



TIPS

TISCO Investment Portfolio Strategy

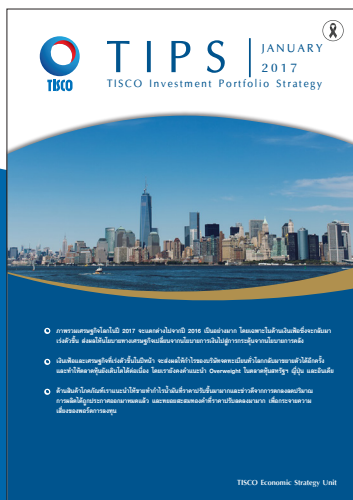
JANUARY
2017



- ภาพรวมเศรษฐกิจโลกในปี 2017 จะแตกต่างไปจากปี 2016 เป็นอย่างมาก โดยเฉพาะในด้านเงินเฟ้อซึ่งจะกลับมาเร่งตัวขึ้น ส่งผลให้นโยบายทางเศรษฐกิจเปลี่ยนจากนโยบายการเงินไปสู่การกระตุ้นจากนโยบายการคลัง
- เงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่เร่งตัวขึ้นในปีหน้า จะส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกกลับมาขยายตัวได้อีกครั้ง และทำให้ตลาดหุ้นยังเติบโตได้ต่อเนื่อง โดยเรายังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย
- ด้านสินค้าโภคภัณฑ์เราแนะนำให้ขายทำกำไรน้ำมันที่ราคาปรับขึ้นมามากและข้าวดีจากการตกลงลดปริมาณการผลิต ได้ถูกประกาศออกมาหมดแล้ว และทยอยสะสมทองคำที่ราคาปรับลดลงมามาก เพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Special Topic	7
ตลาดตราสารหนี้	14
การลงทุนทางเลือก	16
Global Economic Insights	20
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	21
เศรษฐกิจยุโรป	26
เศรษฐกิจจีน	31
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	36
เศรษฐกิจไทย	41



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
วรุฒม์ เตชะจินดา
ชานนทร์ บุญนุช

ชาวรา ผลิตพิบูลย์
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 รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แห่งความจริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ได้ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ที่ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ภาพรวมเศรษฐกิจโลกในปี 2017 จะแตกต่างไปจากปี 2016 เป็นอย่างมาก โดยเฉพาะในด้านเงินเฟ้อซึ่งจะกลับมาเร่งตัวขึ้น ส่งผลให้นโยบายเศรษฐกิจเปลี่ยนจากนโยบายการเงินไปสู่การกระตุ้นจากนโยบายการคลัง

ด้านการขยายตัวของเศรษฐกิจ เศรษฐกิจโลกในปี 2016 ขยายตัว 3.0% ซึ่งเป็นการขยายตัวต่ำสุดตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 เนื่องจากการลงทุนและการค้าโลกที่หดตัวตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ส่วนการบริโภคไม่ได้ฟื้นตัวตามคาด เนื่องจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำ ส่วนในปี 2017 เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.4% ตามการฟื้นตัวของการลงทุนและการค้าโลก ประกอบกับแรงส่งจากนโยบายการคลัง

เงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่เร่งตัวขึ้นในปี 2017 จะส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกกลับมาขยายตัวได้เป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี และทำให้ตลาดหุ้นยังเติบโตต่อเนื่องในปีหน้า และเรายังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย

ด้านสินค้าโภคภัณฑ์เราแนะนำให้ขายทำกำไรน้ำมันที่ราคาปรับขึ้นมามากและข้าวดีจากการตกลงลดปริมาณการผลิตได้ถูกประกาศออกมาหมดแล้ว และทยอยสะสมทองคำที่ราคาปรับลดลงมามาก เพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน

สำหรับความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตามองในปี 2017 ได้แก่ 1) การเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ซึ่งอาจกดดัน Valuation ของตลาดหุ้น 2) ความเสี่ยงทางการเมืองและการเลือกตั้งในยุโรป 3) ราคาน้ำมันที่อาจปรับตัวลดลงหากผู้ผลิตไม่ลดการผลิตตามที่ตกลงกัน และ 4) ปัญหาเงินทุนไหลออกจากจีน



Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่เร่งตัวขึ้นในปี 2017 จะส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกกลับมาขยายตัวได้เป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี และทำให้ตลาดหุ้นยังเติบโตต่อเนื่องในปีหน้า
- เรายังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย
- ด้านสินค้าโภคภัณฑ์เราแนะนำให้ขายทำกำไรน้ำมันที่ราคาปรับขึ้นมามากและข้าวดีจากการตกลงลดการผลิตน้ำมันถูกประกาศออกมาหมดแล้ว และทยอยสะสมทองคำที่ราคาปรับลดลงมามาก เพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,521	0.3%	3.0%	4.0%	6.0%	18.1%	17.0%
Philippines PCOMP	6,928	0.9%	1.0%	-10.1%	-7.6%	-0.3%	3.4%
Indonesia JCI	5,263	-0.2%	3.6%	-0.1%	9.3%	14.6%	19.4%
Singapore STI	2,954	-0.2%	5.6%	5.3%	6.5%	2.5%	4.9%
Malaysia KLCI	1,643	0.8%	0.8%	-0.6%	0.9%	-2.9%	1.3%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	22,457	-1.5%	0.6%	-3.8%	9.7%	2.5%	5.6%
China H HSCEI	9,706	-1.3%	3.3%	1.2%	12.7%	0.5%	3.9%
MSCI China	60	-2.0%	0.7%	-5.1%	9.6%	0.7%	3.0%
China CSI300	3,379	-2.8%	-1.5%	4.3%	8.4%	-9.4%	-8.5%
Taiwan TWSE	9,369	1.1%	4.9%	5.2%	8.9%	12.4%	16.0%
Korea KOSPI	2,026	-0.2%	3.0%	1.3%	2.9%	3.3%	4.8%
MSCI Korea	583	-0.1%	6.0%	4.8%	9.6%	10.6%	11.2%
India SENSEX	26,603	1.4%	1.1%	-6.4%	-0.5%	1.9%	5.1%
MSCI India	988	0.9%	2.8%	-6.8%	-0.8%	0.2%	3.6%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,549	0.1%	4.2%	5.9%	7.8%	4.8%	13.0%
Japan TOPIX	1,550	2.5%	10.5%	19.1%	21.4%	0.2%	3.1%
Japan Nikkei 225	19,402	3.4%	9.8%	18.3%	21.9%	1.9%	4.5%
Europe STOXX600	356	2.3%	4.9%	4.5%	9.9%	-2.8%	-1.1%
Euro STOXX50	3,212	2.2%	5.3%	8.0%	13.5%	-1.7%	-0.9%
US Dow Jones	19,793	1.2%	4.6%	8.7%	12.2%	13.6%	12.9%
US S&P500	2,253	0.5%	3.3%	4.9%	8.8%	10.2%	10.3%
MSCI US REITs	1,121	-1.2%	2.5%	-4.7%	-4.3%	1.8%	4.0%
J-REITs	1,791	-0.7%	3.8%	-1.3%	-3.3%	2.5%	6.2%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,949	0.7%	2.3%	3.3%	16.5%	11.3%	15.5%
Germany DAX	11,245	2.3%	4.7%	7.8%	17.1%	4.7%	7.6%
France CAC 40	4,769	1.6%	5.1%	9.1%	14.3%	2.9%	3.4%
Switzerland SMI	8,140	2.7%	2.9%	-0.5%	6.0%	-7.7%	-5.1%
Portugal PSI 20	4,599	0.6%	4.4%	1.0%	3.0%	-13.4%	-10.7%
Spain IBEX 35	9,218	2.9%	6.1%	5.7%	11.7%	-3.4%	-5.1%
Italy FTSE MIB	18,606	2.6%	11.5%	12.1%	12.7%	-13.1%	-12.5%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	58,212	-5.2%	-2.4%	2.0%	19.7%	34.3%	30.1%
Chile IPSA	4,230	0.4%	1.8%	4.0%	6.9%	14.9%	18.5%
Mexico MEXBO	46,221	2.5%	2.7%	0.6%	2.7%	7.5%	7.7%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	437	-0.6%	3.0%	-0.8%	7.8%	6.3%	10.6%
MSCI Latin America	2,301	-1.1%	2.0%	-1.3%	11.2%	25.8%	23.1%
MSCI All Country World	425	0.5%	3.6%	2.9%	7.9%	6.4%	7.6%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	50.85	0.0%	11.0%	15.8%	5.9%	37.3%	36.1%
Brent Spot	53.90	1.7%	21.3%	17.6%	8.2%	44.6%	42.1%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.05	0.89	4.43	1.11	1.23	2.81	2.48
Gold Spot	1137.71	-2.9%	-7.2%	-13.6%	-11.5%	7.1%	7.0%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1830.63	-1.2%	-7.1%	-6.8%	0.4%	29.8%	29.7%
Bloomberg Agri Subindex	54.74	-0.2%	-1.0%	1.9%	-13.1%	3.3%	1.5%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	263.07	0.0%	-1.4%	-2.7%	-2.8%	2.2%	3.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	195.31	0.0%	0.1%	0.2%	0.6%	1.3%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	268.70	0.1%	-0.3%	-0.7%	-0.6%	1.4%	1.9%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	339.51	0.5%	-1.2%	-2.4%	-2.8%	1.4%	2.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	228.30	0.1%	-0.3%	-0.6%	-0.5%	1.6%	2.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.54	1	4	5	9	5	4
2Y	1.66	2	3	9	8	9	6
5Y	2.12	0	11	29	30	-4	-12
10Y	2.76	0	34	58	66	25	10
Spread 10Y-2Y	110	-2	32	49	58	16	4
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.57	17	36	88	100	31	31
Japan 10Y	0.08	3	7	12	26	-18	-22
UK 10Y	1.39	3	-2	51	24	-57	-45
German 10Y	0.30	-5	-2	28	31	-33	-27
Spain 10Y	1.40	-2	-12	33	-16	-37	-33
Italy 10Y	1.80	-9	-28	50	29	20	16
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	13.19	1.0	-0.2	-3.1	-7.0	-5.0	-7.8
Dollar index	101.76	1.5%	1.6%	6.7%	7.2%	3.2%	4.3%
USD/THB	35.72	0.2%	0.8%	2.4%	1.2%	-0.8%	-0.8%
EUR/USD	1.05	-1.2%	-2.3%	-6.7%	-6.7%	-3.5%	-4.0%
GBP/USD	1.25	-0.4%	0.7%	-5.3%	-11.6%	-15.0%	-16.8%
USD/JPY	117.69	3.1%	8.1%	15.1%	11.1%	-2.1%	-3.3%
USD/CNY	6.90	0.4%	0.7%	3.4%	4.7%	6.3%	6.9%
USD/CNH	6.94	0.4%	0.9%	4.3%	5.1%	5.6%	6.1%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

12/15/2016

7:24:30 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- เราคาดว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่องในปีหน้า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนพันธบัตร - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลังของนาย Trump จะเป็นปัจจัยหนุน - กำไรของบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย				- ภาพรวมเศรษฐกิจดูดีขึ้น - อย่างไรก็ตาม Valuation แพงกว่าภูมิภาค - ปรับลดคำแนะนำจาก Neutral เป็น Underweight
ตลาดหุ้นจีน				- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัว เนื่องจากรัฐบาลเข้าแก้ไข - ปัญหาหนี้ที่อยู่ในระดับสูง - ตลาดหุ้น H-Share outperform A-Share หลังทางการจีนเปิดการเชื่อมต่อตลาด Shenzhen และ Hong Kong - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- กำไรของบริษัทยังจะถูกกดดันจากการค้าระหว่างประเทศที่ซบเซา - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				- อัตราการเติบโตกำไรของบริษัทในปี 2017 สูงสุดในภูมิภาค - การปฏิรูปภาษีสินค้าและบริการคืบหน้าตามแผน และคาดว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวได้ดีขึ้น - หลังได้รับผลกระทบจากการเลิกใช้น้ำมัน - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ไม่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจัดปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				- ความเสี่ยงการเมืองกดดันการลงทุนในระยะยาว - ภาคราชการพาณิชย์ยังมีปัญหาหนี้ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- ความเสี่ยงที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยต่อจะกดดันการลงทุนในทองคำ - ความเสี่ยงทางการเมืองในยุโรปจะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้นตลอดทั้งปี 2017 - คงคำแนะนำจาก Neutral
น้ำมัน				- การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการพลิกกลับมาเป็น Backwardation ของ Future Curve - อุปทานน้ำมันอาจลดลงน้อยกว่าที่คาด เนื่องจากประเทศผู้ผลิตอาจไม่ทำตาม - ที่ตกลงกันได้ และไม่ยืดอายุมาตรการลดการผลิต - 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				- โดนผลกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight



Current Recommendation



Previous Recommendation

Special Topic: Outlook 2017

ภาพรวมเศรษฐกิจโลกในปี 2017 จะแตกต่างไปจากปี 2016 เป็นอย่างมาก โดยเฉพาะในด้านเงินเฟ้อ ซึ่งจะกลับมาเร่งตัวขึ้น ส่งผลให้นโยบายกระตุ้นทางเศรษฐกิจเปลี่ยนจากนโยบายการเงินไปสู่การกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลัง เงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่เร่งตัวขึ้นในปี 2017 จะส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกกลับมาขยายตัวได้เป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี และทำให้ตลาดหุ้นยังเติบโตต่อเนื่องในปีหน้า และเรายังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย

เงินเฟ้อและเศรษฐกิจจะเร่งตัวขึ้นในปี 2017...

2016	2017
DEFLATION ●ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ลดลงต่ำสุดในรอบหลายปี ●เศรษฐกิจจีนชะลอตัวและเงินหยวนอ่อนค่า ส่งผลให้อุปสงค์จากจีนลดลง และราคาสินค้าส่งออกจากจีนลดลง	REFLATION ●ราคาน้ำมันฟื้นตัวจากการลดปริมาณการผลิตของ OPEC ●เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวขึ้น
นโยบายการเงิน ●นโยบายผ่อนคลายทางการเงินเช่น QE และดอกเบี้ยติดลบ ส่งผลให้ Bond Yield ลดลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ●Bond Yield ที่ลดลงกดดันอัตราผลตอบแทนของภาคการเงินและธนาคาร	นโยบายการคลัง ●สหรัฐฯ: ชัยชนะของนาย Trump และพรรค Republican ที่ครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทน และวุฒิสภา ส่งผลให้การผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเป็นไปได้ง่ายขึ้น ●ญี่ปุ่น: นายกรัฐมนตรี Abe อยู่ในตำแหน่งมาต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2012 และมีคะแนนนิยมอยู่ในระดับสูงทำให้สามารถผลักดันนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างต่อเนื่อง ●ยุโรป: ความไม่แน่นอนทางการเมืองจากการเลือกตั้งและความขัดแย้งกันระหว่างรัฐบาลหลายประเทศ ประกอบกับหนี้ภาครัฐที่อยู่ในระดับสูงในหลายประเทศ ทำให้โอกาสในการใช้นโยบายการคลังมีจำกัด ●จีน: หนี้ของรัฐบาลกลางยังอยู่ในระดับต่ำ แต่ความเสี่ยงฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ ทำให้โอกาสในการใช้นโยบายการคลังมีจำกัด
เศรษฐกิจเติบโตชะลอ ●เศรษฐกิจโลกเติบโต 3.0% ในปี 2016 ซึ่งเป็นการขยายตัวต่ำสุดตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 ●ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ลดลงกดดันการลงทุนและการค้าโลก ●การบริโภคไม่ได้ฟื้นตัวตามคาด เนื่องจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำ	เศรษฐกิจเร่งตัวขึ้น ●การลงทุนและการค้าโลกฟื้นตัวขึ้นตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ●นโยบายการคลังจะช่วยเพิ่มอุปสงค์

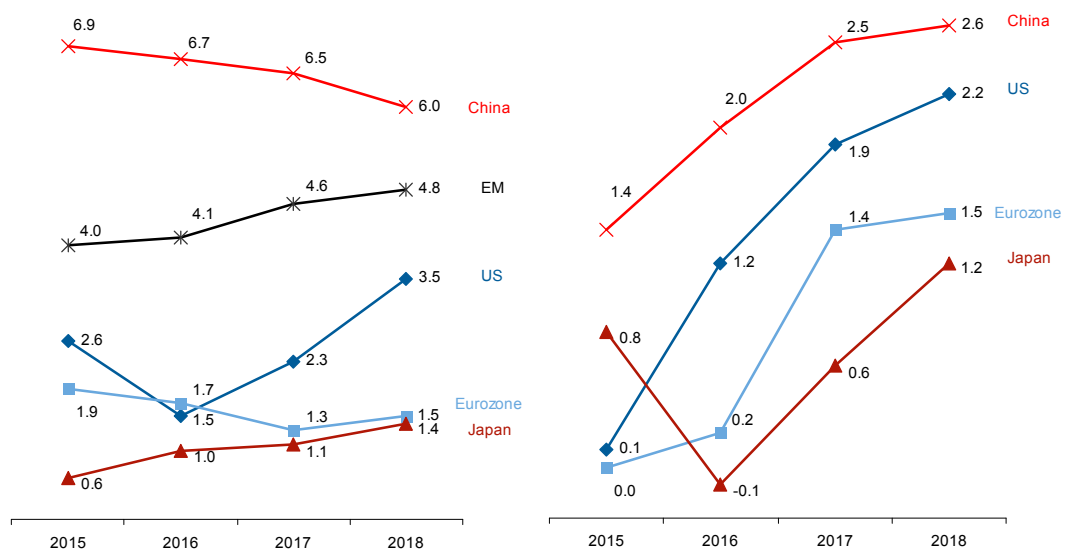
ภาพรวมเศรษฐกิจโลกในปี 2017 จะแตกต่างไปจากปี 2016 ที่กำลังจะผ่านไปเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะในด้านเงินเฟ้อซึ่งจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในปี 2017 ตามราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ที่ฟื้นตัวขึ้น ซึ่งส่งผลให้นโยบายกระตุ้นทางเศรษฐกิจจะเปลี่ยนรูปแบบไป จากการใช้นโยบายผ่อนคลายทางการเงิน เช่น การทำ QE และการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบเพื่อกระตุ้นเงินเฟ้อ ก็จะเปลี่ยนไปสู่การกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลัง โดยปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงนโยบายได้แก่ การชนะการเลือกตั้งของนาย Donald Trump รวมถึงชัยชนะของพรรค Republican ซึ่งครองเสียงข้างมากในสภา Congress ซึ่งทำให้เกิดการผลักดันการลดภาษี และการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจสหรัฐฯ รวมถึงเศรษฐกิจโลกในปี 2017

นอกจากสหรัฐฯ แล้วประเทศญี่ปุ่นยังเป็นอีกประเทศที่จะใช้นโยบายการคลังได้อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากนายกรัฐมนตรี Shinzo Abe อยู่ในตำแหน่งมาตั้งแต่ปี 2012 และมีคะแนนนิยมอยู่ในระดับสูงทำให้สามารถผลักดันนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างต่อเนื่อง

ส่วนในยุโรปความไม่แน่นอนทางการเมืองจากการเลือกตั้งและความขัดแย้งกันระหว่างรัฐบาลหลายประเทศ ประกอบกับหนี้ภาครัฐที่อยู่ในระดับสูงในหลายประเทศ ทำให้โอกาสในการใช้นโยบายการคลังมีจำกัด เช่นเดียวกับในจีน ซึ่งยังมีความเสี่ยงฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์

ด้านการขยายตัวของเศรษฐกิจ เศรษฐกิจโลกในปี 2016 ขยายตัว 3.0% ซึ่งเป็นการขยายตัวต่ำสุดตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 เนื่องจากการลงทุนและการค้าโลกที่หดตัวตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ส่วนการบริโภคไม่ได้ฟื้นตัวตามคาด เนื่องจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำ ส่วนในปี 2017 เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.4% ตามการฟื้นตัวของการลงทุนและการค้า ประกอบกับแรงส่งจากนโยบายการคลัง

แผนภาพที่ 1: GDP และเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในปี 2017



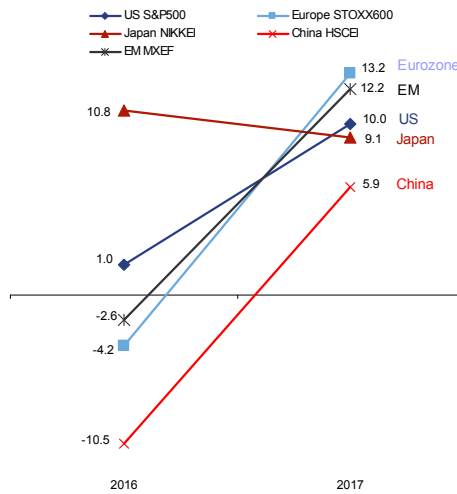
Source : Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

...ส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนกลับมาขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี

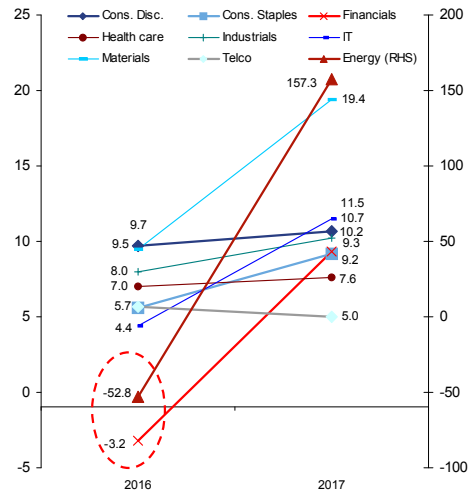
เงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่เร่งตัวขึ้นในปี 2017 จะส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกที่ไม่ขยายตัวมาตั้งแต่ปี 2014 สามารถกลับมาขยายตัวได้อีกครั้ง โดยอุตสาหกรรมหลักที่จุดรั้งการเติบโตของกำไรในปี 2016 ได้แก่ กลุ่มธนาคาร (-3.2%) ที่ได้รับผลกระทบจากนโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบ และกลุ่มพลังงาน (-52.8%) ที่ถูกกดดันจากราคาน้ำมัน และทำให้กำไรหดตัวแรงในปีที่ผ่านมา แต่ในปี 2017 แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่กลับเป็นขาขึ้น และการฟื้นตัวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์จะช่วยให้อำไรใน 2 อุตสาหกรรมนี้ฟื้นตัวขึ้น และทำให้กำไรของตลาดหุ้นโลกกลับมาขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี

แผนภาพที่ 2: กำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกที่ไม่ขยายตัวมาตั้งแต่ปี 2014 จะกลับมาขยายตัวได้อีกครั้ง

Earnings growth will likely turn positive next year...



