



TIPS

JUNE
2016

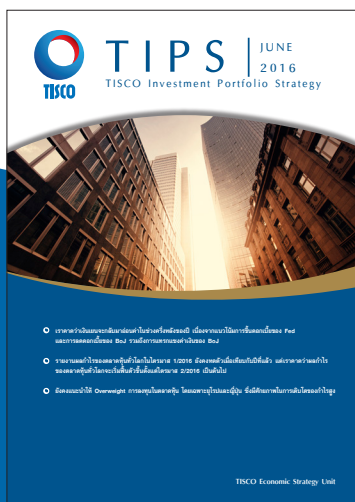
TISCO Investment Portfolio Strategy



- เราคาดว่าเงินเยนจะกลับมาอ่อนค่าในช่วงครึ่งหลังของปี เนื่องจากแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และการลดดอกเบี้ยของ BoJ รวมถึงการแทรกแซงค่าเงินของ BoJ
- รายงานผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกในไตรมาส 1/2016 ยังคงหดตัวเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว แต่เราคาดว่าผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 เป็นต้นไป
- ยังคงแนะนำให้ Overweight การลงทุนในตลาดหุ้น โดยเฉพาะยุโรปและญี่ปุ่น ซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตของกำไรสูง

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Special Topic	7
ตลาดหุ้น	10
ตลาดตราสารหนี้	13
การลงทุนทางเลือก	15
Global Economic Insights	20
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	21
เศรษฐกิจยุโรป	23
เศรษฐกิจจีน	29
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	35
เศรษฐกิจไทย	39



TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล
วรุฒม์ เตชะจินดา
ชานนทร์ บุญนุช

ชาว์รา ผลพิบูลย์
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
แทนไท เสริมศิริมานนท์

ธนาคารกสิกร จำกัด (มหาชน)

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

www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แห่งความจริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นราว 10% ในปีนี้สู่ระดับแข็งค่าสุดนับจาก ต.ค. 2014 ที่ BoJ ประกาศมาตรการ QQE2 ซึ่งสวนทางกับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ และทำให้หลายฝ่ายกังวลว่าตลาดจะสูญเสียความเชื่อมั่นต่อการดำเนินนโยบายของ BoJ เราวิเคราะห์ว่า สาเหตุหลักที่ทำให้ค่าเงินเยนกลับมาแข็งค่าในปีนี้นั้นเนื่องมาจากการชะลอตัวของอัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่น ซึ่งปรับตัวลดลงเร็วกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเงินเยนจะกลับมาอ่อนค่าในช่วงครึ่งหลังของปี เนื่องจากแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และการลดดอกเบี้ยของ BoJ รวมถึงการแทรกแซงค่าเงินของ BoJ ซึ่งจะทำให้แรงกดดันค่าเงินเยนแข็งค่าลดลงในช่วงที่เหลือของปีนี้

ด้านรายงานผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกในไตรมาส 1/2016 ยังถูกกดดันจากการปรับตัวลดลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์และการชะลอตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลก ซึ่งส่งผลให้ผลกำไรหดตัวเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 เป็นต้นไป และยังคงแนะนำให้ Overweight การลงทุนในตลาดหุ้น โดยเฉพาะยุโรปและญี่ปุ่น ซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตของกำไรสูง

ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราคงคำแนะนำ Underweight ในทองคำ และลดน้ำหนักการลงทุนในน้ำมันจาก Neutral เป็น Underweight เนื่องจากมองว่าราคาปรับตัวขึ้นมาเร็วเกินกว่าปัจจัยพื้นฐาน



Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เราคาดว่าเงินเยนจะกลับมาอ่อนค่าในช่วงครึ่งหลังของปี และแนะนำให้ใช้โอกาสในการปรับฐานเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่น
- คงคำแนะนำ Overweight การลงทุนในตลาดหุ้น โดยเฉพาะยุโรปและญี่ปุ่น ซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตของกำไรสูง
- ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราคงคำแนะนำ Underweight ในทองคำ และลดน้ำหนักการลงทุนในน้ำมัน จาก Neutral เป็น Underweight

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,395	0.3%	0.7%	8.2%	0.4%	8.3%	-7.8%
Philippines PCOMP	7,437	6.2%	1.6%	10.3%	9.8%	7.0%	-5.6%
Indonesia JCI	4,762	-1.3%	-1.3%	0.4%	7.2%	3.7%	-8.9%
Singapore STI	2,735	0.2%	-6.5%	3.4%	-6.2%	-5.1%	-21.0%
Malaysia KLCI	1,628	-1.3%	-5.8%	-2.2%	-1.7%	-3.8%	-10.1%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	19,719	-1.9%	-7.5%	3.1%	-10.4%	-10.0%	-29.1%
China H HSCEI	8,301	-2.0%	-9.9%	3.4%	-16.8%	-14.1%	-40.7%
MSCI China	53	-1.7%	-9.2%	4.1%	-12.5%	-10.8%	-34.9%
China CSI300	3,075	-1.8%	-6.0%	1.2%	-18.3%	-17.6%	-33.4%
Taiwan TWSE	8,054	-1.1%	-7.4%	-1.9%	-2.9%	-3.4%	-15.9%
Korea KOSPI	1,964	-0.2%	-2.5%	4.0%	1.1%	0.1%	-6.8%
MSCI Korea	525	-1.0%	-3.4%	3.7%	-0.1%	-0.4%	-7.7%
India SENSEX	25,490	1.0%	-0.5%	9.9%	-1.1%	-2.4%	-6.7%
MSCI India	965	0.9%	-0.6%	9.6%	1.1%	-2.2%	-6.0%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,335	0.3%	3.4%	8.6%	6.6%	0.7%	-7.0%
Japan TOPIX	1,325	1.4%	-2.7%	2.1%	-15.7%	-14.4%	-17.6%
Japan Nikkei 225	16,498	1.7%	-2.1%	2.8%	-14.9%	-13.3%	-16.4%
Europe STOXX600	335	0.9%	-2.4%	4.5%	-9.7%	-8.5%	-15.6%
Euro STOXX50	2,957	0.7%	-3.2%	4.8%	-12.1%	-9.5%	-17.3%
US Dow Jones	17,535	-1.2%	-2.0%	8.3%	0.3%	0.6%	-4.0%
US S&P500	2,047	-0.5%	-1.6%	8.0%	-0.3%	0.1%	-3.6%
MSCI US REITs	1,163	-1.6%	0.9%	14.7%	9.8%	5.6%	4.6%
J-REITs	1,920	-0.4%	1.4%	5.3%	11.8%	9.9%	3.7%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,139	0.2%	-3.2%	4.7%	-0.1%	-1.7%	-11.8%
Germany DAX	9,953	0.8%	-1.0%	9.0%	-7.1%	-7.4%	-13.1%
France CAC 40	4,320	0.4%	-3.9%	5.1%	-10.1%	-6.8%	-13.5%
Switzerland SMI	7,926	2.5%	-1.1%	1.4%	-9.2%	-10.1%	-13.0%
Portugal PSI 20	4,890	-2.0%	-2.6%	5.6%	-6.0%	-8.0%	-20.1%
Spain IBEX 35	8,722	0.2%	-1.5%	7.2%	-13.9%	-8.6%	-22.9%
Italy FTSE MIB	17,729	-0.6%	-2.9%	4.6%	-18.7%	-17.2%	-24.5%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	51,804	0.2%	-2.7%	26.5%	10.6%	19.5%	-9.5%
Chile IPSA	4,003	0.0%	1.0%	7.8%	6.5%	8.8%	-2.6%
Mexico MEXBO	45,402	0.4%	-0.3%	5.3%	4.1%	5.6%	0.2%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	398	-1.2%	-5.8%	6.5%	-1.6%	-3.3%	-21.9%
MSCI Latin America	2,158	0.0%	-2.9%	26.1%	9.2%	17.9%	-22.0%
MSCI All Country World	394	-0.4%	-2.5%	7.7%	-1.9%	-1.4%	-11.0%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	46.27	6.5%	14.6%	59.3%	10.9%	24.9%	-22.5%
Brent Spot	47.88	9.7%	11.1%	48.8%	7.5%	28.4%	-28.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	1.61	1.42	-1.13	-1.53	-1.21	1.37	-5.51
Gold Spot	1274.95	0.7%	3.5%	5.5%	17.5%	20.0%	3.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1814.72	1.2%	2.8%	14.0%	20.4%	24.2%	12.2%
DB Agriculture index (USD)	90.84	-2.1%	0.2%	0.5%	-4.2%	-1.9%	-10.6%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	274.77	-0.2%	-0.6%	3.9%	7.6%	6.7%	10.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	194.27	0.0%	-0.1%	0.4%	1.0%	0.8%	2.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	272.34	-0.1%	-0.2%	1.0%	3.7%	2.8%	5.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	355.34	-0.1%	-0.4%	2.6%	7.7%	6.1%	10.4%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	231.14	-0.1%	-0.2%	1.2%	3.8%	2.9%	5.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.38	0	2	-3	-12	-12	-15
2Y	1.43	2	8	-5	-13	-14	-18
5Y	1.58	-1	8	-20	-67	-58	-74
10Y	1.83	0	11	-23	-86	-68	-104
Spread 10Y-2Y	40	-2	3	-19	-73	-54	-86
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	1.70	-5	-5	-7	-57	-57	-44
Japan 10Y	(0.11)	-1	1	-14	-41	-37	-51
German 10Y	0.12	-2	0	-14	-43	-51	-60
Spain 10Y	1.60	1	14	-14	-19	-17	-28
Italy 10Y	1.47	-2	18	-18	-9	-12	-42
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	15.04	0.3	1.4	-9.1	-3.1	-3.2	2.7
Dollar index	94.62	0.5%	-0.1%	-2.3%	-4.9%	-4.1%	1.6%
USD/THB	35.45	0.6%	1.3%	-0.6%	-1.4%	-1.6%	6.1%
EUR/USD	1.13	-0.7%	-0.1%	1.5%	5.8%	4.1%	-0.4%
USD/JPY	108.73	0.3%	-0.1%	-4.5%	-11.7%	-9.5%	-9.3%
USD/CNY	6.53	0.6%	0.8%	0.6%	2.5%	0.6%	5.3%
USD/CNH	6.56	0.3%	1.2%	0.6%	2.5%	-0.1%	5.7%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 5/16/2016

7:06:15 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- เราคาดว่า ธปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยที่ 1.5% ตลอดปีนี้ - Fed อาจเริ่มส่งสัญญาณการขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมกลางปีนี้ ซึ่งจะส่งผลลบต่อราคาพันธบัตรไทย - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ก่อนหน้าการประชุม Fed ในวันที่ 14-15 มิ.ย. - Valuation ลดลงตามการปรับฐานของตลาด - คงคำแนะนำเป็น Neutral
ตลาดหุ้นไทย				- Valuation ลดลงตามการปรับฐานของตลาด - เงินทุนกลับมาเข้า EM หลังดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีจากการกระตุ้นของภาครัฐ และการอัดฉีดสภาพคล่อง - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด เนื่องจากภาคการส่งออกที่ยังอ่อนแอ - Valuation ยังถูกเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในโลก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอาเซียน				- Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภูมิภาค - ค่าเงินมีความเสี่ยงอ่อนค่า - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- มีความคาดหวังจากตลาดว่า BoJ จะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจัดปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				- มีความคาดหวังจากตลาดว่า ECB จะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - Valuation ของตลาดหุ้นยังดูน่าสนใจ - คงคำแนะนำ Overweight โดยเน้นลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมนี
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- เงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าก่อนการประชุม Fed เดือน มิ.ย. ซึ่งจะกดดันราคาทองคำ - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน				- OPEC มีแนวโน้มผลิตน้ำมันเพิ่มมากขึ้น และการประชุมต้นเดือน มิ.ย. คาดว่าจะไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายการผลิตน้ำมัน - ปัจจัยบวกจากไฟฟ้าในแคนาดาที่กระทบการผลิตน้ำมันหมดไป - ลดน้ำหนักการลงทุนเป็น Underweight
US REITs				- ตลาดปรับฐานและสะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ 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: เจาะลึกแนวโน้มค่าเงินเยน

สาเหตุหลักที่ทำให้ค่าเงินเยนกลับมาแข็งค่าในปีนี้นั้นเนื่องมาจากการชะลอตัวของอัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่น ซึ่งส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามเราก็คาดว่าเงินเยนจะกลับมาอ่อนค่าในช่วงครึ่งหลังของปี เนื่องจากแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และการลดดอกเบี้ยของ BoJ และการแทรกแซงค่าเงินของ BoJ เรายังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น และแนะนำให้ใช้โอกาสในการปรับฐานเข้าลงทุน

ค่าเงินเยนกลับมาแข็งค่าสุดนับจากการประกาศ QQE2 ในเดือน ต.ค. 2014...

นับตั้งแต่ต้นปีค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นราว 10% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ สู่ระดับแข็งค่าสุดในปีนี้ที่ราว 106 เยน ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นระดับแข็งค่าสุดนับจากช่วงเดือน ต.ค. 2014 ที่ BoJ ประกาศขยายวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ในมาตรการ QQE2

แผนภาพที่ 1: ค่าเงินเยนกลับมาแข็งค่าสุดนับจากการประกาศ QQE2 ในเดือน ต.ค. 2014



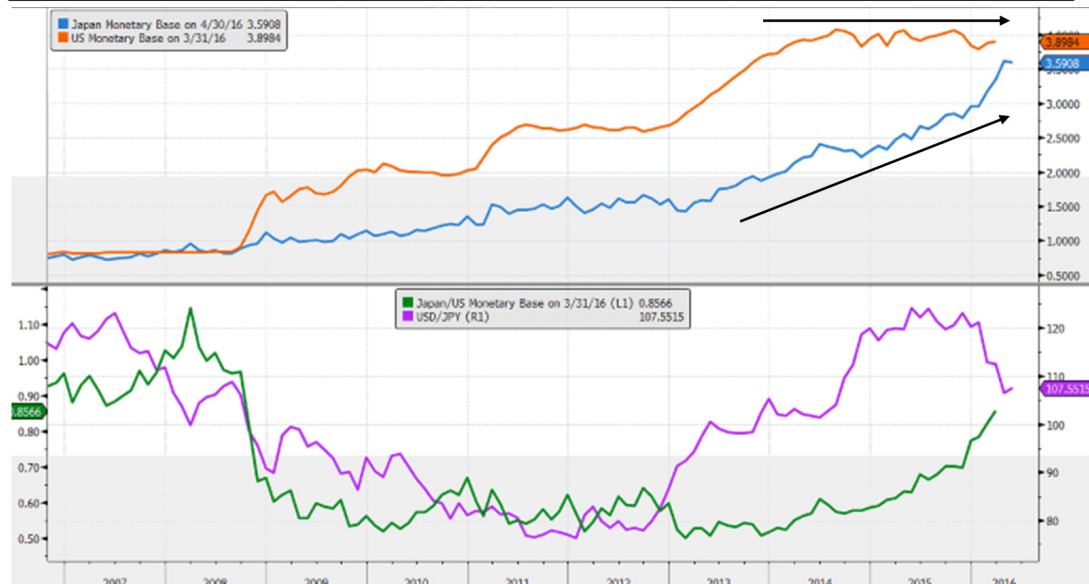
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

...สวนทางกับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่

การกลับมาแข็งค่าของเงินเยนในปีนี้นั้นสวนทางกับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ที่คาดว่าเงินเยนจะอ่อนค่าลงต่อในปีนี้ เนื่องจากนโยบายของ BoJ ซึ่งยังคงมุ่งขยายฐานเงินผ่านการซื้อสินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง และเริ่มประกาศใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบในวันที่ 29 ม.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งทำให้หลายฝ่ายกังวลว่าตลาดจะสูญเสียความเชื่อมั่นต่อการดำเนินนโยบายของ BoJ ในอนาคต

