 5) การลงทุนที่เริ่มฟื้นตัว

○ เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัว จากนโยบายการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจ

DB คาดว่าเศรษฐกิจปี 2016 จะขยายตัว +6.7% ลดลงจากปีก่อน เนื่องจากภาครัฐจะเน้นการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจมากขึ้น ส่วนเงินหยวนมีแนวโน้มอ่อนค่า ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed แม้กำลังจะเข้าตะกร้า SDR ในเดือน ต.ค.

○ เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัว จากนโยบายภาครัฐ

DB คาดว่าเศรษฐกิจปี 2016 จะขยายตัวดีขึ้น +1.1% เพิ่มขึ้นจากปีนี้ที่ +0.7% จากนโยบายการคลังที่เน้นการเติบโตของการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน ทั้งนี้ ค่าเงินมีแนวโน้มอ่อนค่าในอัตราที่ลดลง จากข้อจำกัดในการขยาย QQE

○ เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัว จากมาตรการภาครัฐ

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นของภาครัฐที่คืบหน้าไปมากจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยวได้บางส่วน และจะส่งผลดีต่อการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศ จนถึงไตรมาส 2/2016 ทั้งนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะต่อไปขึ้นอยู่กับผลการลงประชามติรับร่างรัฐธรรมนูญในเดือนสิงหาคมเป็นสำคัญ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

ในปีหน้าเศรษฐกิจอาจชะลอตัวลงเล็กน้อยจากการส่งออกที่ลดลงตามการแนวโน้มการแข็งค่าของเงิน อย่างไรก็ตามการบริโภคในประเทศที่แข็งแกร่งและสภาพอากาศที่อุ่นขึ้นจากปรากฏการณ์เอลนีโญ จะช่วยพยุงเศรษฐกิจได้บางส่วน ด้านการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในระยะข้างหน้าอาจมีความเสี่ยงจาก 1) มุมมองการขึ้นดอกเบี้ยที่แตกต่างกับตลาด และ 2) การเปลี่ยนคณะกรรมการ FOMC ต้องจับตาการเลือกตั้งประธานาธิบดีที่จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปีหน้า

มุมมองการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และตลาดที่แตกต่างกัน อาจเป็นความเสี่ยงในระยะข้างหน้า

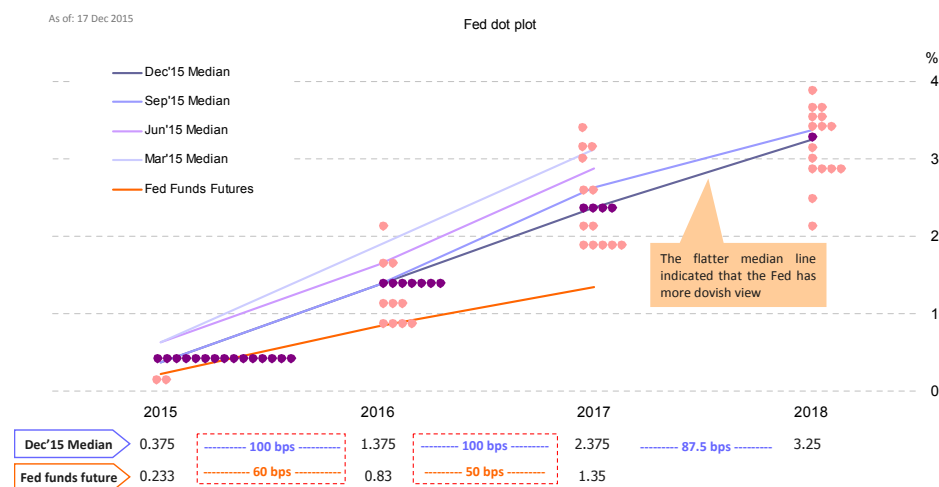
ภายหลังการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ในวันที่ 15-16 ธ.ค. ที่ผ่านมา มีข้อสรุปว่า FOMC มีมติเป็นเอกฉันท์ให้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +25bps เป็น 0.25-0.5% จากเดิมที่ระดับ 0-0.25% มาตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2008 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินในสหรัฐฯ

จากแถลงการณ์ประชุมล่าสุดชี้ว่า Fed มีมุมมองในการขึ้นดอกเบี้ยที่ช้าลง และย้ำว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอนาคตจะทำได้เป็นค่อยเป็นค่อยไป โดยประมาณการดอกเบี้ยนโยบาย (Dot Plot) ณ สิ้นปี 2017 และ 2018 ลดลงจากประมาณการในเดือน ก.ย. -25bps และ -12.5bps มาเป็น 2.375% และ 3.25% ตามลำดับ

แต่สำหรับปี 2016 Fed ยังคงมุมมองเดิมว่าสามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้อีก +100 bps เป็น 1.375% ซึ่งมากกว่าคาดการณ์ของตลาด (คำนวณจาก Fed Fund Futures) ที่มองว่า Fed จะสามารถขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้เพียงแค่ +60bps การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกัน อาจเป็นความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ในระยะข้างหน้า

ด้าน DB คาดว่าปีหน้า Fed จะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก +75bps โดยขึ้น +50bps ภายในครึ่งปีแรก และอีก +25bps ในครึ่งปีหลัง

แผนภาพที่ 24: ประมาณการดอกเบี้ยนโยบาย (Dot Plot) จากแถลงการประชุม เดือน ธ.ค. 2015

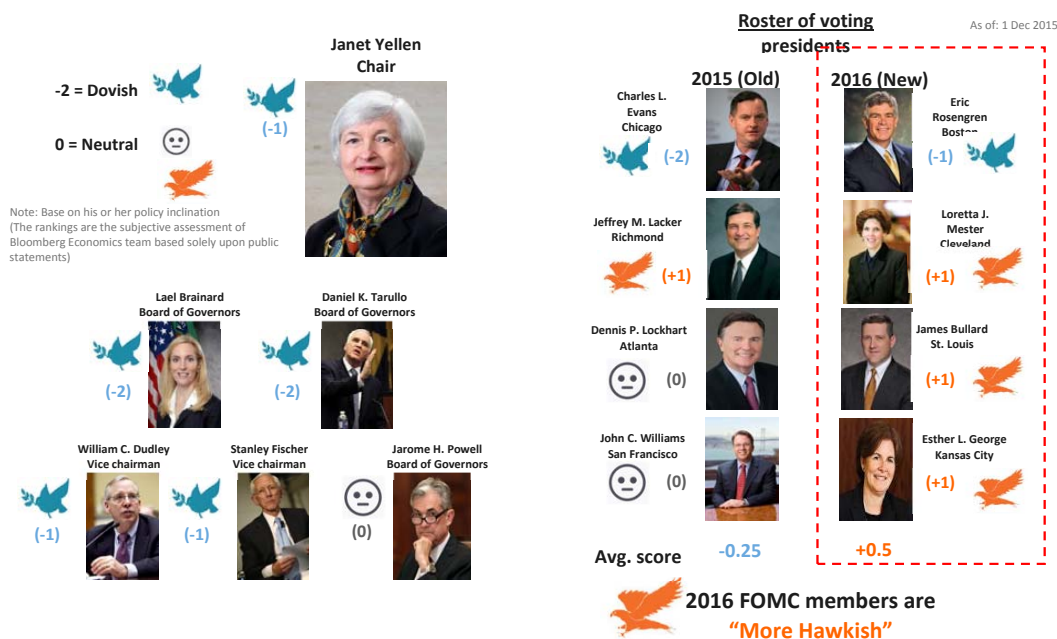


ที่มา: The Federal Reserve, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คณะกรรมการ FOMC ปี 2016 มีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด (Hawkish) กว่าเดิม

ในปีหน้าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะมีการเปลี่ยนแปลงผู้มีสิทธิออกเสียงในคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) บางส่วน ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่การประชุมครั้งแรกในปีหน้า (วันที่ 26-27 ม.ค.) โดยคณะกรรมการชุดใหม่ที่จะเข้ามาทำหน้าที่ออกเสียงในการประชุมปีหน้า จะมีมุมมองที่ Hawkish มากขึ้นกว่าเดิม ซึ่งอาจเป็นความเสี่ยงต่อการขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามที่ประธาน Fed ได้เคยกล่าวไว้

แผนภาพที่ 25: คณะกรรมการ FOMCที่มีการเปลี่ยนแปลงในปี 2016 (กรอบสีแดง)



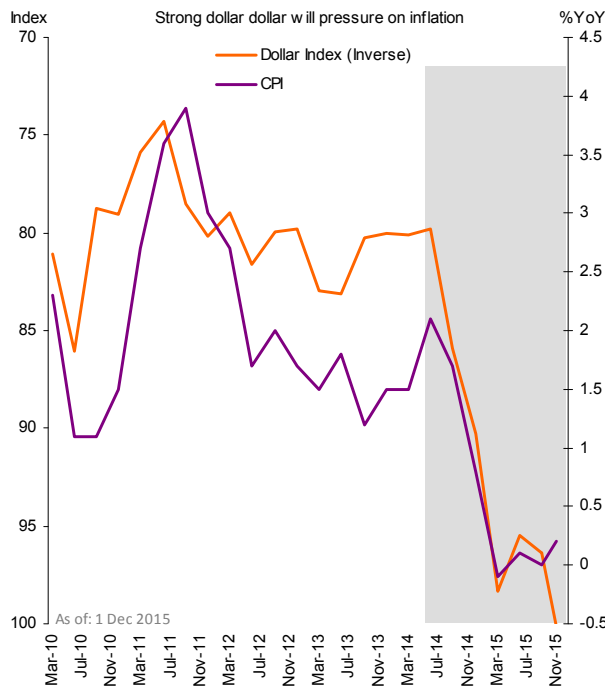
ที่มา: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินดอลลาร์ที่แข็งค่าอย่างต่อเนื่อง อาจเป็นปัจจัยจุดรั้งเศรษฐกิจในปีหน้า

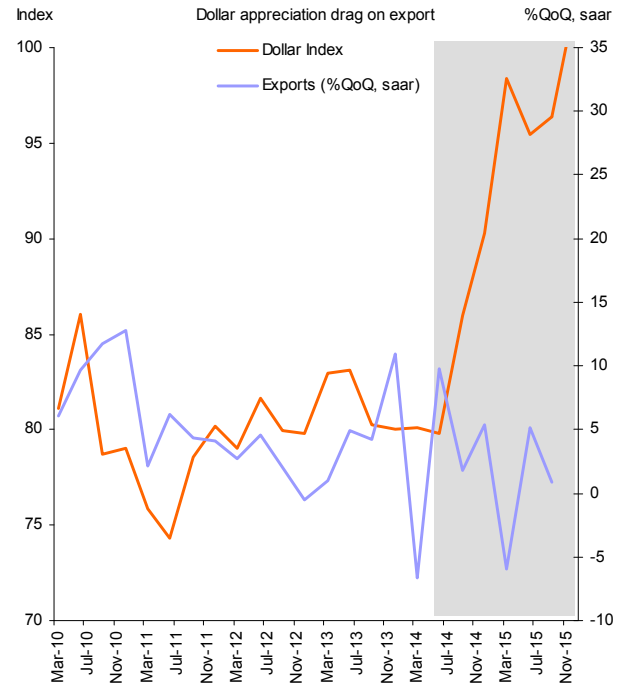
ค่าเงินดอลลาร์มีแนวโน้มที่แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุด (รายงานวันที่ 9 ธ.ค.) ดัชนีดอลลาร์ (Dollar Index) เพิ่มขึ้นมาเป็น 98.2 จุด จากเดิม 90.3 จุด ในช่วงต้นเดือน ม.ค. ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดของทั้งปี เงินดอลลาร์ที่แข็งค่านี้จะเป็นปัจจัยกดดันเงินเฟ้อ (แผนภาพที่ x ซ้าย) การส่งออกของสหรัฐฯ (แผนภาพที่ x ขวา) และอาจจุดรั้งเศรษฐกิจในภาพรวม

นอกจากนี้ ยังมีความเป็นไปได้ที่ดอลลาร์จะแข็งค่าขึ้นอีก จากการใช้นโยบายที่ตรงกันข้าม ระหว่างธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่ต้องการจะขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย กับธนาคารกลางยุโรป (ECB) และญี่ปุ่น (BoJ) ที่ยังคงดำเนินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) อย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 26: เงินดอลลาร์ที่แข็งค่า
เป็นปัจจัยที่กดดันเงินเฟ้อ



แผนภาพที่ 27: การส่งออกที่ชะลอตัวลง
ตามเงินดอลลาร์ที่แข็งค่า



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

จับตามองการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ที่จะเกิดขึ้นในปีหน้า

ในปีหน้าจะเป็นอีกหนึ่งปีที่สำคัญต่อสหรัฐฯ ทั้งในด้านของสังคม การเมือง และเศรษฐกิจ เนื่องจากเป็นปีที่มีการเลือกตั้งประธานาธิบดี ซึ่งจะเกิดขึ้นในเดือน ก.พ. (Primary Election) และเดือน พ.ย. (Presidential Election)

จากการเฉลี่ยคะแนนของผลสำรวจอันดับความนิยมสถาบันจัดอันดับทั้ง 5 แห่ง พบว่า นาง Hillary Clinton ได้รับความนิยมสูงสุดสำหรับพรรค Democrat และนาย Donald Trump ได้รับความนิยมมากที่สุดสำหรับพรรค Republican (รายงานวันที่ 1 ธ.ค.)