...as earnings for banks and energy recover



Source: FactSet, I/B/E/S, MSCI, Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และอินเดีย

การเร่งตัวของการเติบโตทางเศรษฐกิจและการกลับมาขยายตัวของผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี น่าจะทำให้ปี 2017 เป็นอีกปีที่ดีของตลาดหุ้น โดยเรายังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ที่จะได้ประโยชน์จากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของนายTrump ส่วนตลาดหุ้นญี่ปุ่น ยังมีปัจจัยบวกจากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า ประกอบกับ Valuation ที่ยังถูก และการเติบโตของกำไรที่ต่อเนื่อง ส่วนตลาดหุ้นอินเดียที่ปรับฐานจากผลกระทบของการยกเลิกการใช้ธนบัตร น่าจะทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวเพียงระยะสั้น แต่ในระยะยาวศักยภาพในการเติบโตของเศรษฐกิจและกำไรยังอยู่ในเกณฑ์ดี

แผนภาพที่ 3: Valuation ของตลาดหุ้นญี่ปุ่นและอินเดีย ยังคงค่อนข้างถูก โดยเทรดที่ Forward P/E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยระยะยาว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเสี่ยงที่สำคัญในปี 2017 ได้แก่

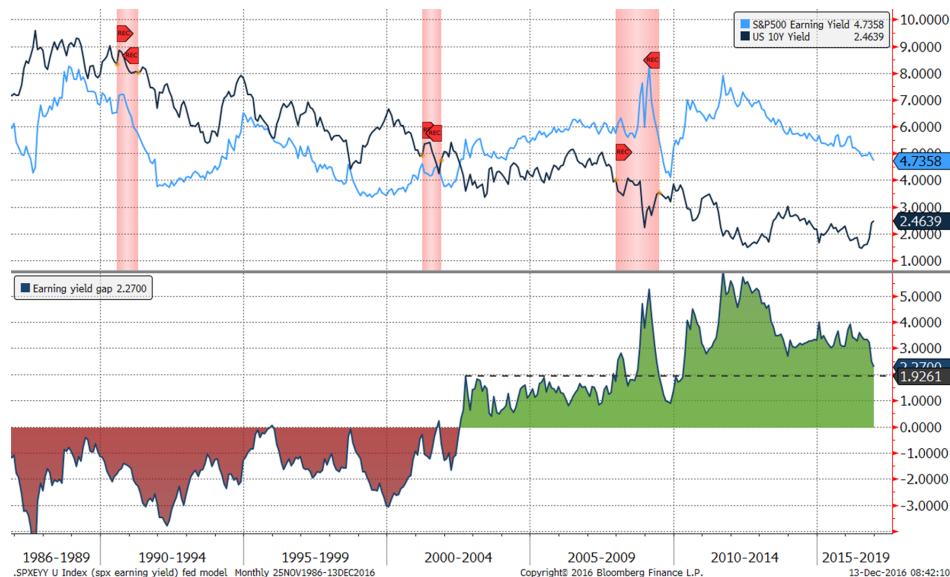
1) Bond Yield ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็วอาจส่งผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้น

Bond Yield ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ นาย Donald Trump ชนะการเลือกตั้งในวันที่ 8 พ.ย. เนื่องจากนโยบายการคลัง เช่น การลดภาษีและเพิ่มการลงทุนภาครัฐ จะส่งผลให้รัฐบาลสหรัฐฯ ขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้น และจำเป็นต้องออกพันธบัตรเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นแรงกดดันให้ Bond Yield ในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น ประกอบกับเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นตามราคาน้ำมันหลัง OPEC บรรลุข้อตกลงลดการผลิตน้ำมัน

Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้น เนื่องจากเป็นอัตราคิดลดที่ใช้อ้างอิงในการคำนวณมูลค่าเหมาะสมของตราสารทางการเงิน เราประเมินผลกระทบจากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield โดยใช้ Fed Model ซึ่งเปรียบเทียบ Earning Yield (สัดส่วนกำไรสุทธิต่อราคาหุ้น หรือส่วนกลับของค่า P/E ratio) กับ Yield พันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ โดยในปัจจุบัน Earning Yield ของดัชนี S&P500 อยู่ที่ราว 5% (Trailing P/E ที่ 20 เท่า) ในขณะที่ Yield พันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ อยู่ที่ราว 2.5% ทำให้ส่วนต่างระหว่าง Earning Yield และ Bond Yield อยู่ที่ 2.5%

เราประเมินว่าส่วนต่างระหว่าง Earning Yield กับ Bond Yield ที่เหมาะสม ควรอยู่ที่ประมาณ 2% โดยอ้างอิงจากช่วงปี 2004-2007 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัวจาก Dot Com Crisis และ Fed เริ่มทยอยขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งเป็นช่วงที่ใกล้เคียงกับภาพเศรษฐกิจในปัจจุบัน จากสมมติฐานดังกล่าว เราสรุปได้ว่า Valuation ของตลาดหุ้นจะยังไม่ได้รับผลกระทบราบใดที่ Yield พันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ ยังไม่เพิ่มสูงเกินกว่า 3% (Earning Yield ทรงตัวที่ 5% เท่ากับในปัจจุบัน หักด้วย Bond Yield 3% ทำให้เหลือส่วนต่างที่ 2% ซึ่งเป็นระดับที่เหมาะสม ซึ่งหาก Bond Yield เพิ่มขึ้นเกินกว่า 3% จะทำให้ส่วนต่างเหลือไม่ถึง 2% ซึ่งเรามองว่าต่ำเกินไป และอาจทำให้ Valuation ของตลาดหุ้นต้องปรับลดลง)

แผนภาพที่ 4: Valuation ของตลาดหุ้นจะยังไม่ได้รับผลกระทบราบใดที่ Yield พันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ ยังไม่เพิ่มสูงเกินกว่า 3%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

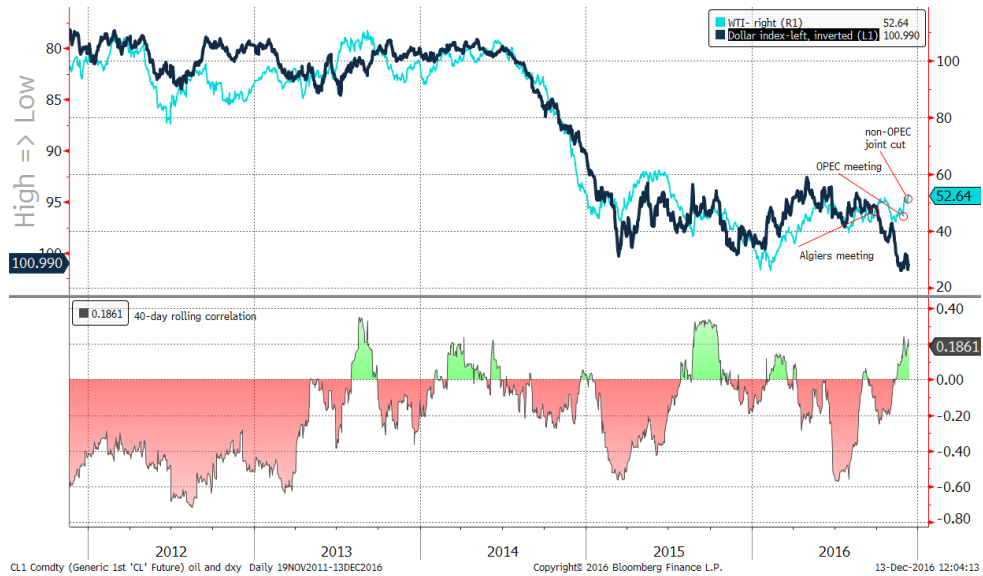
2) ปัญหาการเมืองและการเลือกตั้งในยุโรป ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันตลาดหุ้น โดยเฉพาะในช่วงการเลือกตั้งของเนเธอร์แลนด์ ในวันที่ 15 มี.ค. และการเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศส ในวันที่ 23 เม.ย. (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจยุโรป)

3) ราคาน้ำมันที่อาจกลับมาลดลงหากผู้ผลิตน้ำมันไม่ลดการผลิตตามที่ตกลง

ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงในช่วงต้นเดือน ธ.ค. หลังผู้ผลิตน้ำมันในกลุ่ม OPEC ร่วมกับ รัสเซีย และผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่อื่นๆ ตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันลงในปีหน้า ซึ่งจะทำให้อุปทานน้ำมันดิบลดลงต่ำกว่าอุปสงค์ในปีหน้า และส่งผลให้สต็อกน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับสูงทั่วโลกเริ่มปรับตัวลดลง

อย่างไรก็ดี แนวโน้มการลดลงของอุปทานน้ำมันดิบอาจไม่เป็นตามที่คาด เนื่องจากยังมีความเสี่ยงที่ประเทศสมาชิกจะไม่ลดการผลิตน้ำมันลงตามที่ตกลงกันไว้ นอกจากนี้ แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของการผลิต Shale Oil จากสหรัฐฯ อาจทำให้อุปทานเพิ่มขึ้นมากกว่าที่คาดและกดดันราคาน้ำมันให้ปรับตัวลดลงในปีหน้า ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อแนวโน้มตลาด High Yield Bond ซึ่งเพิ่งฟื้นตัวขึ้นในปีนี้ตามการฟื้นตัวของราคาน้ำมัน

แผนภาพที่ 5: ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงในช่วงต้นเดือน ธ.ค. หลังผู้ผลิตน้ำมันตกลงลดการผลิต



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

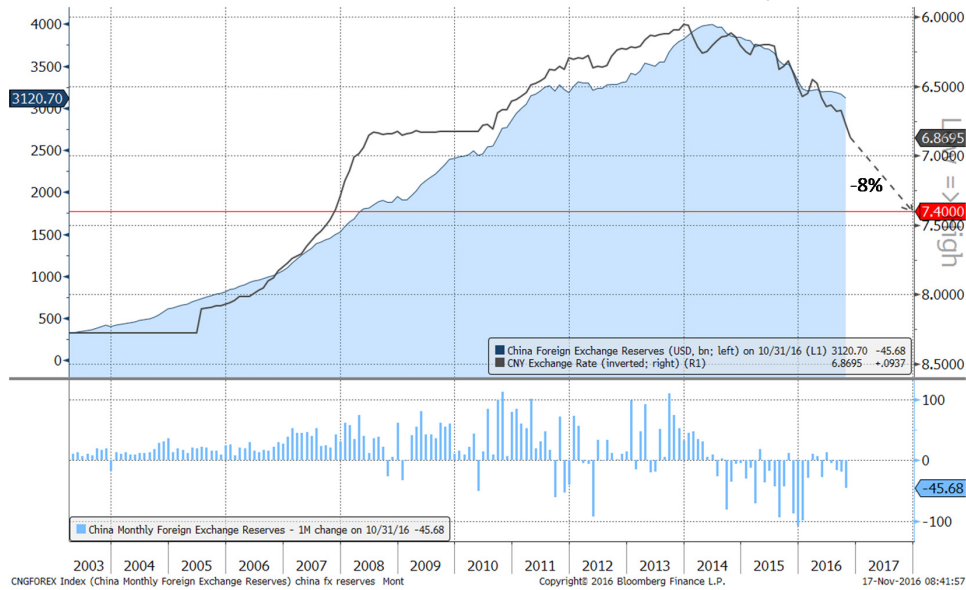
แผนภาพที่ 6: High Yield Bond Spread อยู่ในระดับต่ำ และมีความเสี่ยงที่จะถูกเทขายหากราคาน้ำมันปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

4) ปัญหาเงินทุนไหลออกจากจีน เราคาดว่าค่าเงินหยวนจะมีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่องจาก 6.9 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบันเป็น 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2017 ซึ่งค่าเงินหยวนที่อ่อนค่าลง ประกอบกับเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงครึ่งแรกของปีหน้า อาจส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากจีนอย่างต่อเนื่อง และกดดันการลงทุนในตลาดหุ้นทั่วโลก

แผนภาพที่ 7: เราคาดว่าเงินหยวนอ่อนค่าต่ออีก 8% ในปีหน้า และอาจส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากจีนอย่างต่อเนื่อง



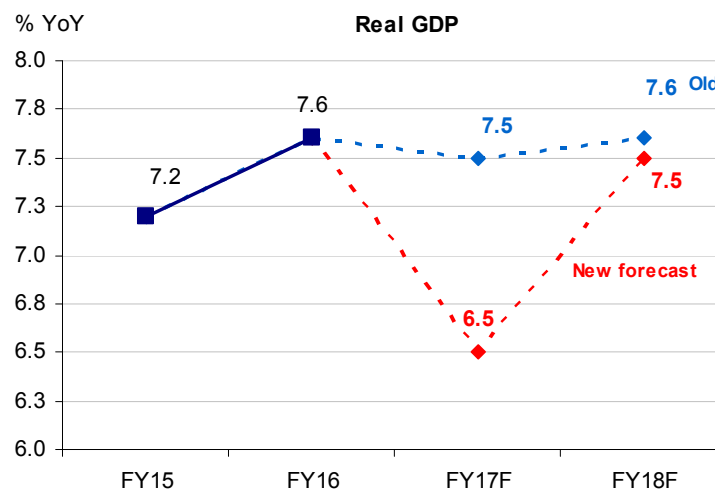
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นอินเดีย

เศรษฐกิจอินเดียจะได้รับผลกระทบเชิงลบเพียงชั่วคราวจากการยกเลิกการใช้ธนบัตร

เศรษฐกิจอินเดียจะได้รับผลกระทบเชิงลบจากการเลิกใช้ธนบัตร 500 และ 1,000 รูปี เพียงชั่วคราว โดยเราคาดว่า GDP อินเดียในปีงบประมาณนี้ (สิ้นสุด มี.ค. 2017) อาจชะลอตัวลงค่อนข้างแรง เป็น 6.5% จากคาดการณ์ครั้งก่อนที่ 7.5% อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าเศรษฐกิจอินเดียจะฟื้นตัวได้แข็งแกร่งในปีหน้า เนื่องจากมาตรการอื่นๆ ของภาครัฐที่จะยังคงสนับสนุนกิจกรรมด้านเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็น การเพิ่มเงินเดือนข้าราชการ การใช้จ่ายผ่านโครงการลงทุนภาครัฐต่างๆ รวมทั้ง ปัจจัยภายนอก เช่น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่จะเริ่มฟื้นตัวได้ดีขึ้นในปีหน้า

แผนภาพที่ 8: เราคาดว่า GDP ปีงบประมาณนี้จะชะลอลงเป็น 6.5% จากประมาณการก่อนหน้านี้ที่ 7.5% แต่จะฟื้นตัวได้ดีขึ้นในปีงบประมาณ 2018

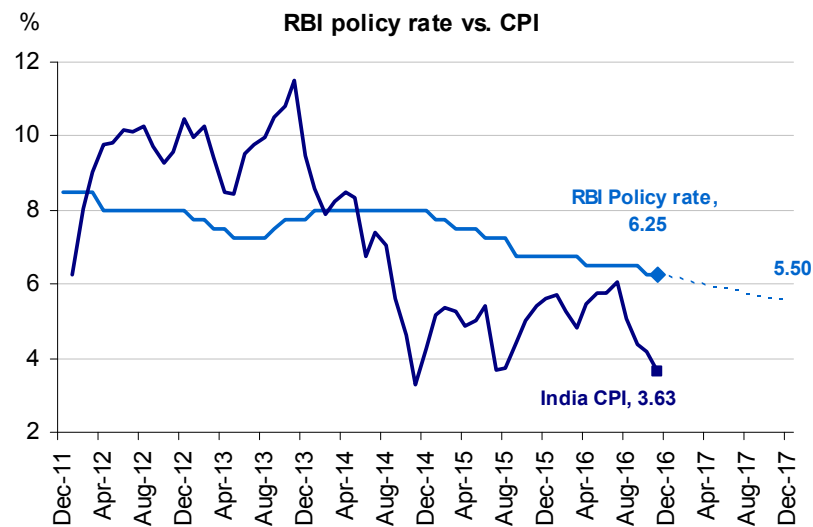


Source: DB and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

RBI ยังมีช่องว่างให้ลดดอกเบี้ยได้เพิ่มเติมอีก 75bps ในปีหน้า

เรามองว่า การยกเลิกการใช้ธนบัตรของอินเดียจะส่งผลเชิงลบต่อการบริโภค ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อเฉลี่ยทั้งปีชะลอตัวลง ล่าสุด เงินเฟ้อเดือน พ.ย. ชะลอตัวลงเหลือเพียง 3.6% จากที่เคยขยายตัวสูงสุดในเดือน ก.ค. ที่ 6.0% ซึ่งเงินเฟ้อที่ลดลงต่อเนื่องทำให้ เราคาดว่า ธนาคารกลางอินเดีย (RBI) จะยังมีช่องว่างในการลดอัตราดอกเบี้ยลงจากระดับปัจจุบันที่ 6.25% ได้อีกราว 75bps ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้นปีหน้า

แผนภาพที่ 9: เรามองว่า RBI จะยังมีช่องว่างให้ลดดอกเบี้ยเพิ่มได้อีก 75bps ในปีหน้าจากเงินเฟ้อที่ชะลอลงต่อเนื่อง



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Upside และ EPS growth ตลาดหุ้นอินเดียปี 2017 ยังอยู่ในระดับสูง

ในช่วงที่ผ่านมา ตลาดหุ้นอินเดียปรับตัวลดลงราว 3% นับตั้งแต่การเลือกตั้งสหรัฐฯ ต้นเดือน พ.ย. จากความกังวลเกี่ยวกับการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed และผลเสียของนโยบายยกเลิกธนบัตรที่เริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอินเดีย อย่างไรก็ตาม เรายังมีมุมมองที่เป็นบวกต่ออินเดีย เนื่องจากตลาดหุ้นอินเดีย มีอัตราการเติบโตของผลกำไร (EPS Growth) ในระดับสูงถึง 24% ซึ่งสูงกว่าทุกตลาดในเอเชีย และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของดัชนี MSCI EM ที่ราว 15% ทำให้ตลาดหุ้นอินเดียยังมีความน่าสนใจในการลงทุน

แผนภาพที่ 10: ตลาดหุ้นอินเดียมี EPS Growth ปี 2017 สูงที่สุดในภูมิภาคเอเชีย



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

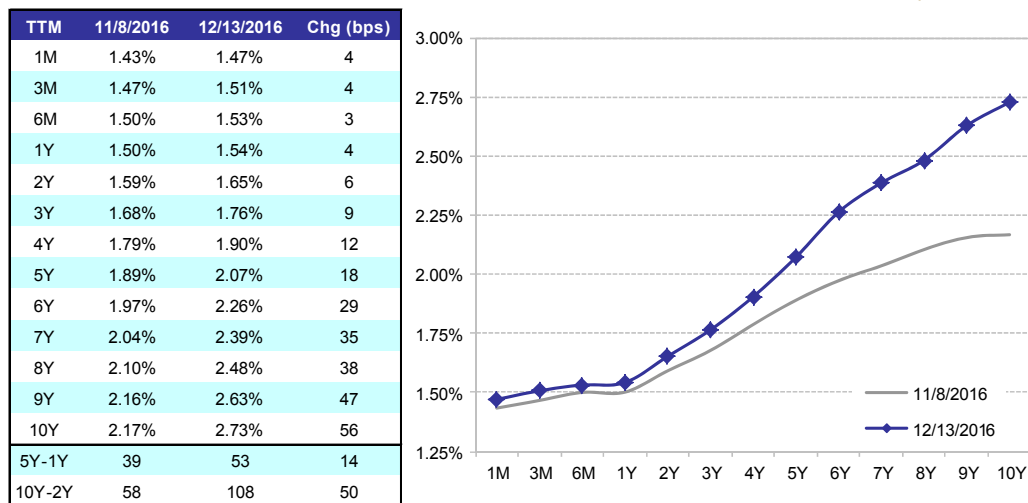
ตลาดตราสารหนี้

เราคำนวณว่า Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจากแนวโน้มที่ Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อ
เนื่องในปี 2017 ซึ่งจะกดดันให้ Yield พันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น และส่งผลต่อราคาพันธบัตร

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะพันธบัตรช่วงอายุมากกว่า 3 ปี

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะพันธบัตรอายุมากกว่า 3 ปีซึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้น 12-56 bps ขณะที่ Yield พันธบัตรอายุน้อยกว่า 3 ปี เพิ่มขึ้น 4-9bps ส่งผลให้ความชันของเส้นอัตราผลตอบแทน พันธบัตรอายุ 2 และ 10 ปี (Yield Curve) เพิ่มขึ้น จาก 58bps เป็น 108bps เนื่องจากการคาดการณ์ว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้อีกครั้งในปลายปีนี้รวมทั้งในระยะข้างหน้า และการที่นาย Donald Trump ได้รับเลือกเข้าดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ซึ่งนาย Trump มีนโยบายเน้นกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลัง ซึ่งจะทำให้เกิดเงินเฟ้อและอาจทำให้ Fed ต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาด

แผนภาพที่ 11: Yield พันธบัตรรัฐบาลไทย ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะพันธบัตรอายุมากกว่า 3 ปี



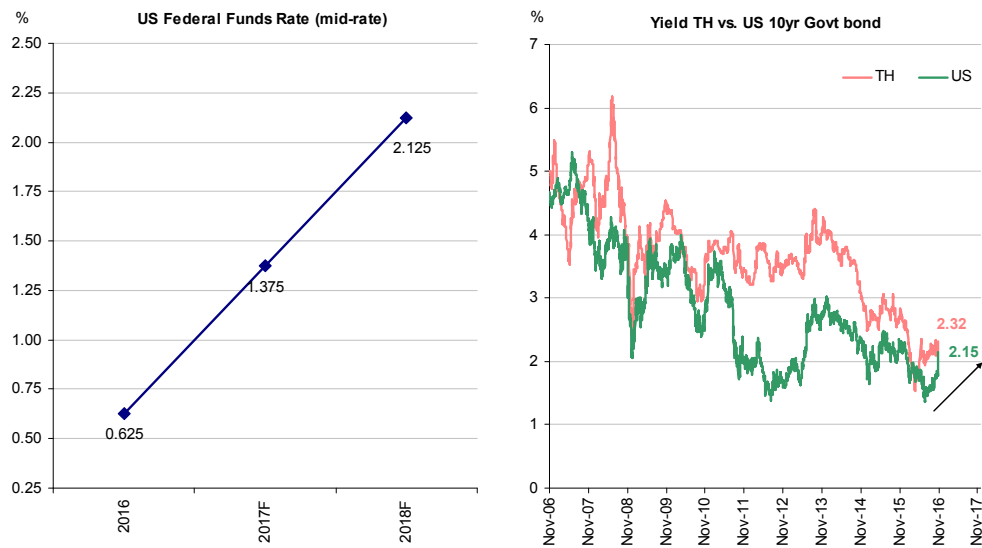
Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Fed มีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องในปี 2017-2018 ซึ่งจะส่งผลให้ Yield พันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น