แผนภาพที่ 2: เงินเยนแข็งค่าขึ้นในปีที่ผ่านมาแม้ฐานเงินในญี่ปุ่นจะเพิ่มขึ้นตามนโยบายการเข้าซื้อสินทรัพย์ของ BoJ ในขณะที่ฐานเงินในสหรัฐฯ ทรงตัวหลังจาก Fed ยุติการทำ QE ไปในเดือน ต.ค. 2014

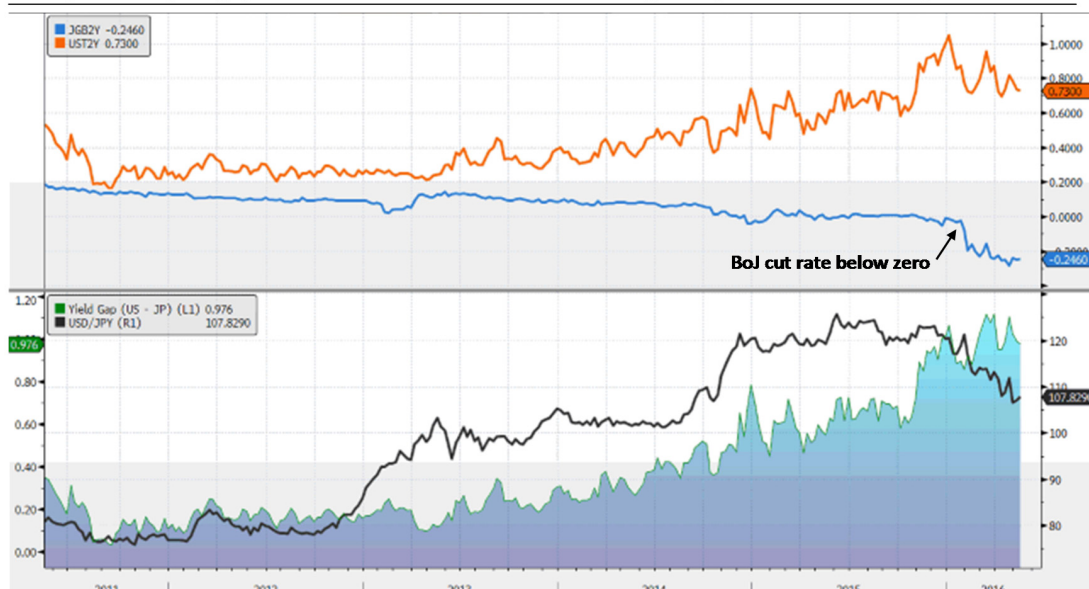
JPY appreciated against USD despite rising monetary base amid BoJ's QQE program



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 3: เงินเยนแข็งค่าขึ้นแม้ BoJ จะประกาศใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบในวันที่ 29 ม.ค.

US-Japan bond yield gap widened as BoJ cut rates at Jan meeting - but yen continued to rally



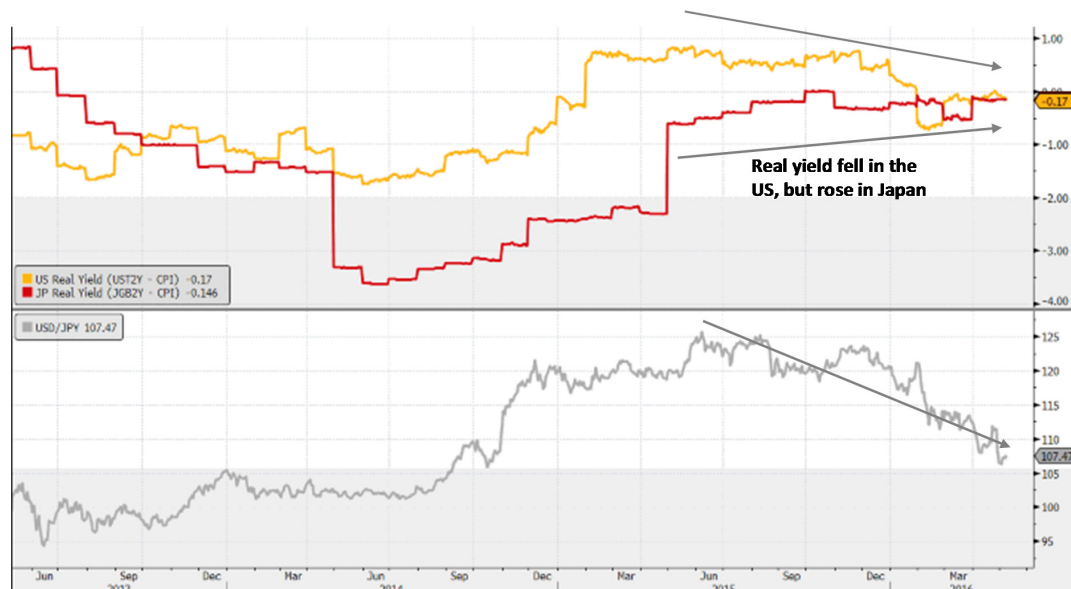
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Real Yield ในญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นและเป็นสาเหตุหลักให้เงินเยนแข็งค่า

เราวิเคราะห์ว่าสาเหตุหลักที่ทำให้ค่าเงินเยนกลับมาแข็งค่าในปีนี้นั้น เนื่องมาจากการชะลอตัวของอัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่น ซึ่งปรับตัวลดลงเร็ว (จาก 0.5% ในช่วงกลางปีที่แล้ว เป็น -0.1% ในปัจจุบัน) กว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Bond Yield) (จาก 0% เป็น -0.18%) และส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Yield = Nominal Bond Yield – Inflation) ในญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งสวนทางกับในสหรัฐฯ ซึ่งอัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น (จาก 0% เป็น 0.9%) และทำให้ Real Yield ในสหรัฐฯ ลดลง

แผนภาพที่ 4: Real yield ในญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นและเป็นสาเหตุให้เงินเยนแข็งค่า

	Japan			US		
	Mar'16	May'15	Chg.	Mar'16	May'15	Chg.
2Y Bond Yld %	-0.18	0.00	-0.19	0.72	0.61	0.12
CPI %YoY	-0.1	0.5	-0.6	0.9	0.0	0.9
Real Yield	-0.08	-0.50	0.41	-0.18	0.61	-0.78



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

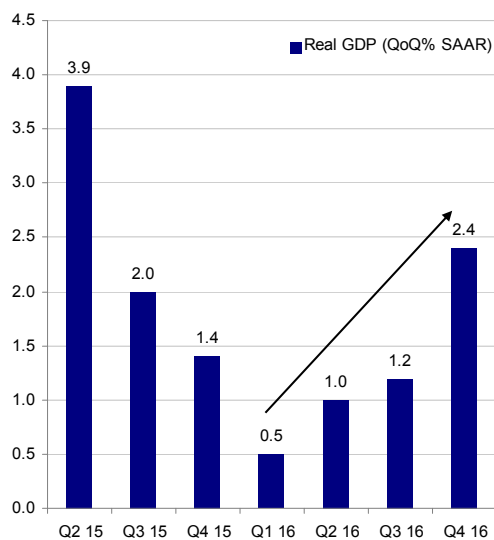
เราคาดว่าเงินเยนจะกลับมาอ่อนค่าในช่วงครึ่งหลังของปี เนื่องจากปัจจัยดังต่อไปนี้

1. การขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้
2. การส่งสัญญาณของ Fed ในการประชุมวันที่ 14-15 มิ.ย. ซึ่งน่าจะย้ำถึงความเป็นไปได้ในการขึ้นดอกเบี้ยในปี
3. การลดดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมจาก BoJ ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงไตรมาส 3 และ
4. การแทรกแซงค่าเงินของ BoJ

ปัจจัยดังที่กล่าวมานี้ น่าจะส่งผลให้ Real Yield ในสหรัฐฯ มีแนวโน้มกลับมาเพิ่มขึ้น และ Real Yield ในญี่ปุ่นลดลง และทำให้ค่าเงินเยนมีแนวโน้มกลับมาอ่อนค่าลงในช่วงที่เหลือของปีนี้ 🕒

แผนภาพที่ 5: GDP สหรัฐฯ จะเร่งตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี และ Fed จะส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยมากขึ้น

US GDP growth like to improve in 2H as drag from inventory destocking fades



Fed will likely strike a more hawkish tone in June to reestablish rate hike expectation



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

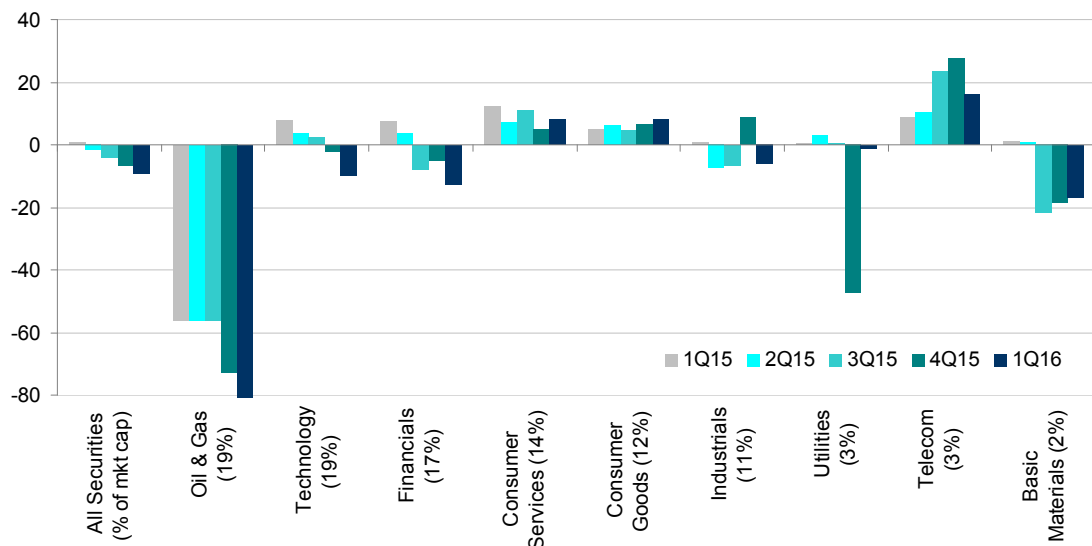
ตลาดหุ้น

ผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกยังถูกกดดันจากการปรับตัวลดลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และการชะลอตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลก ซึ่งส่งผลให้ผลกำไรหดตัวเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว อย่างไรก็ตามเราคาดว่าผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 เป็นต้นไป และยังคงแนะนำให้ Overweight การลงทุนในตลาดหุ้น โดยเฉพาะยุโรปและญี่ปุ่นซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตของกำไรสูง

ผลกำไรหดตัวติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 4...

ผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกยังถูกกดดันจากการปรับตัวลดลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และการชะลอตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลก ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยแผนภาพด้านล่างแสดงถึงผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ซึ่งหดตัว 6.3% YoY ในไตรมาสล่าสุด และนับเป็นการหดตัวติดต่อกันนับตั้งแต่ไตรมาส 2/2015 โดยหากพิจารณาตามกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มที่กำไรมีการหดตัวมากที่สุดได้แก่กลุ่มที่มีธุรกิจเกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น กลุ่มพลังงานและกลุ่มวัตถุดิบ (Basic Materials) ซึ่งกำไรหดตัว 108% และ 17% ตามลำดับ ส่วนกลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) ผลกำไรลดลง 13% ตามความผันผวนของตลาดการเงินซึ่งส่งผลกระทบต่อกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ ในขณะที่กำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการบริโภค เช่น Consumer Service (+8.3%) และ Consumer Goods (+8.5%) ยังคงขยายตัวได้ดี

แผนภาพที่ 6: ผลกำไรของดัชนี S&P500 หดตัวติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 4



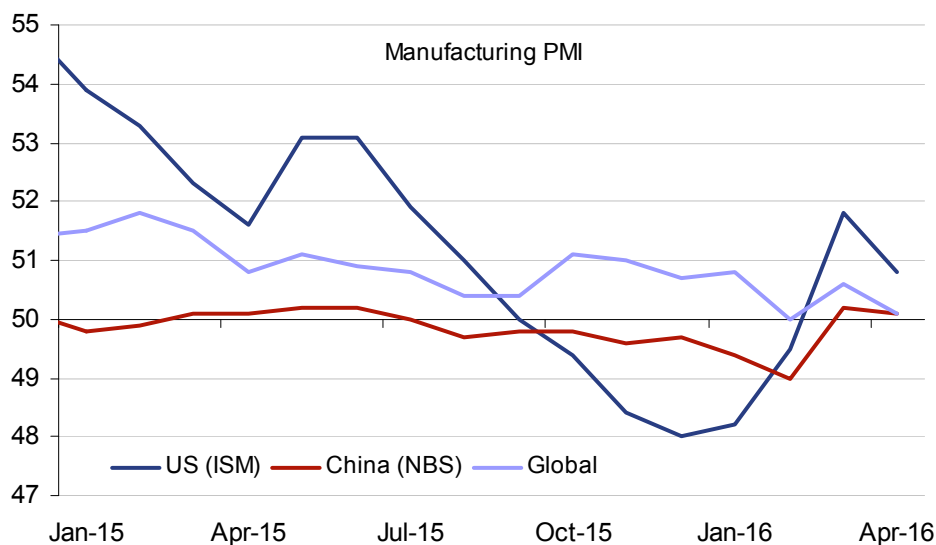
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

...แต่น่าจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 เป็นต้นไป

เราคาดว่าผลกำไรของตลาดหุ้นทั่วโลกน่าจะทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 1/2016 และเริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/2016 เป็นต้นไป เนื่องจาก

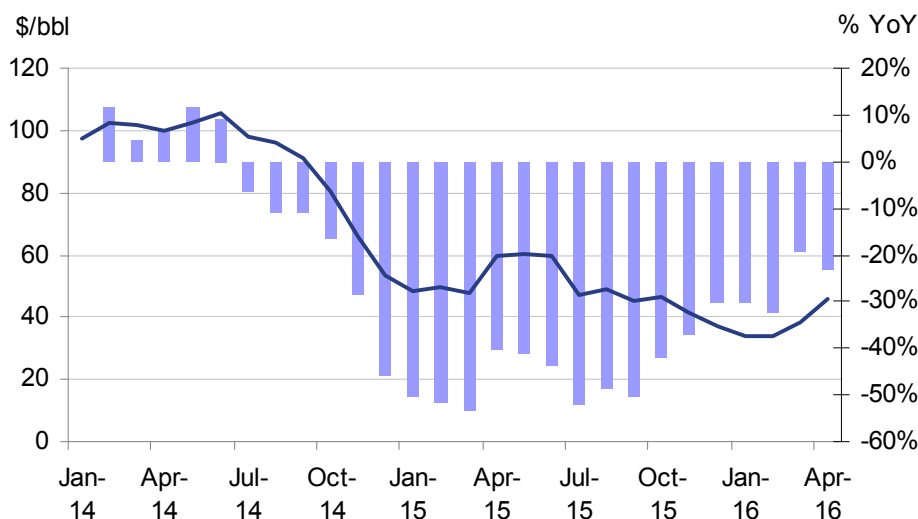
1. การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งเห็นได้จากดัชนี Manufacturing PMI ของจีนและสหรัฐฯ ซึ่งฟื้นตัวขึ้นจากระดับต่ำสุดในไตรมาส 1

แผนภาพที่ 7: ดัชนี Manufacturing PMI ของจีนและสหรัฐฯ ซึ่งฟื้นตัวขึ้น



2. การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน ซึ่งราคาเพิ่มขึ้นกว่า 50% จากจุดต่ำสุดในเดือน ก.พ.