โดยเราได้เปรียบเทียบความเหมือนและความแตกต่างของมุมมองและนโยบายที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจสำหรับตัวแทนพรรคทั้ง 2 ท่าน มีรายละเอียดดังต่อไปนี้ (แผนภาพที่ 28 ด้านล่าง)

แผนภาพที่ 28: เปรียบเทียบความเหมือนและความแตกต่างสำหรับตัวแทนทั้ง 2 พรรค

Topic	Hillary Clinton (D)	Donald Trump (R)
การแทรกแซงกลไกตลาด	เห็นด้วยอย่างยิ่ง	ไม่เห็นด้วยอย่างยิ่ง
การแปรรูประบบประกันสังคม (Privatize Social Security)	ไม่เห็นด้วยอย่างยิ่ง	ไม่เห็นด้วยอย่างยิ่ง
การเข้าร่วมในความตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจเอเชีย-แปซิฟิก (TPP)	ไม่เห็นด้วย	ไม่เห็นด้วย
ปฏิรูปภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา	สนับสนุนการใช้ "Buffett Rule" เพื่อเก็บภาษีกับผู้ที่มีรายได้สูง (รายได้มากกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี)	ลดอัตราภาษีก้าวหน้าลงเป็น 4 ขั้นที่ 0,10,20,25% (จากเดิม 7 ขั้นที่ 10,15,25,28,33,35,39.6%)
ปฏิรูปภาษีเงินได้นิติบุคคล	ลดอัตราภาษีนิติบุคคลมาเป็น 15% (จากเดิม 30%) สำหรับบริษัทที่ให้ประโยชน์แก่พนักงานในด้านอื่นๆ นอกเหนือจากค่าจ้าง	ลดอัตราภาษีนิติบุคคลมาเป็น 15% (จากเดิม 30%) สำหรับทุกบริษัท
นโยบายอื่นๆ ที่น่าสนใจ	- กระตุ้นการลงทุนภาครัฐในด้านโครงสร้างพื้นฐานและงานวิจัยทางวิทยาศาสตร์ - เพิ่มค่าจ้างขั้นต่ำ - สนับสนุนการเพิ่มค่าจ้างขั้นต่ำมาเป็น 12 ดอลลาร์ต่อชั่วโมง (จากเดิม 7.5 ดอลลาร์ต่อชั่วโมง) และมีเป้าหมายที่จะเพิ่มขึ้นอีกในอนาคต - Hillary Drug Plan - นโยบายที่จะทำให้ราคายาในสหรัฐฯ ถูกลงโดยบังคับให้อุตสาหกรรมยาลดราคา เพิ่มงบประมาณในการทำวิจัย และอนุญาตให้เปิดการนำเข้ายาจากต่างประเทศได้อีกครั้ง	ใช้นโยบายที่แข็งแกร่งมากขึ้นในการค้าขายกับจีน - สนับสนุนให้จีนใช้กฎหมายทรัพย์สินทางปัญญา, ยกเลิกการแทรกแซงค่าเงิน, ยกเลิกการช่วยเหลือการส่งออกที่ผิดกฎหมาย และผลักดันให้เกิดปรับปรุงในแรงงาน และสภาพแวดล้อมในการทำงาน

ที่มา: Real Clear Politics, InsideGov, Fox News Poll, Washington Post Poll, Public Policy Polling, Rusmussen Reports Poll, Bloomberg Politic Poll, Wall Street Journal, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปรากฏการณ์เอลนีโญอาจช่วยเพิ่ม GDP ของสหรัฐฯ ในไตรมาส 1/2016

ปรากฏการณ์ทางธรรมชาติเอลนีโญ (El Nino) เป็นปรากฏการณ์ที่ทำให้ฤดูหนาวในสหรัฐฯ มีอุณหภูมิอบอุ่นมากขึ้นกว่าเดิม และทำให้เกิดฝนตกมากขึ้น (จนบางครั้งเกิดน้ำท่วม) ในฝั่งทะเลแปซิฟิกตะวันออกหรือแถบประเทศ ชิลี และอาร์เจนตินา แต่กลับทำให้ฝนตกน้อยลง (จนบางครั้งเกิดภัยแล้ง) ในฝั่งทะเลแปซิฟิกตะวันตก หรือแถบประเทศออสเตรเลียและภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

โดยเราได้จัดทำสรุปผลกระทบของปรากฏการณ์เอลนีโญที่มีต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ และสินทรัพย์เพื่อการลงทุนชนิดอื่นๆ มีรายละเอียดดังต่อไปนี้ (แผนภาพที่ 29 ด้านล่าง)

แผนภาพที่ 29: สรุปผลกระทบจากปรากฏการณ์เอลนีโญ

ผลกระทบต่อ...	ผลที่เกิดขึ้น
สหรัฐฯ	- คาดมองว่าเอลนีโญจะช่วยกระตุ้น GDP ได้ 0.1-0.3% ในไตรมาสที่ 1/2016 - ราคาพลังงานอาจปรับตัวลดลงจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวตามสภาพอากาศที่อุ่นขึ้น - ราคาอาหารอาจปรับตัวสูงขึ้นจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นต่อสินค้าเกษตรในต่างประเทศ
สินค้าเกษตร	- ความเสี่ยงทางด้านภัยแล้งในแถบเอเชียและแปซิฟิก อาจส่งผลให้สินค้าเกษตรผลิตได้ลดลง • ข้าวสาลีและผลิตภัณฑ์จากวัว ในประเทศออสเตรเลีย • อ้อยในประเทศบราซิล อินเดีย และไทย • โกโก้ในประเทศเอกวาดอร์ ไ오วรี โคสต์ กานา และ อินโดนีเซีย
พลังงาน	- การผลิตน้ำมันและก๊าซของสหรัฐฯ ที่อ่าวเม็กซิโกอาจเพิ่มขึ้น เนื่องจากโอกาสที่จะเกิดลมมรสุมในแถบนั้นลดลง
แร่โลหะ	- ฟันที่ตกหนักอาจส่งผลกระทบต่อการผลิตแร่ทองแดงในประเทศชิลี (ซึ่งเป็นแหล่งแร่ทองแดงที่สำคัญของโลก)

ที่มา: National Oceanographic and Atmospheric Administration, IMF, World Meteorological Organization, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจของกลุ่มยูโรโซนมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องในปี 2016 โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก 1) นโยบายกระตุ้นทางการเงิน (QE) ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) 2)ราคาน้ำมันต่ำ 3) การอ่อนค่าของเงินยูโร 4) นโยบายทางการคลังที่ผ่อนคลายมากขึ้น และ 5) การลงทุนที่เริ่มฟื้นตัว อย่างไรก็ตามเศรษฐกิจยังคงได้รับปัจจัยกดดันจาก 1) การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกโดยเฉพาะในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ 2) ความไม่แน่นอนทางการเมือง

ECB ขยายมาตรการ QE ไปจนถึง มี.ค. 2017

วันที่ 3 ธ.ค. ที่ผ่านมา ทาง ECB มีมติเพิ่มมาตรการกระตุ้นโดยได้ 1) ขยายระยะเวลาในการทำ QE ออกไปอีก 6 เดือนจากเดิม ก.ย. 2016 เป็น มี.ค. 2017 2) ลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลง -10bps มาอยู่ที่ -0.3% และคงเพดานอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำ (Yield Floor) ไว้ 3) ขยายขอบเขตสินทรัพย์ที่ ECB สามารถเข้าซื้อได้ โดยได้เพิ่มตราสารหนี้ท้องถิ่นของประเทศสมาชิกเข้าไปด้วย และ 4) คงวงเงินการเข้าซื้อไว้ที่ 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน

ความเคลื่อนไหวดังกล่าวได้สร้างความผิดหวังให้แก่ตลาดที่คาดว่า ECB จะผ่อนคลายมากกว่านี้ ด้านนาย Mario Draghi ประธาน ECB ได้กล่าวว่า นโยบายเพิ่มเติมที่ประกาศไปนั้นเพียงพอแล้วที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมาย 2% ได้ตามระยะเวลาที่กำหนด

โดย DB คาดว่า ECB จะไม่มีการขยายมาตรการ QE เพิ่มเติมอีกแล้ว แต่หากราคาน้ำมันยังคงกดดันเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ECB ก็อาจมีการลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลงเพิ่มเติม นอกจากนี้ DB ยังคาดว่า ECB จะเริ่มมีการส่งสัญญาณถึงการลดขนาดวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Tapering) ภายในช่วงไตรมาสแรกของปี 2017 ซึ่งเป็นช่วงที่มาตรการ QE ใกล้จะสิ้นสุด

เศรษฐกิจปี 2016 น่าจะเติบโตได้ดีขึ้นจากปีก่อน โดยได้แรงสนับสนุนจากอุปสงค์ภายในประเทศที่แข็งแกร่งเป็นสำคัญ

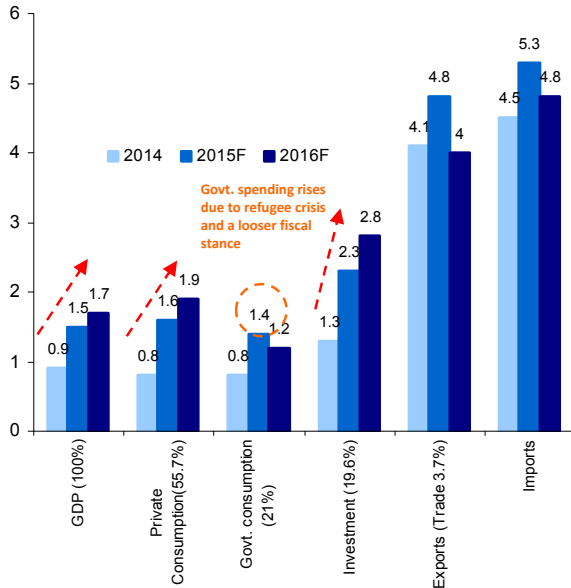
อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ปี 2016 มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นจากปีก่อน ซึ่งการคาดการณ์ล่าสุดของ ECB ในเดือน ธ.ค. ชี้ว่าเศรษฐกิจปีนี้จะเติบโตที่ +1.5% และปี 2016 ที่ +1.7% โดยได้รับแรงสนับสนุนจาก :

1. การบริโภคภาคเอกชนที่ยังคงเติบโตต่อเนื่องและเป็นแรงขับเคลื่อนหลัก ได้รับปัจจัยสนับสนุนจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำและนโยบายทางการเงินของ ECB ที่ช่วยให้การกู้ยืมเงินง่ายขึ้นจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ทั้งนี้ยังได้รับผลประโยชน์จากอัตราเงินเฟ้อต่ำซึ่งช่วยให้ผู้บริโภคมีอำนาจในการซื้อสูงขึ้น
2. การใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มสูงขึ้น โดยได้แรงหนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ ประกอบกับวิกฤตผู้อพยพล้นยุโรปที่ส่งผลให้รัฐบาลจำเป็นต้องเพิ่มค่าใช้จ่ายเพื่อช่วยเหลือดูแลผู้อพยพเหล่านี้ รวมทั้งยังต้องเพิ่มมาตรการรักษาความปลอดภัยให้เข้มงวดมากขึ้นด้วย
3. การลงทุนที่ปรับตัวดีขึ้นจากอัตราดอกเบี้ยต่ำอันเป็นผลมาจากการทำมาตรการ QE ของ ECB ทั้งนี้ ยอดสินเชื่อคงค้างเดือน ต.ค. ทั้งภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจขยายตัวต่อเนื่องซึ่งถึงการลงทุนที่เริ่มฟื้นตัว

อย่างไรก็ดี การส่งออกยังคงได้รับแรงกดดันจากความซบเซาของเศรษฐกิจโลกประกอบกับยอดคำสั่งซื้อนอกตลาดกลุ่มยูโรโซนที่ยังคงไม่ฟื้นตัว