เรามองว่า Yield พันธบัตรทั่วโลกมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น จาก 1) แผนภาพการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed (Dot Plot) ในการประชุม Fed รอบล่าสุด ที่ชี้ว่าคณะกรรมการ Fed มีความเห็นว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องในระยะข้างหน้า โดยในปีหน้าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3 ครั้ง รวม 75bps และในปี 2018 อีก 3 ครั้ง รวม 75bps 2) นโยบายด้านเศรษฐกิจสหรัฐฯ ของนาย Trump มีแนวโน้มเร่งการใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งทำให้รัฐบาลต้องออกพันธบัตรเพิ่มเติม เพื่อนำเงินไปใช้จ่ายกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งเมื่อมีพันธบัตรออกสู่ตลาดมากขึ้น ก็จะกดดันให้ราคาพันธบัตรลดลง (Yield พันธบัตรปรับตัวสูงขึ้น) และ 3) การดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ อาจทำให้เงินเฟ้อสหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นเร็วกว่าที่คาด และทำให้ Fed อาจต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาดไว้ด้วยเช่นกัน ซึ่งปัจจัยทั้ง 3 ทำให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามและส่งผลลบการลงทุน

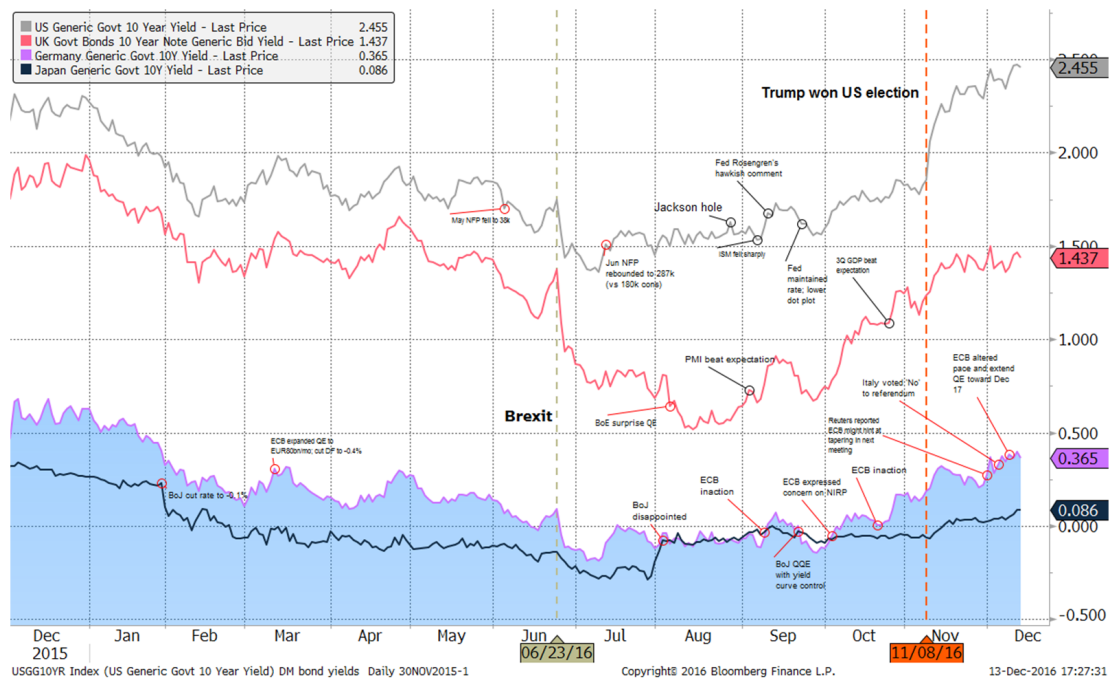
ด้วยเหตุนี้ เราจึงมองว่าการลงทุนในพันธบัตรยังไม่มีที่น่าสนใจ เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนจะถูกกดดันจาก Yield พันธบัตรที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปีหน้า และแนะนำ Underweight การลงทุนในพันธบัตรต่อไป

แผนภาพที่ 12: Fed Funds Rate มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2017-2018 (รูปซ้าย) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในพันธบัตรไทย (เส้นสีเขียว, รูปขวา) จาก Yield ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามพันธบัตรสหรัฐฯ (เส้นสีแดง, รูปขวา)



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 13: Yield พันธบัตรทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นตามคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ย Fed และนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจสหรัฐฯ หลังนาย Trump ได้รับเลือกเป็นประธานาธิบดีเมื่อต้นเดือน พ.ย.



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

เราคงคำแนะนำ Neutral ทองคำ เนื่องจาก เราคาดว่า ราคาทองคำจะได้รับแรงหนุนระยะสั้นจากความไม่แน่นอนทางการเมืองยุโรป และสัญญาซื้อสุทธิทองคำที่ลดต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหลังวิกฤตปี 2008 ทำให้มี Downside จำกัด ขณะที่คงคำแนะนำ Underweight น้ำมัน เนื่องจาก เราคาดว่า ราคาน้ำมันจะถูกกดดันจาก การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และปริมาณการผลิตน้ำมันดิบโลกที่อาจลดลงน้อยกว่าคาด จากการที่ประเทศผู้ผลิตไม่ปฏิบัติตามข้อตกลง และไม่ต่ออายุมาตรการลดการผลิต

ทองคำ

เราคงคำแนะนำ Neutral ทองคำ เนื่องจากเราคาดว่า ราคาทองคำจะได้รับแรงหนุนระยะสั้นจากความไม่แน่นอนทางการเมืองในยุโรป และสัญญาซื้อสุทธิทองคำที่ลดต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหลังวิกฤตปี 2008 ทำให้มี Downside จำกัด อย่างไรก็ตาม ราคาทองคำจะยังถูกกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ย Fed ในปี 2017

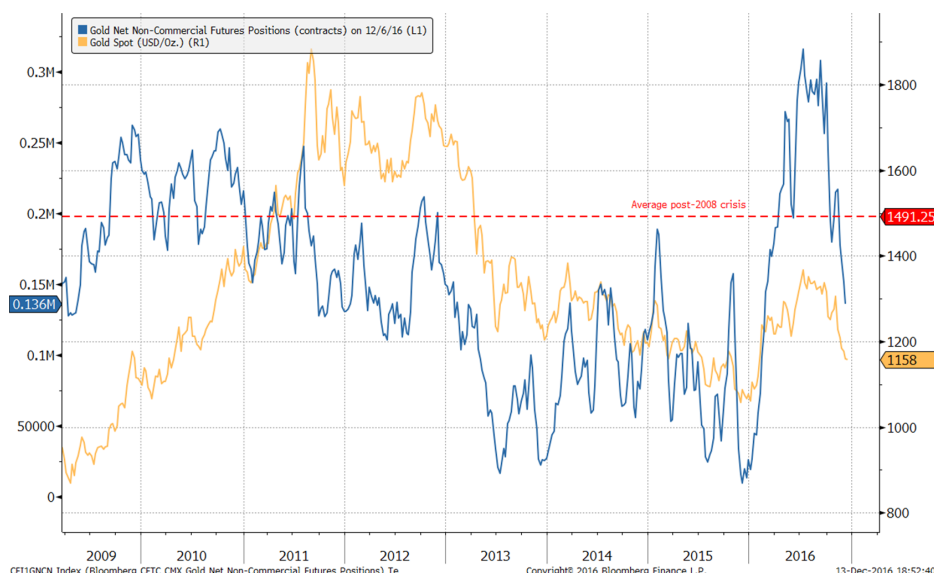
ความไม่แน่นอนทางการเมืองในยุโรปตลอดปีหน้าจะเป็นแรงหนุนทองคำในระยะสั้น

การเลือกตั้งทั่วไปในประเทศหลักของยุโรป ได้แก่ เนเธอร์แลนด์ (เดือน มี.ค.) ฝรั่งเศส (เดือน เม.ย.-พ.ค.) และเยอรมนี (เดือน ก.ย.) รวมทั้ง การเจรจาเพื่อออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษ (เดือน มี.ค.) ซึ่งจะกล่าวในรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจยุโรป อาจส่งผลบวกต่อราคาทองคำได้ในระยะสั้น

สัญญาซื้อสุทธิของนักเก็งกำไรในตลาดล่วงหน้าลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหลังเกิดวิกฤตปี 2008

สัญญาซื้อสุทธิทองคำของนักเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าสหรัฐฯ ลดลงกว่า 60% จากจุดสูงสุดของปีในเดือน ก.ค. ที่ 3.1 แสนสัญญา เหลือเพียง 1.3 แสนสัญญา ณ ปลายปี 2016 ส่งผลให้ราคาทองคำลดลงกว่า 15% ทั้งนี้ จำนวนสัญญาซื้อสุทธิในปัจจุบัน อยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหลังวิกฤตการเงินโลกปี 2008 ที่ 1.49 แสนสัญญา ซึ่งเรามองว่า ราคาทองคำได้สะท้อนความเสี่ยงขาลงไปค่อนข้างมากแล้ว ไม่จำเป็นที่จะเป็นการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และความกังวลในตลาดเงิน ทำให้เราคาดว่า แรงเทขายทองคำต่อจากนี้น่าจะมีน้อยลง และทำให้ราคาทองคำมี Downside จำกัด

แผนภาพที่ 14: สัญญาซื้อสุทธิทองคำในตลาดล่วงหน้าลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยหลังวิกฤตปี 2008 ทำให้เราคาดว่า ทองคำจะมี Downside จำกัด



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

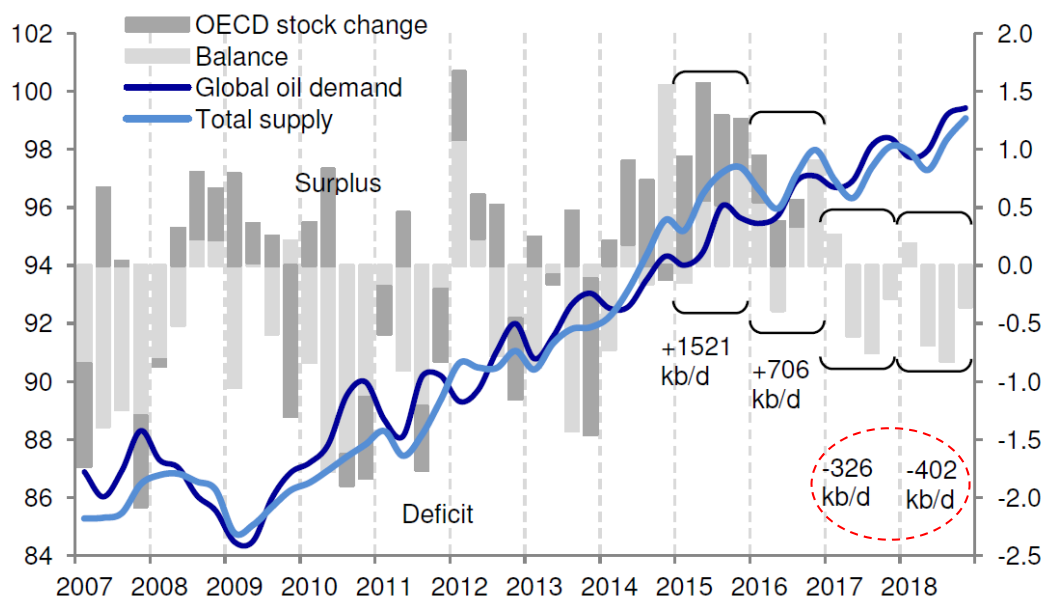
น้ำมัน

เราคงจำได้ว่า Underweight น้ำมัน โดยเรามองว่าราคาน้ำมันจะถูกกดดันจาก 2 ปัจจัย ได้แก่ 1) การผลิตน้ำมันจากสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากการพลิกกลับมาเป็น Backwardation ของ Futures Curve และ 2) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่อาจลดลงน้อยกว่าคาด เนื่องจากประเทศผู้ผลิตมีความเสี่ยงจะไม่ปฏิบัติตามข้อตกลง และอาจเลือกไม่ต่ออายุมาตรการลดการผลิตเมื่อมาตรการสิ้นสุด

ตลาดน้ำมันจะเกิด Supply Deficit ในไตรมาส 2 ปี 2017 และจะทำให้สต็อกน้ำมันดิบโลกปรับตัวลดลง

เรามองว่า ตลาดน้ำมันจะพลิกกลับมาอุปสงค์มากกว่าอุปทานอีกครั้ง (Supply Deficit) ในไตรมาส 2 ปี 2017 จากการที่ OPEC และประเทศนอกกลุ่ม (Non-OPEC) ตกลงร่วมลดการผลิตน้ำมันลง 1.2 และ 0.55 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ ซึ่งจะเริ่มบังคับใช้จริงในเดือน ม.ค. ปี 2017 โดยเราคาดว่า หากประเทศทั้งสองกลุ่มยอมปฏิบัติตามข้อตกลงอย่างเคร่งครัด จะส่งผลให้สต็อกน้ำมันดิบของโลกเริ่มกลับมาลดลงได้ตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป และทำให้ราคาน้ำมันค่อยๆ พุ่งตัวขึ้นอย่างช้าๆ ในปีหน้า

แผนภาพที่ 15: ตลาดน้ำมันจะเริ่มเข้าสู่สมดุลได้ในปีหน้า และจะทำให้สต็อกน้ำมันดิบโลกเริ่มลดลงตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2017



Source: EIA

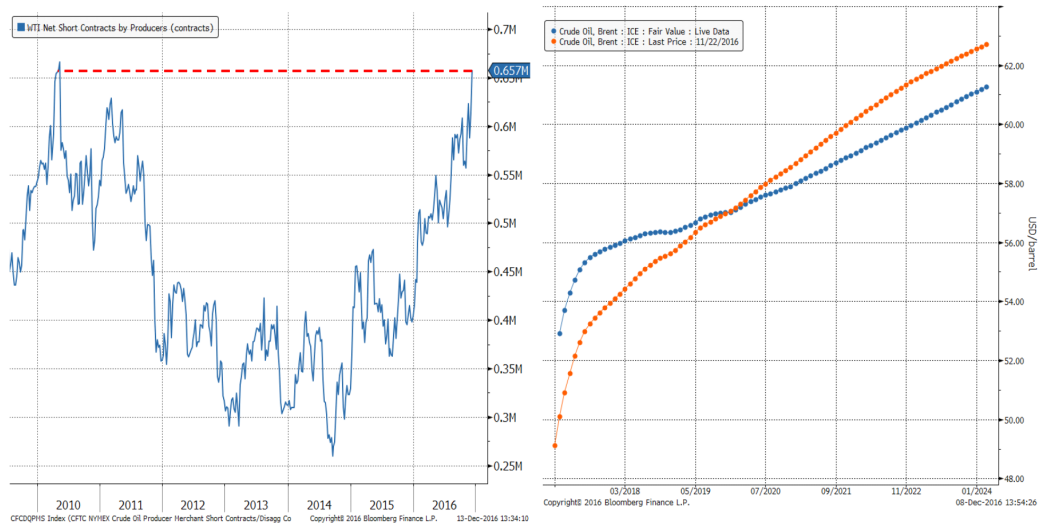
อย่างไรก็ตาม อุปทานน้ำมันดิบยังมีความเสี่ยงที่จะลดลงน้อยกว่าคาดในปีหน้าจาก 2 ปัจจัย ได้แก่ 1) ผู้ผลิตน้ำมันรายต่างๆ อาจไม่ยอมลดการผลิตเท่ากับที่ได้ตกลงกัน โดยหากพิจารณาจากข้อมูลในอดีต กลุ่ม OPEC มักจะผลิตน้ำมันเกินโควตาราว 4.5% โดยเฉลี่ย (ดูเพิ่มเติมจาก TIPS เดือน พ.ย. 2016) ทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันอาจจะลดลงน้อยกว่าที่ได้ตกลงกันไว้ และ 2) ผู้ผลิตน้ำมันอาจเลือกไม่ต่ออายุมาตรการลดการผลิตเมื่อมาตรการสิ้นสุดลง ทั้งนี้ เนื่องจากข้อตกลงลดการผลิตน้ำมันมีอายุเพียง 6 เดือน ทำให้ต้องมีการหารือเพื่อต่ออายุมาตรการในช่วงกลางปีหน้า ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในการประชุม OPEC เดือน พ.ค. 2017 โดยเรามองว่า ยังมีความเสี่ยงที่ผู้ผลิตน้ำมันอาจไม่ต่ออายุมาตรการลดการผลิตออกไป

Oil Futures Curve พลิกกลับมาเป็น Backwardation ชี้ว่า ปริมาณน้ำมันจากสหรัฐฯมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ เริ่ม Hedge ราคาขายน้ำมันในปีหน้า ด้วยการขายสัญญาส่งมอบน้ำมันดิบในตลาด Futures เพิ่มขึ้น เห็นได้จากจำนวนสัญญาขายน้ำมันดิบล่วงหน้า (Short Contracts by Producers) ที่เพิ่มขึ้นแตะระดับสูงสุดในรอบกว่า 6 ปี (เดือน พ.ค. ปี 2010) ส่งผลให้เส้น Futures Curve เริ่มพลิกกลับจากภาวะ Contango มาเป็น Backwardation มากขึ้น จากราคาน้ำมันส่งมอบใน 1- 2 ปีข้างหน้าที่ปรับตัวลดลง ซึ่งเกิดขึ้นจากการที่ราคาน้ำมันพุ่งตัวขึ้นเหนือ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล หลัง OPEC ตกลงลดการผลิตน้ำมันในวันที่ 30 พ.ย.

โดยการที่ Futures Curve เปลี่ยนมาเป็น Backwardation มากขึ้น สะท้อนว่า ผู้ผลิตมีแนวโน้มเพิ่มการผลิตน้ำมันในระยะข้างหน้า เนื่องจากได้ป้องกันความเสี่ยงด้านราคาขายด้วยการขายน้ำมันล่วงหน้าไปแล้ว

แผนภาพที่ 16: จำนวนสัญญาขายน้ำมันดิบล่วงหน้า (Short Contracts by Producers) เพิ่มขึ้นแตะระดับสูงสุดในรอบกว่า 6 ปี (กราฟซ้าย) ทำให้เส้น Futures Curve เปลี่ยนมาเป็น Backwardation (เส้นสีส้ม มาเป็นสีน้ำเงิน)



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

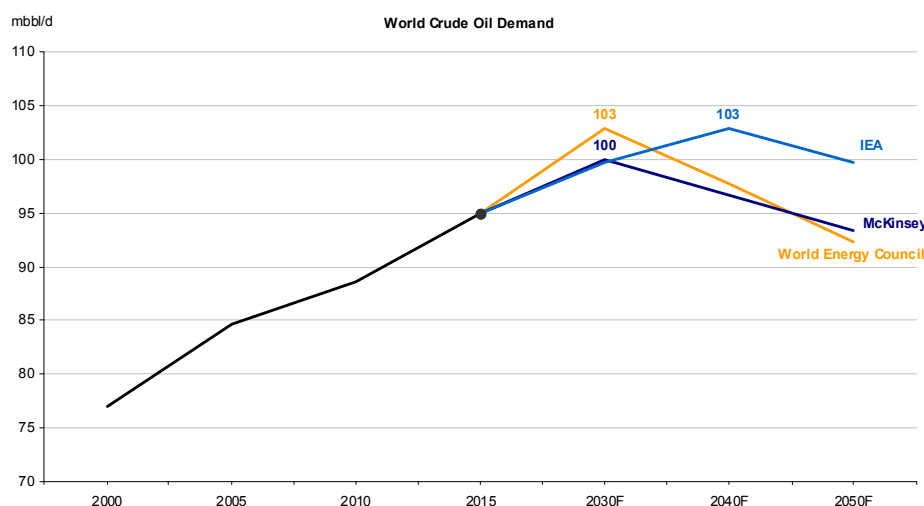
นักวิเคราะห์คาดว่าอุปสงค์น้ำมันโลกจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในปี 2030-2040 และเริ่มลดลงหลังจากนั้น

นักวิเคราะห์หลายฝ่ายคาดว่า อุปสงค์น้ำมันโลกจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดราวปี 2030-2040 ที่ 100-103 ล้านบาร์เรลต่อวัน (จากระดับปัจจุบันที่ราว 96 ล้านบาร์เรลต่อวัน) และลดลงหลังจากนั้น เนื่องจากการหันมาใช้รถยนต์ไฟฟ้า (Electric Car) การสนับสนุนการใช้พลังงานหมุนเวียน (Renewable Energy) และข้อจำกัดจากข้อตกลงปารีส (Paris Accord) ที่ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพื่อควบคุมภาวะโลกร้อน

โดย EIA คาดการณ์ว่า ปริมาณการใช้น้ำมันเพื่อการขนส่งซึ่งคิดเป็น 55% ของปริมาณการบริโภคน้ำมันของโลก จะเติบโตน้อยลงในอีก 25 ปีข้างหน้า และถูกทดแทนด้วยการใช้ก๊าซธรรมชาติและไฟฟ้าที่จะเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงเดียวกัน การคาดการณ์ดังกล่าว สอดคล้องกับประมาณการของสำนักพลังงานสากล (IEA) ที่คาดว่า จำนวนการใช้รถยนต์ไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วโดยเฉลี่ยปีละ 21% จาก 1.3 ล้านคันในปี 2015 เป็น 150 ล้านคันในปี 2040 ซึ่งจะทำให้ปริมาณความต้องการใช้น้ำมันเพื่อการขนส่งลดลง

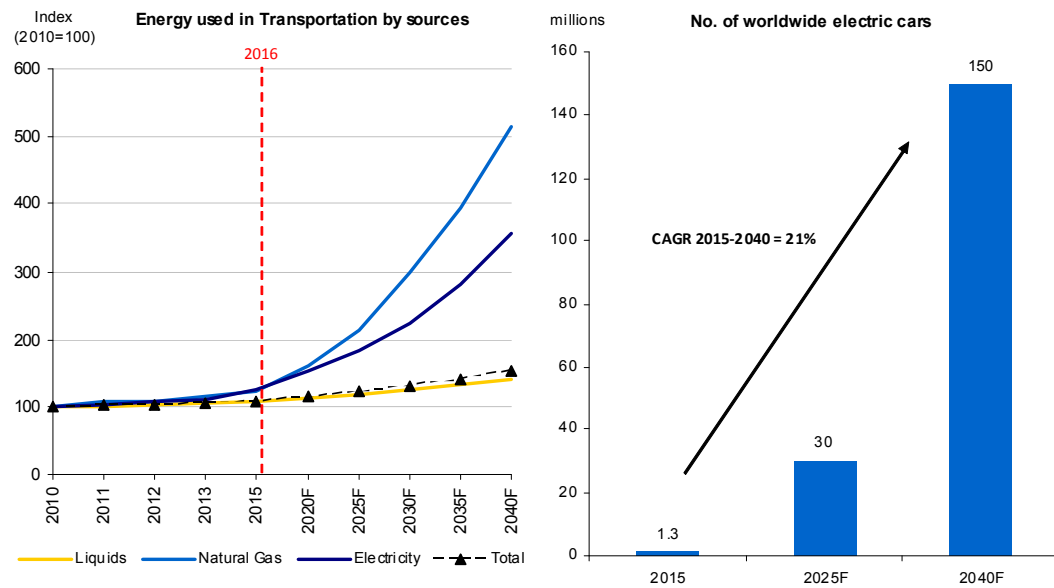
อย่างไรก็ตาม เรามองว่า ปัจจัยที่จะกำหนดราคาและสมดุลตลาดน้ำมันในระยะข้างหน้าจะเกิดจากฝั่งอุปทาน ซึ่งยังคงมีความไม่แน่นอนเนื่องจากการผลิตน้ำมันจากประเทศนอกกลุ่ม OPEC ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นทั้งจากสหรัฐฯ และรัสเซีย