แผนภาพที่ 8: ราคาน้ำมันดิบ WTI ฟื้นตัวขึ้น



3. ความผันผวนในตลาดการเงินที่ลดลง ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันต่อกำไรของกลุ่มธุรกิจการเงิน

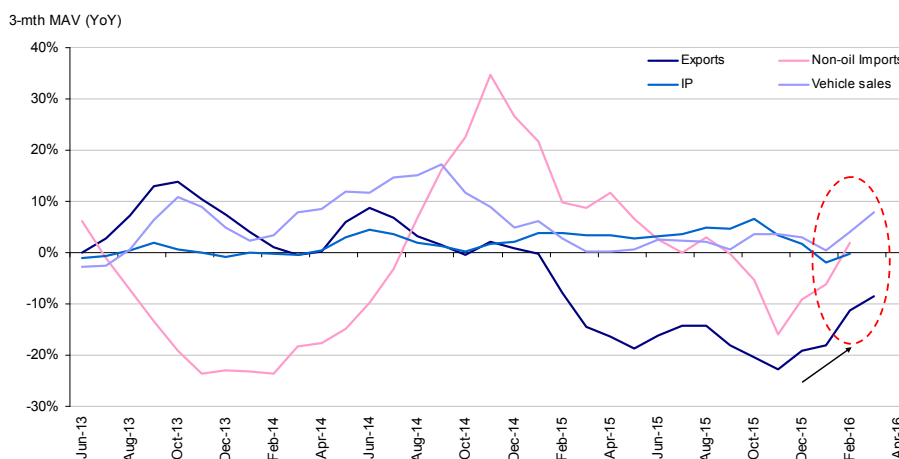
เราคาดว่าผลกำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ รวมถึงตลาดอื่นๆ ในโลกจะสามารถพลิกกลับมาขยายตัวได้ในช่วงที่เหลือของปีนี้ และยังคงแนะนำให้ Overweight การลงทุนในตลาดหุ้น โดยเฉพาะยุโรปและญี่ปุ่น ซึ่งมีศักยภาพในการเติบโตของกำไรสูง

ตลาดหุ้นอินเดีย

ดัชนีชี้้นำการเติบโตปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1

ดัชนีชี้้นำการเติบโตของอินเดีย ได้แก่ การนำเข้า ส่งออก ยอดขายรถยนต์ และผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production หรือ IP) เริ่มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1 และชี้ว่า กิจกรรมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นจากที่ชะลอตัวลงในปีที่แล้ว ทำให้เราคาดว่าเศรษฐกิจอินเดียจะยังคงเติบโตต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 9: ดัชนีชี้้นำการเติบโตของอินเดียปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1 ที่ผ่านมา

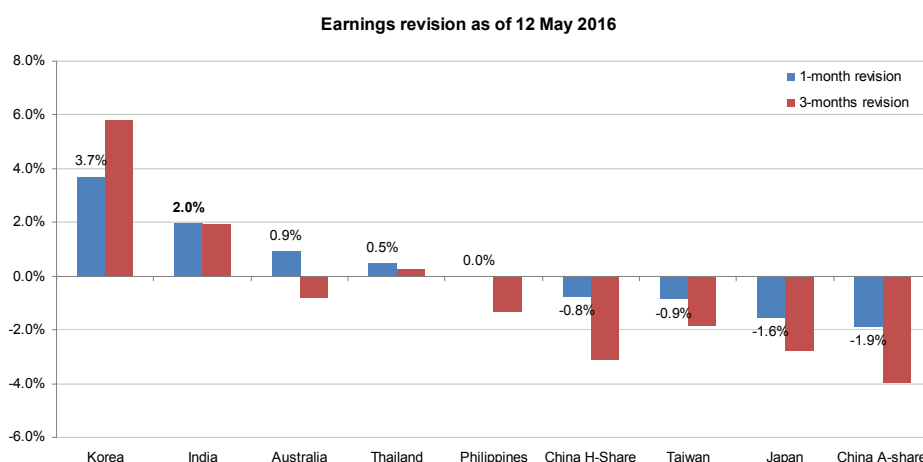


Source: CEIC and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นักวิเคราะห์ปรับประมาณการณั้ผลกำไรตลาดหุ้นอินเดียเพิ่มขึ้น

ตลาดหุ้นอินเดียยังคงมีความน่าสนใจในแง่อัตราการทำกำไรที่ดี โดยในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา Bloomberg ได้ปรับประมาณการณั้ผลกำไรของตลาดหุ้น SENSEX ของอินเดียขึ้นราว 2% เป็นรองเพียงตลาดหุ้นเกาหลีเท่านั้น ในขณะที่เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดเอเชียส่วนมาก ถูกปรับลดประมาณการณั้ผลกำไรลง

แผนภาพที่ 10: ตลาดหุ้นอินเดียถูกปรับประมาณการณั้ผลกำไรขึ้น เป็นรองเพียงแค่ตลาดหุ้นเกาหลี



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

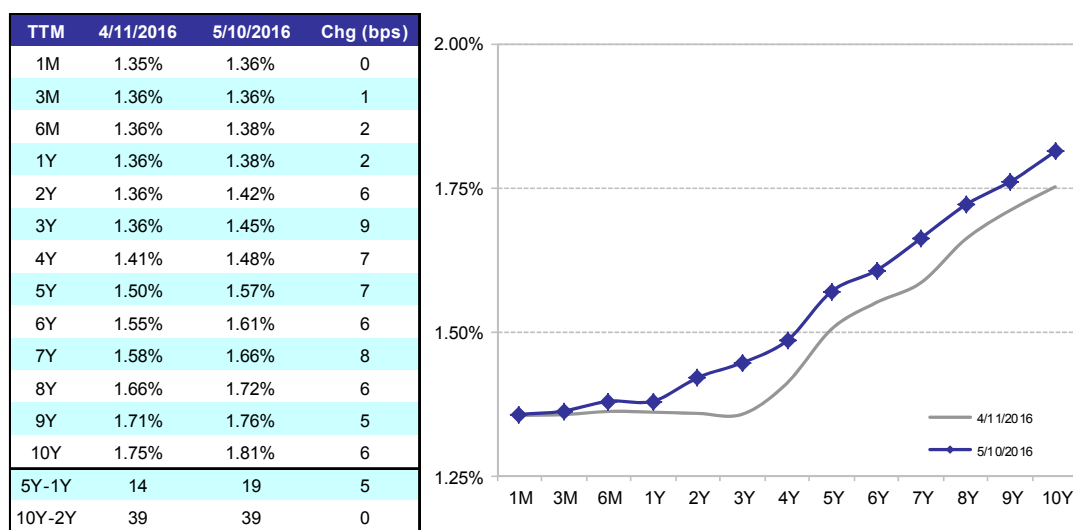
ตลาดตราสารหนี้

เรายังคง Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจากเรามองว่า พันธบัตรรัฐบาลไทยมีความเสี่ยงที่จะเผชิญเงินทุนไหลออกก่อนหน้าการประชุม Fed เดือน มิ.ย. ตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่จะกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในพันธบัตร

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกช่วงอายุ

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกช่วงอายุเทียบกับเดือนก่อน โดยพันธบัตรอายุสั้นกว่า 2 ปี เพิ่มขึ้นเล็กน้อยราว 1-2 bps และพันธบัตรอายุมากกว่า 2 ปี เพิ่มขึ้นราว 5-9 bps ขณะที่ความชันของเส้นผลตอบแทนระยะ 2 และ 10 ปีไม่เปลี่ยนแปลง ทั้งนี้เราคาดว่าเกิดจากการที่นักลงทุนหันเข้าหาสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้น เห็นได้จากตลาดหุ้นและราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนที่ผ่านมา ทำให้นักลงทุนเทขายพันธบัตร ส่งผลให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวสูงขึ้น

แผนภาพที่ 11: Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกช่วงอายุ

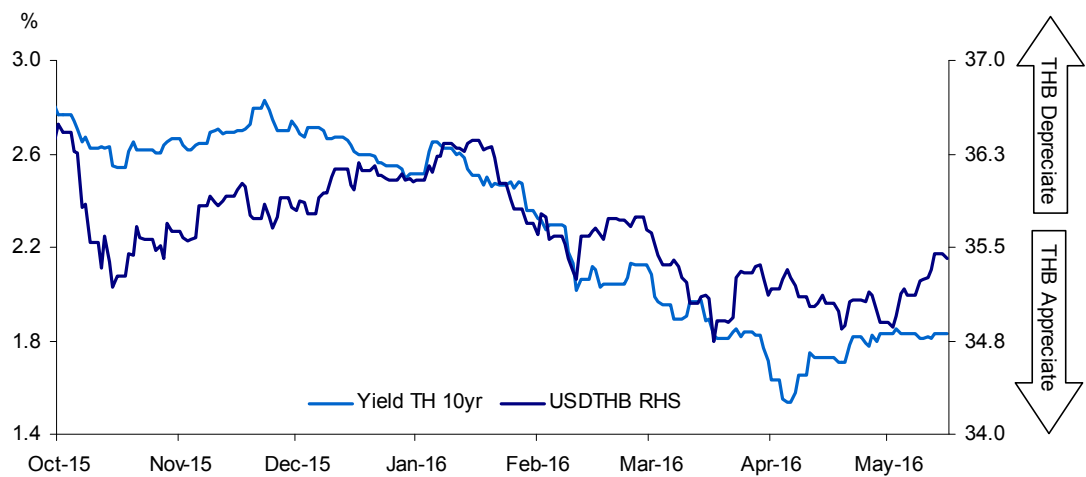


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงมองว่า มีความเสี่ยงที่เงินทุนจะไหลออกจากพันธบัตรไทย ก่อนหน้าการประชุม Fed เดือน มิ.ย. ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในพันธบัตร

เรายังคงมุมมองว่า ตลาดจะกลับมาคาดการณ์เกี่ยวกับการขึ้นดอกเบี้ยก่อนหน้าการประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ในวันที่ 14-15 มิ.ย. และมีแนวโน้มที่จะทำให้เงินทุนไหลออกจากตลาดพันธบัตรไทย ตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าและเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่จะค่อยๆ ฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปี (ดูรายละเอียดในส่วนสหรัฐฯ) ซึ่งจะทำให้พันธบัตรรัฐบาลไทยเจอแรงเทขายและราคาพันธบัตรปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 12: ตลาดจะกลับมาคาดการณ์เกี่ยวกับการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในการประชุมเดือน มิ.ย. ซึ่งทำให้มีความเสี่ยงที่เงินทุนจะไหลออกจากตลาดพันธบัตรไทย (Yield ปรับตัวสูงขึ้น)



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ เนื่องจากทองคำจะได้รับแรงกดดันจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าก่อนการประชุม Fed เดือน มิ.ย. และปรับคำแนะนำเป็น Underweight น้ำมัน โดยเรามองว่า น้ำมันจะได้รับแรงกดดันมากขึ้นเช่นกันจากอุปทานน้ำมันที่เพิ่มขึ้น การประชุม OPEC ที่คาดว่าจะไม่เปลี่ยนนโยบายการผลิตน้ำมัน และผลบวกต่อราคาน้ำมันจากไฟฟ้าในแคนาดาหมดไป

ทองคำ

เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ โดยเรามองว่า ทองคำจะได้รับแรงกดดันจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มแข็งค่าก่อนการประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ กลางเดือน มิ.ย.

ทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการคาดการณ์ว่า Fed จะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยปีนี้

ในช่วงที่ผ่านมา ราคาทองคำเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง จาก 1,216 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ณ ต้นเดือน เม.ย. สู่ระดับ 1,293 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในปลายเดือน เม.ย. ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 15 เดือน หรือเพิ่มขึ้นราว 6% เนื่องจากตลาดคาดการณ์ว่า Fed จะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ รวมทั้งความกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก

แผนภาพที่ 13: ทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 15 เดือน จากคาดการณ์ว่า Fed จะชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีนี้ออกไป

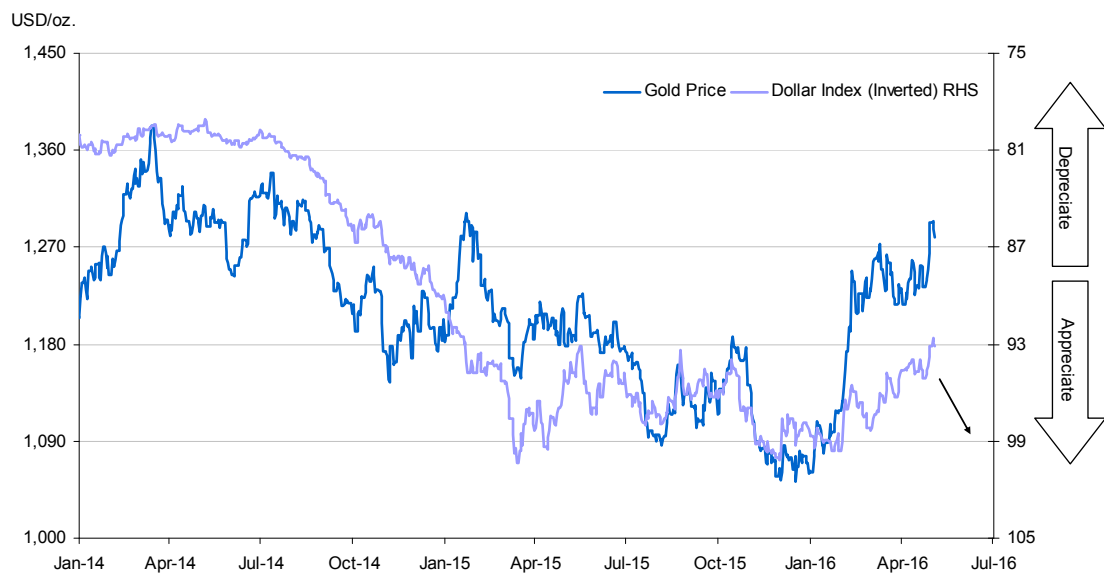


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ตาม เงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าก่อนหน้าการประชุม Fed เดือน มิ.ย. และจะกดดันราคาทองคำให้ปรับตัวลดลง

เรามองว่า ทองคำจะได้รับปัจจัยลบจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่จะกลับมาแข็งค่าก่อนหน้าการประชุม Fed ในวันที่ 14-15 มิ.ย. นี้ หากข้อมูลทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ออกมาดีกว่าคาด ซึ่งจะทำให้สินค้าโภคภัณฑ์ต่างๆ รวมถึงทองคำ ที่ซื้อขายกันในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับตัวลดลง เราจึงคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ จากปัจจัยดังกล่าว

แผนภาพที่ 14: เรา มองว่า เงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นก่อนหน้าการประชุม Fed กลางเดือน มิ.ย. ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาทองคำ