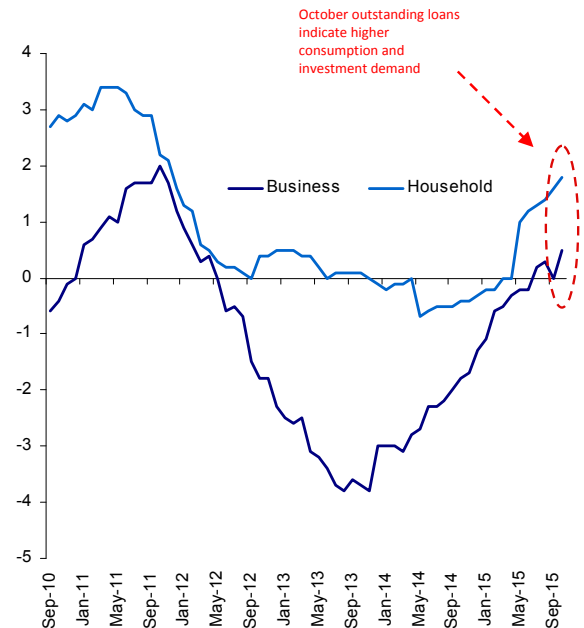
แผนภาพที่ 30: GDP เติบโตต่อเนื่องในปี 2016 จากอุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่ง

Unit: % YoY



แผนภาพที่ 31: ยอดสินเชื่อคงค้างทั้งภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจเดือน ต.ค. ซึ่งถึงการลงทุนที่เริ่มฟื้นตัว

Unit: % YoY



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

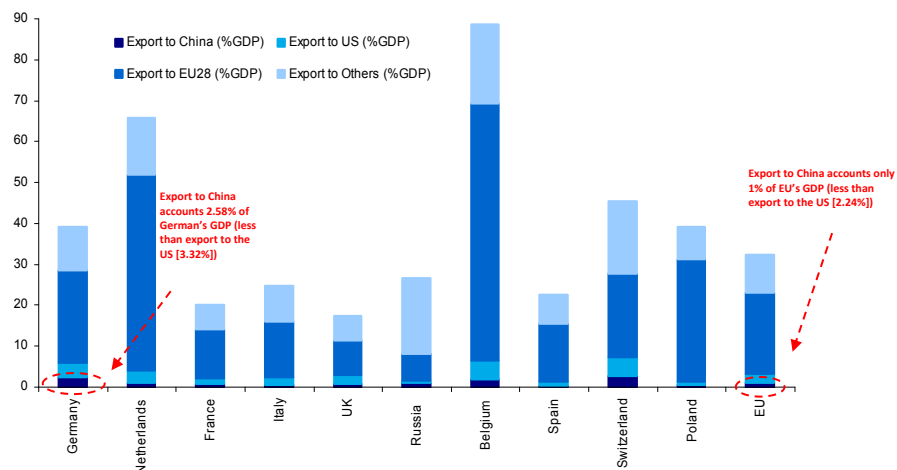
ที่มา: ECB, Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ซบเซาของจีนค่อนข้างจำกัด

เราคาดว่าผลกระทบจากยอดการส่งออกนอกกลุ่มยูโรโซนโดยเฉพาะจีนที่ค่อนข้างซบเซานั้นไม่น่าจะสูงมากนัก เนื่องจากตลาดการค้าหลักของกลุ่มคือประเทศในกลุ่มสหภาพยุโรป (EU) ด้วยกันเองโดยคิดเป็นสัดส่วนถึง 20% ของ GDP ซึ่งสูงกว่าการส่งออกไปจีนที่คิดเป็นเพียง 1% ของ GDP เท่านั้น และหากดูประเทศเยอรมนีซึ่งเป็นประเทศที่ส่งออกมากที่สุดของกลุ่มนั้น การส่งออกไปจีนคิดเป็น 2.58% ของ GDP ขณะที่การส่งออกในกลุ่ม EU และสหรัฐอเมริกานั้นคิดเป็นถึง 22.65% และ 3.32% ของ GDP เยอรมนีตามลำดับ

แผนภาพที่ 32: ประเทศจีนมิใช่ตลาดส่งออกหลักของกลุ่มยุโรปดังนั้นผลกระทบที่ได้รับน่าจะอยู่ในกรอบจำกัด

Unit: % GDP



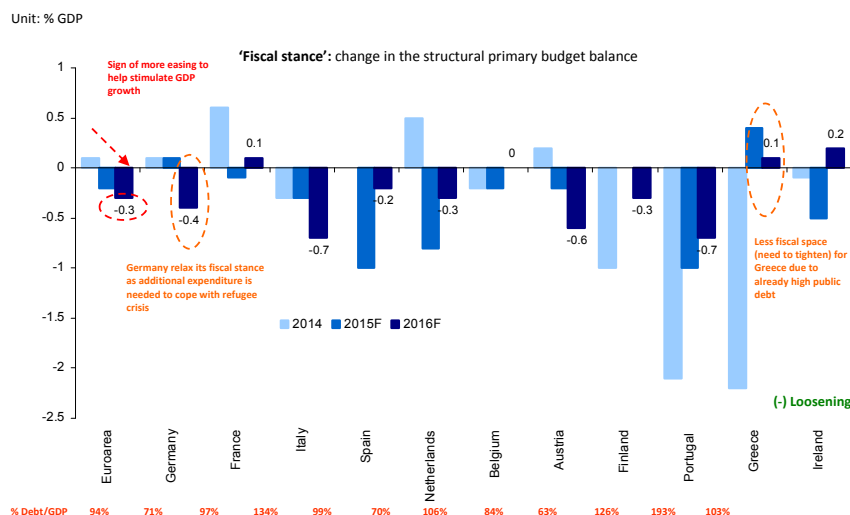
ที่มา: World Bank, TradeMap, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นโยบายทางการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายต่อไปในปี 2016 หนุ่่นการใช้จ่ายภาครัฐที่คาดว่าจะเพิ่มสูงขึ้น

วิกฤตผู้พยพและการเพิ่มมาตรการรักษาความปลอดภัยภายหลังเหตุการณ์ร้ายที่กรุงปารีส ส่งผลให้นโยบายทางการคลังของยุโรปมีความผ่อนคลายมากขึ้นจากการเพิ่มรายจ่ายของภาครัฐ ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำจากการทำมาตรการ QE ที่ช่วยลดต้นทุนในการกู้ยืมของภาครัฐ ทั้งนี้การผ่อนคลายทางการคลังของแต่ละประเทศนั้นจะต้องสอดคล้องกับ Fiscal Rules ที่ European Commission กำหนด เพื่อช่วยลดปัญหาความเสี่ยงทางการคลัง

โดยประเทศที่มีแนวโน้มที่จะเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐได้มากที่สุดได้แก่ประเทศเยอรมนี เนื่องจากเป็นประเทศที่มีสัดส่วนหนี้ต่อ GDP ต่ำ (71%) ประกอบกับวิกฤตผู้พยพซึ่งทางเยอรมนีได้แบกรับจำนวนผู้พยพไว้มากที่สุด (คาดว่า 1 ล้านคนในปีนี้) ทำให้ทาง European Commission เห็นชอบให้เยอรมนีสามารถผ่อนคลายนโยบายทางการคลังได้มากขึ้นเพื่อรองรับภาระค่าใช้จ่าย ในขณะที่ประเทศที่ประสบปัญหาวิกฤตหนี้สาธารณะอย่างเช่นกรีซนั้น (สัดส่วนหนี้ปี 2015 193%) ยังคงที่จะต้องอยู่ภายใต้มาตรการรัดเข็มขัดต่อไป

แผนภาพที่ 33: อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงจากการทำ QE ช่วยเพิ่มพื้นที่ในการผ่อนคลายจุดยืนทางการคลัง

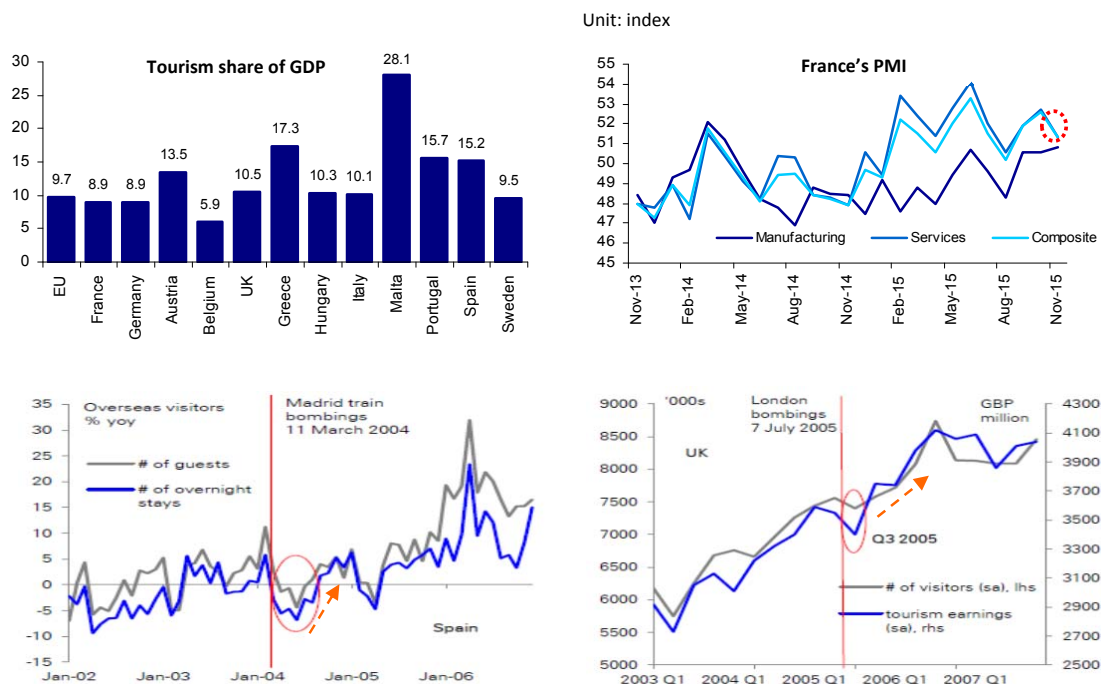


ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เหตุการณ์ร้ายกลางกรุงปารีสเมื่อวันที่ 13 พ.ย. ไม่น่าส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจเพียงชั่วคราวเท่านั้น

เหตุการณ์ร้ายในยุโรปช่วงที่ผ่านมาจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจเพียงชั่วคราวเท่านั้น โดยส่งผลกระทบโดยตรงต่อภาคบริการ ดังจะเห็นได้จากภาพดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (services PMI) ของฝรั่งเศสเดือน พ.ย. ที่หดตัวลงอย่างมีนัยสำคัญภายหลังเหตุการณ์ร้ายจากการที่ภาคการท่องเที่ยวชะลอตัวลง แต่เราคาดว่าผลกระทบจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น ดังเช่นเหตุการณ์ที่ประเทศสเปนเมื่อปี 2004 และที่ประเทศอังกฤษเมื่อปี 2005 โดยทั้งสองประเทศได้รับผลกระทบโดยตรงจากยอดนักท่องเที่ยวที่หดตัวลง ทั้งนี้ประเทศสเปนได้รับผลกระทบมากกว่าประเทศอังกฤษเนื่องจากมีสัดส่วนภาคการท่องเที่ยวต่อ GDP ที่สูงกว่า (15.2% vs 10.5%) หากแต่ก็สามารถฟื้นตัวกลับมาได้ค่อนข้างเร็ว (ภายใน 1-2 ไตรมาสเท่านั้น) ซึ่งหากเทียบกับประเทศฝรั่งเศสที่มีสัดส่วนภาคการท่องเที่ยวต่อ GDP ที่ต่ำกว่าทั้งสองประเทศแล้ว (8.9%) ผลกระทบที่ได้รับก็น่าจะเป็นเพียงชั่วคราวเช่นเดียวกัน นอกจากนี้การใช้จ่ายภาครัฐที่สูงขึ้นจากการลงทุนด้านการทหารและการป้องกันการก่อการร้ายคาดว่าจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยวได้บ้าง

แผนภาพที่ 34: เหตุการณ์ในอดีตซึ่งผลกระทบต่อการท่องเที่ยวเพียงชั่วคราวเท่านั้น ทั้งนี้การหดตัวของ services PMI ภายหลังเหตุการณ์ร้ายซึ่งถึงภาคบริการที่ได้รับผลกระทบโดยตรง



ที่มา: Bloomberg, World Travel & Tourism Council, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