แผนภาพที่ 17: นักวิเคราะห์หลายฝ่าย คาดว่า อุปสงค์น้ำมันโลกจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดราวปี 2030-2040 ที่ 100-103 ล้านบาร์เรลต่อวัน



Source: IEA, McKinsey, World Energy Council, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 18: EIA คาดว่า อุปสงค์การใช้น้ำมันเพื่อการขนส่งจะถูกทดแทนด้วยการใช้ก๊าซธรรมชาติและไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (รูปซ้าย) ขณะที่ IEA คาดว่า จำนวนรถยนต์ไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 21% ไปจนถึงปี 2040 (รูปขวา)



Source: EIA, IEA and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

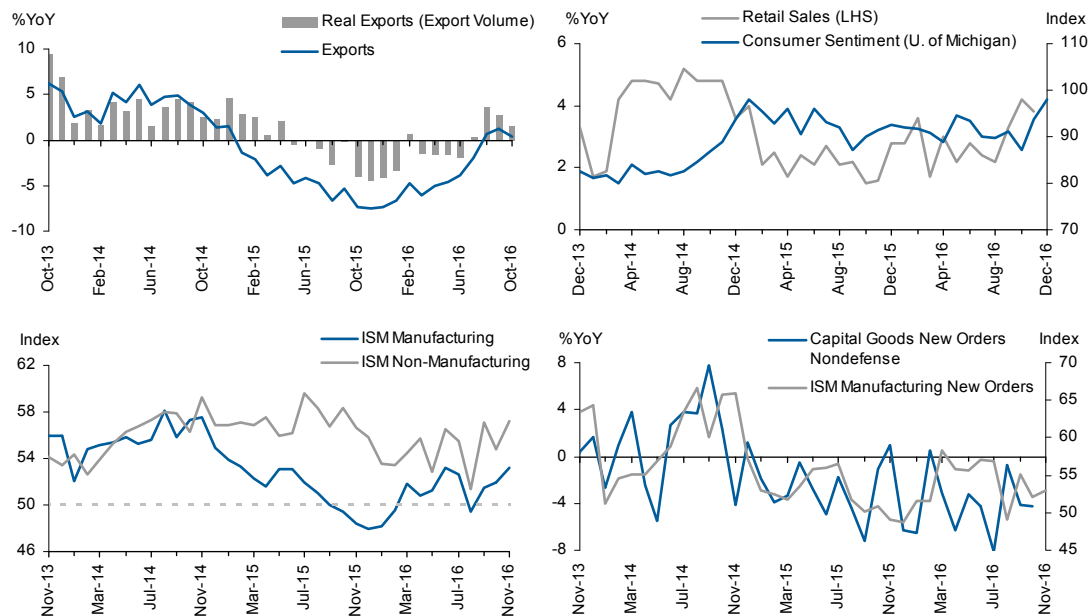
Global Economic Insights

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ปีหน้า จะขยายตัว +2.3% จากการลงทุน**
โดยมีปัจจัยหนุนจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง เช่น การลดภาษีนิติบุคคล ซึ่งคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ได้ในปีหน้า ส่วนนโยบายการเงิน เราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีหน้า และ 4 ครั้งในปี 2018
- **เศรษฐกิจยุโรปปีหน้าจะชะลอตัวลงเป็น +1.3% จากความไม่แน่นอนทางการเมือง**
ได้แก่ การเจรจา Brexit และการเลือกตั้งทั่วไปของเนเธอร์แลนด์ ฝรั่งเศส และเยอรมนี ซึ่งจะชะลอการลงทุนลง และเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นจะลดความสามารถในการใช้จ่ายของผู้บริโภค ขณะที่ โอกาสในการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลังมีน้อย
- **เศรษฐกิจจีนปีหน้าจะชะลอตัวลงเป็น +6.5% จากการควบคุมการปล่อยสินเชื่อ**
และเพิ่มความเข้มงวดในภาคอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงที่ผ่านมา แต่เศรษฐกิจจะยังคงได้รับแรงหนุนจากการใช้จ่ายภาครัฐ โดยเฉพาะการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และคาดว่า PBoC จะไม่ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงตลอดปี 2017
- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.1% จากการบริโภค**
ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ รวมถึงค่าจ้างและกำไรของบริษัทที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทั้งนี้ ตลาดคาดว่านายกรัฐมนตรี Abe อาจออกแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมก่อนการเลือกตั้ง
- **เศรษฐกิจไทยปีหน้าจะยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป +3.6%**
โดยมีการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจและคาดว่า รัฐบาล จะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายจนถึงสิ้นปี ก่อนทยอยปรับขึ้นหลังการเลือกตั้งในปี 2018

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะภาคการผลิตและการบริโภค ขณะที่การลงทุนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น โดยในระยะข้างหน้า เราคาดว่าจะการลงทุนจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะเร่งให้ GDP ปีหน้าขยายตัว +2.3% และในปี 2018 จะขยายตัว +3.5% โดยมีปัจจัยหนุนจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจการคลัง เช่น การลดภาษีนิติบุคคล ซึ่งคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ได้ในปีหน้า ส่วนนโยบายการเงิน เราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีหน้า และ 4 ครั้งในปี 2018 อย่างไรก็ตาม นาย Trump ยังมีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายกีดกันการค้าและเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 19: ภาคการผลิตและความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังคงเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนยังคงหดตัว แต่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาคการผลิตและความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังคงเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนยังคงหดตัว แต่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น

การผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (ISM Manufacturing PMI) เดือน พ.ย. เพิ่มขึ้น +1.3 จุด เป็น 53.2 จุด โดยอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3

การบริโภคฟื้นตัวขึ้น: ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน ธ.ค. เบื้องต้นเพิ่มขึ้น +4.2 จุด เป็น 98.0 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบเกือบ 2 ปี และดีกว่าตลาดคาดที่ 94.5 จุด สะท้อนความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้น หลังการเลือกตั้งประธานาธิบดี ขณะที่ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ย. ขยายตัว +3.8%YoY ลดลงจากเดือนก่อนที่ +4.2%YoY

การลงทุนยังคงหดตัว: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าคงทน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน ซึ่งเป็นคำสั่งซื้อสินค้าที่มีความผันผวนมาก (Core Capital Goods Orders) เดือน ต.ค. ยังคงหดตัว -4.2%YoY จากเดือนก่อนที่ -4.1%YoY อย่างไรก็ตาม ยอดคำสั่งซื้อสินค้าอุตสาหกรรม (ISM Manufacturing New Orders) เดือน พ.ย. เพิ่มขึ้น +0.9 จุด เป็น 53 จุด และบ่งชี้ว่าการลงทุนจะฟื้นตัวขึ้น

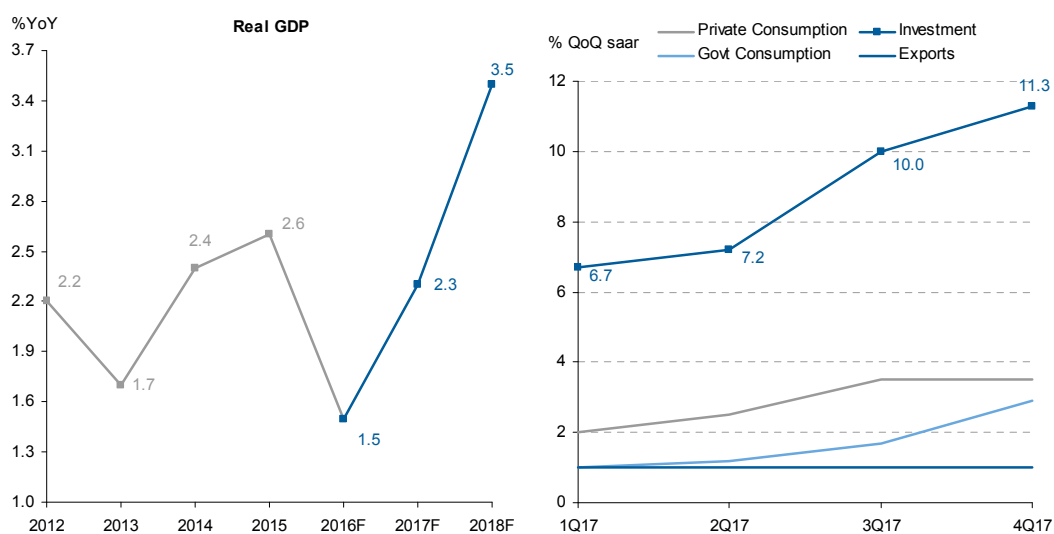
การส่งออกชะลอตัวลง: มูลค่าส่งออก เดือน ต.ค. ขยายตัว +0.4%YoY ลดลงจากเดือนก่อนที่ +1.2%YoY และปริมาณการส่งออก (Exports Volume) ขยายตัว +1.5%YoY จากเดือนก่อนที่ +2.7%YoY

เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +2.3% จากการลงทุนภาคเอกชน

เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะขยายตัว +2.3% เพิ่มขึ้นจากคาดการณ์ปีนี้ที่ +1.5% และในปี 2018 จะขยายตัว +3.5% จากการลงทุนภาคเอกชน และการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริงในช่วงครึ่งหลังของปี 2017

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

แผนภาพที่ 20: เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +2.3% จากการลงทุนภาคเอกชน



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

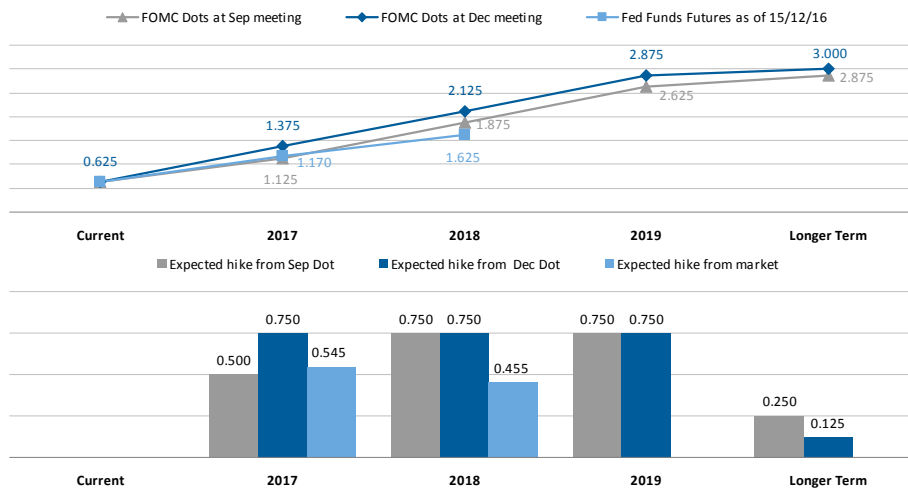
Fed ปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยปีหน้าเป็น 3 ครั้งจากเดิม 2 ครั้ง

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติเป็นเอกฉันท์ ให้ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย +0.25% มาอยู่ที่ 0.50-0.75% ในการประชุมเดือน ธ.ค. ตามที่คาดการณ์ไว้ เนื่องจากคณะกรรมการมีความเห็นว่าตลาดแรงงานได้ฟื้นตัวขึ้น เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นแรง และเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดีปานกลาง

นอกจากนี้ Fed ได้ปรับคาดการณ์ขึ้นดอกเบี้ยปี 2017 เป็น 3 ครั้ง จากการประชุมเดือน ก.ย. ที่ 2 ครั้ง แต่คงคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยปี 2018 และ 2019 ไว้ที่ 3 ครั้ง โดยเราและตลาดคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยเพียง 2 ครั้ง ในปี 2017 ส่วนปี 2018 เราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้ง ตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริงตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2017

ทั้งนี้ นาง Janet Yellen ประธาน Fed กล่าวหลังการประชุมว่า นโยบายการคลังจะเป็นปัจจัยในการคาดการณ์ตัวเลขเศรษฐกิจ ซึ่งอาจมีผลกับการขึ้นดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า โดยเราคาดว่ารายละเอียดนโยบายการคลังจะเห็นชัดเจนขึ้นในเดือน ก.พ. ปีหน้า

แผนภาพที่ 21: Fed ปรับคาดการณ์ขึ้นดอกเบี้ยปี 2017 เป็น 3 ครั้ง จากการประชุมเดือน ก.ย. ที่ 2 ครั้ง



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

การปฏิรูปภาษีนิติบุคคลคาดว่าจะมีผลในปี 2017 ส่วนภาษีรายได้บุคคลธรรมดาจะลดลงในปีต่อไป

ตัวแทนพรรค Republican ที่ครองเสียงข้างมากในสภา และนาย Donald Trump ว่าที่ประธานาธิบดีเสนอให้ปฏิรูปโครงสร้างภาษีนิติบุคคล เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและการลงทุนในประเทศ ซึ่งได้มีการเสนอให้เปลี่ยนแปลงระบบภาษีในหลายด้าน ได้แก่

1. ลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) เพื่อให้บริษัทในสหรัฐฯ สามารถแข่งขันกับบริษัทนอกประเทศได้อย่างเท่าเทียมมากขึ้น โดยในปัจจุบันอัตราภาษีนิติบุคคลของสหรัฐฯ อยู่ที่ 35% ซึ่งถือว่าสูงมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (OECD) ที่ 25% โดยนาย Trump เสนอให้ลดอัตราภาษีนิติบุคคลลงเหลือ 15% แต่ตลาดคาดว่าสภา Congress จะอนุมัติให้ลดอัตราภาษีลงเหลือ 20-25% ซึ่งคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ภายในครึ่งหลังของปี
2. ให้ภาษีอัตราพิเศษครั้งเดียว 10% สำหรับบริษัทที่นำกำไรที่เกิดขึ้นนอกประเทศกลับเข้ามาในประเทศ (Repatriation tax) โดยตามกฎหมายเดิม กำไรที่เกิดขึ้นนอกประเทศจะถูกเก็บภาษีในอัตราภาษีนิติบุคคลเมื่อมีการนำกลับเข้ามาในประเทศ ซึ่งทำให้บริษัทส่วนใหญ่ เลือกที่จะสะสมกำไรไว้นอกประเทศเพื่อจะหลีกเลี่ยงการถูกเก็บภาษีในอัตราที่สูง เพื่อเป็นการจูงใจให้บริษัทนำเงินที่อยู่นอกประเทศกลับเข้ามาลงทุนและกระตุ้นการลงทุนในประเทศ คณะกรรมการปฏิรูปภาษีของพรรค Republican จึงเสนอให้ลดอัตราภาษีสำหรับกำไรนอกประเทศลงเหลือ 10% เป็นการชั่วคราว ซึ่ง DB คาดว่าการลดภาษีดังกล่าวอาจทำให้มีเงินไหลกลับเข้าสหรัฐฯ ได้มากถึง 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่วนหนึ่งอาจนำไปใช้จ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้น เราคาดว่ากฎหมายดังกล่าวจะผ่านสภาได้ในช่วงครึ่งแรกของปี 2017
3. ให้บริษัทเลือกหักค่าใช้จ่ายจากการลงทุนได้เต็มจำนวน ตามข้อเสนอการปฏิรูปภาษีใหม่ บริษัทจะสามารถเลือกหักค่าใช้จ่ายจากการลงทุนได้เต็มจำนวนในปีที่มีการลงทุน แทนที่จะทยอยหักค่าเสื่อมราคาในช่วงระยะเวลาหลายปี โดยบริษัทที่เลือกหักค่าใช้จ่ายจากการลงทุนเต็มจำนวนจะไม่สามารถนำดอกเบี้ยจ่ายในปีนั้นมาหักจากกำไรได้ โดยข้อเสนอดังกล่าว คาดว่าจะช่วยเพิ่มแรงจูงใจในการลงทุนให้กับบริษัท อย่างไรก็ตาม การบังคับใช้กฎหมายตามที่เสนอต้องมีการปรับเปลี่ยนมาตรฐานบัญชีซึ่งอาจใช้เวลานาน และมีเสียงต่อต้านจากภาคเอกชน
4. เปลี่ยนเกณฑ์เป็นการจัดเก็บภาษีตามแหล่งที่ขาย (Destination-basis) ซึ่งจะช่วยให้รายได้จากการส่งออกสินค้าไปยังนอกประเทศไม่ต้องนำมาคิดรวมเป็นรายได้ที่ต้องเสียภาษี ในขณะที่ต้นทุนสินค้าที่นำเข้าจากต่างประเทศจะไม่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้เช่นกัน การจัดเก็บภาษีตามเกณฑ์ดังกล่าวนับเป็นการใช้เงินภาษีเพื่ออุดหนุนการผลิตในประเทศ ซึ่งจะทำให้บริษัทที่เน้นการผลิตส่งออก เช่น อุตสาหกรรมผลิตเครื่องบินได้ประโยชน์ ในขณะที่บริษัทที่มีต้นทุนการนำเข้าและมีอัตรากำไรต่ำ เช่น เสื้อผ้าและสิ่งทอ จะเสียประโยชน์ อย่างไรก็ตาม การจัดเก็บภาษีตามเกณฑ์ดังกล่าวอาจถือเป็นการกีดกันการค้า ซึ่งอาจขัดกับข้อกำหนดขององค์การการค้าโลก (WTO) และน่าจะมีเสียงต่อต้านจากภาคเอกชน

นอกจากนี้ การลดภาษีบุคคลธรรมดา เพื่อกระตุ้นการบริโภค คาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในปี 2018 ดังนี้

- ภาษีรายได้บุคคลธรรมดา (Individual Tax) ลดลงจากปัจจุบันรอบสูงสุดที่ 39.6% เป็น 33%
- ภาษีเงินปันผลและกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ จากปัจจุบันรอบสูงสุดที่ 23.8% เป็น 20%

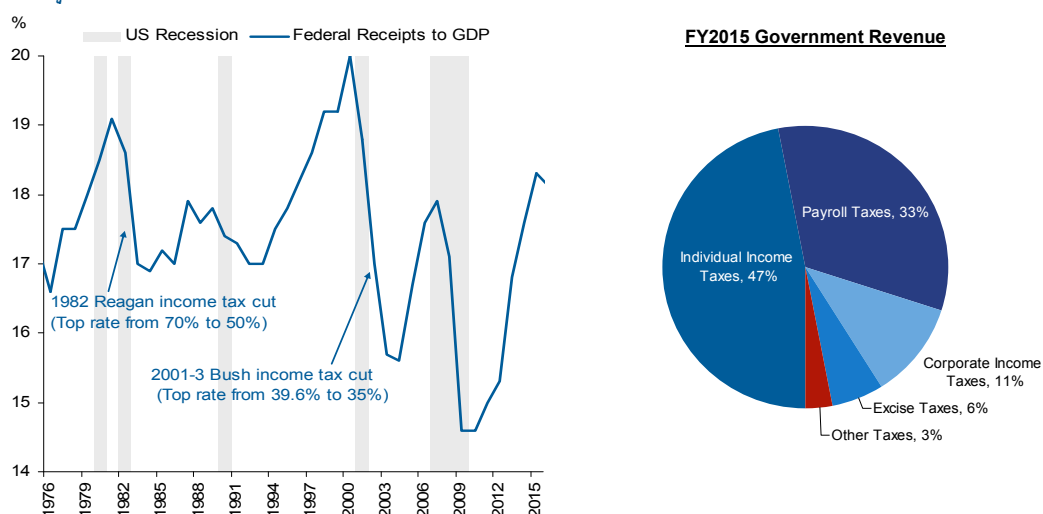
แผนภาพที่ 22: ภาษีนิติบุคคลคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในปีหน้า ขณะที่การลดภาษีผู้บริโภคราคาจะส่งผลในปี 2018

ช่วงเวลาที่คาดว่าจะมีผลบังคับใช้	ภาษี	Trump เสนอ	ตลาดคาด	ผลกระทบ
1H2017	ภาษี Repatriation	10%	5-10%	บริษัทอาจจ่ายเงินปันผล หรือซื้อหุ้นคืนมากขึ้น และอาจนำไปจ่ายหนี้หรือลงทุนเพิ่มขึ้น
2H2017	ภาษีนิติบุคคล (ปัจจุบันอยู่ที่ 35%)	15%	25% (ใกล้เคียงเฉลี่ยกลุ่มประเทศใน OECD)	ขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นประมาณ 0.5% ของ GDP
2017	- บริษัทจะสามารถเลือกหักค่าใช้จ่ายจากการลงทุนได้เต็มจำนวนในปีที่มีการลงทุน (Full Expensing) แทนที่จะทยอยหักค่าเสื่อมราคาในช่วงระยะเวลาหลายปี - โดยบริษัทที่เลือกหักค่าใช้จ่ายจากการลงทุนเต็มจำนวนจะไม่สามารถนำดอกเบี้ยจ่ายในปีนั้นมาหักจากกำไรได้			- ลดข้อได้เปรียบของการระดมทุนด้วยการก่อหนี้ - ต้องมีการปรับเปลี่ยนมาตรฐานบัญชีซึ่งอาจใช้เวลา นาน และมีเสียงต่อต้านจากภาคเอกชน
ไม่น่าเกิดขึ้น เพราะอาจขัดกับข้อกำหนดใน WTO	เปลี่ยนเกณฑ์เป็นการจัดเก็บภาษีตามแหล่งที่ขาย (Destination-basis) ซึ่งจะทำให้รายได้จากการส่งออกสินค้าไปยังนอกประเทศ ไม่ต้องนำมาคิดรวมเป็นรายได้ที่ต้องเสียภาษี ในขณะที่ต้นทุนสินค้าที่นำเข้าจากต่างประเทศจะไม่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้เช่นกัน			- ช่วยผู้ส่งออก แต่เพิ่มภาษีนำเข้าทางอ้อม - อาจทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐ แข็งค่ามากขึ้น
2018	ภาษีรายได้บุคคลธรรมดา: - กรอบสูงสุดอยู่ที่ 39.6% - ภาษีเงินปันผลและส่วนต่างของกำไร 23.8%	- ลดกรอบสูงสุดเหลือ 33% - ลดภาษีเงินปันผลและส่วนต่างของกำไรเหลือ 20%	- กรอบสูงสุดไม่เกิน 40% - ภาษีเงินปันผลและส่วนต่างของกำไร 15%	กระตุ้นการบริโภค

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

แผนลดภาษีคาดว่าจะส่งผลต่อรายได้ของภาครัฐ ไม่มาก โดย DB คาดว่าจะส่งผลให้งบประมาณขาดดุลเพิ่มขึ้นจาก 3.1% เป็น 3.5 %ต่อ GDP จนกว่าผลจากเศรษฐกิจที่ขยายตัวขึ้น และรัฐเก็บภาษีได้เพิ่มขึ้น ตามรายได้ของบริษัทเพิ่มขึ้นมาทดแทนรายได้ที่ลดไป

แผนภาพที่ 23: แผนลดภาษีคาดว่าจะส่งผลต่อรายได้ของภาครัฐไม่มาก โดย DB คาดว่าจะส่งผลให้งบประมาณขาดดุลเพิ่มขึ้นจาก 3.1% เป็น 3.5 %ต่อ GDP



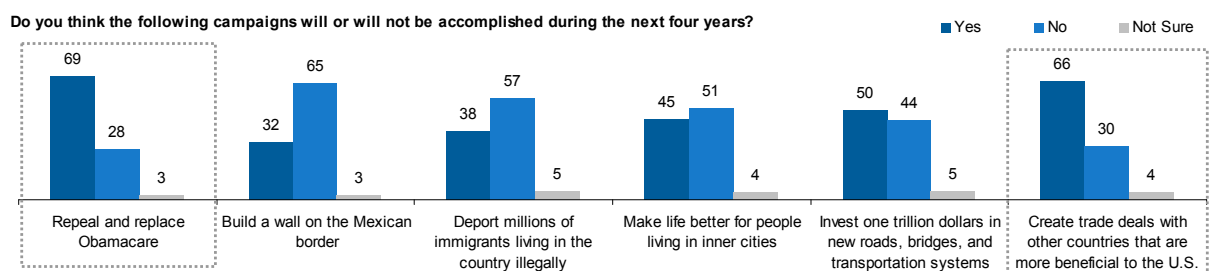
Source: Office of Management and Budget, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นาย Trump ยังมีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายกีดกันการค้า เนื่องจากรัฐมนตรีพาณิชย์มีความเห็นสนับสนุนการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า

นาย Trump ยังมีแนวโน้มที่จะใช้นโยบายกีดกันการค้าตามที่หาเสียงไว้ เนื่องจาก 1) นาย Trump วางตำแหน่งให้นาย Wilbur Ross ซึ่งสนับสนุนการขึ้นภาษีนำเข้าเพื่อปกป้องอุตสาหกรรมในประเทศเป็นรัฐมนตรีพาณิชย์ 2) นาย Trump กล่าวยืนยันหลังการเลือกตั้งว่าจะถอนตัวจากข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) แต่จะหันไปเน้นการเจรจาการค้าในระดับทวิภาคีกับประเทศคู่ค้าเป็นรายประเทศ แทนที่การเจรจาจากเขตการค้าขนาดใหญ่ ซึ่งมีสมาชิกหลายประเทศเหมือนเช่น TPP และ 3) ประชาชนส่วนใหญ่คาดหวังให้นาย Trump เจริญข้อตกลงการค้าระหว่างประเทศให้เอื้อประโยชน์กับสหรัฐฯ มากขึ้น ตามผลสำรวจของ Bloomberg ระหว่างวันที่ 2-5 ธ.ค.