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

น้ำมัน

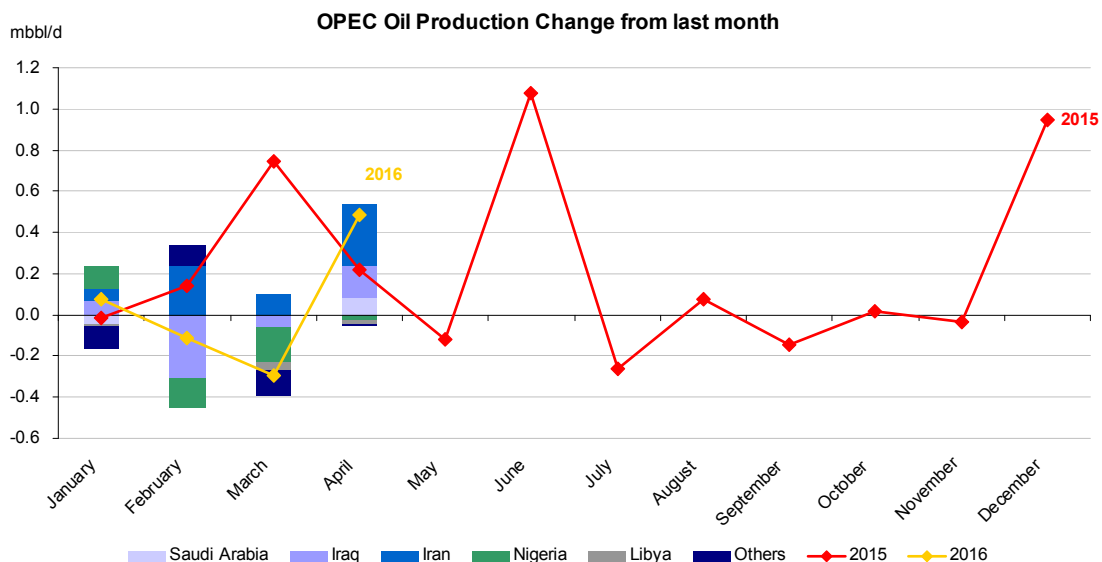
เราปรับคำแนะนำเป็น Underweight น้ำมัน โดยเรามองว่า ราคาน้ำมันจะถูกกดดันจาก 3 ปัจจัย ได้แก่ 1. ปริมาณการผลิตน้ำมันจากกลุ่ม OPEC ที่เพิ่มสูงขึ้น 2. การประชุม OPEC ต้นเดือน มิ.ย. คาดว่าจะไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายการผลิตน้ำมัน และ 3. ปัจจัยบวกจากไฟฟ้าที่กระทบการผลิตน้ำมันในแคนาดาหมดไป

ผู้ผลิตน้ำมัน OPEC กลับมาผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นในเดือน เม.ย. และมีแนวโน้มที่ปริมาณน้ำมันจะเพิ่มขึ้นจนถึงกลางปี

ผู้ผลิตน้ำมัน OPEC เริ่มกลับมาผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นอีกครั้ง ในเดือน เม.ย. หลังการประชุมระหว่าง OPEC และ รัสเซีย ที่กรุง Doha ในวันที่ 17 เม.ย. ไม่สามารถหาข้อตกลงเพื่อคงระดับการผลิตน้ำมันได้ โดยน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เกิดจากอิหร่านที่ผลิตน้ำมันเพิ่มต่อเนื่องนับตั้งแต่มาตรการคว่ำบาตรยุคกลางเดือน ม.ค. ซึ่งนับตั้งแต่ต้นปีอิหร่านผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นมาแล้วราว 7 แสนบาร์เรลต่อวัน เป็น 3.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน นอกจากนี้ ประเทศใน OPEC อื่นๆ ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย และอิรัก ซึ่งผลิตน้ำมันลดลงในเดือน มี.ค. ก็กลับมาผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ หากเทียบกับการเปลี่ยนแปลงการผลิตน้ำมันของ OPEC เมื่อปีที่แล้ว จะเห็นว่า OPEC มีแนวโน้มที่จะผลิตน้ำมันเพิ่มสูงสุดในเดือน มิ.ย. นี้ ซึ่งทำให้เราเชื่อว่า ปริมาณน้ำมันที่เพิ่มขึ้นจะกดดันราคาน้ำมันดิบในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 15: OPEC กลับมาผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นในเดือน เม.ย. และมีแนวโน้มที่จะผลิตเพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงกลางปี



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

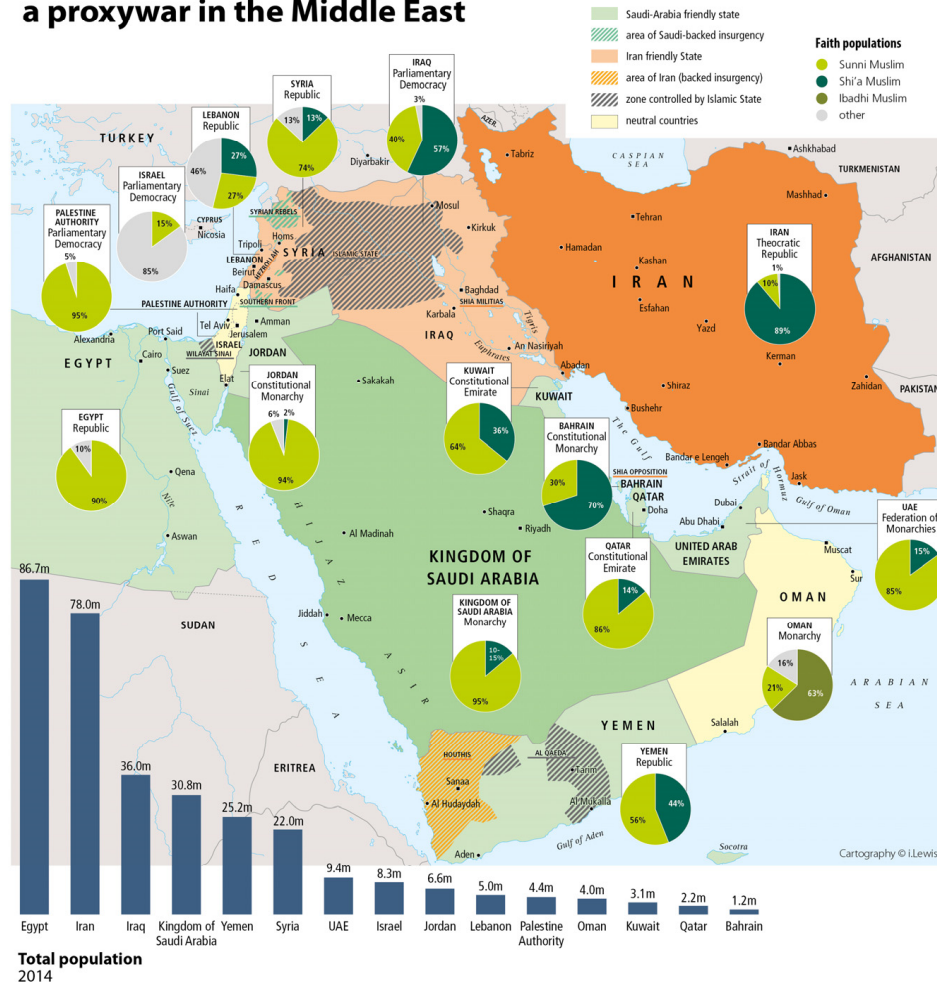
เราคาดว่า การประชุม OPEC วันที่ 2 มิ.ย. จะไม่มีการเปลี่ยนนโยบายการผลิตน้ำมันของกลุ่ม

เราคาดว่า การประชุม OPEC จะไม่มีการเปลี่ยนนโยบายการผลิตน้ำมันของกลุ่ม เนื่องจาก 2 ประเทศหลัก ได้แก่ อิหร่านกับซาอุดีอาระเบียยังมีความขัดแย้งทางการเมืองระหว่างกัน ได้แก่ การทำสงครามตัวแทน (Proxy War) ทั้งในซีเรีย และเยเมน รวมทั้ง อิหร่านเองยังคงยืนยันการที่จะผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดที่เสียไปจากการคว่ำบาตร ทำให้มีโอกาสที่การประชุมเกี่ยวกับการกำหนดระดับการผลิตจะล้มเหลว และเป็นอีกปัจจัยที่อาจกดดันให้ราคาน้ำมันลดลง

แผนภาพที่ 16: ซาอุดีอาระเบียและอิหร่านยังคงมีปัญหาเกี่ยวกับสงครามตัวแทน ทำให้การร่วมมือกันเพื่อกำหนดระดับการผลิตน้ำมันเป็นไปได้ยาก

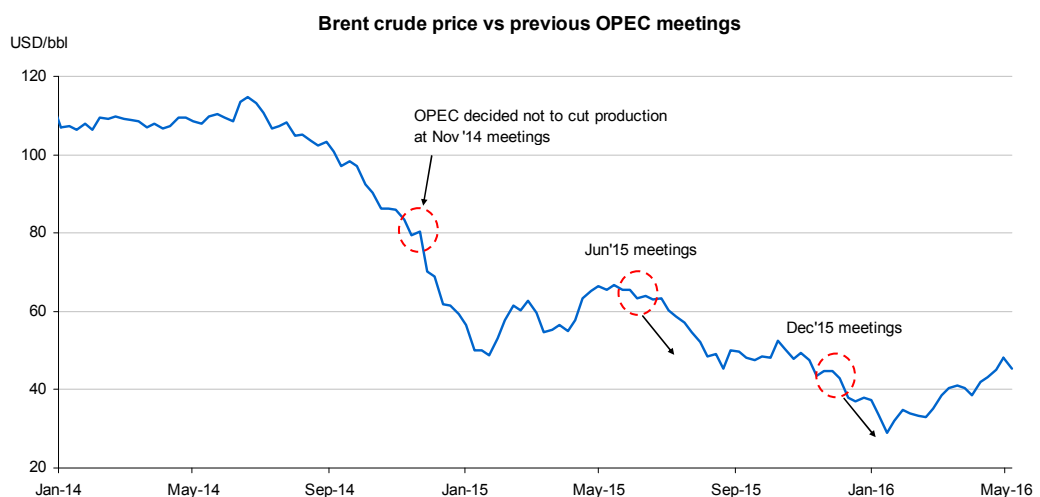
The Maghreb and Orient Courier

Kingdom of Saudi Arabia vs Islamic Republic of Iran : a proxywar in the Middle East



Source: Agathocledesyracuse.com

แผนภาพที่ 17: ราคาน้ำมันดิบ Brent ปรับตัวลดลงหลังการประชุม 3 ครั้งที่ผ่านมา



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปัจจัยบวกจากไฟป่าที่กระทบต่อการผลิตน้ำมันในแคนาดาเริ่มหมดไป

เมื่อวันที่ 1 พ.ค. ไฟป่าได้ลุกลามเข้าใกล้เมือง Fort McMurray ซึ่งเป็นเมืองผลิตน้ำมันที่สำคัญในรัฐ Alberta ของแคนาดา ทำให้เกิดมลพิษและต้องอพยพประชาชนออกจากพื้นที่ เหตุการณ์นี้ทำให้บริษัทผลิตน้ำมันในเมืองต้องหยุดการผลิต โดยนักวิเคราะห์คาดว่า ส่งผลให้การผลิตน้ำมันลดลงราว 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน (คิดเป็น 45% ของการผลิตน้ำมันทั้งหมดของแคนาดา ณ เดือน เม.ย. ที่ 3.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน)

อย่างไรก็ตาม ล่าสุดเมื่อกลางเดือน พ.ค. ไฟป่าได้เคลื่อนตัวออกห่างจากเมือง ส่งผลให้ผู้ผลิตน้ำมันในพื้นที่เริ่มกลับเข้าไปผลิตน้ำมันได้แล้ว และทางการคาดว่าปริมาณการผลิตจะเข้าสู่ระดับปกติได้ในไม่ช้า ทำให้เรามองว่าปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมันจากปัจจัยดังกล่าวจะหมดไป

แผนที่ 18: ความเสียหายจากไฟป่าใกล้เมือง Fort McMurray เมื่อต้นเดือน พ.ค.



Source: Globalnews.ca

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น Underweight น้ำมัน

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น Underweight น้ำมัน เนื่องจากเรามองว่า น้ำมันจะได้รับแรงกดดันจากการที่ OPEC กลับมาผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้น, การประชุม OPEC ในเดือน มิ.ย. ที่คาดว่าจะไม่มีการเปลี่ยนนโยบายการผลิตและปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมันจากไฟป่าในแคนาดาหมดไป

Global Economic Insights

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวลงในไตรมาส 1 แต่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในระยะข้างหน้า**
จากการบริโภคที่จะได้รับปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากค่าจ้าง ส่วนภาคการลงทุนจะเริ่มฟื้นตัวจากปริมาณสินค้าคงคลังที่มีแนวโน้มลดลง และการส่งออกอาจกลับมาขยายตัวจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่าในช่วงที่ผ่านมา
- **เศรษฐกิจยุโรปขยายตัวได้ดี จากภาคการบริโภค การผลิต และ QE**
แต่เราคาดว่าเศรษฐกิจในไตรมาส 2 จะชะลอตัวลงจากความไม่แน่นอนทางการเมือง ทั้งการทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) และการเลือกตั้งรอบ 2 ของสเปน
- **เศรษฐกิจจีนมีเสถียรภาพมากขึ้นและคาดว่าจะฟื้นตัวได้ดีต่อเนื่องในไตรมาส 2**
จากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ ภาคการผลิต และเงินหยวนที่มีเสถียรภาพมากขึ้น แต่เราคาดว่าเศรษฐกิจในครึ่งปีหลังจะชะลอตัว จากการชะลอมาตรการกระตุ้นเพื่อแก้ปัญหาหนี้
- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงชะลอตัว โดยได้รับผลกระทบเพิ่มเติมจากเหตุแผ่นดินไหว**
อย่างไรก็ดี รัฐบาลเตรียมออกงบประมาณเพิ่มเติมเพื่อช่วยเหลือผู้ประสบเหตุ รวมทั้งมีความเป็นไปได้ที่ญี่ปุ่นจะเข้าแทรกแซงตลาดค่าเงิน เพื่อชะลอเงินเยนแข็งค่าและเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษีผู้บริโภคในเดือนเม.ย. 2017 ออกไป
- **เศรษฐกิจไทยไตรมาส 1 ขยายตัวได้ดี จากการใช้จ่ายภาครัฐ การท่องเที่ยว และส่งออก**
แต่อุปสงค์ในประเทศชะลอตัวหลังจากการเร่งซื้อรถยนต์ในช่วงปลายปี ทั้งนี้ กนง. มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ +1.5% หลังภาวะการเงินผ่อนคลายมากขึ้น ตามการปรับลดดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

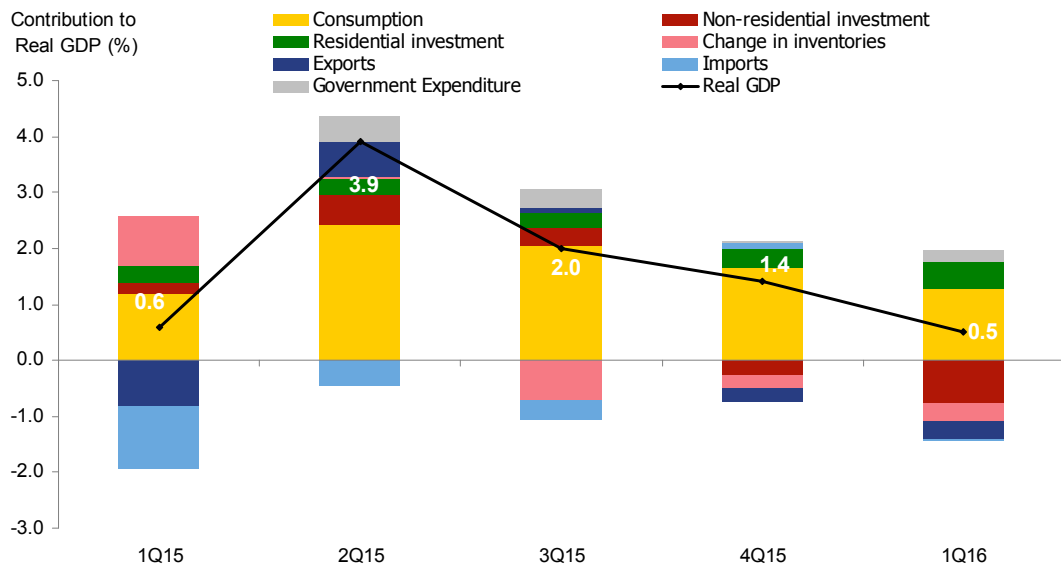
เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะลดตัวลงในไตรมาส 1 แต่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในระยะข้างหน้า โดยการบริโภคจะได้รับปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากค่าจ้างที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่วนภาคการลงทุนจะเริ่มฟื้นตัวในช่วงที่เหลือของปีจากปริมาณสินค้าคงคลังที่มีแนวโน้มลดลง และการส่งออกอาจกลับมาขยายตัว จากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่าในช่วงที่ผ่านมา