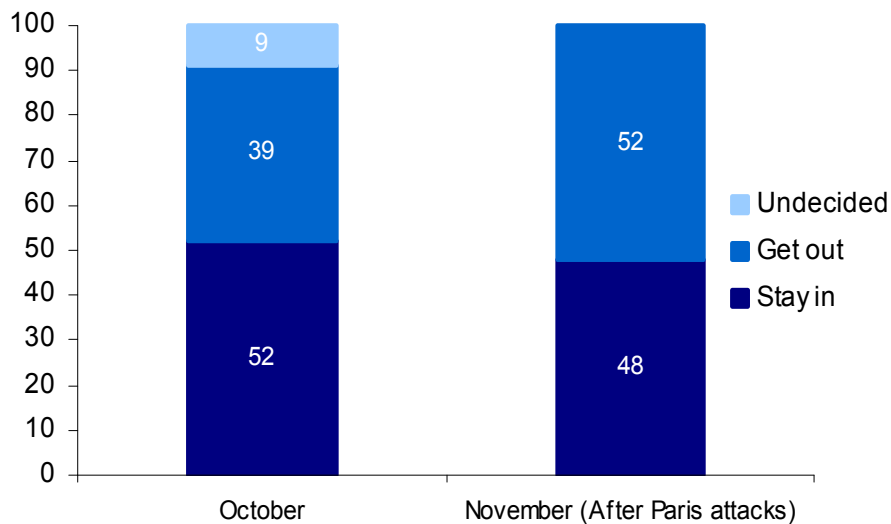
การทำประชาติเพื่อออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษภายในปี 2017

จากการที่ประเทศอังกฤษเป็นหนึ่งในสหภาพที่ต้องแบกรับภาระค่าใช้จ่ายเพื่อช่วยเหลือประเทศอื่นๆ ในกลุ่มตามข้อตกลงของสหภาพยุโรปประกอบกับปัญหาผู้อพยพย้ายถิ่นฐานที่ไหลทะลักเข้ามาอย่างต่อเนื่อง ทำให้ชาวอังกฤษไม่พอใจที่ต้องแบกรับภาระค่าใช้จ่ายเพื่อการช่วยเหลือ ทั้งยังมีปัญหาการว่างงานที่ตามมา โดยนาย David Cameron นายกรัฐมนตรีอังกฤษได้ให้สัญญาว่าจะจัดทำประชามติที่ว่าต้องการให้อังกฤษถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปหรือไม่ภายในปี 2017 โดยเราคาดว่าอังกฤษน่าจะสามารถจัดทำประชามติได้ภายในกลางปีหน้าหากข้อเรียกร้องของอังกฤษผ่านมติที่ประชุมสภาสหภาพยุโรปได้เร็ว

โดยผลการสำรวจล่าสุดชี้ว่าชาวอังกฤษคิดว่าการออกจากสหภาพยุโรปจะทำให้เศรษฐกิจในประเทศดีขึ้นและมีชาวอังกฤษกว่าครึ่ง (52%) ที่สนับสนุนการออกจากสหภาพยุโรป ซึ่งเสียงสนับสนุนดังกล่าวเริ่มมีเพิ่มมากขึ้นอย่างรวดเร็วหลังเหตุการณ์ร้ายในฝรั่งเศส อย่างไรก็ตามก็คืบคลานในผลสำรวจออกมาค่อนข้างเสมอกันจึงยังสรุปชัดเจนไม่ได้ อีกทั้งการสำรวจพบว่าหากนาย Cameron สามารถเจรจาได้ข้อตกลงที่ไม่ทำให้อังกฤษเสียเปรียบ ประชาชนส่วนใหญ่ก็สนับสนุนให้อังกฤษอยู่ในกลุ่มต่อไป

ทั้งนี้ผลกระทบต่ออังกฤษหากออกจากสหภาพยุโรปได้แก่ 1) การค้าระหว่างประเทศ โดยเฉพาะเขตการค้าเสรีกับประเทศในกลุ่มสหภาพยุโรปซึ่งเป็นตลาดการค้าหลักของอังกฤษ (คิดเป็น 50% ของการส่งออกทั้งหมด) โดยหากออกจากกลุ่มไปก็จะทำให้การค้าระหว่างกันทำได้ยากขึ้นประกอบกับต้นทุนที่จะสูงขึ้นตามไปด้วย 2) อำนาจการต่อรองในเวทีโลกคาดว่าจะลดลง 3) ปัญหาเกี่ยวกับแรงงานจากการย้ายฐานการผลิตของอุตสาหกรรมต่างๆ ออกจากอังกฤษ และ 4) ธนาคารต่างๆ อาจย้ายสำนักงานใหญ่ของตัวเองไปยังประเทศอื่นอันจะเป็นผลกระทบสำคัญต่ออังกฤษที่การบริการทางการเงินเป็นการส่งออกหลักของประเทศ ทั้งนี้ อีกนัยสำคัญหนึ่งหากประเทศอังกฤษออกจากกลุ่มสหภาพยุโรปได้สำเร็จ ประเทศอื่นๆ ในกลุ่มอาจเริ่มมีแนวคิดอยากที่จะออกจากกลุ่มเช่นเดียวกันซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของกลุ่มสหภาพยุโรป

แผนภาพที่ 35: ผลการสำรวจว่าอังกฤษควรจะอยู่หรือออกจากกลุ่มสหภาพยุโรป (EU)

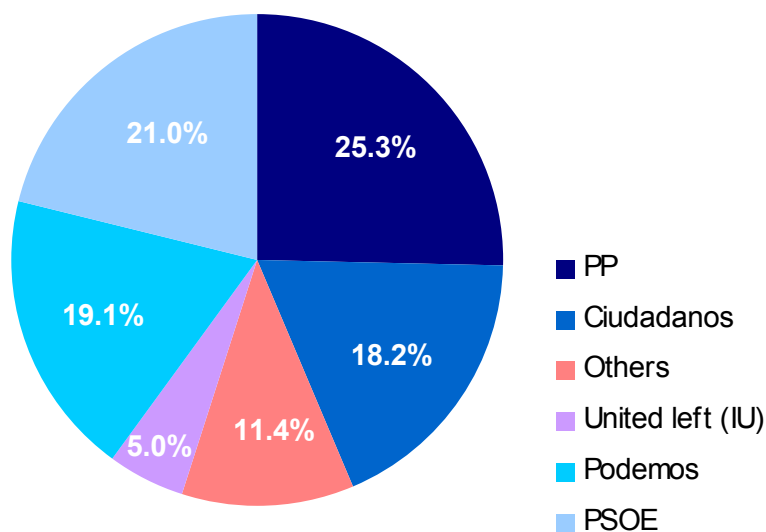


ที่มา: YouGov Nov 15, ORB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศโปรตุเกส สเปน และกรีซ อาจกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจยุโรป

สเปน : จะมีการเลือกตั้งทั่วไปในวันที่ 20 ธ.ค. นี้ โดยผลสำรวจล่าสุดคาดว่าพรรคฝ่ายขวา People's Party ของนาย Mariano Rajoy นายกรัฐมนตรีคนปัจจุบันจะได้รับเลือกเป็นรัฐบาลอีกครั้งโดยได้รับแรงสนับสนุนจากพรรค Citizens (Ciudadanos) ขณะที่พรรคฝ่ายซ้าย Podemos ซึ่งอยากที่จะปรับเปลี่ยนแผนการปฏิรูปฉบับเดิมที่ค่อนข้างเน้นมาตรการรัดเข็มขัดได้รับเสียงตอบรับน้อยลงมาก ทำให้ความความเสี่ยงที่นโยบายต่าง ๆ จะไม่ต่อเนื่องลดน้อยลง อย่างไรก็ตามปัญหาเรื่องการแยกตัวของชาวคาตาลันก็ยังคงสรุปไม่ได้และคาดว่าจะยากที่จะประนีประนอมหากนาย Rajoy ได้รับเลือกอีกครั้ง

แผนภาพที่ 36: ผลสำรวจคะแนนความนิยมล่าสุดเมื่อวันที่ 14 ธ.ค. ซึ่งว่าพรรคฝ่ายซ้ายได้รับความนิยมน้อยลง



ที่มา: El Pais, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โปรตุเกส : จะทำการเลือกตั้งประธานาธิบดีในวันที่ 24 ม.ค.นี้ ซึ่งผลสำรวจปัจจุบันชี้ว่าพรรคฝ่ายขวา นำโดย นาย Marcelo de Sousa จะได้รับเลือก ซึ่งหากเป็นเช่นนั้นก็จะทำให้โปรตุเกสมีรัฐบาลที่เป็นฝ่ายซ้ายแต่มีประธานาธิบดีที่เป็นฝ่ายขวาวอนจะส่งผลให้นโยบายต่างๆมีความขัดแย้งกันเนื่องจากฝ่ายขวาเห็นชอบกับมาตรการรัดเข็มขัด อีกหนึ่งปัจจัยเสี่ยงคือคณะรัฐบาลในปัจจุบันเป็นรัฐบาลผสมโดยพรรคสังคมนิยมได้รวมกับพรรคฝ่ายซ้ายรุนแรง ทำให้การออกนโยบายเพื่อหนุณการเติบโตทางเศรษฐกิจทำได้ไม่เต็มประสิทธิภาพ

กรีซ : เรื่องวิกฤตหนี้ของประเทศกรีซก็ยังคงทำการเจรจาต่อรองกันอยู่ภายในกลุ่มยูโร โดยนาย Alexis Tsipras นายกรัฐมนตรีกรีซ อยากที่จะเจรจาลดหนี้ภายในเดือน ก.พ. 2016 เพื่อลดความเสี่ยงทางการเงิน และได้เริ่มดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยสิ่งที่กรีซจำเป็นต้องทำตอนนี้คือผ่านร่างการปฏิรูปต่างๆ ตามที่กลุ่มยูโรโซนได้คาดหวังไว้ภายในกลางเดือน ธ.ค. นี้ ปัญหาคือชาวกรีซและฝ่ายตรงข้ามรัฐบาลค่อนข้างไม่พอใจกับร่างการปฏิรูปใหม่ โดยเฉพาะการปฏิรูปในส่วนบำนาญบำนาญ (Pension Reform) ส่งผลให้แผนการเจรจาลดหนี้ภายในเดือน ก.พ. อาจต้องล่าช้าออกไปอีก 

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2016 โดย DB คาดว่าจะขยายตัวได้ที่ +6.7% เนื่องจากภาครัฐจะให้น้ำหนักกับการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจมากขึ้น แผนการกระตุ้นอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจให้สูง บทบาทของนโยบายการเงินและการคลังต่อการช่วยพยุงเศรษฐกิจน่าจะยังมีให้เห็นอยู่ ในส่วนค่าเงินหยวนมีแนวโน้มอ่อนค่าลงในปีหน้า แม้ว่า IMF เห็นชอบให้สกุลเงินหยวนเข้าร่วมเป็นสกุลเงินที่ 5 ในตะกร้า SDR แล้วก็ตาม เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

รัฐบาลจะเริ่มใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจระยะเวลา 5 ปี ฉบับที่ 13 ในปี 2016

รัฐบาลจีนจะเริ่มใช้แผนการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติระยะ 5 ปี (2016-2020) ฉบับที่ 13 ในปีหน้า โดยแผนดังกล่าวจะให้ความสำคัญกับการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจเพื่อนำไปสู่การเติบโตอย่างมีคุณภาพและยั่งยืนในอนาคต (New Normal) พร้อมทั้งพยุงให้เศรษฐกิจเติบโตให้อยู่ในระดับปานกลาง ทั้งนี้นโยบายตามแผนที่น่าสนใจได้แก่การยกเลิกนโยบายลูกคนเดียว* แผนการเร่งปฏิรูปภาคการเงิน และรัฐวิสาหกิจ รวมทั้งแผนยุทธศาสตร์การเพิ่มบทบาทของจีนในเวทีโลกในระยะยาว ทั้งนี้รายงานแผนที่ 13 ฉบับสมบูรณ์ รวมถึงตัวเลขเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจปี 2016 จะถูกประกาศอย่างเป็นทางการในเดือน มี.ค. 2016