โดยประเทศที่มีแนวโน้มถูกปรับภาษีนำเข้าสินค้าเพิ่ม เป็นประเทศถูกร้องเรียนต่อเจ้าหน้าที่ว่ามีการส่งสินค้ามาขายถูกกว่าราคาตลาดมาก (Dumping) และเป็นประเทศที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าด้วยมากที่สุด

แผนภาพที่ 24: ผู้เข้าสำรวจคาดหวังว่านาย Trump จะปฏิรูปประกันสุขภาพ Obamacare และจะตกลงด้านการค้าให้เอื้อประโยชน์กับประเทศใดในระหว่างดำรงตำแหน่ง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 25: ประเทศถูกร้องเรียนต่อเจ้าหน้าที่ว่ามีการส่งสินค้ามาขายถูกกว่าราคาตลาดมาก และประเทศที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าด้วย อาจถูกขึ้นภาษีนำเข้า

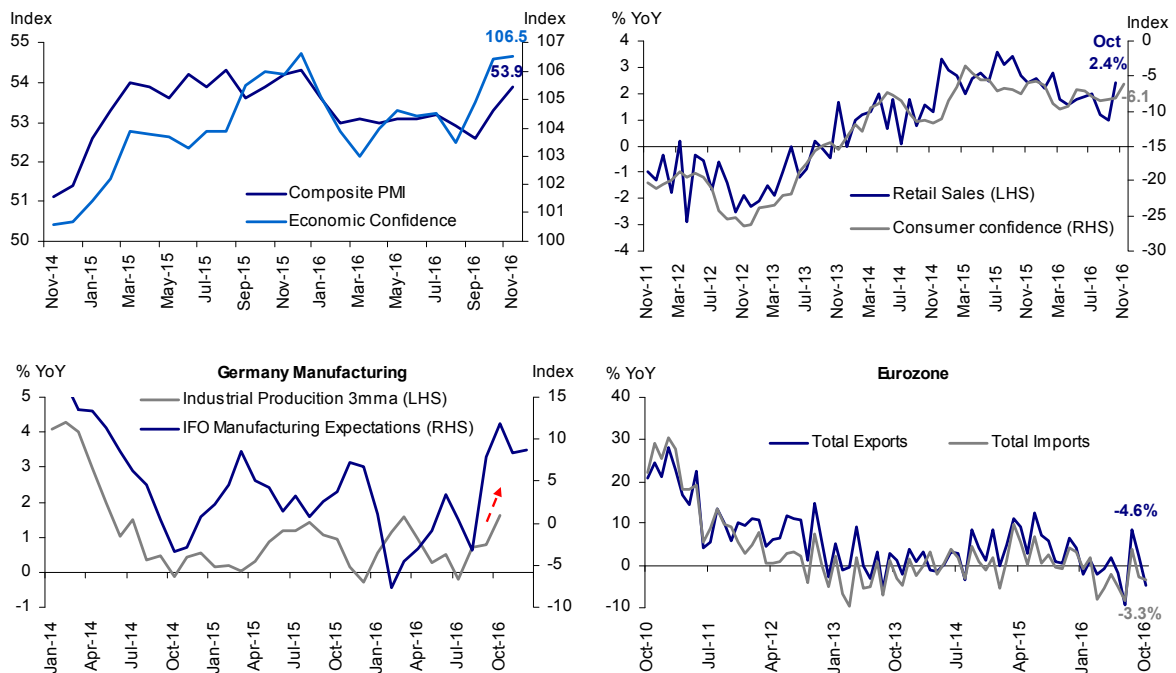
ประเทศ	จำนวนการสอบสวนการ Dumping	สินค้า	ประเทศ	ดุลการค้า (ดอลลาร์สหรัฐฯ) ปี 2014	สินค้า
จีน	91 (33%)	- เหล็ก - เคมีภัณฑ์ - สินค้าอุตสาหกรรมทั่วไป	จีน	-346.1	- คอมพิวเตอร์ - เสื้อผ้า
เกาหลี	23 (8%)		ยุโรป	-106.1	- เคมีภัณฑ์ - การขนส่ง - เครื่องจักร
อินเดีย	17 (6%)		ญี่ปุ่น	-65.6	การขนส่ง
เม็กซิโก	15 (5%)		เม็กซิโก	-54.9	การขนส่ง
ประเทศอื่นๆ	134 (48%)		เอเชียแปซิฟิก	-33.0	คอมพิวเตอร์

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

เศรษฐกิจยุโรป

เราคาดเศรษฐกิจยูโรโซนปี 2017 จะชะลอตัวลงเป็น +1.3% YoY จาก +1.7% YoY ในปีนี้ จาก 1) การเร่งตัวของเงินเพื่อที่จะกดดันความสามารถในการใช้จ่ายของผู้บริโภค 2) ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีอยู่จนถึงปลายปี 2017 ได้แก่ การเจรจา Brexit และการเลือกตั้งทั่วไปในประเทศเนเธอร์แลนด์ ฝรั่งเศส และเยอรมนี ซึ่งจะกดดันการลงทุนและการขยายตัวของสินเชื่อ และ 3) การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังมีพื้นที่จำกัด

แผนภาพที่ 26: ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดของปี ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นครั้งแรกในรอบ 3 เดือน แต่ภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ



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

ความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสะท้อนถึงภาพรวมเศรษฐกิจที่ดีขึ้นในไตรมาส 4

เราปรับ GDP ไตรมาส 4 ขึ้นเป็น +0.5% QoQ จากเดิมที่ +0.3% QoQ เนื่องจากดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นหลายตัวได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 และอยู่ในระดับสูงสุดของปีในเดือน พ.ย. ส่งสัญญาณเศรษฐกิจไตรมาส 4 ที่จะฟื้นตัวได้ดีกว่าคาด โดย

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน พ.ย. ได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน ธ.ค. 2015 ที่ 106.5 จุด

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดของปีที่ 53.9 จุด ตามการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 2 ปีของภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ที่ดัชนีฯ เพิ่มขึ้นเป็น 53.7 จุด ส่วนภาคบริการ (Service PMI) ดัชนีฯ เพิ่มขึ้นและอยู่ในระดับที่ดีที่ 53.8 จุด สูงสุดนับแต่เดือน ธ.ค. 2015

ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 อยู่ที่ -6.1 จุด สูงสุดนับแต่เดือน ธ.ค.2015 สอดคล้องกับยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. ที่เร่งตัวขึ้นเป็น +2.4% YoY จาก +1.0% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการเร่งตัวขึ้นครั้งแรกหลังจากชะลอตัวลงต่อเนื่อง 3 เดือน

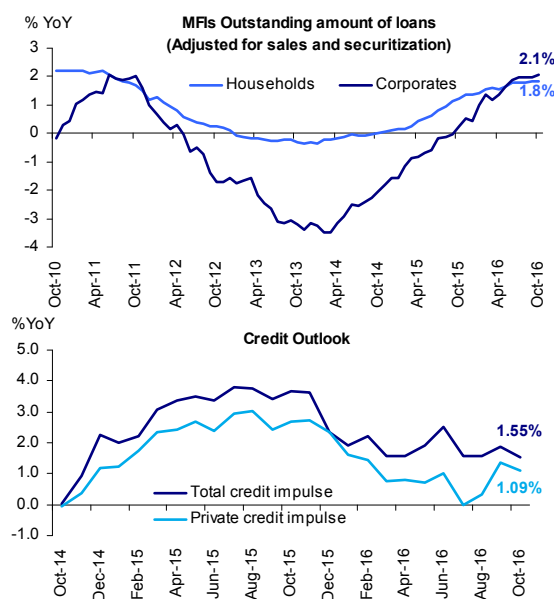
ด้านภาคการผลิต เรามองว่าผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) มีแนวโน้มฟื้นตัวในระยะข้างหน้า ตามดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นภาคการผลิต ทั้งจากดัชนี PMI ภาคการผลิต และดัชนี IFO ภาคอุตสาหกรรมของเยอรมนีที่อยู่ในระดับสูงและส่งผลสัญญาณการฟื้นตัวต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของภาคการผลิตอาจได้รับแรงกดดันจากความเสี่ยงทางการเมืองที่มีอยู่

ความเสี่ยงทางการเมืองที่มีอยู่สูงและภาครุนาการที่อ่อนแอ จะกดดันการขยายตัวของสินเชื่อต่อไป

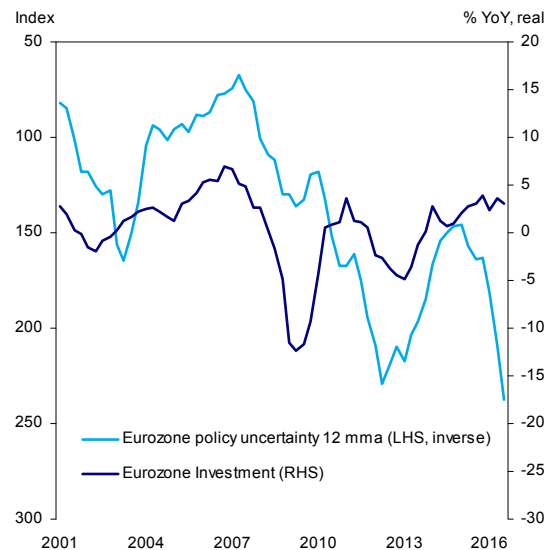
ยอดปล่อยสินเชื่อภาคธนาคารเดือน ต.ค.เร่งตัวขึ้นเล็กน้อย โดยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) เร่งตัวขึ้นเป็น +2.1% YoY จาก +2.0% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่สินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ทรงตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ที่ +1.8% YoY

เราคาดว่า การปล่อยสินเชื่อจะชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า จากภาครุนาการที่ยังคงอ่อนแอ ทั้งจากผลกำไรที่ลดลงและราคาหุ้นที่อยู่ในระดับต่ำ ซึ่งจะส่งผลต่อความสามารถในการปล่อยสินเชื่อ และจากความเสี่ยงทางการเมืองที่มีอยู่จนถึงปลายปี 2017 ทั้งการเจรจา Brexit และการเลือกตั้งทั่วไปในประเทศเนเธอร์แลนด์ (15 มี.ค.) ฝรั่งเศส (เม.ย.-พ.ค.) และเยอรมนี (ก.ย.) ที่จะกดดันการลงทุนในระยะข้างหน้าและส่งผลให้ความต้องการสินเชื่อลดลง

แผนภาพที่ 27: ยอดปล่อยสินเชื่อภาคธนาคาร เดือน ต.ค. เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยในภาคธุรกิจ



แผนภาพที่ 28: ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีอยู่สูง จะกดดันการลงทุนในระยะข้างหน้าและส่งผลให้ความต้องการสินเชื่อลดลง



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

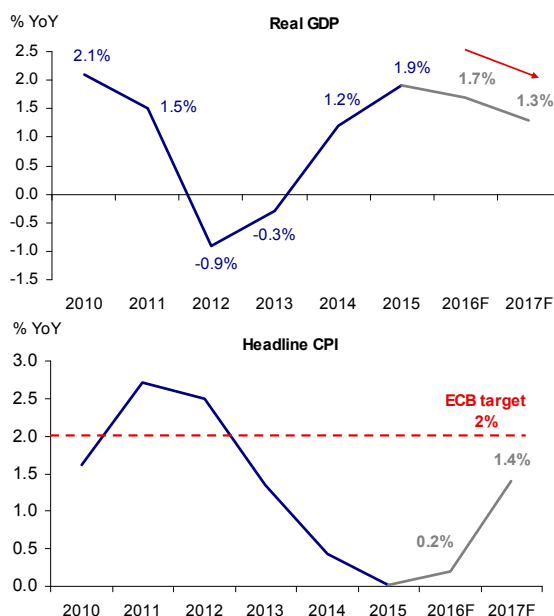
คาดเศรษฐกิจปี 2017 จะชะลอลง

เราคาดเศรษฐกิจปี 2017 จะชะลอลงเป็น +1.3% YoY จาก +1.7% YoY ในปีนี้ จาก 5 ปัจจัย ได้แก่

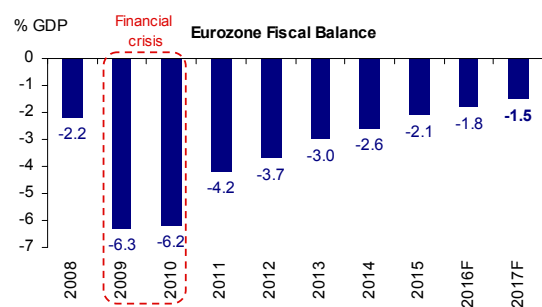
- 1) การบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นกำลังหลักของเศรษฐกิจ (55% ของ GDP) มีแนวโน้มชะลอลงจากการเร่งตัวของเงินเฟ้อ (คาดเงินเฟ้อปี 2017 จะเร่งตัวขึ้นเป็น 1.4% YoY จากราคาน้ำมันที่เริ่มฟื้นตัว) ที่จะส่งผลต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค กอปรกับความเสี่ยงทางการเมืองที่มีจะส่งผลให้ผู้บริโภคชะลอการใช้จ่ายออกไป
- 2) การลงทุนจะยังคงอ่อนแอ โดยได้แรงกดดันจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีอยู่สูง
- 3) ภาคต่างประเทศที่อ่อนแอ โดยการส่งออก (46% ของ GDP) คาดว่าจะได้รับผลกระทบค่อนข้างมาก โดยเฉพาะหลังจากอังกฤษซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักของกลุ่ม (13.3% ของส่งออกทั้งหมด) ได้เริ่มต้นกระบวนการออกจาก EU อย่างเป็นทางการและเริ่มต้นเจรจาทางการค้าใหม่ในช่วงต้นปี 2017 กอปรกับเงินปอนด์ที่อ่อนค่าลงต่อเนื่องจะกดดันความต้องการสินค้า และความไม่แน่นอนของนโยบายทางการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตลาดส่งออกหลักอีกแห่ง (13.2% ของส่งออกทั้งหมด) ภายหลังนาย Donald Trump ซึ่งมีแนวคิดต่อต้านการค้าระหว่างประเทศได้ก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดี
- 4) ความอ่อนแอของภาคธนาคารซึ่งจะกดดันความสามารถในการปล่อยสินเชื่อ และส่งผลให้การส่งผ่านนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB เป็นไปอย่างไม่เต็มประสิทธิภาพ
- 5) การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลัง (Fiscal) มีพื้นที่ค่อนข้างจำกัด เนื่องจาก 1) ประเทศในกลุ่มส่วนใหญ่มีหนี้ภาครัฐที่สูงและขาดดุลงบการคลังเกินกว่าที่ได้กำหนดไว้ 2) สภาพแวดล้อมเต็มไปด้วยความเสี่ยงทางการเมือง และ 3) การใช้จ่ายเกี่ยวกับผู้อพยพ (Refugee-related Spending) มีแนวโน้มลดลงในปี 2017 โดย DB มองว่ายุโรปจะขาดดุลทางการคลังลดลงเป็น 1.5% ของ GDP ในปี 2017 (vs. คาดปี 2016 จะขาดดุล 1.8% ของ GDP)

อย่างไรก็ดี ในช่วงกลางเดือน พ.ย. ทาง European Commission ได้เสนอให้ประเทศในกลุ่มใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านการคลังเพิ่มขึ้น 0.5% ของ GDP หรือประมาณ 5 หมื่นล้านยูโร เพื่อหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอีกทางหนึ่ง โดยมีมาตรการ QE ของ ECB เป็นปัจจัยสนับสนุน

แผนภาพที่ 29: DB คาด GDP ปี 2017 จะชะลอลงเป็น +1.3% YoY ขณะที่เงินเฟ้อคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.4% YoY



แผนภาพที่ 30: เรามองว่าการใช้นโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมีพื้นที่ค่อนข้างจำกัด



- The European Commission has proposed a fiscal stimulus of up to 0.5% of GDP or around EUR 50 billion to help support economic growth
- ECB's QE programme remains supportive for more stimulative fiscal policy
- Austerity fatigue, security concerns and growing fears of populist political backlash may lead to greater willingness to ease fiscal policy further

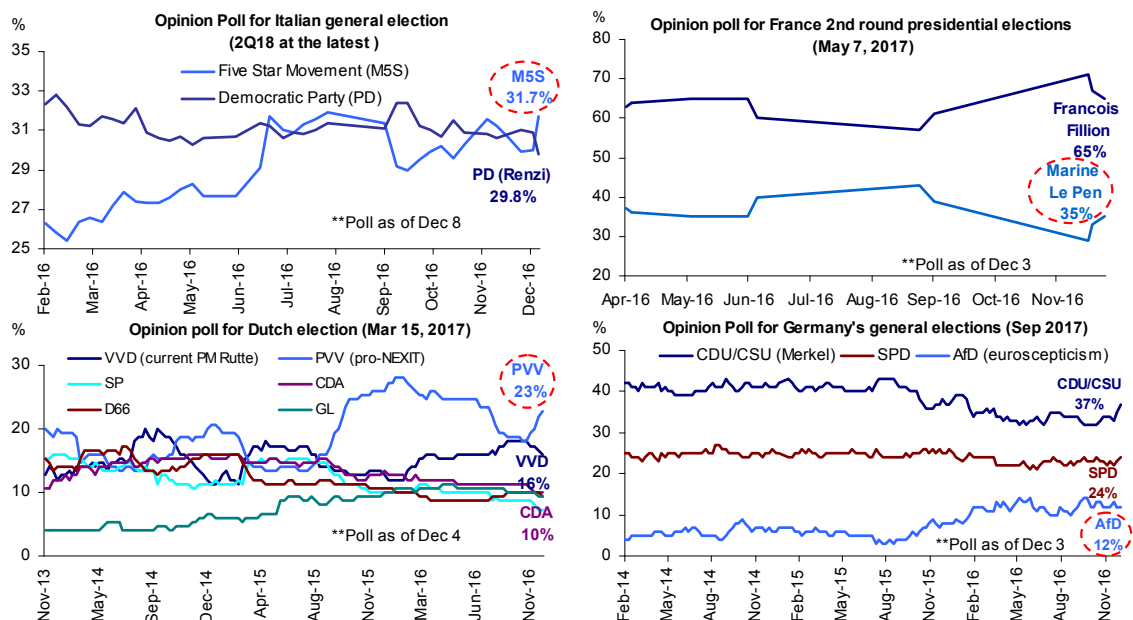
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การขึ้นเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนใหม่ของนาย Donald Trump อาจเป็นปัจจัยหนุนกระแสพรรคประชานิยมในยุโรป โดยเฉพาะในประเทศที่จะมีการเลือกตั้งในปีหน้า

การก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ ของนาย Donald Trump ซึ่งมีแนวคิดต่อต้านการเปิดประเทศอาจเป็นแรงหนุนสำคัญให้กระแสพรรคประชานิยม (Populist Parties) ในยุโรปเพิ่มสูงขึ้นไปอีก โดยเฉพาะในประเทศที่จะมีการเลือกตั้งในปี 2017 ได้แก่ เนเธอร์แลนด์ (เลือกตั้งวันที่ 15 มิ.ค.) ฝรั่งเศส (เลือกตั้งประธานาธิบดี 2 รอบในวันที่ 23 เม.ย. และ 7 พ.ค.) เยอรมนี (เลือกตั้งในเดือน ก.ย.) และอิตาลีที่อาจจัดการเลือกตั้งเร็วขึ้นจากเดิม (กำหนดไตรมาส 2/2018)

ทั้งนี้ การที่พรรคประชานิยมซึ่งมีแนวคิดต่อต้านนโยบายสหภาพยุโรปก้าวขึ้นมาเป็นรัฐบาลนั้น ถือได้ว่าเป็นความเสี่ยงที่จะกระทบการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ เนื่องจากจะส่งผลต่อการปฏิรูปเศรษฐกิจของกลุ่มโดยรวม และทำให้การดำเนินนโยบายต่างๆ ไม่มีความต่อเนื่อง โดยผลสำรวจล่าสุดชี้ว่าประเทศเนเธอร์แลนด์มีโอกาสสูงที่จะได้พรรคต่อต้านสหภาพยุโรปขึ้นมาเป็นแกนนำจัดตั้งรัฐบาล ขณะที่ประเทศเยอรมนีมีโอกาสน้อย เนื่องจากพรรคซึ่งต่อต้านสหภาพยุโรปนั้นยังมีคะแนนความนิยมต่ำ

แผนภาพที่ 31: การเลือกตั้งในประเทศหลักปี 2017 มีโอกาสที่พรรคต่อต้านสหภาพยุโรปจะขึ้นเป็นแกนนำจัดตั้งรัฐบาลสูงในประเทศเนเธอร์แลนด์