GDP ไตรมาส 1 จะลดตัวแต่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะลดตัวลงต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 โดยมีแรงฉุดจากภาคการลงทุนนอกภาคอสังหาริมทรัพย์ที่หดตัวตามราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงในช่วงไตรมาส 1 รวมถึงปริมาณสินค้าคงคลังที่ทรงตัวในระดับสูงกดดันภาคการผลิต ประกอบกับการส่งออกที่หดตัวเนื่องจากผลกระทบจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นอย่างมากตลอดปีที่แล้ว ในขณะที่การบริโภคในประเทศและการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ยังขยายตัวต่อเนื่อง

เราคาดว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี เนื่องจาก 1) การลงทุนจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นตามราคาน้ำมัน 2) การส่งออกจะฟื้นตัวขึ้นจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่กลับมาอ่อนค่า และ 3) ปริมาณสินค้าคงคลังที่มีแนวโน้มลดลงตามการบริโภคที่ฟื้นตัวขึ้น

แผนภาพที่ 19: GDP ไตรมาส 1 จะลดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 จากการส่งออกและการลงทุนเป็นหลัก



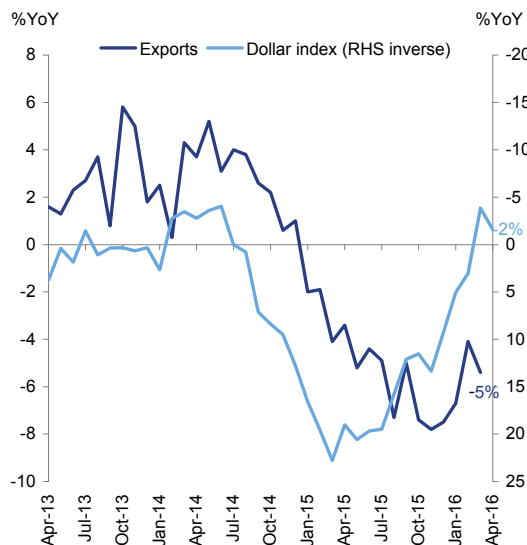
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มูลค่าการส่งออกจะฟื้นตัวจากแรงหนุนของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่า ในขณะที่ภาคบริการยังคงขยายตัวได้ดี

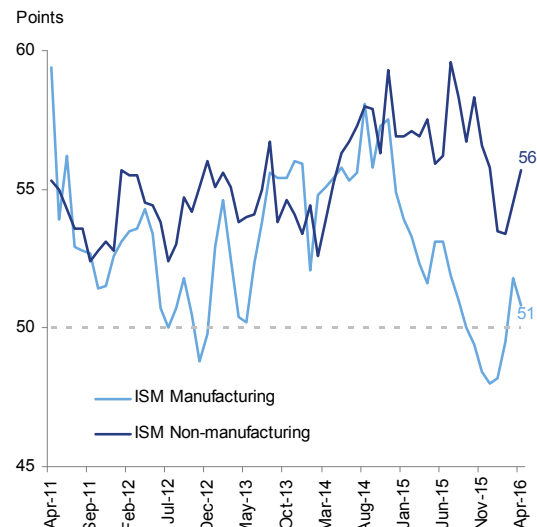
ภาคการส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น จากมูลค่าส่งออกที่อาจพลิกกลับมาขยายตัวตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่าในช่วงที่ผ่านมา

นอกจากนี้ ภาคบริการซึ่งมีสัดส่วน 85% ของ GDP ยังคงขยายตัวได้ดี โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการโดย ISM อยู่เหนือระดับ 50 จุดมาโดยตลอด ซึ่งเป็นเกณฑ์บ่งชี้การขยายตัว ส่วนภาคอุตสาหกรรม ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM ยังคงอยู่เหนือ 50 จุด เป็นเดือนที่ 2 โดยในระยะข้างหน้า ภาคการผลิตจะได้รับแรงกดดันจากปริมาณสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับสูงลดลง

แผนภาพที่ 20: มูลค่าการส่งออกจะเพิ่มขึ้นตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่า



แผนภาพที่ 21: ภาคบริการ ซึ่งมีสัดส่วน 85% ของ GDP ยังคงขยายตัวได้ดี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

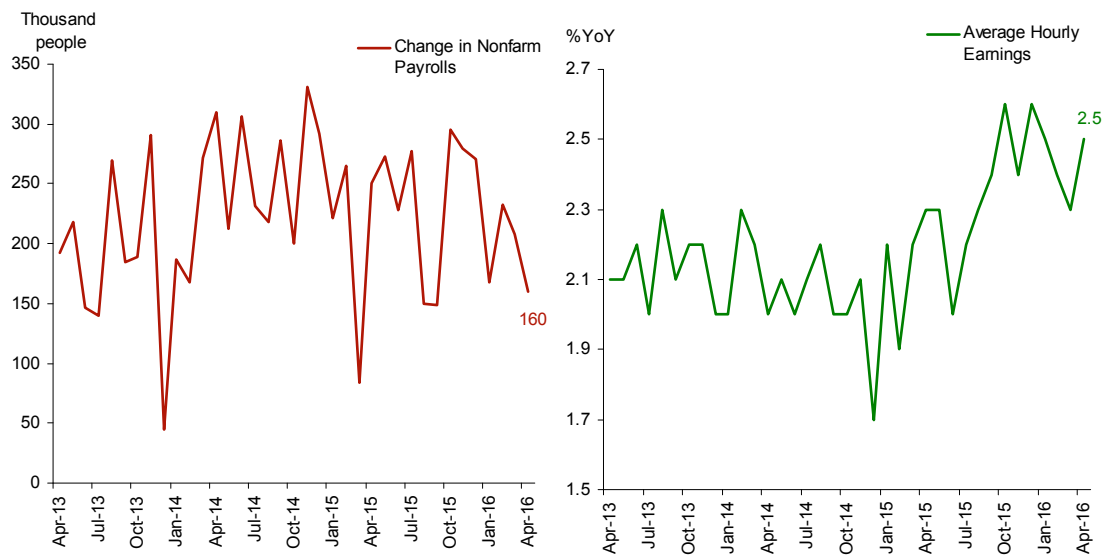
ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่ง หนุน Fed ขึ้นดอกเบี้ยในช่วงปลายปี

ยอดการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payrolls) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นเพียง 1.6 แสนตำแหน่ง ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 2 แสนตำแหน่ง แต่ค่าจ้าง (Average Hourly Earnings) ยังคงขยายตัวได้ดีที่ +2.5%YoY ซึ่งสูงกว่าอัตราเฉลี่ยของปี 2015 ที่ +2.3%YoY และชี้ว่าตลาดแรงงานยังคงเติบโตได้ดี และมีแนวโน้มผลักดันการบริโภคในระยะข้างหน้า ซึ่งสอดคล้องตามผลสำรวจอัตราการลาออกโดยสมัครใจ (Quits Rate) และผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ในส่วนของตลาดแรงงานที่ออกมาก่อนหน้านี้

การขยายตัวของค่าจ้างที่เร่งตัวขึ้นจะเป็นแรงกดดันให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น และหนุนให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเพื่อชะลอแนวโน้มของเงินเฟ้อในอนาคต โดยเรายังคงมุมมองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งในปี (ปรับขึ้น 25bps เป็น 0.50% -0.75%) ในการประชุมเดือน ธ.ค.

แผนภาพที่ 22: ยอดการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payrolls) ลดลงในเดือน เม.ย. ...

แผนภาพที่ 23: ... แต่ค่าจ้าง (Average Hourly Earnings) ยังคงขยายตัวได้ดี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

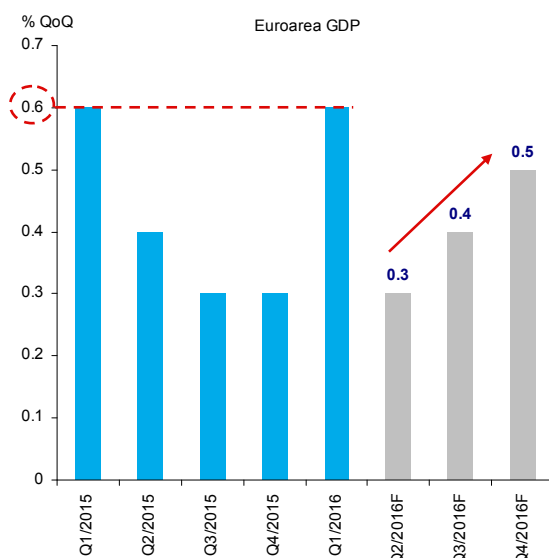
เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจในช่วงไตรมาสแรกขยายตัวได้ดี โดยได้ปัจจัยสนับสนุนจาก 1) การบริโภคภายในประเทศ 2) การฟื้นตัวต่อเนื่องของภาคการผลิต และ 3) นโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB ที่กระตุ้นการปล่อยสินเชื่อ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเศรษฐกิจในไตรมาส 2 จะชะลอตัวลงตามปัจจัยกดดันจาก 1) ความไม่แน่นอนทางการเมือง เช่น การทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) และการเลือกตั้งรอบ 2 ของสเปน และ 2) เงินยูโรที่แข็งค่าขึ้นนับแต่ช่วงต้นปี

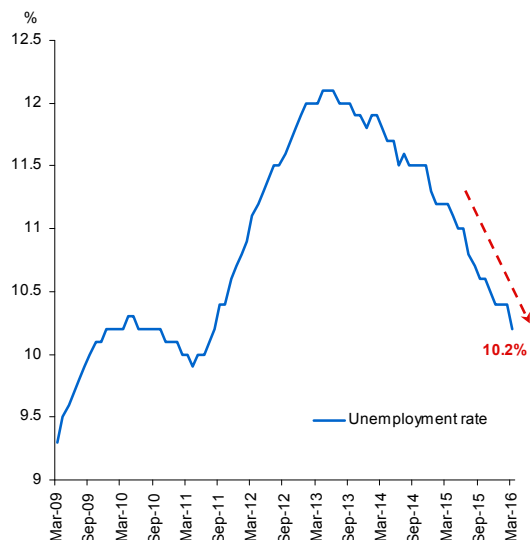
เศรษฐกิจไตรมาสแรกขยายตัวดีที่สุดในรอบ 1 ปี

เศรษฐกิจ (GDP) ไตรมาสแรกขยายตัว +0.6% QoQ เติบโตขึ้นจาก +0.3% QoQ ในไตรมาส 4/2015 นับเป็นการขยายตัวสูงสุดในรอบ 1 ปี และดีกว่าตลาดคาดการณ์ +0.4% QoQ โดยการบริโภคภายในประเทศยังคงเป็นกำลังหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจหมุนเวียนโดย:

แผนภาพที่ 24: เศรษฐกิจไตรมาสแรกขยายตัวดีที่สุดในรอบ 1 ปี แต่คาดว่าจะชะลอตัวลงในไตรมาส 2



แผนภาพที่ 25: อัตราการว่างงานของกลุ่มยูโรเดือน มี.ค. อยู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี



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

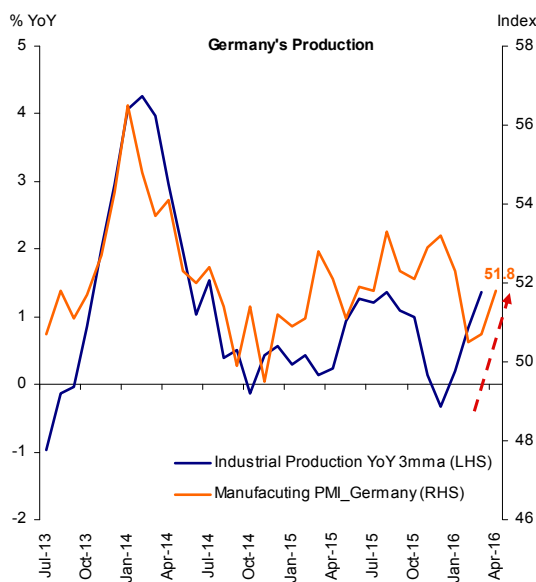
1. การบริโภคภาคเอกชนที่แข็งแกร่งซึ่งดูได้จาก:

- อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) ที่ลดลงต่อเนื่องและอยู่ในระดับต่ำสุดนับแต่ปี 2011 โดยในเดือน มี.ค. อัตราการว่างงานอยู่ที่ 10.2% ลดลงจาก 10.4% ในเดือนก่อน
- ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) อยู่ในระดับที่ดี โดยเดือน เม.ย. ความเชื่อมั่นได้เพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น -9.3 จุด โดยเป็นการเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 3 เดือน

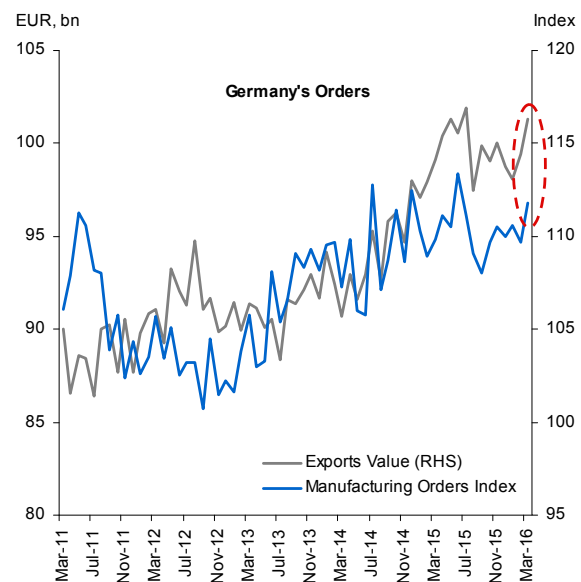
2. การฟื้นตัวต่อเนื่องของภาคการผลิตโดยเฉพาะของประเทศเยอรมนี โดย:

- ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing PMI) ของเยอรมนี ได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยดัชนีเดือน เม.ย. ได้เพิ่มขึ้น +1.9 จุดเป็น 51.8 จุด สอดคล้องกับดัชนีของกลุ่มยูโรที่เพิ่มขึ้นเป็น 51.7 จุดในเดือน เม.ย.
- ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ของเยอรมนีอยู่ในแนวโน้มระยะยาวที่ดี ซึ่งชี้ได้ว่าภาคการผลิตจะสามารถฟื้นตัวได้อย่างต่อเนื่อง โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากภาคการก่อสร้าง (Constructions) ที่ผลิตในเดือน ม.ค. ขยายตัวได้ดีจากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติเอื้อต่อการก่อสร้าง
- การส่งออก (Exports) ส่งสัญญาณฟื้นตัว โดยยอดส่งออกเดือน มี.ค. ขยายตัว +1.9% MoM เร่งตัวขึ้นจาก +1.3% MoM ในเดือนก่อน และเป็นการขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 หนุนโดยอุปสงค์ที่แข็งแกร่งภายในกลุ่มยุโรป
- ยอดคำสั่งซื้อโรงงาน (Factory Orders) เดือน มี.ค. ได้ขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน มิ.ย. 2015 (+1.9% MoM) โดยยอดคำสั่งซื้อจากภายในกลุ่มยูโรขยายตัว +1.1% MoM (vs. -2.8% MoM เดือน ก.พ.)