แผนภาพที่ 37: รายละเอียดแผนพัฒนาเศรษฐกิจระยะเวลา 5 ปี ฉบับที่ 13

เป้าหมาย	แผนพัฒนาเศรษฐกิจระยะ 5 ปี ฉบับที่ 12 (2011-2015)	ผลลัพธ์ของแผนฯ ฉบับ 12	Score	แผนพัฒนาเศรษฐกิจระยะ 5 ปี ฉบับที่ 13 (2016-2020)
เป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ	ตั้งเป้า GDP เติบโตได้ไม่ต่ำกว่า +7%	เฉลี่ย GDP นับตั้งแต่ไตรมาส 1/2011 ถึง ไตรมาส 3/2015 อยู่ที่ราว +7.95%	●	ตั้งเป้า GDP เติบโตได้ไม่ต่ำกว่า +6.5%
ปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจ	เพิ่มสัดส่วนของภาคบริการต่อ GDP โดยรวมเป็น 47% จากแผนเดิมที่ 43%	สัดส่วนของภาคบริการต่อ GDP ในไตรมาส 3/2015 อยู่ที่ 46.5%	●	เพิ่มสัดส่วนของภาคบริการต่อ GDP โดยรวมเป็น 74% จากแผนเดิมที่ 47%
เปิดเสรีทางด้านราคา	ควบคุมอัตราเงินเฟ้อทั่วไปให้อยู่ในระดับไม่เกิน 4% ต่อปี	เฉลี่ยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2011 ถึง ต.ค. 2015 อยู่ที่ +2.87%	●	ปล่อยให้ราคาเป็นไปตามกลไกตลาดมากขึ้น โดยลดการแทรกแซง
สนับสนุนการพัฒนากระบวนการวิจัย	สัดส่วนการใช้จ่ายเพื่อสนับสนุนงานวิจัยคิดเป็น 2.2% ของ GDP	(ข้อมูลล่าสุดปี 2012) ภาครัฐใช้จ่ายเพื่องานวิจัย 1.98% ของ GDP	●	สัดส่วนการใช้จ่ายเพื่อสนับสนุนงานวิจัยคิดเป็น 2.5% ของ GDP
พัฒนาความเป็นเมือง	เพิ่มจำนวนประชาชนที่อยู่ในเมืองจาก 47.5% ของประชาชนทั้งหมด เป็น 51.5%	จำนวนประชาชนที่อยู่ในเมืองปี 2014 คิดเป็น 54% ของทั้งหมด	●	ปฏิรูประบบทะเบียนบ้านในชนบท (Hukou) เพื่อให้คนชนบทย้ายเข้ามาอยู่ในเมืองมากขึ้น รวมถึงเพิ่มสวัสดิการคน
เพิ่มรายได้ให้แก่คนในประเทศ	ค่าจ้างเฉลี่ยต้องเพิ่มขึ้นอย่างน้อย 7% ต่อปี	เฉลี่ยค่าจ้างตั้งแต่ปี 2011-2014 เพิ่มขึ้น +11% ต่อปี	●	เน้นการเพิ่มรายได้ให้กับคนชนบทเพื่อกระตุ้นภาคการบริโภคในท้องถิ่น
ปกป้องสิ่งแวดล้อม	ลดการใช้พลังงาน หันมาใช้พลังงานทดแทนที่ไม่ก่อมลพิษมากขึ้น	วันที่ 28 พ.ย. จีนประกาศยกระดับเดือนภัยมลพิษทางอากาศเป็นสีส้ม (แย่)	●	ออกมาตรการคุมครองสิ่งแวดล้อม รวมถึงพัฒนาเศรษฐกิจ ควบคู่ไปกับการดูแลทรัพยากรธรรมชาติ
ยกเลิกนโยบายลูกคนเดียว	●	●	●	รัฐบาลจะผ่อนคลายนโยบาย 1 ครอบครัว 1 คน

ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

*** รายละเอียดเพิ่มเติม: การยกเลิกนโยบายลูกคนเดียว**

รัฐบาลประกาศยกเลิกนโยบายลูกคนเดียว (One-Child Policy) ซึ่งเริ่มใช้มาตั้งแต่ปี 1980 เนื่องจากนโยบายดังกล่าวส่งผลให้จำนวนประชากรวัยทำงาน (15-64ปี) ลดลง และมีแนวโน้มที่จีนจะเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุมากขึ้นในอีก 30-40ปี ข้างหน้า เหมือนที่ประเทศญี่ปุ่นกำลังเผชิญอยู่ในปัจจุบัน

เรามองว่าผลลัพธ์ของการยกเลิกมาตรการลูกคนเดียว น่าจะเห็นผลได้จริงในระยะยาว มากกว่าในระยะสั้น โดยประชากรที่เพิ่มขึ้นน่าจะส่งผลต่อการบริโภคและการลงทุนในประเทศโดยเฉพาะในภาคการศึกษาและที่อยู่อาศัยในอีก 10-20 ข้างหน้า

ภาครัฐน่าจะยังคงกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการใช้นโยบายการเงิน และการคลังต่อเนื่องไปจนถึงปีหน้า

กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/2015 สะท้อนให้เห็นว่านโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐในช่วงที่ผ่านมาเริ่มส่งผ่านมายังเศรษฐกิจจริง และน่าจะช่วยให้เศรษฐกิจไตรมาส 4/2015 และไตรมาส 1/2016 ขยายตัวได้ +7.2% และ +7% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม DB คาดว่าภายหลังจากไตรมาส 1/2016 เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลง และส่งผลให้ภาครัฐจำเป็นต้องออกนโยบายเพื่อช่วยพยุงเศรษฐกิจ ทั้งนี้เศรษฐกิจจีนปี 2016 น่าจะขยายตัวที่ +6.7%

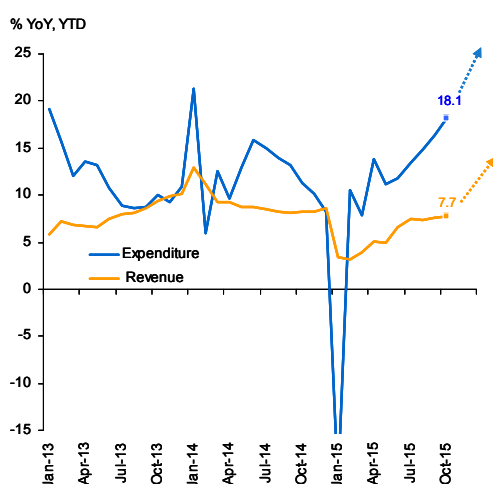
ภาครัฐจะเน้นการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายทางการเงินเป็นหลัก ช่วงหลังไตรมาส 1/2016

ภาครัฐมีความพยายามที่จะเพิ่มการใช้จ่ายควบคู่ไปกับการผ่อนคลายทางการเงิน เพื่อพยุงเศรษฐกิจที่น่าจะเข้าสู่ภาวะชะลอตัวอย่างชัดเจนช่วงหลังไตรมาส 1/2016 โดยเรามองว่าในปี 2016 ภาครัฐน่าจะให้นโยบายการคลังมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจมากกว่านโยบายทางการเงิน เนื่องจากผลของนโยบายการคลังส่งผ่านมายังเศรษฐกิจได้รวดเร็ว และชัดเจนมากกว่า

นโยบายการคลัง: รัฐบาลมีแผนที่จะใช้จ่ายมากขึ้นในปีหน้า ด้าน DB คาดว่ารัฐบาลจะดำเนินนโยบายการคลังแบบ

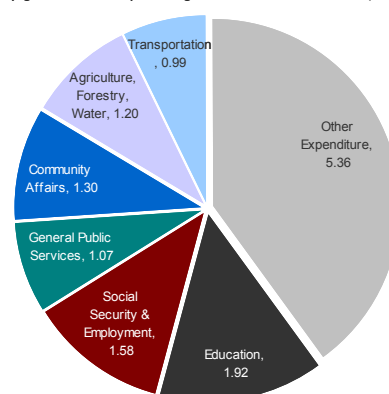
- ขาดดุลเพิ่มขึ้นเป็น 3.5% ของ GDP จากปีนี้ที่ 3.2% โดยจะเน้นการใช้จ่ายที่ส่งเสริมสวัสดิการ และการศึกษา สำหรับคนในประเทศ ทั้งนี้การเพิ่มการใช้จ่ายของภาครัฐมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของ GDP รวมถึงยังช่วยให้ประชาชนมีชีวิตความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น ช่วยหนุนการขยายตัวของภาคการบริโภคและภาคบริการในอนาคต
- Note: งานวิจัยของ IMF ระบุว่าหากรัฐบาลจีนมีการเพิ่มการใช้จ่ายเพื่อสนับสนุนการศึกษา (อาทิการช่วยเหลือค่าเล่าเรียน หรือทุนเรียนฟรี) และการรักษาพยาบาล (อาทิ ค่ารักษาพยาบาลราคาถูก) ให้แก่ประชาชนในประเทศ จะส่งผลให้ประชาชนลดสัดส่วนการออมเพื่ออนาคตลง และนำมาเพิ่มในส่วนการใช้จ่าย

แผนภาพที่ 38: รัฐบาลมีแนวโน้มที่จะใช้จ่ายเพิ่มขึ้นไปจนถึงปีหน้า



แผนภาพที่ 39: รัฐบาลใช้จ่ายส่วนใหญ่ไปกับการสนับสนุนการศึกษา และสวัสดิการของประชาชน

Unit: RMB, bn
Key government spending allocations in Jan-Oct (YTD)



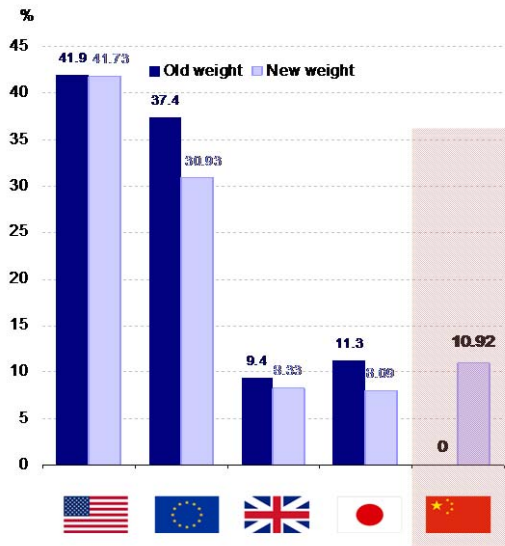
According to IMF paper, if the gov't gives more financial support for education and broadens coverage of public health care, household will reduce saving and increase consumption.

- นโยบายทางการเงิน DB คาดว่า PBoC จะมีการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมดังนี้ 1) ลด RRR ไตรมาสละ 1 ครั้ง ตลอดทั้งปี 2) ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไตรมาสละ 1 ครั้ง ในไตรมาส 3 และ 4

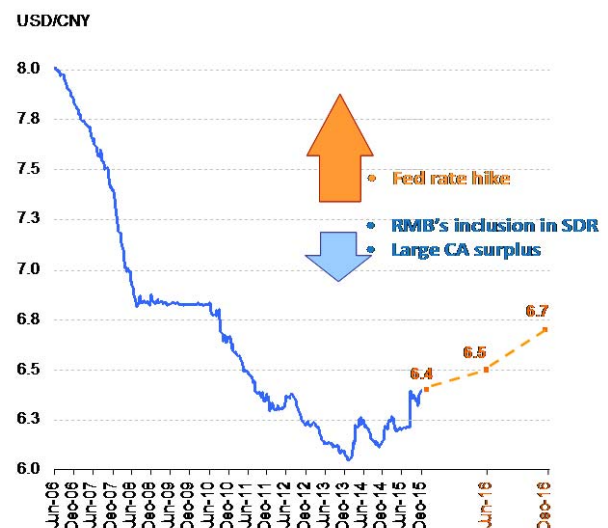
ค่าเงินหยวนมีแนวโน้มอ่อนค่าลงในปีหน้า แม้ว่า IMF เห็นชอบให้สกุลเงินหยวนเข้าร่วมเป็นสกุลเงินที่ 5 ในตะกร้า SDR เนื่องจากได้รับผลกระทบจาก Fed ขึ้นดอกเบี้ย

เราคาดว่าค่าเงินหยวนจะยังคงมีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่อง โดย DB คาดค่าเงินหยวน ณ สิ้นปี 2015 และ 2016 จะอยู่ที่ 6.4 หยวน/ดอลลาร์ และ 6.7 หยวน/ดอลลาร์ ตามลำดับ เนื่องจากการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ที่ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น นำจะมีอิทธิพลมากกว่าความต้องการเงินหยวนเพื่อใช้เป็นเงินทุนสำรองที่เพิ่มมากขึ้นภายหลังจากคณะกรรมการบริหารกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) มีมติเห็นชอบให้นำสกุลเงินหยวนเข้าเป็นเงินสกุลที่ 5 ในโครงสร้างตะกร้า SDR (Special Drawing Rights) โดยมีสัดส่วนคิดเป็น 10.92% ของตะกร้ารวม และจะเริ่มมีผลบังคับใช้จริงในเดือน ต.ค. 2016

แผนภาพที่ 40: สัดส่วนของ 5 สกุลเงินในโครงสร้างตะกร้า SDR ของ IMF



แผนภาพที่ 41: เราคาดว่าค่าเงินหยวนจะยังคงมีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่องตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed



ที่มา: IMF, National Bureau of Statistics of China, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