*Note: พรรคในวงกลม คือพรรคที่มีแนวคิดต่อต้านนโยบายสหภาพยุโรป

Source: BVA, Deutsche Bank, Emnid, Elabe, EMG, Harris, Ifop, Ipsos, Odoxa, Peil, TNS, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การเลือกตั้งในประเทศเนเธอร์แลนด์วันที่ 15 มี.ค. 2017

ผลสำรวจล่าสุดชี้ว่า พรรคฝ่ายขวา PVV ซึ่งต้องการจัดทำประชามติเพื่อให้เนเธอร์แลนด์ออกจากการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรป (NEXIT) ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยอยู่ที่ 23% ขณะที่พรรครัฐบาลปัจจุบัน (VVD) ได้รับความนิยมลดลงอยู่ที่ 16% โดยคะแนนความนิยมพรรค PVV ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งชี้ได้ว่าโอกาสที่จะได้พรรคต่อต้านสหภาพยุโรปขึ้นมาเป็นแกนนำจัดตั้งรัฐบาลนั้นค่อนข้างสูง อย่างไรก็ตาม ยังเหลือเวลาอีกกว่า 3 เดือนก่อนการเลือกตั้งจริง

การเลือกตั้งประธานาธิบดีของประเทศฝรั่งเศสในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. 2017

ฝรั่งเศสจะจัดให้มีการเลือกตั้งประธานาธิบดี 2 รอบ ในวันที่ 23 เม.ย. และ 7 พ.ค. ซึ่งในรอบแรกจะเป็นการคัดเลือกผู้สมัครเหลือ 2 คนที่ได้รับคะแนนเสียงสูงสุด เพื่อไปชิงตำแหน่งกันในรอบที่ 2 โดยผลสำรวจการเลือกตั้งรอบแรกชี้ว่าผู้ที่จะได้เข้าการเลือกตั้งรอบ 2 ได้แก่ นาย Francois Fillon ตัวแทนจากพรรค Republicans และนาง Marine Le Pen ตัวแทนจากพรรค National Front โดยนาง Le Pen ได้กล่าวว่าหากได้รับเลือกเป็นประธานาธิบดี จะจัดทำประชามติเพื่อให้ฝรั่งเศสออกจากการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรป (EU)

โดยผลสำรวจการเลือกตั้งรอบที่ 2 ยังคงชี้ว่านาย Fillon จะได้รับเลือกเป็นประธานาธิบดี (65%) โดยได้รับคะแนนความนิยมที่สูงกว่านาง Le Pen (35%) อยู่มาก แต่อย่างไรก็ดี คะแนนความนิยมนาย Fillon มีแนวโน้มลดลง ขณะที่ของนาง Le Pen มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้ความเสี่ยงที่นาง Le Pen จะก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดีและจัดทำประชามติเพื่อออกจาก EU เริ่มมีสูงขึ้น

การเลือกตั้งในประเทศเยอรมนีช่วงเดือน ก.ย. 2017

ผลสำรวจล่าสุดยังคงชี้ว่าพรรคร่วม CDU/CSU ที่นำโดยนาง Angela Merkel นั้น ได้รับคะแนนความนิยมสูงสุด (37%) และความนิยมมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่ความนิยมของพรรค Alternative for Germany (AfD) ซึ่งต่อต้านกลุ่มสหภาพยุโรปยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำ (12%) ทำให้โอกาสที่พรรคต่อต้านยุโรปจะขึ้นมาเป็นแกนนำจัดตั้งรัฐบาลในการเลือกตั้งรอบนี้มีน้อย

การเลือกตั้งในอิตาลี (ภายในไตรมาส 2/2018)

นาย Paolo Gentiloni รัฐมนตรีกระทรวงต่างประเทศได้ขึ้นเป็นนายกรัฐมนตรีและดำเนินการจัดตั้งรัฐบาลชั่วคราว หลังนาย Matteo Renzi ได้ลาออกจากตำแหน่ง หลังประชามติวันที่ 4 ธ.ค. ไม่ผ่านความเห็นชอบจากประชาชน โดยรัฐบาลชั่วคราวนี้มีหน้าที่หลักเพื่อร่างกฎหมายการเลือกตั้งใหม่ ซึ่งจะเป็นการลดโอกาสที่พรรค Five-star Movement (M5S) ซึ่งมีนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปจะชนะการเลือกตั้งในคราวหน้า เนื่องจากจะทำให้ขาดเสียงส่วนใหญ่ในสภา โดยเรามองว่ารัฐบาลชั่วคราวนี้มีแนวโน้มที่จะอยู่บริหารประเทศจนครบวาระช่วงต้นปี 2018 และนำไปสู่การเลือกตั้งในช่วงไตรมาส 2/2018

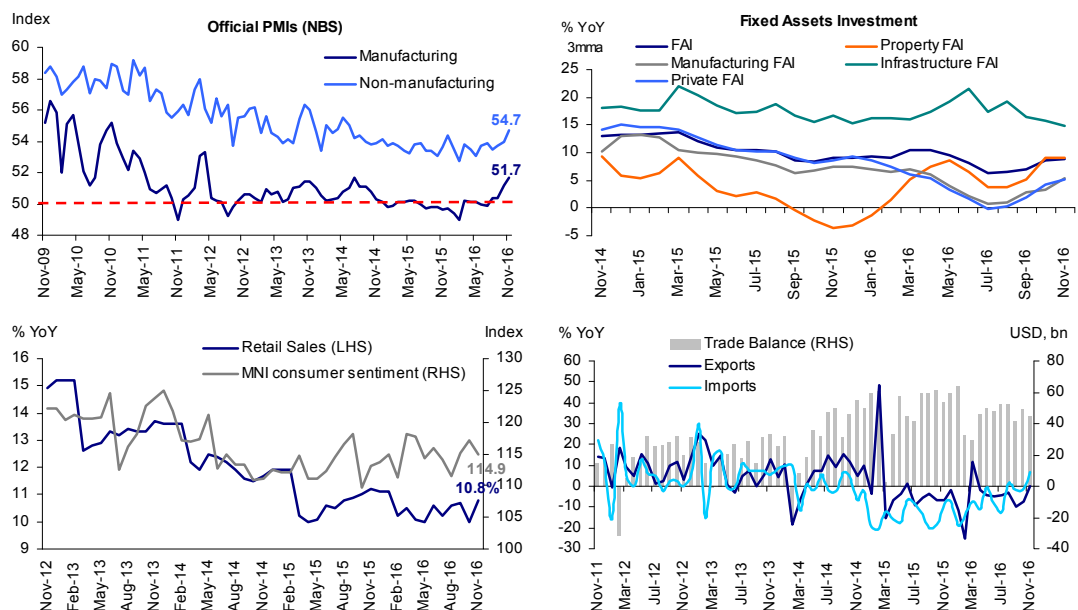
โดยผลสำรวจล่าสุดชี้ว่า พรรค Five-star Movement (M5S) ได้กลับมาเป็นอันดับหนึ่ง (31.7%) เหนือพรรค PD ของนาย Renzi (29.8%) แต่อย่างไรก็ดี เรามองว่าโอกาสที่พรรค M5S จะชนะการเลือกตั้งและขึ้นเป็นแกนนำในการจัดตั้งรัฐบาลนั้นจำกัด เนื่องจากรัฐบาลชั่วคราวกำลังพยายามผลักดันการแก้ไขกฎหมายการเลือกตั้งใหม่

เศรษฐกิจจีน

เราได้รับประมาณการเศรษฐกิจไตรมาส 4 ขึ้นเป็น +6.7% YoY จาก +6.4% YoY เนื่องจากตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่างๆ ที่ออกมาในเดือน พ.ย. สะท้อนถึงภาพรวมเศรษฐกิจที่ดีขึ้นและจะเปิดโอกาสให้ทางการจีนสามารถเร่งดำเนินการปฏิรูปเศรษฐกิจและแก้ปัญหาหนี้ในระบบ

มองไปข้างหน้า เราคาดว่าเศรษฐกิจปี 2017 จะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY จาก +6.7% YoY ในปีนี้ เนื่องจากกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ได้เริ่มอ่อนกำลังลงจากการเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายภาคอสังหาฯ และการควบคุมการปล่อยสินเชื่อของทางการในช่วงที่ผ่านมา โดยเราคาดว่าเศรษฐกิจปี 2017 จะได้รับแรงหนุนหลักจากการใช้จ่ายภาครัฐ โดยเฉพาะการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และคาดว่า PBoC จะไม่ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงตลอดทั้งปี 2017

แผนภาพที่ 32: กิจกรรมทางเศรษฐกิจดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4 จากการลงทุนเป็นสำคัญ โดยยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้น ส่วนการส่งออกพลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 7 เดือน



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

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับที่ดีต่อเนื่องในไตรมาส 4

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจเดือน พ.ย. ยังคงอยู่ในระดับที่ดี โดยยังคงได้รับแรงหนุนหลักจากภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นสำคัญ โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) ขยายตัว +8.3% YoY YTD คงที่จากเดือนก่อน จากการลงทุนภาคเอกชน (Private FAI) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 60% ของการลงทุนทั้งหมดได้เร่งตัวขึ้นเป็น 3.1% YoY YTD (vs. +2.9% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing FAI) เร่งตัวขึ้นเป็น +3.6% YoY YTD (vs. +3.1% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +18.9% YoY YTD (vs. +19.4% เดือนก่อน)

ส่วนยอดค้าปลีก (Retail Sales) เร่งตัวขึ้นเป็น +10.8% YoY จาก +10.0% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวสูงสุดของปีนี้ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากยอดขายในกลุ่มรถยนต์ที่เร่งตัวขึ้นเป็น +13.1% YoY (vs. +8.7% เดือนก่อน) ก่อนมาตรการลดภาษีรถยนต์ขนาดเล็ก (ขนาดเครื่องยนต์ไม่เกิน 1.6 ลิตร) จะสิ้นสุดลงสิ้นปีนี้

ภาคการผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน พ.ย. ได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน ก.ค. 2014 ที่ 51.7 จุด และอยู่ในแนวขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ส่วนผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ได้เร่งตัวขึ้นเป็น +6.2% YoY (vs. +6.1% เดือน ต.ค.)

ด้านภาคบริการ ดัชนีฯ ของทางการจีน (Non-manufacturing PMI) ได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับแต่เดือน มิ.ย. ที่ 54.7 จุด สะท้อนได้ถึงอุปสงค์ในประเทศที่ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องและจะช่วยหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าต่อไป

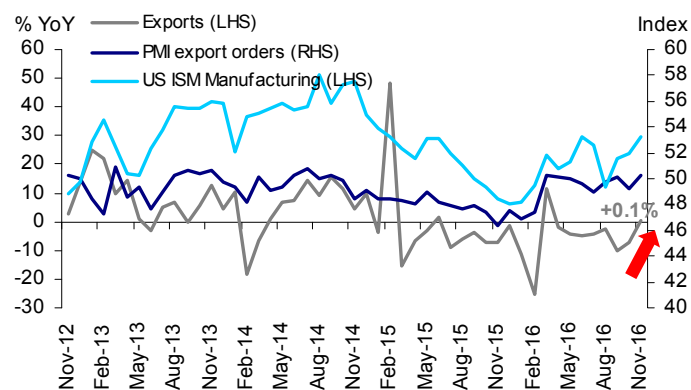
โดยภาพรวมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นนี้ ทำให้เราปรับประมาณการ GDP ไตรมาส 4/2016 ขึ้นเป็น +6.7% YoY จากเดิมที่ +6.4% YoY ส่งผลให้ประมาณการ GDP ทั้งปี 2016 อยู่ที่ +6.7% YoY เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ +6.6% YoY

ภาคต่างประเทศฟื้นตัวขึ้น แต่มีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของนโยบายทางการค้าของสหรัฐฯ ภายใต้รัฐบาล Trump

ยอดส่งออก (Exports) ในรูปสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เดือน พ.ย. พลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 7 เดือน ที่ +0.1% YoY จาก -7.3% YoY ในเดือนก่อน ส่วนการนำเข้า (Imports) พลิกกลับมาขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน มิ.ย. 2014 ที่ +6.7% YoY จาก -1.4% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปประเทศหลักส่วนใหญ่ได้พลิกกลับมาขยายตัว นำโดย สหรัฐฯ +8.1% YoY (vs. -5.6% เดือนก่อน) เยอรมนี +5.6% YoY (vs. -3.8% เดือนก่อน) สหภาพยุโรป +5.6% YoY (vs. -8.8% เดือนก่อน) และอังกฤษ +3.7% YoY (vs. -14.1% เดือนก่อน) ขณะที่ส่งออกไปยังฮ่องกงตัวเพิ่มขึ้นเป็น -16.1% YoY (vs. -10.0% เดือนก่อน)

เรามองว่าส่งออกจีนจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องตามสภาวะเศรษฐกิจโลก สอดคล้องกับดัชนี PMI ภาคการผลิตในส่วนของการสั่งซื้อส่งออกประเทศ (New Exports Orders) ที่กลับมาอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวอีกครั้งในเดือน พ.ย. (50.3 จุด) สะท้อนภาพรวมการส่งออกที่ดีขึ้น ทั้งนี้ ส่งออกที่เร่งตัวขึ้นส่วนหนึ่งคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าอันดับหนึ่ง (18% ของส่งออกทั้งหมด) ตามสภาวะทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวขึ้น ซึ่งอาจสะท้อนได้จากดัชนีภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing) ของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 4 เดือน อยู่ที่ 53.2 จุด โดยเราคาดว่าอุปสงค์ของสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของนาย Donald Trump

แผนภาพที่ 33: ส่งออกส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากอุปสงค์ของสหรัฐฯ ตามสภาวะทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น (สะท้อนได้จากดัชนี Manufacturing ISM) ขณะที่ PMI exports orders ของจีนชี้ถึงภาพรวมการส่งออกที่ดีขึ้น



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

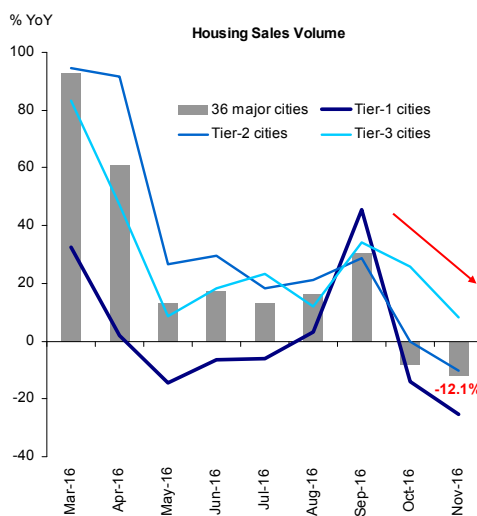
อย่างไรก็ดี ส่งออกของจีนในระยะข้างหน้าจะได้รับความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนในนโยบายทางการค้าของสหรัฐฯ ภายหลังกาย Donald Trump ได้ก้าวขึ้นเป็นประธานาธิบดีอย่างเป็นทางการในปีหน้า ซึ่งอาจมีการเสนอให้ขึ้นภาษีนำเข้า (Tariffs) จากจีนที่อาจสูงถึง 45% และอาจส่งผลให้เกิดสงครามทางการค้า (Trade war) ระหว่างจีนและสหรัฐฯ

กิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มชะลอตัวลงท่ามกลางนโยบายภาคอสังหาฯ ที่เข้มงวดมากขึ้น

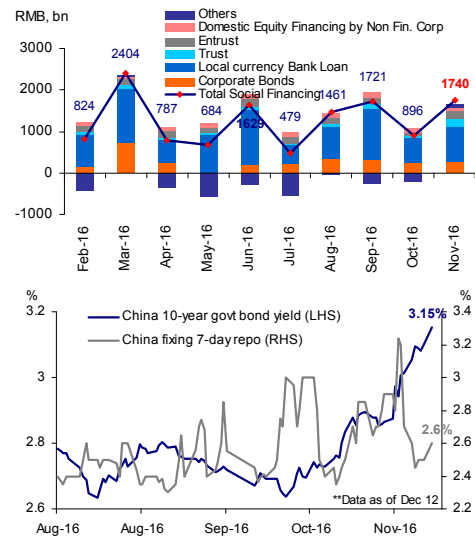
การเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์นับแต่ปลายเดือน ก.ย. ทั้งการเพิ่มสัดส่วนเงินดาวน์บ้านขั้นต่ำและการจำกัดการเข้าซื้อของคนนอกพื้นที่ อีกทั้งในเดือน พ.ย. ที่ทางการได้บังคับให้ธนาคารต่างๆ ลดปริมาณการปล่อยสินเชื่อบ้านและจำกัดความเสี่ยง ส่งผลให้โมเมนตัมในภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มอ่อนกำลังลง โดย

- ยอดขายบ้านของ 30 เมืองใหญ่ที่สำรวจโดย Soufun ได้หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 (-12.1% YoY vs. -7.9% เดือน ต.ค.)
- มูลค่ายอดขายบ้านขยายตัวต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปีที่ +13.3% YoY ชะลอตัวลงจาก +40.1% YoY ในเดือน ต.ค. โดยเป็นการชะลอตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2
- การลงทุนในภาคอสังหาฯ (Property FAI) ชะลอตัวลงเป็น +5.7% YoY จาก +13.4% YoY ในเดือน ต.ค. โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบ 3 เดือน

แผนภาพที่ 34: ยอดขายบ้านรายสัปดาห์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2



แผนภาพที่ 35: อัตราดอกเบี้ยและผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นซึ่งสภาพคล่องที่เริ่มตึงตัว



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

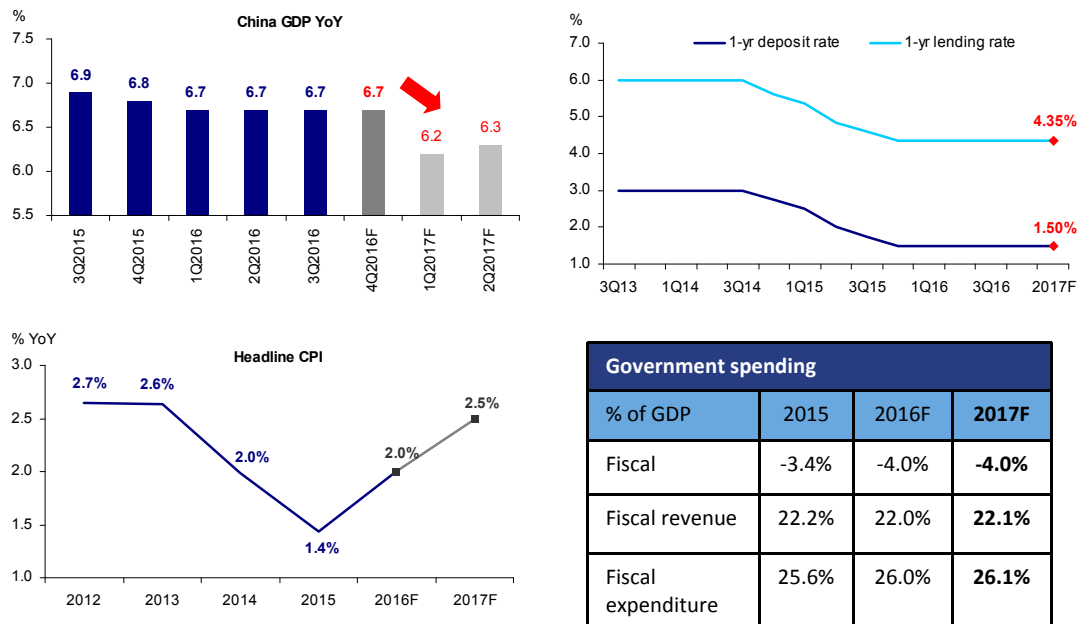
ทางการเงินเริ่มลดสภาพคล่องในระบบ เนื่องจากสินเชื่อได้ขยายตัวเร็วเกินไป กอปรกับความพยายามควบคุมการปล่อยสินเชื่อเพื่อลดความร้อนแรงในภาคอสังหาฯ ซึ่งอาจสะท้อนได้จากอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระยะ 7 วัน (7-day Repo Rate) ที่เริ่มปรับเพิ่มขึ้น โดยในวันที่ 30 พ.ย. อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.024% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับแต่เดือน มี.ค. 2015 แต่ภายหลังก็ได้ปรับลงมา โดยอยู่ที่ 2.6% ณ วันที่ 12 ธ.ค.