แผนภาพที่ 26: ดัชนี PMI ภาคอุตสาหกรรมของเยอรมนีเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



แผนภาพที่ 27: ส่งออกส่งสัญญาณฟื้นตัวและยอดคำสั่งซื้อโรงงานพลิกกลับมาขยายตัวในเดือน มี.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

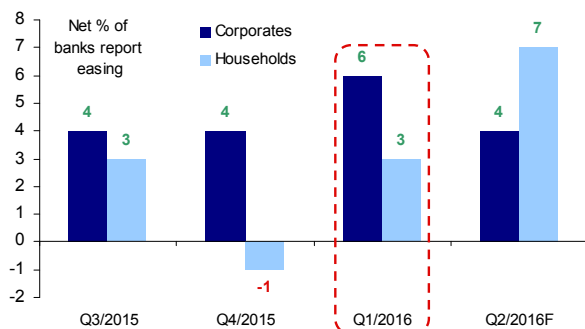
3. นโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB ที่ส่งเสริมการปล่อยสินเชื่อ

ผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อจัดทำโดยธนาคารกลางยุโรป (ECB Bank Lending Survey) ไตรมาส 1/2016 ซึ่งว่านโยบายผ่อนคลายทางการเงินได้ส่งผ่านสู่ภาคธุรกิจและครัวเรือน โดยธนาคารในกลุ่มยูโรส่วนใหญ่ได้ผ่อนคลาย (Easing) เงื่อนไขในการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจและครัวเรือน แต่เข้มงวดมากขึ้นกับการปล่อยสินเชื่อเพื่อซื้อที่อยู่อาศัย (Mortgage Loans) และได้คาดว่าเงื่อนไขในการปล่อยสินเชื่อช่วงไตรมาส 2 จะยังคงอยู่ในระดับที่ผ่อนคลาย นอกจากนี้ธนาคารส่วนใหญ่คาดว่าความต้องการขอสินเชื่อ (Loan Demand) ทุกประเภทจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงไตรมาส 2 โดยเฉพาะความต้องการขอสินเชื่อที่อยู่อาศัย

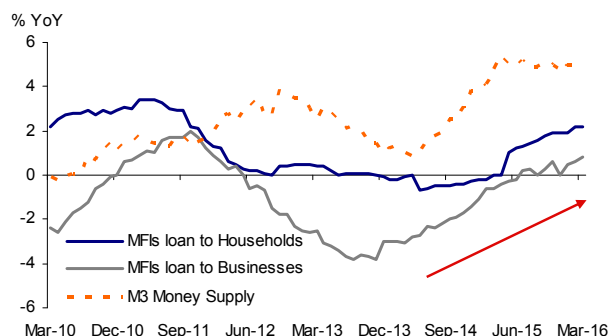
ทั้งนี้ ผลสำรวจได้ออกมาสอดคล้องกับยอดปล่อยสินเชื่อที่ขยายตัวได้ดีต่อเนื่องในเดือน มี.ค. โดยยอดสินเชื่อภาคธุรกิจ (MFI Loans to Non-financial Corporations) ได้ขยายตัว +0.8% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +0.6% YoY ในเดือนก่อน และยอดสินเชื่อภาคครัวเรือน (MFI Loans to Households) ยังคงขยายตัวได้ดีที่ +2.2% YoY คงที่จากเดือน ก.พ.

ประกอบกันนี้ นโยบายที่ได้ออกเพิ่มเติมในการประชุมรอบเดือน มี.ค. ทั้งการปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำระลอกใหม่ให้กับธนาคารพาณิชย์ (TLTRO2) และการเข้าซื้อหุ้นกู้ภาคเอกชน (Corporate Bonds) จะเริ่มในเดือน มิ.ย. นี้ ซึ่งคาดว่าจะส่งเสริมการปล่อยสินเชื่อและการลงทุนให้เพิ่มมากขึ้น โดยส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนและอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Corporate Bond Spread) ได้ลดลงตั้งแต่ก่อนหน้าการเริ่มเข้าซื้อของ ECB ที่จะมีขึ้นในเดือน มิ.ย. ภายหลังจากที่ส่วนต่างได้เพิ่มสูงขึ้นในช่วงเดือน ก.พ. จากความกังวลในส่วนของภาคธนาคาร

แผนภาพที่ 28: ผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อซึ่งธนาคารส่วนใหญ่ผ่อนคลายเงื่อนไขการให้สินเชื่อ

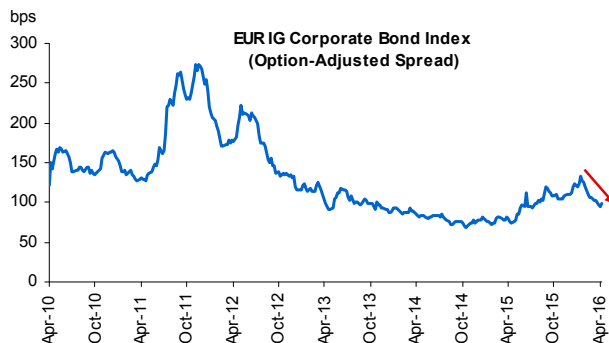
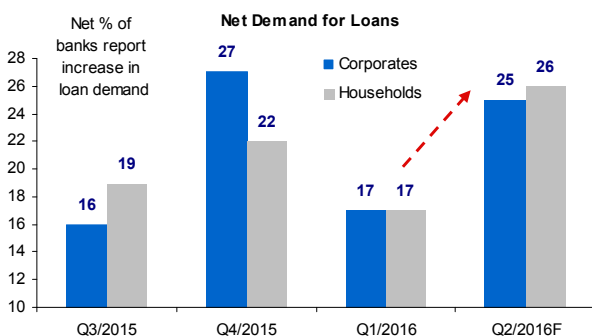


แผนภาพที่ 29: ยอดปล่อยสินเชื่อขยายตัวดีต่อเนื่องสอดคล้องกับนโยบายผ่อนคลายของ ECB



..และคาดว่าความต้องการขอสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นต่อ

ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนลดลงก่อนหน้าการเข้าซื้อของ ECB ในเดือน มิ.ย.



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

คาดการณ์เศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลอตัวลงตามปัจจัยเสี่ยงทางการเมือง แต่จะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี

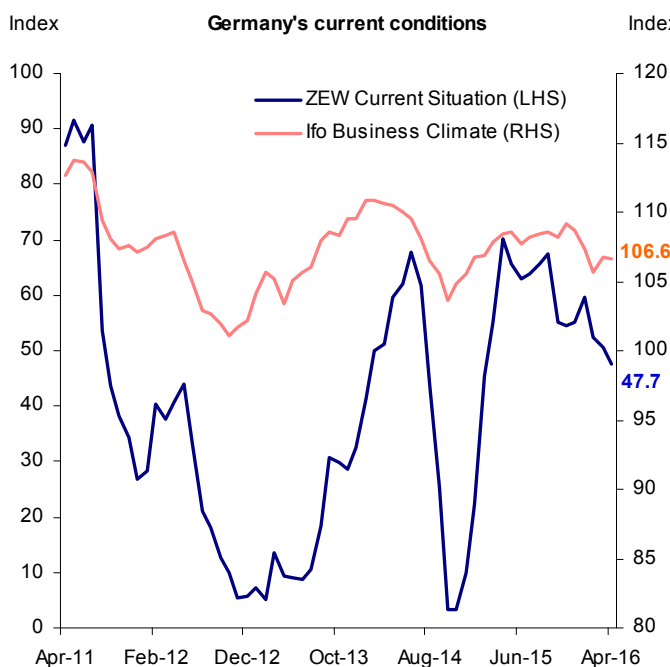
เราคาดว่าเศรษฐกิจในไตรมาส 2 จะชะลอตัวลงจากปัจจัยกดดันทางการเมือง ที่สำคัญได้แก่ 1) การทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) ที่จะเกิดขึ้นในวันที่ 23 มิ.ย. 2) การเลือกตั้งรอบ 2 ของสเปน (Spanish General Election) ในวันที่ 26 มิ.ย. และ 3) การเจรจาระหว่างกรีกกับเจ้าหนี้ที่ได้ล่าช้ากว่ากำหนดการมากกว่า 6 เดือนแล้วแต่ยังหาข้อสรุปเรื่องการปล่อยเงินช่วยเหลือฉุกเฉิน (Bailout Fund) ระลอกใหม่ไม่ได้

ปัจจัยกดดันเหล่านี้ได้ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจในปัจจุบันของกลุ่มยูโรและเยอรมนีในช่วงที่ผ่านมา โดยหากดูของประเทศเยอรมนี ดัชนีความเชื่อมั่นต่อสถานการณ์ปัจจุบันของ ZEW (ZEW Survey Current Conditions) ได้ลดลงต่อเนื่อง 3 เดือนติดต่อกันอยู่ที่ 47.7 จุดในเดือน เม.ย. และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจโดย IFO (IFO Business Climate) เดือน เม.ย. ได้ลดลงต่อเนื่อง 4 เดือนติดต่อกันอยู่ที่ 106.6 จุด ซึ่งชี้ได้ว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง

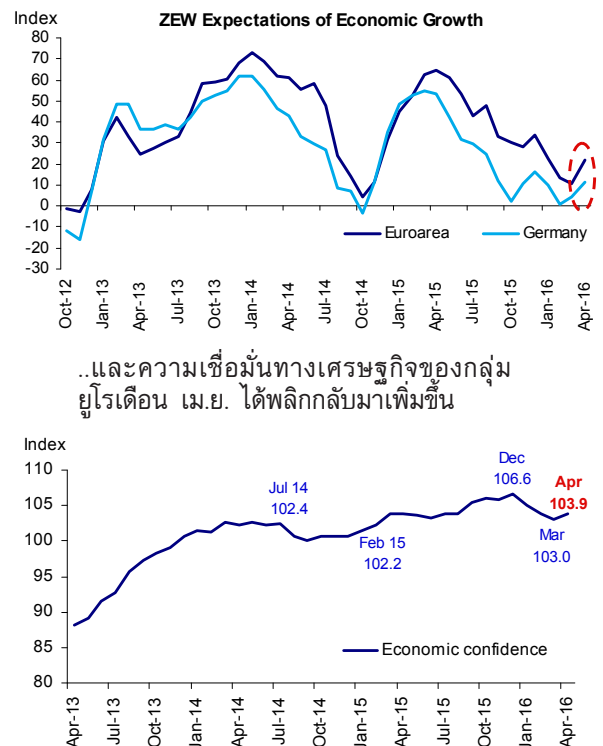
อย่างไรก็ดี เราคาดว่าเศรษฐกิจจะสามารถเร่งตัวขึ้นได้ในช่วงครึ่งหลังของปี ภายหลังจากความไม่แน่นอนทางการเมืองเริ่มเข้าสู่สภาวะปกติ และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่มีเสถียรภาพมากขึ้นช่วยลดความผันผวนในตลาดโลก

โดยในเดือน เม.ย. ดัชนีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจในอนาคตโดยสถาบัน ZEW (ZEW Survey Expectations of Economic Growth) ซึ่งเป็นผลสำรวจนักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์ต่อแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วง 6 เดือนข้างหน้าได้เพิ่มขึ้นทั้งของเยอรมนีและยูโรโซน โดยของเยอรมนีได้เพิ่มขึ้นเป็น 11.2 จุด สูงสุดนับแต่เดือน ธ.ค. 2015 ส่วนของยูโรโซน ดัชนีได้พลิกกลับมาเพิ่มขึ้น +10.5 จุด เป็น 21.5 จุด หลังจากที่ได้ลดลงติดต่อกัน 4 เดือน อีกทั้งความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) ของกลุ่มยูโรเดือน เม.ย. ได้เพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 3 เดือนเป็น 103.9 จุด หลังจากได้อยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปี เมื่อเดือน มี.ค. (103.0 จุด)

แผนภาพที่ 30: ความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจในปัจจุบันของเยอรมนีได้ลดลงอยู่ที่ระดับต่ำ



แผนภาพที่ 31: แต่ความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจในอนาคตปรับตัวสูงขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมืองในไตรมาส 2

1) วิกฤตหนี้ของกรีซคาดว่าจะได้ข้อสรุปวันที่ 24 พ.ค. นี้

การเจรจาเรื่องการปล่อยเงินช่วยเหลือฉุกเฉิน (Bailout Fund) ระลอกใหม่มูลค่า 4.9 พันล้านยูโรให้กับกรีซมีพัฒนาการที่ดีขึ้นตามลำดับหลังจากที่ได้ล่าช้ากว่ากำหนดการมากกว่า 6 เดือน และกรีซมีหนี้ที่ต้องชำระคืนธนาคารกลางยุโรป (ECB) ในวันที่ 20 ก.ค. เป็นจำนวนเงินกว่า 2 พันล้านยูโรจึงต้องการเร่งให้ได้ข้อสรุปโดยเร็วเพื่อให้ได้เงินช่วยเหลือเพิ่มเติมและนำไปชำระหนี้คืนทันเวลา

ในการประชุมเมื่อวันที่ 22 เม.ย. กรีซได้รายงานตัวเลขดุลการคลังเบื้องต้นไม่รวมรายจ่ายดอกเบี้ย (Primary Balance) ปี 2015 เกินดุลที่ 0.7% ต่อ GDP ซึ่งดีกว่าที่ทางกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ได้คาดไว้ค่อนข้างมาก (-0.6% ต่อ GDP) แต่อย่างไรก็ดี ทาง IMF ก็ยังได้เรียกร้องให้กรีซออกมาตรการทางการคลังฉุกเฉิน (Contingency Measures) เพิ่มเติมเทียบเท่ากับ 2% ของ GDP หรือประมาณ 3.5 พันล้านยูโร เพื่อให้แน่ใจได้ว่าดุลการคลังเบื้องต้นปี 2018 จะสามารถเกินดุลได้ตามเป้า 3.5% ของ GDP ที่ได้วางไว้ ก่อนที่จะยอมปล่อยเงินช่วยเหลือฉุกเฉินระลอกใหม่

โดยในวันที่ 9 พ.ค. ที่ผ่านมา สถานิติบัญญัติของกรีซได้มีมติเห็นชอบมาตรการทางการคลังฉุกเฉิน โดยจะ 1) ลดการจ่ายเงินบำนาญ (Pension Payouts) 2) เพิ่มสัดส่วนเงินสมทบเข้ากองทุนประกันสังคม 3) ควบรวมกองทุนบำนาญบางส่วนเข้าด้วยกัน และ 4) ขึ้นภาษีเงินได้ (Income Taxes) กับกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-สูง ซึ่งจะบังคับใช้หากดุลการคลังเบื้องต้นในปี 2018 ไม่สามารถเกินดุลได้ตามเป้า 3.5% ของ GDP ที่ทาง IMF กำหนดไว้ โดยในวันเดียวกันนี้เอง บรรดารัฐมนตรีกระทรวงการคลังของกลุ่มยูโรและ IMF ได้ทำการพิจารณามาตรการทางการคลังฉุกเฉินของกรีซที่เพิ่งผ่านมติในรัฐสภา ซึ่งหากทาง IMF เห็นชอบ คาดว่าการเจรจาเรื่องหนี้ของกรีซจะได้ข้อสรุปในวันที่ 24 พ.ค. นี้

2) การเลือกตั้งรอบ 2 ของสเปนในวันที่ 26 มิ.ย.