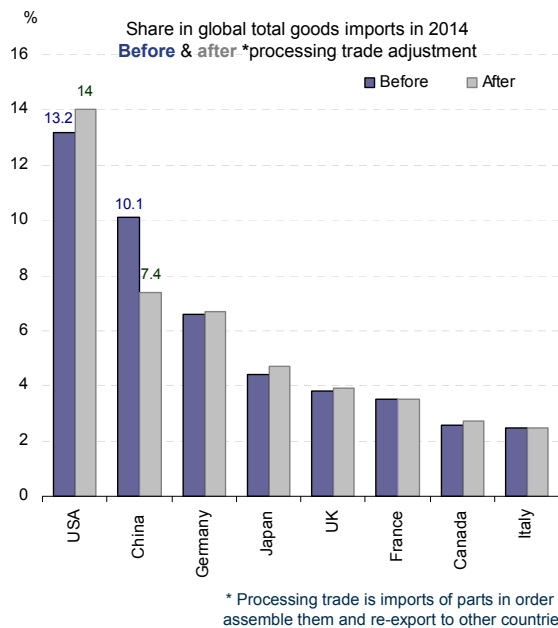
Special note

การค้าทั่วโลกที่ซบเซาอาจไม่ได้เกิดจากความต้องการสินค้าจากจีนที่ลดลงเป็นสำคัญ แต่เกิดจากราคาสินค้าที่ต่ำลง นับตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา หลายประเทศทั่วโลกเผชิญกับภาวะการส่งออกซบเซา และต่างให้เหตุผลหลักมาจากปัจจัยอุปสงค์ในตลาดโลก โดยเฉพาะอุปสงค์จากจีน แต่เมื่อเรานำข้อมูลการนำเข้าของจีนมาศึกษา กลับพบว่า :

- หากนำข้อมูลการนำเข้าปี 2014 หักผลของการนำเข้าเข้ามาผลิตและส่งออกต่อไป จะได้ตัวเลขการนำเข้าเพื่อการบริโภคที่แท้จริง ซึ่งเมื่อนำตัวเลขดังกล่าวของแต่ละประเทศมาคิดเป็นสัดส่วนต่อการนำเข้าทั้งหมดของโลก พบว่าสัดส่วนมูลค่าการนำเข้าของจีนต่อโลกน้อยลง สะท้อนถึงอุปสงค์การนำเข้าที่แท้จริงของจีนไม่ได้มีขนาดใหญ่อย่างที่หลายคนเข้าใจ
- หากศึกษารายละเอียดการนำเข้าของจีนตั้งแต่ ม.ค. – ก.ย. 2015 พบว่า มูลค่าการนำเข้ารวมของจีนที่ลดลงแรง เกิดจากการลดลงของราคาสินค้าเป็นหลัก ด้านปริมาณการนำเข้าลดลงจากปีก่อนไม่มาก

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า 1. หากเศรษฐกิจจีนซบเซาและส่งผลให้การบริโภคภายในประเทศชะลอตัว การนำเข้าเพื่อการบริโภคที่ลดลงจะไม่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกมากอย่างที่หลายคนเข้าใจ และ 2. การส่งออกในแต่ละประเทศที่ลดลงขณะนี้ ไม่ได้มีสาเหตุหลักจากอุปสงค์ของจีนที่ซบเซา แต่เกิดจากราคาสินค้าในตลาดโลกที่ลดลงต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 42: บทบาทการนำเข้าของจีนต่อโลกมีลดลง หากพิจารณาข้อมูลการนำเข้าเพื่อการบริโภค



แผนภาพที่ 43: มูลค่าการนำเข้าของจีนที่ลดลงแรงเกิดจากการลดลงของราคาสินค้าเป็นหลัก

Imports by products in Jan-Sep 2015			
Products	% change in import values	% change in import price	% change in import volume
Ores ,minerals and metal prod.	-25.7	-23.9	-1.8
Fuel and other energy commodities	-37	-34.3	-2.7
Agri: raw material	-12.8	-9.6	-3.2
Agri: food	-4.6	-14.4	9.9
Simple and semi manufactures	-25.9	-6.6	-19.3
Chemicals	-11.6	-12.2	0.6
Transport equipments	-17.2	-1.7	-15.4
Other machineries	-4	-6.3	2.4
Total	-15.7	-13.5	-2.2

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

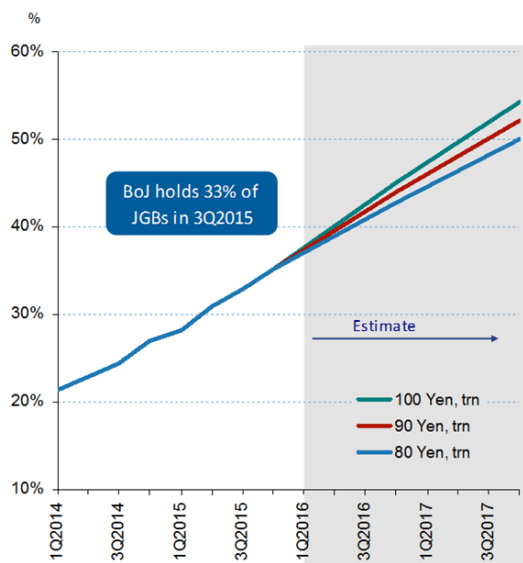
DB คาดว่าเศรษฐกิจปี 2016 จะขยายตัวดีขึ้น +1.1% เพิ่มขึ้นจากปีนี้ที่ +0.7% จากนโยบายการคลังที่เน้นการเติบโตของการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน แต่่นโยบายการเงินอาจมีบทบาทน้อยลง เนื่องจากธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีข้อจำกัดในการขยาย QQE และอาจคงปริมาณเท่ากับปัจจุบันตลอดปี 2016 ส่งผลให้แนวโน้มการอ่อนค่าของเงินเยนชะลอตัว

ธนาคารกลางญี่ปุ่นมีข้อจำกัดในการขยายวงเงิน QQE เนื่องจากเข้าถือครองสินทรัพย์เป็นจำนวนมาก

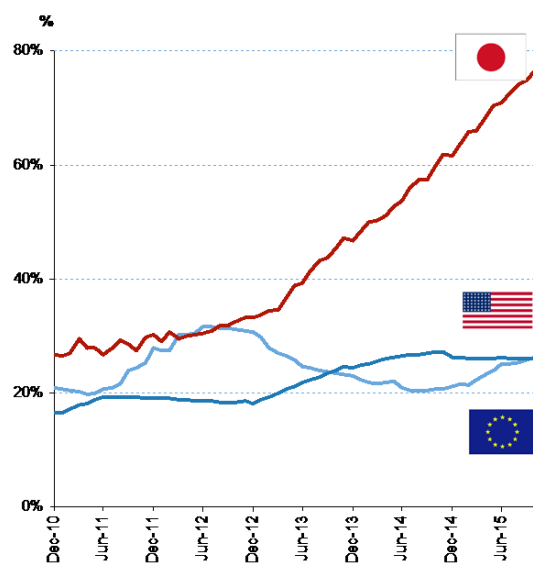
ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) เริ่มเข้าใกล้ขีดจำกัดของการขยายเป้าหมายฐานเงิน (Quantitative and Qualitative Easing: QQE) เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจโดยการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (Japanese Government Bonds: JGBs) ทำให้ในไตรมาส 3/2015 BoJ มีสัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาล 33% ของสัดส่วน JGBs ทั้งหมด เพิ่มขึ้นจากสัดส่วนการถือครองก่อนการเริ่มทำ QQE (ปี 2012) ที่ประมาณ 10% และหากคงเป้าหมายการซื้อต่อไปเรื่อย ๆ ในปลายปี 2017 BoJ จะมีสัดส่วนการถือครอง JGBs เพิ่มขึ้นเป็นครึ่งหนึ่งของ JGBs ทั้งหมด (ร้อยละ 50) ซึ่งทำให้ BoJ อาจไม่สามารถเพิ่มวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ได้มากนัก

ทั้งนี้ หากดูปริมาณการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ทั้งหมดจากงบดุล BoJ ถือครองทรัพย์สินในเดือน ต.ค. คิดเป็นสัดส่วน 77% ของ GDP ซึ่งมากกว่าปริมาณการถือครองของธนาคารกลางสหรัฐฯ และยุโรป ที่มีฐานะทางเศรษฐกิจและนโยบายการทำ QQE ใกล้เคียงกัน

แผนภาพที่ 44: ถ้า BoJ คง QQE ไว้ที่ปริมาณเท่าปัจจุบัน ปลายปี 2017 BoJ จะถือ 50% ของ JGBs ทั้งหมด



แผนภาพที่ 45: งบดุลของ BoJ เพิ่มขึ้น เข้าใกล้ 80% ของ GDP มากกว่าสัดส่วนของ Fed และ ECB



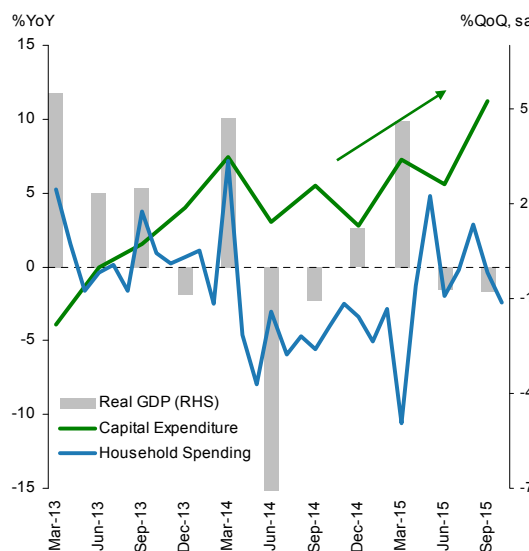
ที่มา: Bank of Japan (BoJ), Japanese Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลง จากการขาดปัจจัยหนุนด้านอัตราแลกเปลี่ยน และการบริโภคที่ชะลอตัว

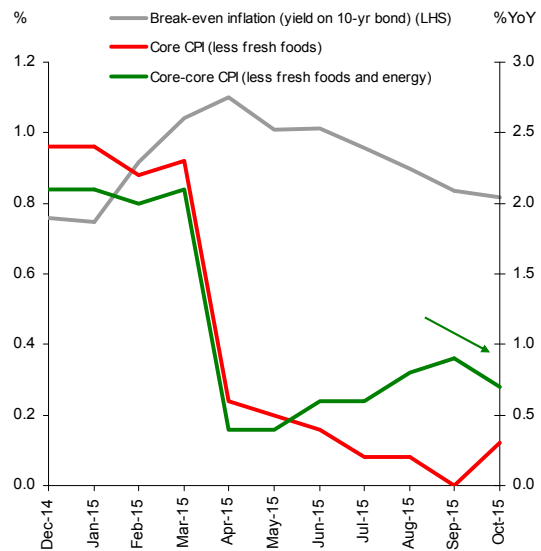
แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานซึ่งไม่รวมราคาพลังงานมีแนวโน้มชะลอตัว ห่างจากเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% จากผลของค่าเงินเยนอ่อนซึ่งมีส่วนช่วยผลักดันเงินเฟ้อผ่านราคาสินค้านำเข้าที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา เริ่มหมดไป และการบริโภคที่ลดลง ตามค่าจ้างที่ขยายตัวไม่ทันเงินเฟ้อ จะไม่สามารถหนุนราคาสินค้าให้สูงขึ้นได้ อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาคเอกชน (Capital Expenditure: CAPEX) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามกำไรที่เพิ่มขึ้นและนโยบายลดภาษีนิติบุคคล

ทั้งนี้ การคาดการณ์เงินเฟ้อ (Inflation Expectation) ที่คำนวณจากผลตอบแทนของพันธมิตรรัฐบาลอายุ 10 ปี บ่งชี้ว่าเงินเฟ้อจะชะลอตัวในระยะข้างหน้า จากมุมมองของตลาด ซึ่งจะกดดันให้ BoJ ขยาย QQE เพิ่มเติม อย่างไรก็ตาม ด้วยข้อจำกัดที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้เราคาดว่า BoJ อาจยังไม่ตัดสินใจผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในปี 2016 แต่จะรอพิจารณาทำในปี 2017

แผนภาพที่ 46: CAPEX เพิ่มขึ้นตามกำไรที่ดีขึ้น แต่การใช้จ่ายภาครัฐเริ่มลดลงตามรายรับที่ชะลอตัว



แผนภาพที่ 47: เงินเฟ้อ (ไม่รวมราคาน้ำมัน) มีแนวโน้มลดลงจากค่าเงินเยนที่แข็งค่ามากขึ้น