เศรษฐกิจปี 2017 มีแนวโน้มชะลอตัวลง

เราคาดว่าเศรษฐกิจจีนจะเริ่มชะลอตัวลงในปี 2017 ตามกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์และสินเชื่อซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในปีที่เริ่มอ่อนกำลังลง โดยเราคาดว่า GDP ไตรมาส 1 และ 2 จะชะลอตัวลงเป็น +6.2% YoY และ +6.3% YoY ตามลำดับ จากที่ขยายตัว +6.7% YoY ในปี 2016

ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่าทางการเงินจะไม่ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอตัว (ปัจจุบันอยู่ที่ 1.5%) เนื่องจากจะเป็นการกดดันเงินหยวนให้อ่อนค่าลงไปอีก โดยอาจทำการเพิ่มสภาพคล่องในระบบในช่วงไตรมาส 2 เพื่อหนุนเศรษฐกิจแทน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าทางการเงินจะลด RRR ลง 2 ครั้งในปี 2017 (ปัจจุบันอยู่ที่ 17%)

แผนภาพที่ 36: เราคาดว่าทางการจีนจะไม่ลดดอกเบี้ยนโยบายเพื่อหนุนเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในปี 2017

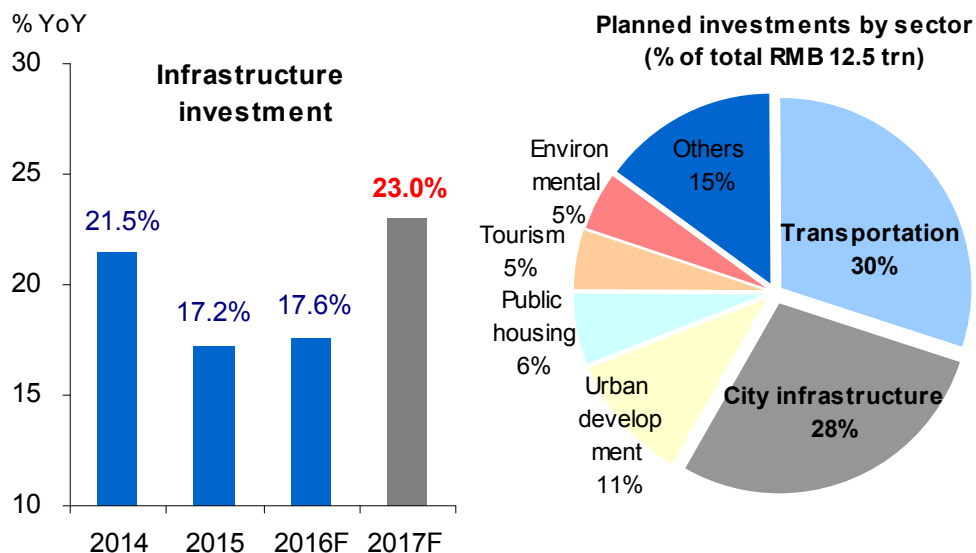


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่าทางการจะเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังมากขึ้น โดยผ่านการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) เพื่อหนุนเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และเพื่อชดเชยภาคการส่งออกที่อาจได้รับผลกระทบจากนโยบายทางการค้าของนาย Trump

โดยส่วนหนึ่งจะได้แรงหนุนจากการทำโครงการ Public-Private-Partnership (PPP) ของทางการ ซึ่งนับถึงสิ้นเดือน ก.ย. ได้มีโครงการทั้งหมด 10,471 โครงการ คิดเป็นมูลค่า 12.5 ล้านล้านหยวนซึ่ง 58% (7.1 ล้านล้านหยวน) ของมูลค่าการลงทุนทั้งหมดเกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน ได้แก่ การขนส่ง (Transportation, 30%) และโครงสร้างพื้นฐานในเมือง (City Infrastructure, 28%)

แผนภาพที่ 37: การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะเร่งตัวขึ้น โดยมีการทำ PPP เป็นแรงหนุนสำคัญ



เราคาดการณ์การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) จะเร่งตัวขึ้นเป็น 23.0% YoY ในปี 2017 จาก 17.6% YoY ในปี 2016 เพื่อหนุนเศรษฐกิจ โดยส่วนหนึ่งจะได้แรงหนุนจากการทำโครงการ Public-Private-Partnership (PPP) ซึ่งประมาณ 58% ของการลงทุนทั้งหมด (ประมาณ 7.1 ล้านล้านหยวน) เป็นการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน

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

ความกังวลเรื่องปัญหาฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์และการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed อาจส่งผลให้ความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกเพิ่มขึ้นในปี 2017

ทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) ลดลง -69.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน พ.ย. สู่ระดับ 3.05 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยเป็นการลดลงมากที่สุดนับแต่เดือน ม.ค. ที่ลดลง -99.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเป็นการลดลงต่อเนื่อง 5 เดือน โดยการลดลงของทุนสำรองยังคงเป็นผลจาก

- การแข็งค่าต่อเนื่องของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งส่งผลให้ทุนสำรองในรูปสกุลเงินอื่นมีมูลค่าลดลงเมื่อรายงานในสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ
- การแทรกแซงเงินหยวนของทางการ โดยในเดือน พ.ย. เงินหยวนอ่อนค่าลง -1.8% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นการอ่อนค่ารายเดือนมากที่สุดนับแต่เดือน ส.ค. 2015

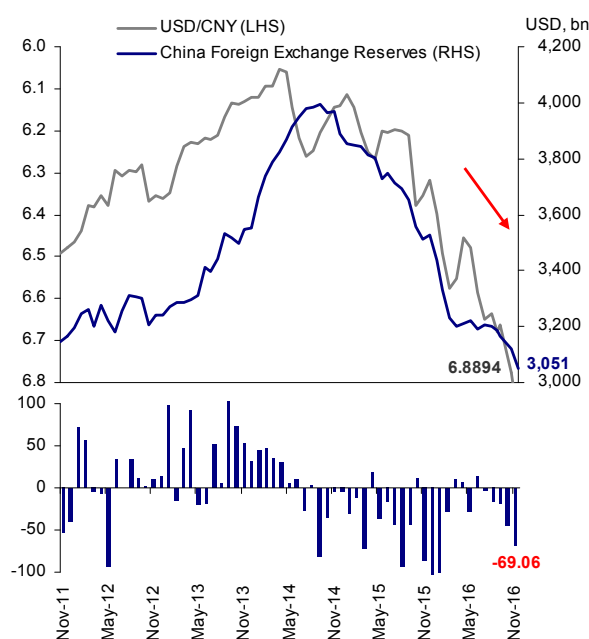
โดยนับแต่ปลายเดือน พ.ย. ทางการได้เพิ่มความเข้มงวดเพื่อลดความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออก ได้แก่

- 1) ไม่อนุมัติให้แลกเปลี่ยนเงินหยวนเป็นเงินสกุลอื่นๆ หากไม่มีความจำเป็นทางธุรกิจ
- 2) อาจระงับการเข้าซื้อกิจการต่างประเทศของบริษัทจีน รวมถึงการลงทุนที่มีมูลค่าเกิน 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ
- 3) ให้อำนาจการรายงานบัญชีเงินทุนที่มีการซื้อขายเกี่ยวเนื่องกับอัตราแลกเปลี่ยนต่างประเทศมูลค่า 5 ล้านหยวนขึ้นไป
- 4) บริษัทเครดิต UnionPay จะไม่อนุมัติให้ชาวจีนแผ่นดินใหญ่ใช้บัตรเครดิตเพื่อซื้อประกันภัยในฮ่องกง ยกเว้นจะเป็นการซื้อเนื่องจากเกิดอุบัติเหตุ หรือเพื่อการรักษาพยาบาล

เราคาดว่า การเพิ่มความเข้มงวดในการนำเงินหยวนออกนอกประเทศจะช่วยรักษาระดับทุนสำรองของจีนไว้ได้ส่วนหนึ่ง อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่าเงินทุนไหลออกจะเป็นความเสี่ยงสำคัญในปี 2017 จากการขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ซึ่งจะส่งผลให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าและเงินหยวนอ่อนค่าลง และความกังวลต่อการชะลอตัวของภาคอสังหาฯ ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจจีนปีนี้

โดย DB คาดว่าทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) ณ สิ้นปี 2017 มีโอกาสลดลงไปต่ำกว่า 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากเงินหยวนที่มีแนวโน้มอ่อนค่าลงอยู่ที่ระดับ 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 38: ทุนสำรองเดือน พ.ย. ลดลงมากสุดในรอบ 10 เดือน จากเงินหยวนที่อ่อนค่าลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 8 ปี



แผนภาพที่ 39: 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%

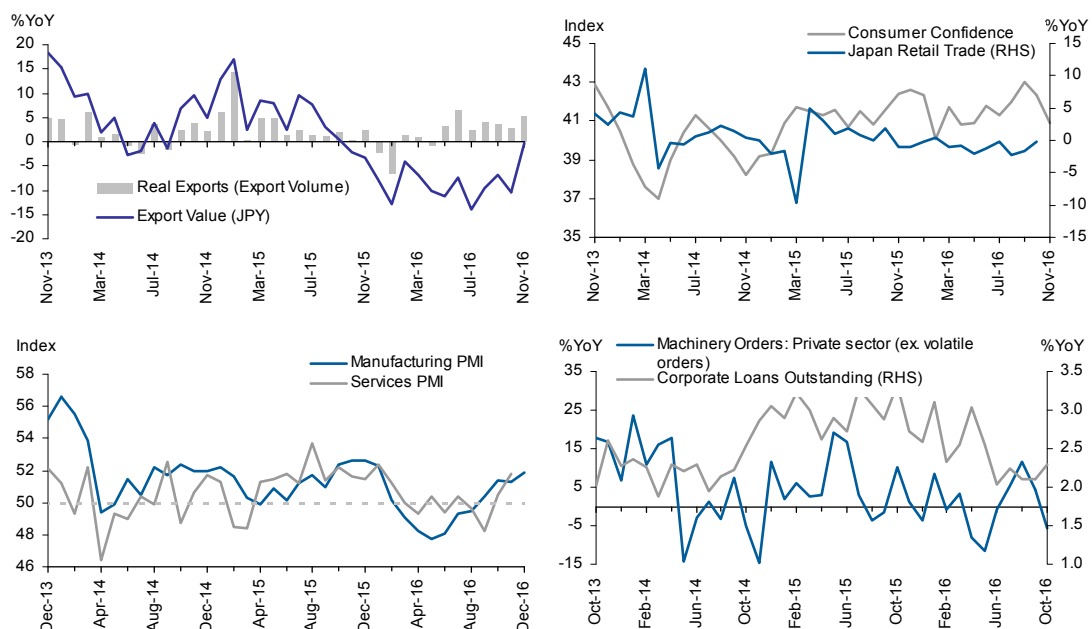
- Capital outflows have intensified amid sharp rise in US treasury yields
- The government have proposed several measures to curbs capital outflow since late Nov:
 - Blocking firms from taking CNY aboard unless they have a valid business reason
 - May suspend overseas acquisitions by Chinese companies—including investments over \$1bn
 - Requiring banks to report any capital account transactions involving foreign exchange of \$5m or above
 - UnionPay prohibiting mainland Chinese from using its credit card to buy insurance in HK, other than for accident and medical coverage

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ภาพรวมเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะภาคการผลิต โดยเราคาดว่า GDP ปีหน้าจะขยายตัว +1.1% (จากปีนี้ที่ +1.0%) จากการบริโภค ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ 2) ค่าจ้างที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และ 3) กำไรของบริษัทที่เพิ่มขึ้น โดยตลาดคาดว่านายกรัฐมนตรี Abe อาจออกแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมก่อนการเลือกตั้ง

แผนภาพที่ 40: การส่งออกฟื้นตัวขึ้นแรง ขณะที่ภาคการผลิต และการบริโภคยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ส่วนการลงทุนหดตัวชั่วคราว



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

การส่งออกฟื้นตัวขึ้นแรง ขณะที่ภาคการผลิต และการบริโภคยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ส่วนการลงทุนหดตัวชั่วคราว

การส่งออกฟื้นตัวขึ้นแรง: ยอดส่งออกในรูปเงินเยน เดือน พ.ย. หดตัว -0.4%YoY จากเดือนก่อนที่ -10.3%YoY และดีกว่าตลาดคาดที่ -2.3%YoY นอกจากนี้ ปริมาณการส่งออกขยายตัว +5.2%YoY จากเดือนก่อนที่ +2.9%YoY

การผลิตขยายตัวต่อเนื่อง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม ของ Nikkei (Manufacturing PMI) เดือน ธ.ค. เพิ่มขึ้น +0.6% มาอยู่ที่ 51.9 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 11 เดือน และอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องมาเป็นเดือนที่ 4 บ่งชี้ว่าอุปสงค์ภายในประเทศเริ่มดีขึ้น ขณะที่ ดัชนีวัดผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเบื้องต้น (Industrial Production) เดือน ต.ค. ยังขยายตัว +0.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +1.4%YoY

การบริโภคฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. ฟื้นตัวขึ้นเป็น -0.1%YoY จากเดือนก่อนที่ -1.7%YoY และมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง ตามการเพิ่มขึ้นของค่าจ้าง

การลงทุนหดตัวชั่วคราว: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มียอดสั่งซื้อผันผวน เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) เดือน ต.ค. พลิกกลับมาหดตัว -5.6%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.3%YoY โดยในระยะข้างหน้าการลงทุนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากเงินเยนที่อ่อนค่า และกำไรของบริษัทที่ดีขึ้น

เราคาดว่า GDP ปีหน้าจะขยายตัว +1.1% จากการบริโภคเป็นสำคัญ

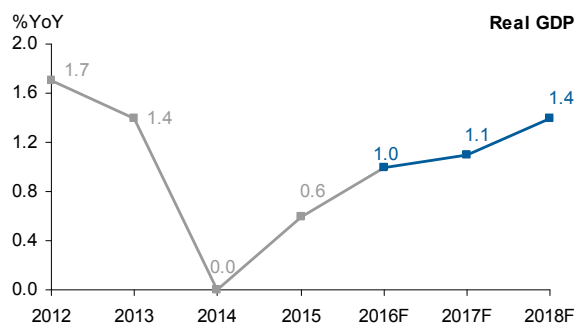
เราคาดว่าเศรษฐกิจปีหน้าจะขยายตัว จากการคาดการณ์ปีนี้ที่ +1.0% จากการบริโภค ซึ่งมีปัจจัยหนุนจาก

1) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ โดยเฉพาะแผนปฏิรูปเศรษฐกิจ Abenomics ที่จะขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำปีละ 3% จนถึง 1,000 เยนต่อชั่วโมง ในปี 2020 โดยในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา รัฐบาลประกาศขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ สำหรับปีงบประมาณ 2016 เป็น 823 เยนต่อชั่วโมง หรือเพิ่มขึ้น +3.1% ซึ่งเป็นอัตราสูงสุดตั้งแต่ปี 2002 ที่มีการกำหนดค่าจ้างขั้นต่ำรายชั่วโมง

2) กำไรของบริษัทมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ส่วนหนึ่งจากเงินเยนที่อ่อนค่ามากขึ้น โดยกำไรของบริษัท (Current Profit) ไตรมาส 3 พลิกกลับมาขยายตัว +11.5%YoY เป็นครั้งแรกตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2015 และผลสำรวจสถานะทางเศรษฐกิจ (Business Conditions) เดือน พ.ย. เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่หลังเหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto มาอยู่ที่ 48.6 จุด จากเดือน มิ.ย. 2016 ที่ 41.2 จุด

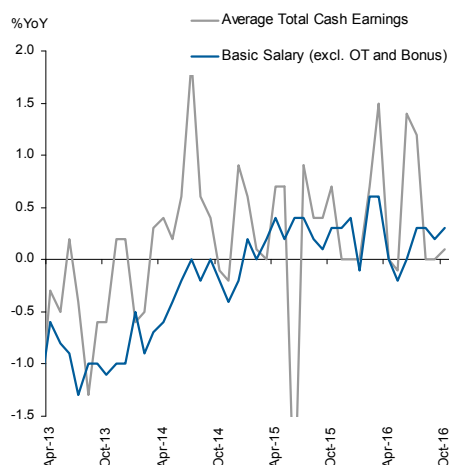
3) จากการเพิ่มค่าจ้างขั้นต่ำ และกำไรของบริษัทที่มากขึ้น ส่งผลให้ค่าจ้างมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยค่าจ้างเฉลี่ย ไม่นับรวม OT และโบนัส (Basic Salary) เดือน ต.ค. ขยายตัว +0.3% YoY พ้นตัวขึ้นมาจากเดือน พ.ค. ที่หดตัว -0.2% YoY

แผนภาพที่ 41: เราคาดว่า GDP ปีหน้าจะขยายตัว +1.1% จากการบริโภคเป็นสำคัญ

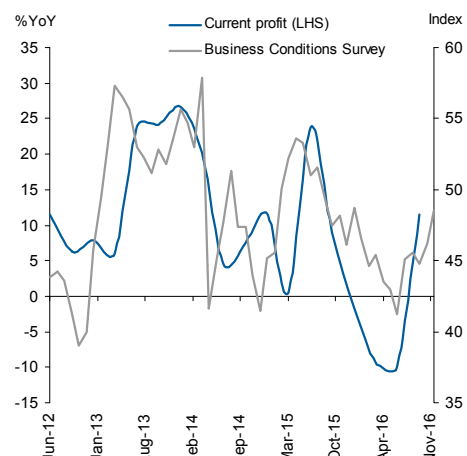


Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 42: ค่าจ้าง ไม่รวม OT และโบนัส ยังคงมีแนวโน้มขยายตัว



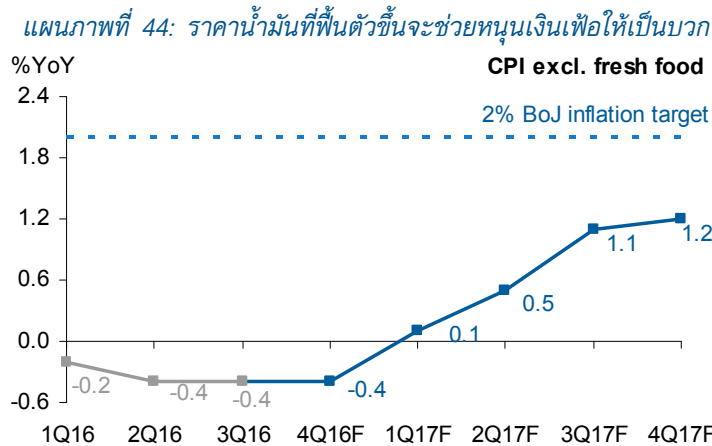
แผนภาพที่ 43: กำไรของบริษัท (Current Profit) พลิกกลับมาขยายตัวในไตรมาส 3 ขณะที่ ผลสำรวจสถานะทางเศรษฐกิจ (Business Conditions) ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



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

เงินเฟ้อปีหน้าอาจพลิกกลับมาเป็นบวก แต่ยังคงห่างจากเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2%

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



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

นาย Abe อาจยุบสภาและเลือกตั้งใหม่ ทำให้ตลาดคาดว่านาย Abe อาจออกแผนกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมก่อนการเลือกตั้ง

นาย Shinzo Abe จะหมดวาระดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีในเดือน ธ.ค. 2018 ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่นาย Abe อาจประกาศยุบสภา เพื่อเลื่อนการเลือกตั้งให้เร็วขึ้น โดยมีความเป็นไปได้สูงที่นาย Abe จะได้รับเลือกเป็นนายกรัฐมนตรีอีกครั้ง เนื่องจากนโยบายปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจ (Abenomics) เริ่มเห็นผลชัดเจนในหลายด้าน และความนิยมของคณะรัฐบาล (Approval Rating) ได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาอยู่ในระดับสูง ส่วนพรรค DPJ (Democratic Party of Japan) ซึ่งเป็นพรรคร่วมฝ่ายค้านกำลังอ่อนแอลงจากปัญหาภายในพรรคจนต้องยุบพรรคและตั้งพรรคใหม่ชื่อ DP (Democratic Party) ในเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา

โดยหากนาย Abe ได้รับเลือกตั้งอีกครั้ง นาย Abe จะดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีนานเกือบ 9 ปี ซึ่งจะส่งผลให้การกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐมีความต่อเนื่อง ขณะเดียวกันภาคเอกชนก็จะมีความมั่นใจในการลงทุน โดยที่ผ่านมามีการเปลี่ยนแปลงผู้ดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรี ค่อนข้างบ่อย โดยในช่วงเวลา 10 ปีก่อนที่นาย Abe จะเข้ารับตำแหน่งในปี 2012 มีการเปลี่ยนนายกรัฐมนตรีไป 8 ครั้ง

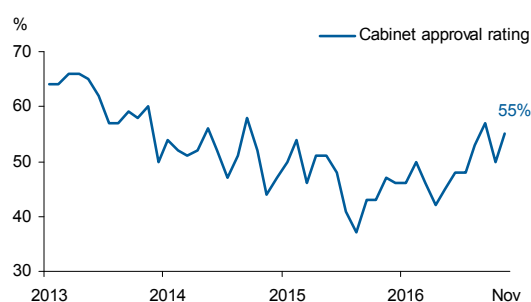
ทั้งนี้ ก่อนพ้นวาระดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรี นาย Abe จะหมดวาระการเป็นหัวหน้าพรรค LDP (Liberal Democratic Party) ในเดือน ก.ย. 2018 ก่อน ซึ่งตามปกติ หัวหน้าพรรคจะเป็นผู้ถูกเลือกให้ดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรี ตลาดจึงคาดการณ์ว่าในการประชุมพรรค LDP ในเดือน มี.ค. 2017 อาจมีการประกาศต่อวาระการดำรงตำแหน่งหัวหน้าพรรคของนาย Abe ออกไปอีก 1 วาระถึงปี 2021 ซึ่งหากมีการต่อวาระ อาจเป็นการส่งสัญญาณว่าจะยุบสภาและเลือกตั้งใหม่เร็วกว่ากำหนด

แผนภาพที่ 45: นโยบายปฏิรูปโครงสร้าง (Abenomics) เห็นผลชัดเจนในหลายด้าน

	นโยบาย	ก่อนการดำรงตำแหน่ง ของนายฯ Abe (2012)	ปัจจุบัน	เป้าหมาย
ภาษี	ภาษีนิติบุคคล	39.5%	29.97% (ปีงบประมาณ 2016)	20-29%
	ภาษีผู้บริโภค	5%	8%	- (กำหนดขึ้นครั้งถัดไปเป็น 10% ในเดือน ต.ค. 2019)
Womenomics	เพิ่มการจ้างงานผู้หญิง (อายุ 15-64 ปี)	60.7%	64.6% (2015) (US 63.4%)	-
	เพิ่มสถานเลี้ยงดูเด็กช่วง กลางวัน	เด็กรอเข้าสถานเลี้ยงดู 400,000 คน	เพิ่มการรองรับเด็ก ได้ 191,000 คน ใน ปีงบประมาณ 2013- 2014	รองรับเพิ่มขึ้น 400,000 คน ภายในปี 2017
ตลาดแรงงาน	เพิ่มค่าจ้างขั้นต่ำ	737 เยนต่อชั่วโมง (ปีงบประมาณ 2011)	823 เยนต่อชั่วโมง (ปีงบประมาณ 2016)	1,000 เยนต่อชั่วโมง ภายใน ปี 2020
	อัตราการว่างงาน	4.5%	3.0% (ต.ค. 2016)	-
การกำกับดูแล กิจการ	สัดส่วนบริษัทขนาดใหญ่ใน ตลาดหลักทรัพย์ (Tokyo Stock Exchange) ที่มี คณะกรรมการบริหารจาก ภายนอกอย่างน้อย 2 คน	17%	80% (2016)	-
เพิ่มจำนวนนัก ท่องเที่ยว	จำนวนนักท่องเที่ยว	8 ล้านคน	20 ล้านคน (2015)	30 ล้านคน ภายในปี 2030

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

แผนภาพที่ 46: ความนิยมของคณะรัฐบาลนาย Abe ที่เพิ่มขึ้น และการดำรงตำแหน่งเป็นเวลานาน ทำให้การกระตุ้นเศรษฐกิจมีความต่อเนื่อง



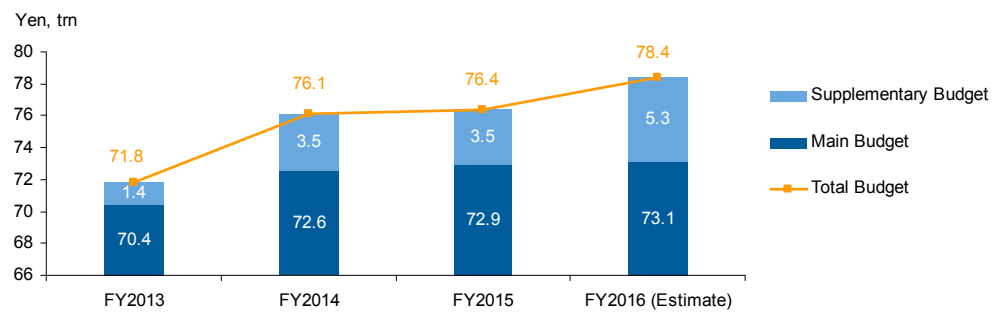
Source: NHK Broadcasting Culture Research Institute, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 47: วาระการดำรงตำแหน่งหัวหน้าพรรคของนาย Abe จะหมดลงในเดือน ก.ย. 2018 ซึ่งหากมีการต่อวาระเร็วขึ้น จะบ่งชี้การเลือกตั้งเร็วกว่ากำหนด

เดือน	การคาดการณ์ของตลาด
มี.ค. 2017	พรรค LDP อาจประกาศต่อวาระการเป็นหัวหน้าพรรคของนาย Abe ถึงเดือน ก.ย. 2021
ก.ย. 2018	นาย Abe หมดวาระดำรงตำแหน่งหัวหน้าพรรค LDP
ก่อน ธ.ค. 2018	การเลือกตั้งนายกรัฐมนตรี

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 48: การใช้จ่ายภาครัฐเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากในปี 2016 และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อไปในปี 2017



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

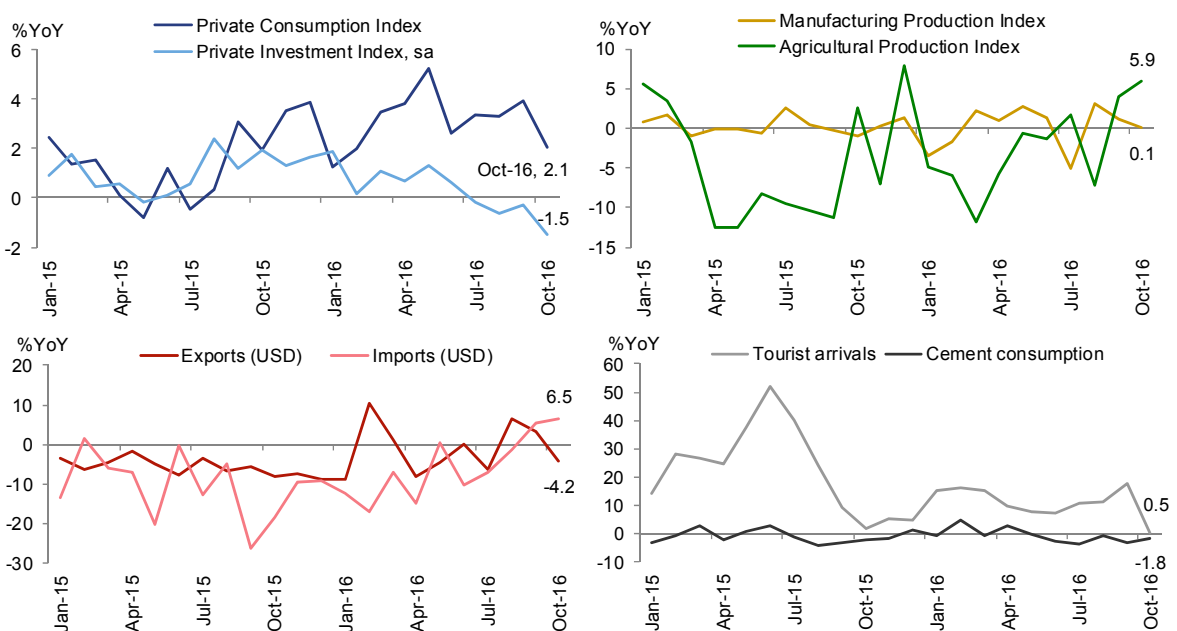
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในไตรมาส 4 สนับสนุนโดยมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นและการฟื้นตัวของภาคส่งออก ซึ่งช่วยชดเชยการชะลอตัวของการบริโภคและการท่องเที่ยวในช่วงไวท์ทูช สำหรับปีหน้า เราคาดว่า การขยายตัวของเศรษฐกิจจะถูกขับเคลื่อนโดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ส่วนนโยบายการเงิน คาดว่า ธปท. จะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายจนถึงสิ้นปี 2017 ก่อนทยอยปรับขึ้นหลังการเลือกตั้งในปี 2018

เศรษฐกิจไทยชะลอตัวชั่วคราวในเดือน ต.ค.