ผลการเลือกตั้งเมื่อวันที่ 20 ธ.ค. พรรค People's Party (PP) ได้รับคะแนนเสียงสูงสุด (28.7% หรือ 123 ที่นั่ง) แต่ไม่เพียงพอต่อการจัดตั้งรัฐบาลเนื่องจากจำนวนที่นั่งไม่ถึงครึ่งหนึ่งของจำนวนที่นั่งทั้งหมด (ต้องได้ 176 ที่นั่ง จาก 350 ที่นั่ง) โดยพรรค PP ได้มีโอกาสในการจัดตั้งรัฐบาลก่อนแต่ก็ไม่ประสบผลสำเร็จ ทำให้พรรค PSOE (22% หรือ 90 ที่นั่ง) ได้รับโอกาสในการจัดตั้งรัฐบาลแต่ก็ไม่เป็นผลสำเร็จเช่นกัน

โดยในวันที่ 2 พ.ค. กษัตริย์ฟิลิปป์ที่ 6 ของสเปนได้ประกาศให้จัดการเลือกตั้งใหม่ในวันที่ 26 มิ.ย. ภายหลังจากที่เป็นเวลานานกว่า 4 เดือนแล้วแต่ก็ไม่สามารถจัดตั้งรัฐบาลได้ เนื่องจากแผนการปฏิรูปและนโยบายต่างๆ ของแต่ละพรรคการเมืองไม่สอดคล้องกัน อีกทั้งยังมีประเด็นเรื่องการแยกตัวออกของกลุ่มคาตาลัน (Catalonia) ที่แต่ละพรรคการเมืองมีความเห็นที่ต่างกันออกไป

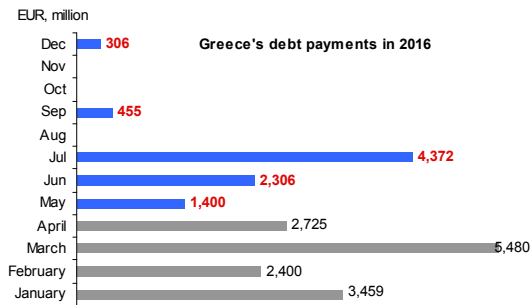
ผลสำรวจล่าสุดจัดทำในวันที่ 3 พ.ค. ชี้ว่าคะแนนเสียงโหวตในผลสำรวจออกมาค่อนข้างเหมือนกับคะแนนเสียงจากการเลือกตั้งเมื่อวันที่ 20 ธ.ค. ทำให้คาดได้ว่าการเลือกตั้งใหม่นี้มีแนวโน้มที่ผลจะออกมาเหมือนเดิมและคาดว่าจะยังคงใช้เวลานานในการจัดตั้งรัฐบาลร่วม

3) การทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) ในวันที่ 23 มิ.ย.

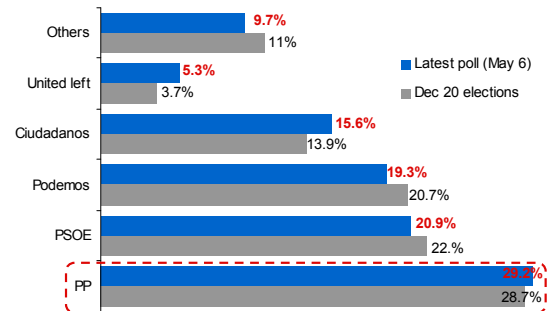
ผลสำรวจปัจจุบันจัดทำโดย YouGov ระหว่างวันที่ 4 - 6 พ.ค. ยังคงชี้ว่าประชาชนส่วนใหญ่ (42%) ต้องการให้อังกฤษเป็นสมาชิก EU ต่อไป อย่างไรก็ตาม ยังมีประชาชนอีกจำนวนมาก (40%) ที่ต้องการให้อังกฤษออกจาก EU และ อีกส่วนหนึ่งที่ยังตัดสินใจไม่ได้ (18%) ส่งผลให้ความไม่แน่นอนจากผลของการทำประชามติยังคงกดดันเศรษฐกิจในไตรมาส 2 ต่อไป

แผนภาพที่ 32: คาดว่าการเจรจาเรื่องหนี้กรีซ
จะได้ข้อสรุปวันที่ 24 พ.ค. นี้

Greek parliament approved a set of pension and income tax reforms worth EUR 4 bn or 2% of GDP which will take effect if Greece missed its primary budget balance target of 3.5% of GDP by 2018
This contingent budget law should satisfy IMF requests and the next tranche of the bailout worth EUR 4.9 bn may be released on the next meeting in May 24



แผนภาพที่ 33: การเลือกตั้งใหม่ของสเปนคาดว่า
ผลการเลือกตั้งจะออกมาเช่นเดิม



- The poll suggests that the election result will be again inconclusive
- The parliament would remain fragmented with ongoing tension with Catalonia which makes it even harder to form up a grand coalition
- We expect political uncertainty remain in the near term

Source: Bloomberg, The Spain Report, Financial Times, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจมีเสถียรภาพมากขึ้นและคาดว่าจะฟื้นตัวได้ดีต่อเนื่องในไตรมาส 2 โดยได้แรงหนุนจาก 1) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่ยังคงหนุนภาคอสังหาริมทรัพย์และการลงทุน 2) ภาคการผลิตที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง และ 3) เงินหยวนที่มีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีจะชะลอตัว เนื่องจากทางการเงินมีความจำเป็น ที่จะต้องให้ความสำคัญกับการแก้ไขปัญหาหนี้โดยการลดมาตรการกระตุ้นลง และหันมาเดินหน้าปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจอย่างจริงจังเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะยาว

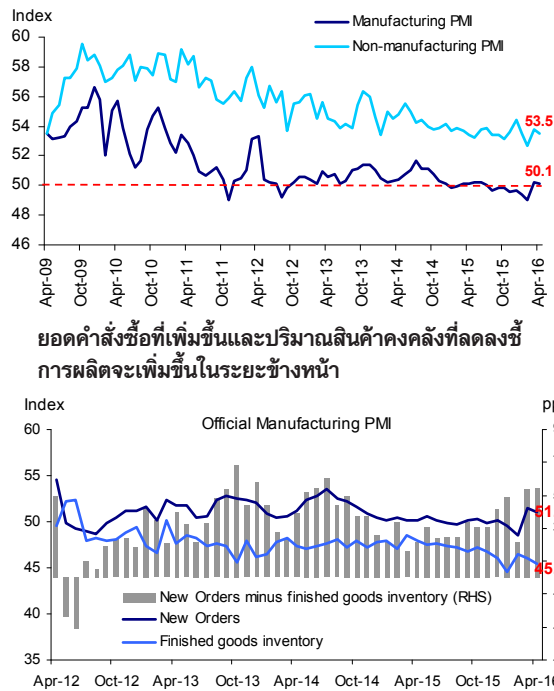
เศรษฐกิจมีเสถียรภาพมากขึ้นและมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาส 2 จากการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ

ภาคการผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมของทางการ (Official Manufacturing PMI) เดือน เม.ย. อยู่ที่ 50.1 จุด ซึ่งอยู่เหนือแนวขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 แม้ว่าค่าดัชนีภาคการผลิตจะลดลงเล็กน้อยจากเดือนก่อนหน้า แต่เมื่อพิจารณาดัชนีปลีกย่อย (Sub-index) จะเห็นได้ว่าดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ (New Orders Index) ยังทรงตัวอยู่ในระดับที่ดีที่ 51.0 จุดในเดือน เม.ย. ในขณะที่ดัชนีปริมาณสินค้าคงคลัง (Finished Goods Inventory) ได้ลดลงต่อเนื่องเป็น 45.5 จุด ส่งผลให้ส่วนต่างระหว่างทั้งสองดัชนีเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 2 ปี (5.5 จุด) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าจำเป็นต้องมีการเพิ่มการผลิตในระยะข้างหน้าเนื่องจากความต้องการได้เพิ่มขึ้นเร็วกว่าสินค้าที่มีอยู่ในสต็อก

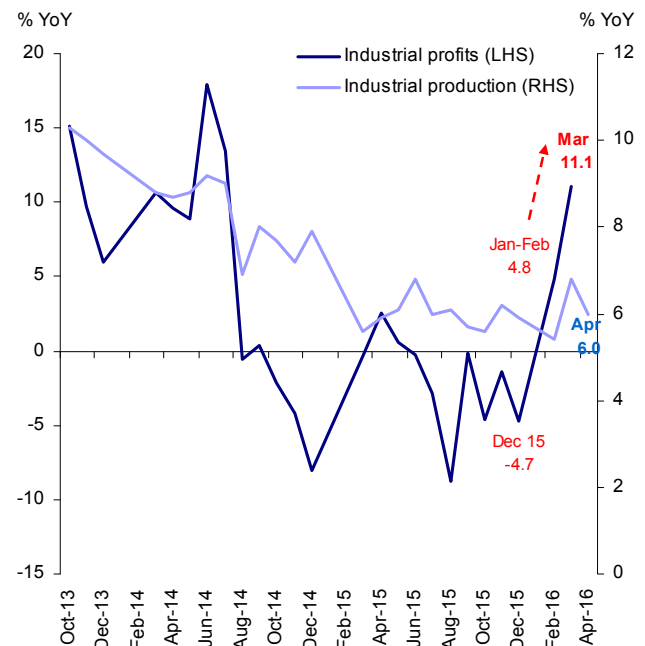
ส่วนผลกำไรภาคอุตสาหกรรม (Industrial Profits) เดือน มี.ค. ขยายตัวได้ดีที่ +11.1% YoY เติบโตขึ้นจากช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. ที่ขยายตัว +4.8% YoY โดยได้แรงหนุนจากการลงทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และกลุ่มโครงสร้างพื้นฐานที่ฟื้นตัวต่อเนื่องจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ

ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน เม.ย. ขยายตัว +6.0% YoY ลดลงจาก +6.8% YoY ในเดือนก่อน แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับที่ดี โดยเราคาดว่าภาคการผลิตโดยรวมจะยังคงฟื้นตัวได้ดีในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 34: ดัชนี PMI ภาคอุตสาหกรรมยื่นเหนือระดับ 50 จุด (ขยายตัว) เป็นเดือนที่ 2



แผนภาพที่ 35: ผลกำไรภาคอุตสาหกรรมขยายตัวต่อเนื่องในเดือน มี.ค.



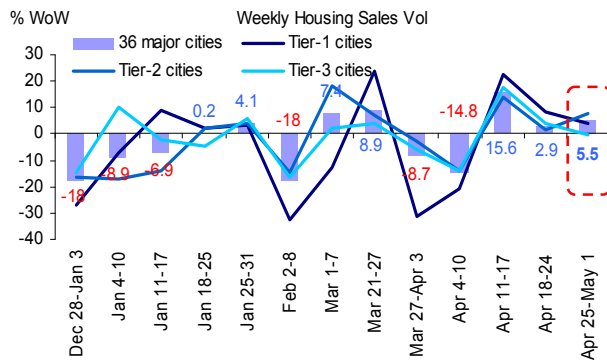
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) พุ่งตัวต่อเนื่อง โดยในเดือน เม.ย. ได้ขยายตัว +10.5% YoY YTD โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) ขยายตัวได้ดีที่ +19.0% YoY YTD (vs. +19.6% YoY YTD เดือนก่อน) และคาดว่าจะการลงทุนในภาคอสังหาฯ (Real Estate) จะยังคงขยายตัวได้ดี (+8.2% YoY YTD เดือน มี.ค.) จากมูลค่ายอดขายบ้านที่สูงขึ้นต่อเนื่อง (+63.5% YoY เดือน เม.ย.)

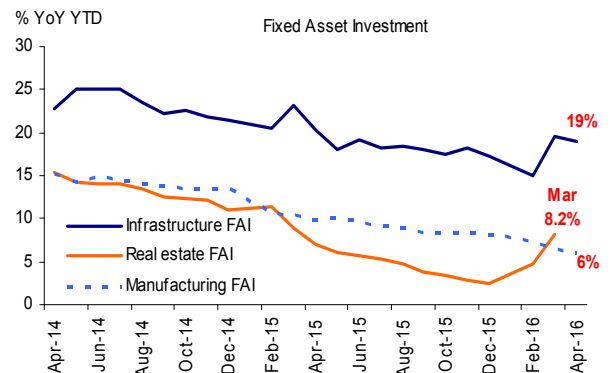
ราคาบ้านยังคงสูงขึ้นต่อเนื่อง โดยราคาบ้านเฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญ เดือน มี.ค.เพิ่มขึ้น +2.94% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +1.86% YoY ในเดือนก่อน นำโดยราคาบ้านในกลุ่มเมืองหลัก (Tier-1 Cities) ที่ราคาเพิ่มขึ้น +29.45% YoY ส่วนราคาบ้านในกลุ่มเมืองรองลำดับ 2 (Tier-2 Cities) เพิ่มขึ้น +3.68% YoY และกลุ่มเมืองรองลำดับ 3 ราคาได้หดตัว -0.88% YoY ลดลงจาก -1.44% YoY โดยยอดขายบ้านยังคงขยายตัวได้ดี แม้ว่ารัฐบาลท้องถิ่นในบางเมืองสำคัญได้ออกมาตรการที่เข้มงวดขึ้นเพื่อลดความเสี่ยงจากราคาที่ปรับตัวสูงขึ้นเร็วเกินไป โดยได้ส่งผลให้ยอดขายในกลุ่มเมืองหลัก (Tier-1) ชะลอตัวลง อย่างไรก็ตาม ยอดขายในกลุ่มเมืองรองได้เพิ่มขึ้น ซึ่งยังเป็นสัญญาณที่ดีว่า นโยบายภาคอสังหาฯ โดยรวมจะยังคงผ่อนคลายเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดอสังหาฯ โดยเฉพาะในกลุ่มเมืองรองซึ่งยังคงมีปัญหาจำนวนบ้านคงค้างในสต็อก (Housing Inventory) อยู่ในระดับสูง

ภาคการผลิตและการลงทุนที่มีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาสที่ 2 นั้น ส่งผลให้ DB ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ไตรมาส 2 เป็น 7.0% YoY (จาก 6.8% YoY) เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสแรกที่ขยายตัว 6.7% YoY

แผนภาพที่ 36: ยอดขายบ้านโดยรวมขยายตัวดี แม้จะมีกฎที่เข้มงวดขึ้นในเมืองหลัก



แผนภาพที่ 37: การลงทุนขยายตัวต่อเนื่อง นำโดยกลุ่มอสังหาฯ และโครงสร้างพื้นฐาน



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

รัฐบาลมีแนวโน้มลดการกระตุ้นในช่วงครึ่งหลังของปีเนื่องจากปัญหาหนี้ในระบบที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

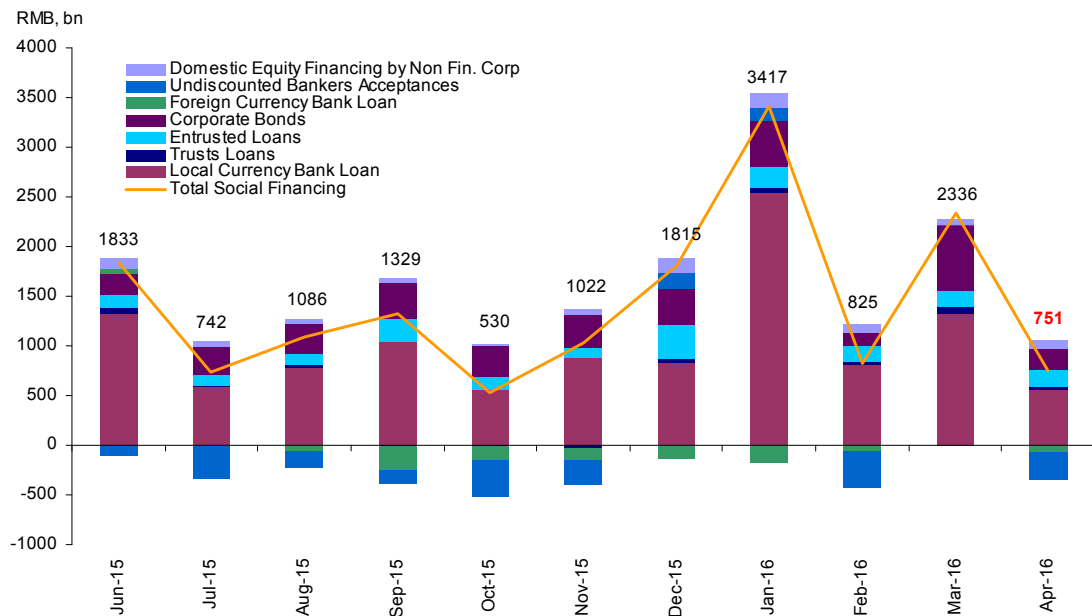
การกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลในช่วงที่ผ่านมาได้เพิ่มขึ้นในระบบอย่างต่อเนื่อง (247% ของ GDP ในปี 2015) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะยาวได้ ทำให้รัฐบาลจีนมีความจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการแก้ไขปัญหาหนี้และการปฏิรูปเชิงโครงสร้าง โดยในวันที่ 9 พ.ค. หนังสือพิมพ์ 'People's Daily' ของทางการจีนได้ตีพิมพ์บทความสัมภาษณ์ผู้นำระดับสูงในรัฐบาล ซึ่งได้ส่งสัญญาณว่าทางการจีนมีแนวโน้มเปลี่ยนท่าทีจากการกระตุ้นเศรษฐกิจมาเป็นการให้ความสำคัญกับการปฏิรูปและการแก้ไขปัญหาหนี้มากขึ้น เนื้อหาในบทความดังกล่าวชี้ว่า ทางการจีนค่อนข้างพอใจกับผลจากการดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาซึ่งเน้นการกระตุ้นผ่านทางตลาดสินเชื่อและตลาดอสังหาริมทรัพย์ และคาดว่าแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจในช่วงหลายปีข้างหน้าจะเป็นแบบ 'L-shaped'