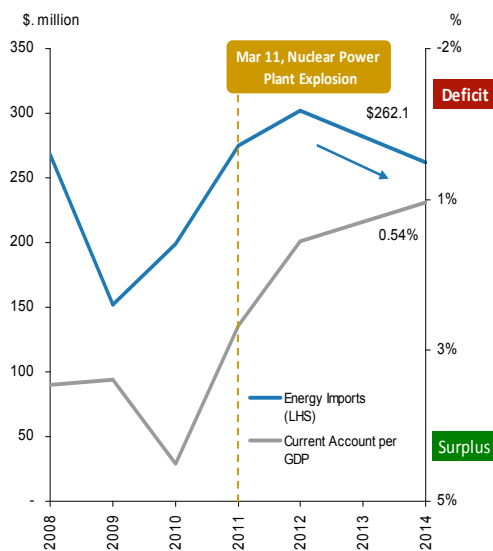
ที่มา: Japanese Ministry of Internal Affairs and Communications, Japanese Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินเยนมีแนวโน้มชะลอการอ่อนค่า

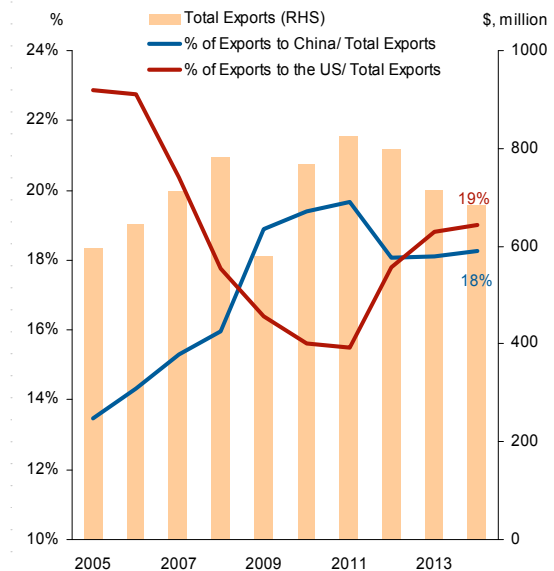
ค่าเงินเยนมีแนวโน้มชะลอการอ่อนค่าลงกว่าปีที่ผ่านมา โดย DB คาดว่าปีหน้าเงินเยนจะอยู่ที่ 128 เยนต่อดอลลาร์ หรืออ่อนค่าประมาณ 5.8% จากค่าเฉลี่ยปีนี้ (121 เยนต่อดอลลาร์) ซึ่งนับเป็นเปอร์เซ็นต์การอ่อนค่าที่น้อยลงกว่าช่วงที่ผ่านมา

สาเหตุหลักมาจากการขาดปัจจัยหนุนจากการขยายกรอบ QQE เพิ่มเติม และการนำเข้าพลังงานเพื่อใช้ภายในประเทศน้อยลง เพราะโรงงานผลิตไฟฟ้านิวเคลียร์เริ่มกลับมาเปิดทำการอีกครั้ง หลังจากที่ถูกปิดตัวลงตั้งแต่เกิดเหตุระเบิดจากแผ่นดินไหวเมื่อปี 2011 ซึ่งจะทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) เกินดุลมากขึ้นและเป็นแรงกดดันให้เงินเยนแข็งค่า ทั้งนี้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะส่งผลให้การส่งออกไปสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น และทำให้ค่าเงินเยนแข็งค่าบ้างเล็กน้อย

แผนภาพที่ 48: การเปิดใช้งานโรงงานผลิตไฟฟ้าพลังนิวเคลียร์ ทำให้การนำเข้าพลังงานลดลง หนุนค่าเงินเยนให้แข็งค่าขึ้น



แผนภาพที่ 49: สัดส่วนการส่งออกของญี่ปุ่นไปสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นแซงหน้าจีน



ที่มา: Japanese Ministry of Economy Trade and Industry, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

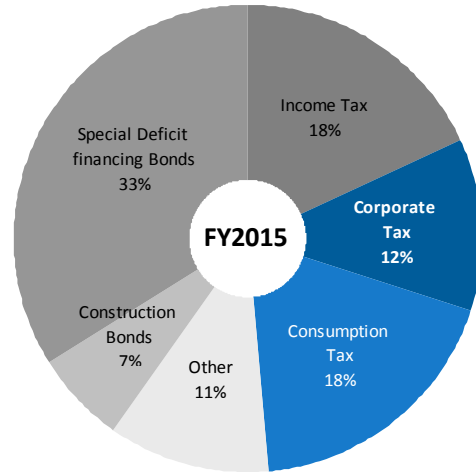
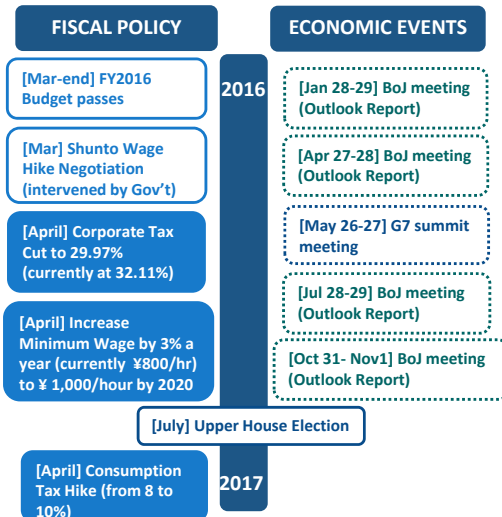
นโยบายการคลังจะช่วยหนุนเศรษฐกิจในปี 2016 จากการกระตุ้นการบริโภค และการลงทุนภาคธุรกิจ

รัฐบาลมีแนวโน้มที่จะผลักดันให้นโยบายต่าง ๆ มีผลบังคับใช้ก่อนการเลือกตั้งวุฒิสภาเดือน ก.ค. เพราะรัฐบาลต้องการเพิ่มจำนวนที่นั่งของพรรครัฐบาล (Liberal Democratic Party: LDP) และพรรคร่วมรัฐบาล (Komeito) ให้รวมกันได้มากกว่า 2 ใน 3 ซึ่งในขณะนี้ มี 133 จากทั้งหมด 242 ที่นั่ง (ประมาณ 55%) เพื่อที่จะแก้ไขรัฐธรรมนูญฉบับที่ 9 ให้ญี่ปุ่นสามารถจัดตั้งกำลังทหารภายในประเทศได้

ทั้งนี้ นโยบายสำหรับปีงบประมาณ 2016 ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคล จาก 32.11% เป็น 29.97% เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันกับประเทศคู่แข่ง อย่างเยอรมนี (29.7%) และเกาหลี (24.2%) และการเพิ่มค่าจ้างขั้นต่ำ ปีละ 3% ให้ถึง 1,000 เยนต่อชั่วโมง ภายในปี 2020 (เฉลี่ยปัจจุบัน 800 เยนต่อชั่วโมง) เพื่อกระตุ้นการบริโภค โดยนโยบายดังกล่าวจะเข้าสู่สภาเพื่อพิจารณาผ่านร่างกฎหมายในเดือน มี.ค. 2017 และจับตามองการเจรจาต่อรองเงินเดือน (Shunto Spring Wage Negotiations) ที่คาดว่ารัฐบาลจะเข้าแทรกแซง เพื่อให้เงินเดือนสูงขึ้น ไปกระตุ้นการใช้จ่าย และการบริโภค

แผนภาพที่ 50: การเลือกตั้งวุฒิสภาในเดือน ก.ค. กัดดันให้นายกฯ ญี่ปุ่นดำเนินแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 51: ภาษีเงินได้นิติบุคคล คิดเป็น 12% ของรายได้รัฐฯ ทั้งหมด ซึ่งสามารถทดแทนรายได้ที่ลดลงจากภาษีเงินได้นิติบุคคล ด้วยการปรับขึ้นภาษีมูลค่าเพิ่มในปี 2017



ที่มา: Deutsche Bank, Japanese Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ แผนงบประมาณเพิ่มเติม (Supplementary Budget) มีจุดประสงค์เพื่อรองรับการเพิ่มขึ้นของประชากรวัยสูงอายุ ช่วยเหลือประชากรที่มีรายได้ต่ำให้พร้อมรับการขึ้นภาษีผู้บริโภค (VAT) ปี 2017 และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันด้านราคาให้กับภาคการเกษตร เพื่อเข้าร่วม TPP มีงบประมาณรวมทั้งหมด 3.5 ล้านล้านเยน หรือคิดเป็น 0.7% ของ GDP ปี 2014 มีดังนี้

แผนภาพที่ 52: แผนนโยบายเพิ่มเติม

นโยบายเพิ่มเติม	งบประมาณ (ล้านล้านเยน)	แผนปัจจุบัน	แผนใหม่
การรองรับและพัฒนาความเป็นอยู่ของประชากร	1.2		
เงินช่วยเหลือสำหรับผู้ที่ได้รับเงินบำนาญไม่มาก		-	¥ 30,000 ต่อปี ต่อคน
เพิ่มจำนวนศูนย์รับดูแลเด็ก		400,000 คน	500,000 คน ภายในปี FY2017
เพิ่มจำนวนศูนย์รับดูแลผู้สูงอายุ		-	500,000 คน ภายในปี FY2020
เพิ่มเงินชดเชยสำหรับผู้ที่ต้องลางานไปดูแลพ่อแม่		40% ของเงินเดือนเดิวก่อน	67% ของเงินเดือนเดิวก่อน
มาตรการเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในตลาด TPP	1.8		
สนับสนุน SMEs ในการเปิดตลาดนอกประเทศ			
พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานเพื่อการเกษตร			
การเตรียมความพร้อมและการปฏิบัติเมื่อเกิดภัยพิบัติ	0.5		
รวมงบประมาณทั้งหมด	3.5		

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

เศรษฐกิจไทย

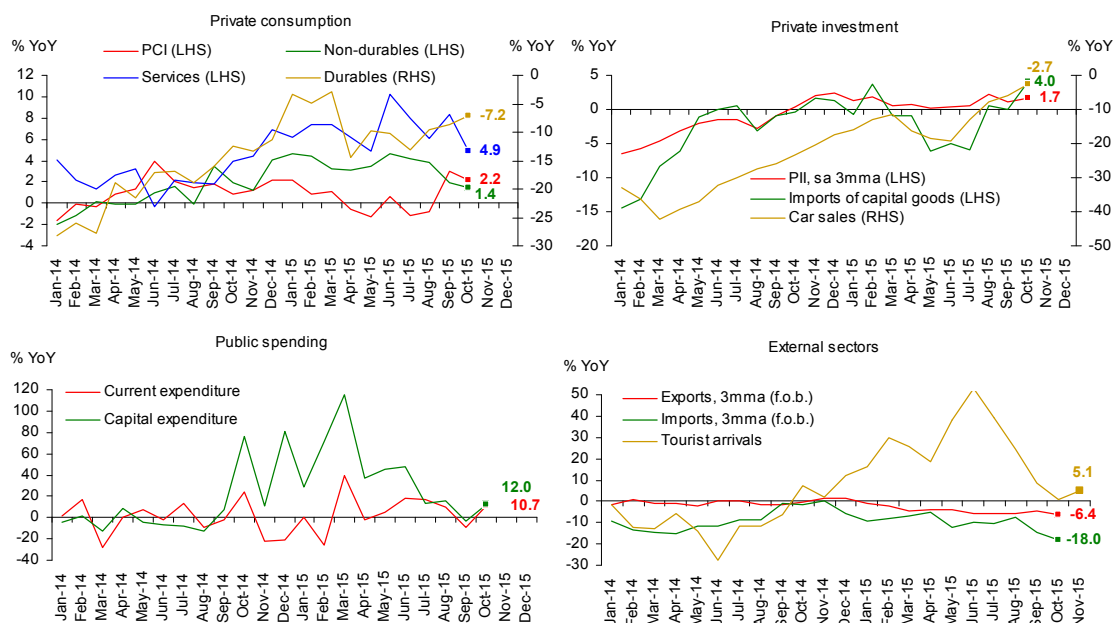
เศรษฐกิจไทยในไตรมาสสุดท้ายของปีมีแนวโน้มชะลอตัวลงจาก 3 ไตรมาสแรก เนื่องจากภาคท่องเที่ยว ซึ่งเป็นเครื่องยนต์หลักชะลอตัวอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะยะสั้นของภาครัฐที่มีความคืบหน้าไปมากจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยวได้บางส่วนและจะยังส่งผลดีต่อการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศต่อเนื่องไปจนถึงไตรมาส 2 ปี 2016 ทั้งนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะต่อไปขึ้นอยู่กับผลการลงประชามติรับร่างรัฐธรรมนูญในเดือนสิงหาคมเป็นสำคัญ

สรุปภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้ม

อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ

ในเดือน ต.ค. การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง ตามดัชนีการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัว +2.2% YoY (เทียบกับ +3% ในเดือนก่อน) และดัชนีการลงทุนภาคเอกชนขยายตัว +1.7% YoY (เทียบกับ +1.1% ในเดือนก่อน) อย่างไรก็ตามเศรษฐกิจภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ โดยการส่งออกหดตัว -6.4% YoY ในเดือน ต.ค. (เทียบกับ -4.7% ในเดือนก่อน) ส่วนนักท่องเที่ยวมีจำนวนเพิ่มขึ้นเพียง +5.1% YoY ในเดือน พ.ย. (เทียบกับ +1% ในเดือนก่อน) ซึ่งต่ำกว่าช่วงก่อนเหตุระเบิดในเดือน ส.ค. ค่อนข้างมาก

แผนภาพที่ 53: อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ

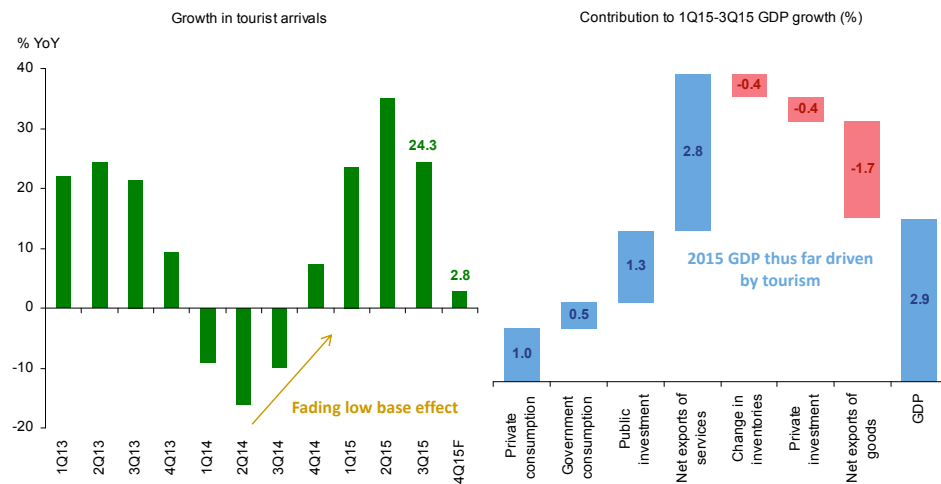


ที่มา: Bank of Thailand (BoT), Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาคการท่องเที่ยวซึ่งเป็นเครื่องยนต์หลักของเศรษฐกิจในปีนี้จะลดตัวค่อนข้างแรงในไตรมาส 4

เหตุการณ์ระเบิดในเดือน ส.ค. และปัจจัยฐานที่กลับเข้าสู่ภาวะปกติส่งผลให้ภาคการท่องเที่ยวชะลอตัวอย่างชัดเจน โดยเราคาดว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะลดลงจาก +24.3% YoY ในไตรมาส 3 มาอยู่ที่ +2.8% ในไตรมาสสุดท้าย ทำให้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในไตรมาสนี้มีแนวโน้มชะลอลงเช่นกัน เนื่องจากภาคการท่องเที่ยวเป็นเครื่องยนต์หลักของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา โดยเราพบว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วง 3 ไตรมาสแรกมาจากภาคการท่องเที่ยวเป็นส่วนใหญ่

แผนภาพที่ 54: ภาคการท่องเที่ยวที่ชะลอลงจะทำให้การขยายตัวของเศรษฐกิจชะลอลงตามไปด้วย

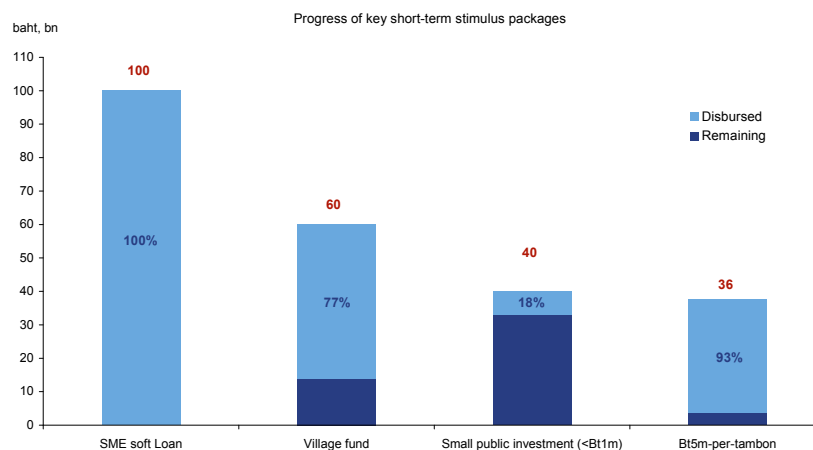


ที่มา: Tourism Authority of Thailand, National Economic and Social Development Board (NESDB), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะช่วยส่งเสริมการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศต่อเนื่องไปจนถึงครึ่งแรกของปีหน้า

ยอดการเบิกจ่ายมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะยะล้นมีความคืบหน้าไปค่อนข้างมาก และน่าจะทยอยเบิกจ่ายได้ครบถ้วนภายในสิ้นปีนี้ (ยกเว้นโครงการกระตุ้นการลงทุนภาครัฐในโครงการขนาดเล็ก) ทำให้การบริโภคภายในประเทศน่าจะขยายตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 และต่อเนื่องไปจนถึงครึ่งแรกของปีหน้า โดยเราคาดว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยวได้ส่วนหนึ่ง ทำให้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไม่ชะลอลงมากในไตรมาสสุดท้ายของปี

แผนภาพที่ 55: ยอดการเบิกจ่ายมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจส่วนใหญ่ทำได้เกือบครบถ้วนแล้ว

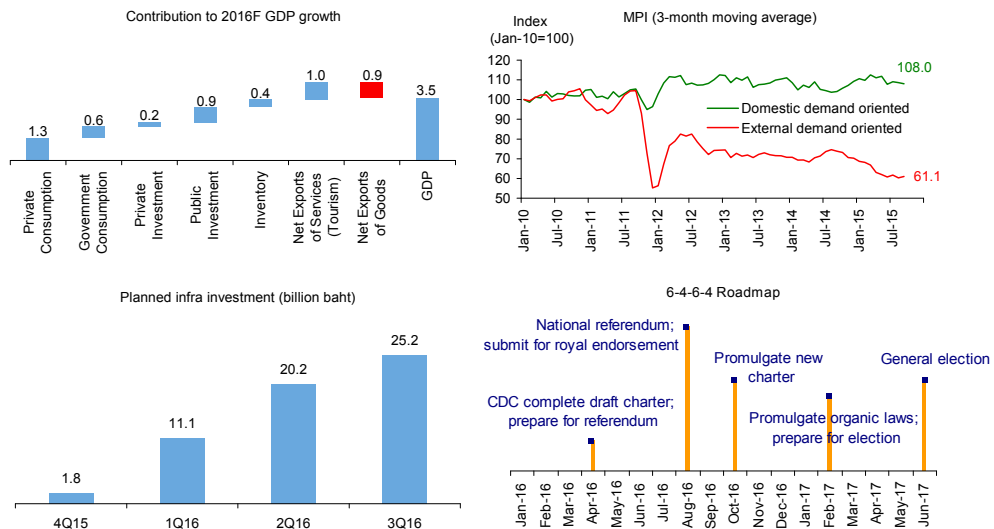


ที่มา: Budget Bureau, National Village Urban Community Fund Office, Ministry of Interior, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีหลังขึ้นอยู่กับผลการลงประชามติในเดือน ส.ค. เป็นสำคัญ

เราคาดว่า การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีแรกจะยังได้รับอานิสงส์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอยู่ ส่วนการขยายตัวในช่วงครึ่งปีหลังน่าจะได้รับแรงสนับสนุนจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ทั้งนี้ภาคการส่งออกมีแนวโน้มที่จะหดตัวต่อเนื่องเป็นปีที่ 4 อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวน่าจะมาจากความเสี่ยงทางด้านการเมืองเป็นสำคัญ โดยเฉพาะการลงประชามติรับร่างรัฐธรรมนูญในเดือน ส.ค. ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภค รวมทั้ง นักลงทุนไทยและต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

แผนภาพที่ 56: คาดปัจจัยเสี่ยงปีหน้ามาจากปัจจัยด้านการเมืองและภาคการส่งออกเป็นหลัก

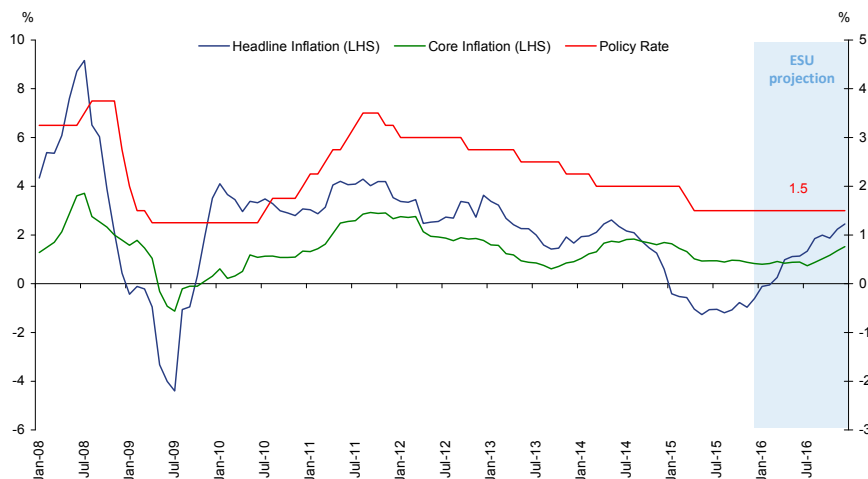


ที่มา: Ministry of Finance, Interim Constitution B.E. 2557, OIE, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ตามการคาดการณ์ของตลาด

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติเป็นเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ในการประชุมเมื่อวันที่ 16 ธ.ค. สอดคล้องกับการคาดการณ์ของตลาด โดยกนง. ประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันมีความเหมาะสมต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ นอกจากนี้ กนง. ยังมองว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจในปีนี้อาจมีแนวโน้มปรับเพิ่มสูงขึ้นกว่าที่ได้ประเมินไว้ในครั้งก่อนที่ +2.7% อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยเพื่อทั่วไปมีแนวโน้มฟื้นกลับมาอยู่ในแดนบวกได้ช้าลงจากไตรมาสแรกของปีมาเป็นภายในครึ่งปีแรก

แผนภาพที่ 57: คาดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มทรงตัวในระดับปัจจุบันไปจนถึงสิ้นปีหน้า



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

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินซ์ตัน เอก เศรษฐศาสตร์
Michigan State University
- ปรินซ์ตัน เอก เศรษฐศาสตร์
National University of Singapore
(ทุน Asian Development Bank)
- ปรินซ์ตัน เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คณิศร ประกอบผล

Head of Strategy Unit

- ปรินซ์ตัน บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์ตัน วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิงคโปร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ชานนท์ บุญนุษ

Economist

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

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

วรุฒม์ เตชะจินดา

Strategist

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

ชาร่า ผลพิบูลย์

Economist

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

พิมลพรรณ ประวังสุข

Research Assistant

- ปรินซ์ตัน เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปัทมกร กิจเจริญการกุล

Research Assistant

- ปรินซ์ตัน เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ทิพย์รัตน์ นันทปรีชาวัฒน์

Research Assistant

- ปรินซ์ตัน เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	สยามสแควร์ วัน ชั้น 6	: 02 252 2922	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934
	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571
	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 2	: 02 6737017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080
	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161
	เซ็นทรัลรามอินทรา ชั้น 3	: 02 970 6006	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636
	แฟชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดีไอเอสสยาม ชั้น 1	: 02 623 9141	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998				
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกิ้งก่า	: 02 633 4333	ศรีนครินทร์	: 02 758 6269
	รัตนาธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166	วรจักร	: 02 621 0141
	เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220	บางลำพู	: 02 629 3009

สาขานาครในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 212 277	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 811 383	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 235 155	จันทบุรี	: 039 346 688	ชลบุรี	: 038 784 522	พิจายา	: 038 416 525
ระยอง	: 038 808 555	ศรีราชา	: 038 771 471	เชียงใหม่	: 053 211 112	นครสวรรค์	: 056 331 511
พิษณุโลก	: 055 211 388	ขอนแก่น	: 043 324 966	นครราชสีมา	: 044 271 711	ไลต์ส โคราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนมิตรภาพ ภูเก็ต	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

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