เศรษฐกิจไทยเดือน ต.ค. ชะลอลงในทุกองค์ประกอบหลัก ยกเว้นภาคเกษตร โดยอุปสงค์ภายในประเทศชะลอลงจากบรรยากาศการบริโภคที่ซบเซาในช่วงไวท์ทูช เช่นเดียวกับจำนวนนักท่องเที่ยวที่ชะลอลงค่อนข้างมาก หลังการปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญและการงดเว้นกิจกรรมบันเทิงในช่วงไวท์ทูช ส่วนการส่งออกพลิกกลับมาหดตัวอีกครั้งในเดือน ต.ค. ส่งผลกดดันต่อการผลิตภาคอุตสาหกรรม อย่างไรก็ดี เราคาดว่าเศรษฐกิจจะสามารถฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วภายในช่วงต้นปีหน้า หลังจากความเชื่อมั่นเริ่มปรับดีขึ้น ส่วนผลผลิตด้านการเกษตรยังคงฟื้นตัวขึ้นตามสภาพอากาศที่เอื้ออำนวย

แผนภาพที่ 49: เศรษฐกิจไทยเดือน ต.ค. ชะลอลงในทุกองค์ประกอบ ยกเว้นภาคเกษตร

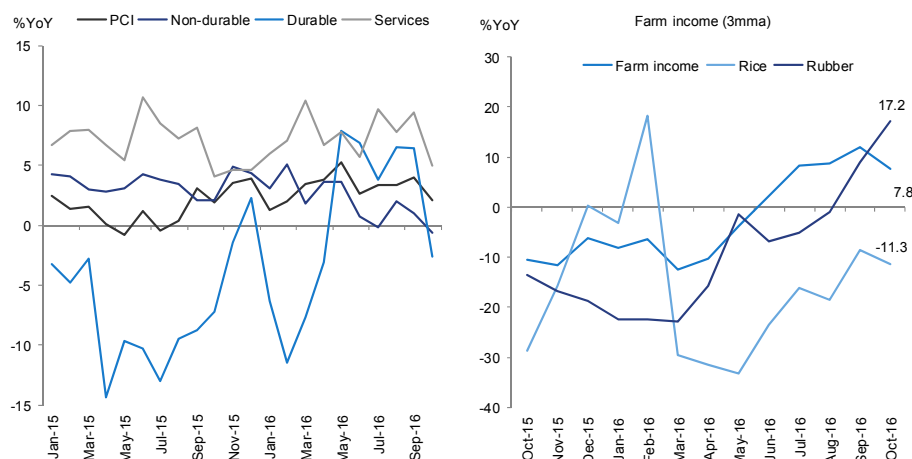


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), Office of Agricultural Economics (OAE), Office of Industrial Economics (OIE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า การบริโภคจะฟื้นตัวภายในไตรมาสแรกปีหน้า

การบริโภคชะลอตัวอย่างรวดเร็วในเดือน ต.ค. โดยเฉพาะกลุ่มสินค้าคงทน และมีแนวโน้มขยายตัวในระดับต่ำในช่วงที่เหลือของปี อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า การบริโภคจะสามารถฟื้นตัวได้ภายในไตรมาสแรกปีหน้า เนื่องจากรายได้ภาคเกษตรยังขยายตัวต่อเนื่อง นำโดยราคายาง รวมถึงมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นที่จะทยอยเบิกจ่ายในไตรมาส 4 ไม่ต่ำกว่า 1.07 แสนล้านบาท ตลอดจนมาตรการกระตุ้นทางภาษีที่หลากหลาย อาทิ มาตรการซื้อช่วยชาติระหว่างวันที่ 14-31 ธ.ค.

แผนภาพที่ 50: การบริโภคมีแนวโน้มชะลอตัวชั่วคราว เนื่องจากรายได้ภาคเกษตรยังขยายตัวต่อเนื่อง



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

แผนภาพที่ 51: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจยังสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงปลายปีต่อเนื่องไปจนถึงไตรมาส 1 ปีหน้า

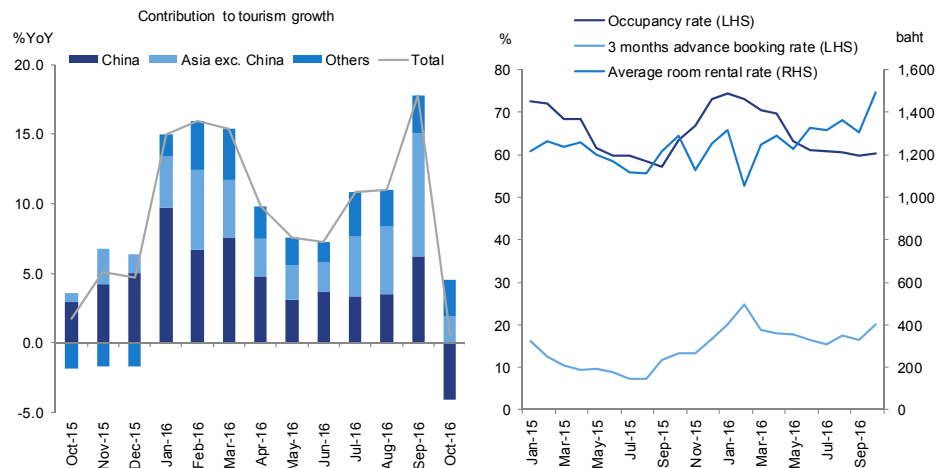
4Q16 Stimulus	Summary	Begin date	End date	Bt, bn
Rice Subsidy	Rice Subsidy during new harvest year 2016-2017	Aug-16	Dec-16	45
Soft Loan	Softloan for loan income earners (<Bt15,000 a month)	Aug-16	Dec-16	20
Front load spending	Front-loaded disbursement and investment in rural area	Oct-16	Dec-16	23
Subsidy for low-incomer	Subsidy for people with annual income < Bt100,000	Nov-16	Dec-16	19
Tourism Incentive (2016)	Bt15,000 PIT deductible on tourism expenditures	Jan-16	Dec-16	-
Tourism Incentive (Dec)	Bt15,000 PIT deductible on tourism expenditures (1-31 Dec)	Dec-16	Dec-16	-
Shopping Incentive	Bt15,000 PIT deductible on consumption expenditures (14-31 Dec)	Dec-16	Dec-16	-
Village fund	Bt250,000-per-village measure for local investment	Nov-16	Jan-17	18
Bam-Pledging Scheme	Bam pledging scheme for harvest year 2016-2017	Nov-16	Feb-17	41
VISA fee waiver	Temporary exemption of Bt1,000 VISA fee	Dec-16	Feb-17	-
Rural investment	Local infra development, focusing on road and water projects	Dec-16	Jun-17	20
Personal income tax reform	Tax rate reduction and allowance increase (Bt30bn estimated tax savings)	Jan-17	-	-
Minimum wage hike	5-10 baht increase in 69 provinces from Bt300 nationwide	Jan-17	-	-
			Total	186

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

ตัวเลขนักท่องเที่ยวชะลอตัว จากกลุ่มนักท่องเที่ยวเอเชีย โดยเฉพาะจีน

ยอดนักท่องเที่ยวเดือน ต.ค. ชะลอตัวค่อนข้างมาก โดยเฉพาะกลุ่มนักท่องเที่ยวชาวจีนและเอเชีย เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการประท้วงประท้วงที่รุนแรงและกรณีการจลาจลที่รุนแรงเป็นเวลา 30 วัน อย่างไรก็ตาม นักท่องเที่ยวจากยุโรป อเมริกา และตะวันออกกลางยังขยายตัวได้ต่อเนื่อง มองไปข้างหน้า เราคาดว่า นักท่องเที่ยวชาวเอเชียจะเริ่มกลับมาท่องเที่ยวอีกครั้งในช่วงปลายปีหลังความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้น โดยเราพบว่ายอดการจองห้องพักล่วงหน้า 3 เดือนและราคาห้องพักเริ่มมีแนวโน้มปรับตัวขึ้น

แผนภาพที่ 52: ที่มาการขยายตัวนักท่องเที่ยว และยอดการจองห้องพักล่วงหน้า 3 เดือน

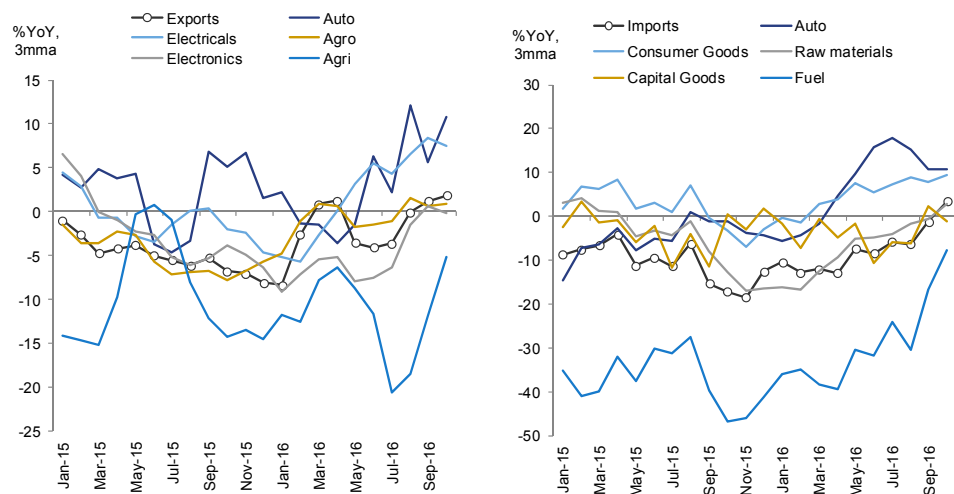


Source: BoT, DoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า การส่งออกจะขยายตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4 ขดเซຍการชะลอตัวของภาคเศรษฐกิจอื่น

การส่งออกพลิกกลับมาขยายตัวในช่วงไตรมาส 3 และมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในทุกกลุ่มสินค้า นำโดยการส่งออกรถยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้า โดยเราคาดว่า การฟื้นตัวของภาคส่งออกจะช่วยชะลอการชะลอตัวของภาคเศรษฐกิจอื่นในช่วงไว้ทุกข์ สำหรับการนำเข้ามีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นเช่นกัน โดยการนำเข้าวัตถุดิบและสินค้าทุนที่ปรับดีขึ้นต่อเนื่องสะท้อนแนวโน้มการส่งออกที่สดใสขึ้นในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 53: ส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในทุกกลุ่มสินค้า สอดคล้องกับแนวโน้มการนำเข้า



Source: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เม็ดเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่จะทยอยเบิกจ่ายในปี 2017 เป็นต้นไป

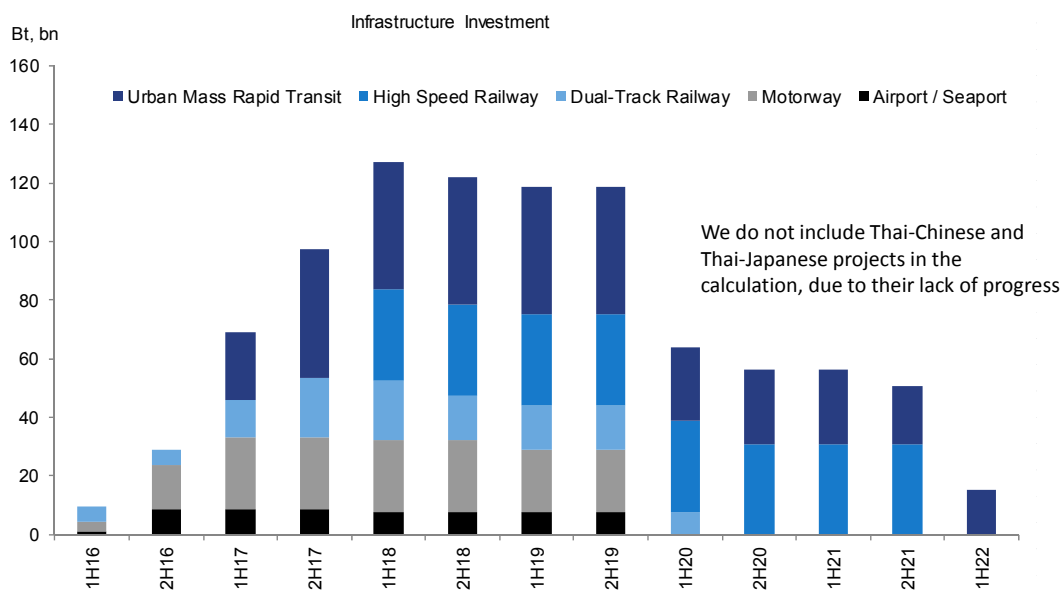
การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานตามแผนการลงทุนปี 2016 (Action Plan 2016) มีความคืบหน้ามากขึ้นในช่วงไตรมาส 4 โดยเฉพาะโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม ชมพู และเหลือง ที่ได้เริ่มดำเนินการประกวดราคาไปแล้วและจะเริ่มก่อสร้างได้ภายในไตรมาส 2 ปี 2017 โดยเราคาดว่าจะมีการเบิกจ่ายเม็ดเงินลงทุนรวม 1.7 แสนล้านบาทในปีหน้า เพิ่มขึ้นจาก 4 หมื่นล้านบาทในปี 2016 นอกจากนี้ เราคาดว่า การลงทุนในโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม ชมพู และเหลือง จะช่วยกระตุ้นการลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ตามแนวรถไฟฟ้าในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 54: 20 โครงการเร่งด่วนปี 2016 (A= ครม. อนุมัติแล้ว, B= อยู่ระหว่างการประกวดราคา, C= อยู่ระหว่างการก่อสร้าง)

20 Priority Projects	Budget (bt, bn)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1H17	Progress
Airport / Seaport	56						
Suvarnabhumi Airport Phase II	52	A	B	B/C	B/C	B/C	Bidding for the remaining contracts (4 out of 7) in 1H17
Terminal A, Laem Chabang	2	B/C	C	C	C	C	42% progress (as of Oct'16), completion in 2017
Single Rail Transfer Operator I, Laem Chabang	2	B	B/C	C	C	C	14% progress (as of Oct'16), completion in 2017
Motorway	160						
Pattaya-Map Ta Phut	20	C	C	C	C	C	12% progress (as of Oct'16), completion in 2020
Bang Pa In--Nakhon Ratchasima	85	B	B	B/C	B/C	C	Bidding for remaining contracts (15 out of 40) in 4Q16
Bang Yai--Ban Pong--Kanchanaburi	56	A	B	B	B	C	Bidding for remaining contracts (16 out of 25) in 4Q16
Dual-track railway	118						
Jira Junction--Khon Kaen	26	C	C	C	C	C	10% progress (as of Oct'16)
Prachuap Khiri Khan--Chumphon	17	A	A	B	B	B/C	E-bidding scheduled in Feb'17
Map Kabao--Jira Junction	30	A	A	A	B	B/C	E-bidding scheduled in Feb'17
Nakhon Pathom--Hua Hin	20	A	A	A	B	B/C	E-bidding scheduled in Feb'17
Lopburi--Pak Nam Pho	25	A	A	A	B	B/C	E-bidding scheduled in Feb'17
Standard-gauge railway	867						
Thai-Chinese: BKK--Nong Khai, Kaeng Koi--Mab Taphut	170	A	A	A	A	A	MoC signed in Dec'16, Phase I construction in 1Q17
Thai-Japanese: Bangkok--Phitsanulok--Chiang Mai	449	A	A	A	A	A	MoC signed in Aug'16
Bangkok--Hua Hin	95	A	A	A	A	B	Bidding expected in 1H17
Bangkok--Rayong	153	A	A	A	A	B/C	Cabinet approval expected in 1Q17 (1Q delay)
Urban Mass Rapid Transit	352						
Orange Line: Thailand Cultural Center--Minburi	92	A	A	A	B	C	Contract signing scheduled in Feb'17
Pink Line: Kae Rai--Minburi	57	A	A	A	B	C	Contract signing scheduled in Apr'17
Yellow Line: Lad Praow--Sam Rong	55	A	A	A	B	C	Contract signing scheduled in Apr'17
Red Line: Bang Sue--Hua Mak, Bang Sue--Hua Lampong	44	A	A	A	B	C	Bidding expected in 1Q17 (1Q delay)
Purple Line: Tao Poon--Ratburana	104	A	A	A	A	B	Cabinet approval in 1Q17 (1Q delay)
Total 20 Priority Projects	1,552						

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

แผนภาพที่ 55: ประมาณการการเบิกจ่ายลงทุนใน 20 โครงการเร่งด่วนปี 2016

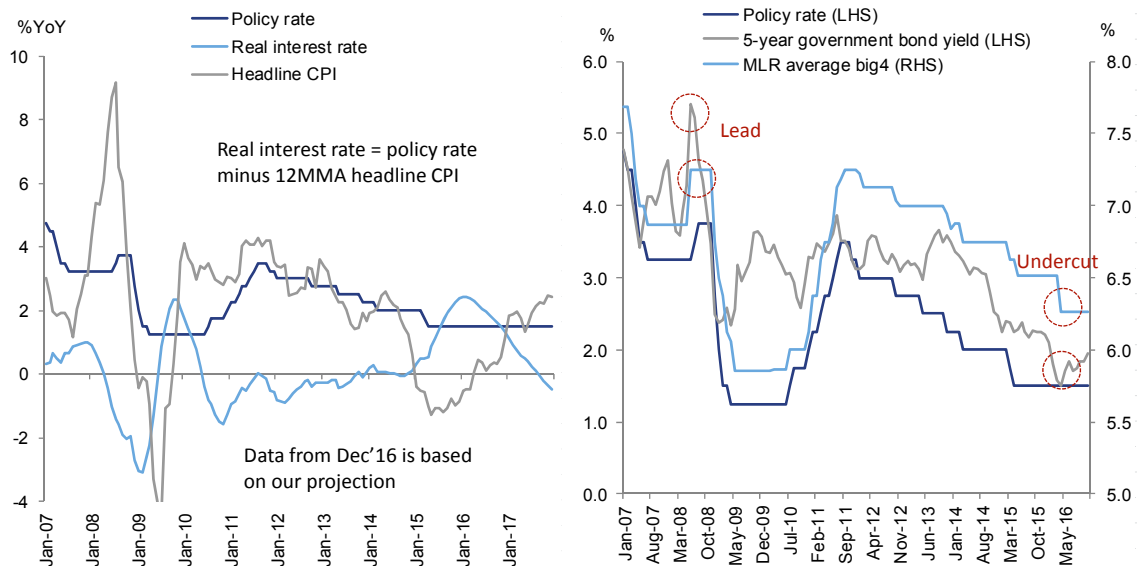


Source: MoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า ธปท. จะเริ่มทยอยปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นหลังการเลือกตั้งในปี 2018

เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะพลิกกลับมาอยู่ในแดนลบในช่วงไตรมาสสุดท้ายปีหน้า ส่งผลกดดันให้ ธปท. เริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เช่นเดียวกับประสบการณ์ในไตรมาส 3 ปี 2008 และไตรมาส 3 ปี 2010 โดยเราคาดว่า ธปท. จะเริ่มทยอยปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2018 หรือภายหลังจากการเลือกตั้งในช่วงปลายปี 2017 เสร็จสิ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าธนาคารพาณิชย์อาจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ก่อน ธปท. เนื่องจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีแนวโน้มปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง และหลังจากธนาคารพาณิชย์ปรับลดดอกเบี้ยเงินกู้ลงก่อน ธปท. ในช่วงไตรมาส 2

แผนภาพที่ 56: คาด ธปท. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2017 และจะทยอยปรับขึ้นในปี 2018



Source: BoT, 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
	แฟชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดิโอลด์สยาม 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	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