เราคาดว่ามาตรการกระตุ้นของทางการจีนนั้น จะส่งผลให้ยอดระดมทุนโดยรวมสุทธิ (Total Social Financing) และเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีมีแนวโน้มชะลอตัวลง

โดยในเดือน เม.ย. ยอดระดมทุนโดยรวมสุทธิได้ลดลงเป็น 7.51 แสนล้านหยวน จากเดือนก่อนหน้าที่ 2.34 ล้านล้านหยวน โดยการลดลงเกิดจาก:

- ยอดปล่อยสินเชื่อเงินหยวน (New Yuan Loans) ที่ลดลงค่อนข้างมาก โดยเดือน เม.ย. อยู่ที่ 5.56 แสนล้านหยวน ลดลงจาก 1.37 ล้านล้านหยวนในเดือนก่อน
- ยอดออกหุ้นกู้ภาคเอกชน (Corporate Bonds Issuance) ที่ลดลงเป็น 2.1 แสนล้านหยวน จาก 6.46 แสนล้านหยวนในเดือน มี.ค. โดยเป็นผลจากการยกเลิกการออกหุ้นกู้จำนวนมากเนื่องจากปัญหาการผิดนัดชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้นในเดือน เม.ย. ซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ปรับตัวสูงขึ้น
- ยอดเงินกู้ในสกุลเงินต่างประเทศ (Foreign Currency Bank Loans) ที่กลับมาติดลบอีกครั้งที่ -70.6 พันล้านหยวน จากการที่ธุรกิจเร่งจ่ายคืนหนี้ในสกุลต่างประเทศ เนื่องจากเงินหยวนที่แข็งค่าและมีเสถียรภาพในช่วงเดือน เม.ย. ช่วยให้ผู้กู้ลดต้นทุน

แผนภาพที่ 38: ยอดระดมทุนเดือน เม.ย. ลดลงจากเดือน มี.ค. ที่เพิ่มขึ้นมากกว่าคาด

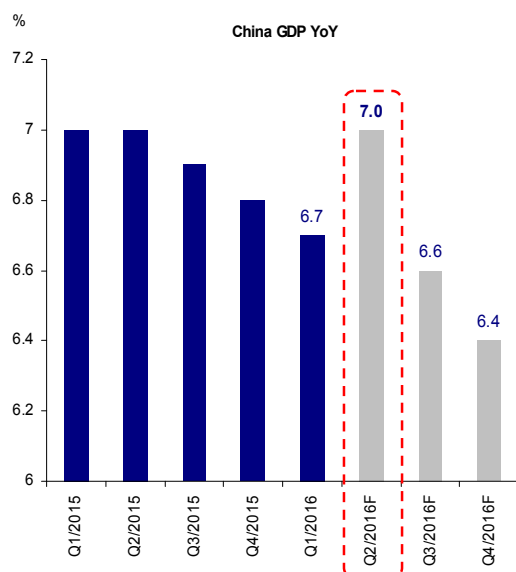


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

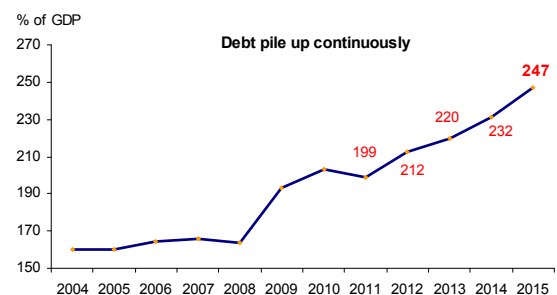
อย่างไรก็ดี การลดลงของยอดระดมทุนนั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการออกพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่น (Municipal Bond) ที่สูงเป็นประวัติการณ์ที่ 1.1 ล้านล้านหยวน ตามโครงการ Municipal Bond Swap Program ที่ส่งเสริมให้รัฐบาลท้องถิ่นออกพันธบัตรมาเพื่อทดแทนสินเชื่อเดิมที่อยู่ในระบบธนาคารเงา (Shadow Banking) โดยยอดการออกพันธบัตรใหม่โดยรัฐบาลท้องถิ่นนั้น ไม่ได้ถูกนับรวมอยู่ในยอดระดมทุนรวม ส่งผลให้ยอดระดมทุนรวมในเดือน เม.ย. ต่ำกว่าความเป็นจริง

ส่วนเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปี คาดว่าจะชะลอตัวลงเป็น 6.6% YoY และ 6.4% YoY ในไตรมาสที่ 3 และ 4 ตามลำดับ และคาดว่าเศรษฐกิจจีนทั้งปี 2016 จะขยายตัวที่ +6.7% YoY จากการที่ทางการเงินมีแนวโน้มลดการกระตุ้น

แผนภาพที่ 39: DB ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ไตรมาส 2 เป็น +7.0% YoY



แผนภาพที่ 40: รัฐบาลมีแนวโน้มลดการกระตุ้น ในช่วงครึ่งหลังจากปัญหานี้ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



- Article from the People's Daily on May 9 signals a policy shift towards a more neutral position
- Government is satisfied with the outcome of the stimulus so far but realized that high-leverage growth path cannot be sustained in the long run
- Supply-side reform will become the focus of economic policies and economic growth will likely take a "L-shaped" path
- As a result of the policy shift, we expect lower TSF in the coming months and slower GDP growth in 2H
- DB expects 1 interest rate cut in Q4 and 3 RRR cuts in the remaining quarters

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

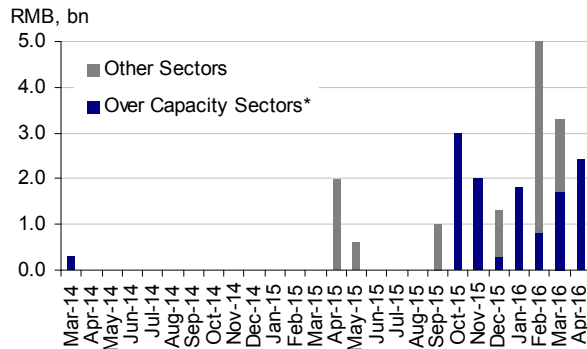
การผิดนัดชำระหนี้ภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นมากในปี 2016 แต่คาดว่าผลกระทบยังอยู่ในกรอบจำกัด

การออกหุ้นกู้ภาคเอกชน (Corporate Bond) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2007 โดยในเดือน มี.ค. 2016 หุ้นกู้ในระบบ (Corporate Bond Balance) มีมูลค่ารวมกันประมาณ 15.9 ล้านล้านบาท หรือคิดเป็น 23% ของ GDP ตั้งแต่จีนได้จัดตั้งตลาดหุ้นกู้เอกชนขึ้นนั้น ได้มีการผิดนัดชำระหนี้ (Default) เกิดขึ้นทั้งหมด 25 ครั้ง โดยจำนวน 15 ครั้งนั้น ได้เกิดขึ้นในปี 2016 โดยเฉพาะในช่วงเดือน มี.ค.-เม.ย. ที่ผ่านมา ซึ่งหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้มากกว่าครึ่ง (54%) ออกโดยธุรกิจที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีปัญหา กำลังการผลิตส่วนเกิน (Overcapacity sectors) ได้แก่ อุตสาหกรรมเหล็ก ถ่านหิน ซีเมนต์ และกลุ่มโซลาร์เซลล์ โดยมูลค่าหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้รวมตั้งแต่ปี 2014 อยู่ที่ 22.7 พันล้านบาท หรือคิดเป็น 0.14% ของมูลค่าหุ้นกู้ในระบบทั้งหมด

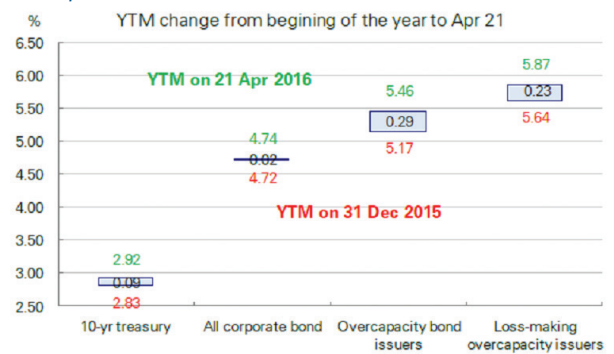
ทั้งนี้ ในอดีตรัฐบาลจะคอยอุ้มและช่วยเหลือหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะในส่วนของธุรกิจรัฐวิสาหกิจ (SOEs) แต่ปัจจุบันรัฐบาลมิได้ให้การเข้าช่วยเหลือ รวมทั้งไม่ได้มีแผนรองรับเหมือนในอดีต ซึ่งเราเห็นว่าจะเป็นผลดีต่อพัฒนาการของตลาดตราสารหนี้จีนและคาดว่าผลกระทบจากการผิดนัดชำระหนี้ขึ้นนั้น ยังคงไม่สูงมากนักเนื่องจาก:

1. แม้ว่าการออกหุ้นกู้จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2007 แต่การผิดนัดชำระหนี้ครั้งแรกของหุ้นกู้เพิ่งจะเกิดขึ้นในปี 2014 อีกทั้งมูลค่าหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้ในตอนนี้อยู่ที่ 23 พันล้านบาทหรือประมาณ 0.14% ของมูลค่าหุ้นกู้รวมในระบบเท่านั้น ซึ่งยังคงน้อยกว่าสัดส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ของธนาคารในจีนรวมกันซึ่งในปี 2015 อยู่ที่ 3.64% และน้อยกว่าหุ้นกู้ที่ผิดนัดชำระหนี้โดยเฉลี่ยในโลกที่ 1.14% ตามประมาณการของ Moody's
2. การผิดนัดชำระหนี้ภาคธุรกิจนั้น คาดว่าจะส่งผลให้การกำหนดราคาหุ้นกู้ในตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยอัตราผลตอบแทนสำหรับหุ้นกู้ที่ออกโดยธุรกิจที่มีความเสี่ยงหรืออยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีปัญหา กำลังการผลิตส่วนเกินนั้นสูงขึ้น (23-29 bps) ส่งผลให้ค่าใช้จ่ายในการระดมทุน (Funding Cost) ของธุรกิจในกลุ่มเสี่ยงเพิ่มขึ้น ทั้งนี้คาดว่านักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบมากขึ้นและพิจารณาความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ ส่งผลให้การจัดสรรทุน (Capital allocation) ในตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น
3. แม้ว่าธนาคารจะเป็นผู้ลงทุนในหุ้นกู้รายใหญ่สุด (60%) แต่ก็ถือว่าน้อยมากซึ่งคิดเป็นเพียง 4% ของสินทรัพย์โดยรวมของภาคธนาคาร โดยหากอัตราการผิดนัดชำระหนี้เพิ่มขึ้นเป็น 1.14% ก็จะส่งผลให้ผลกำไรของธนาคารหลังหักภาษี (NPAT) ลดลงเพียง 2% เท่านั้น
4. ตลาดพันธบัตรของจีนนั้นยังคงเป็นตลาดในการกู้ยืมที่มีขนาดเล็ก ซึ่งคิดเป็นเพียง 9% ของยอดสินเชื่อรวมในระบบ (Total Social Financing) เท่านั้น หรือประมาณ 23% ของ GDP

แผนภาพที่ 41: การผิดนัดชำระหนี้ภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นในปี 2016



แผนภาพที่ 42: ส่วนต่างดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นในกลุ่มธุรกิจที่มีปัญหาการก่อหนี้ส่วนเกิน

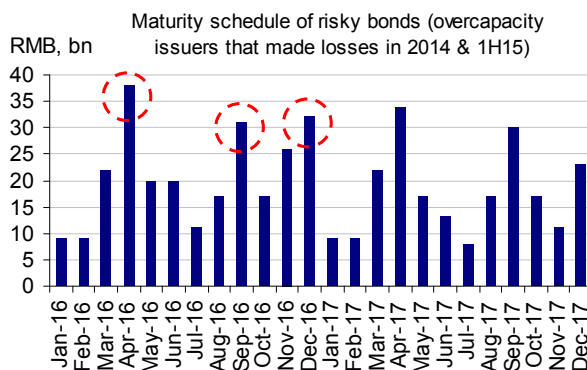


- 15 cases of defaults emerged in 4M16 vs. 10 cases in 2014-15
- Cumulative defaults added up to RMB22.7bn or 0.14% of total corporate bond outstanding (15.9trn)
- Default rate of 0.14% is still low vs. 1.14% global average and 3.64% accumulative bank NPL ratio in 2015
- More than half of the defaults (54%) occurred in over-capacity sectors
- Rising credit spread for high-risk issuers will eventually improve capital allocation through differentiation of risk pricing

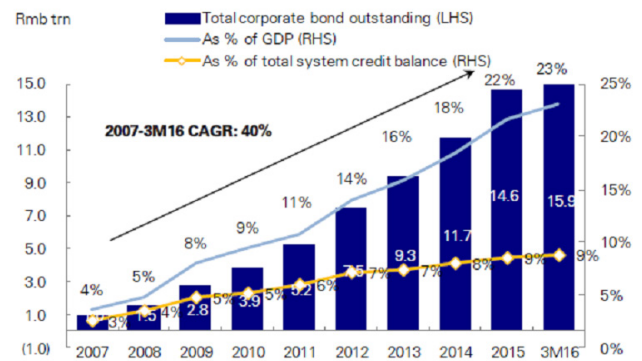
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, WIND, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี เราคาดว่า การผิดนัดชำระหนี้ของภาคธุรกิจจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะในเดือน ก.ย. และ ธ.ค. นี้ ซึ่งธุรกิจในกลุ่มที่มีปัญหาการก่อหนี้ส่วนเกิน (Overcapacity Sector) มีกำหนดการชำระหนี้

แผนภาพที่ 43: การผิดนัดชำระหนี้คาดว่าจะเพิ่มขึ้นในเดือน ก.ย. และ ธ.ค.



แผนภาพที่ 44: ตลาดหุ้นภาคเอกชนโตขึ้นต่อเนื่องแต่ยังคงมีขนาดเล็ก



- We expect defaults to continue to rise, which might concentrate in September and December of 2016
- However, the significance of the bond market as a corporate financing means remains small at 9% of total credit balance in China or 23% of GDP
- Bond defaults are still tiny in size. The defaulted bonds combined are Rmb23bn, equivalent to the NPL generation of the banking system on a biweekly basis.

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

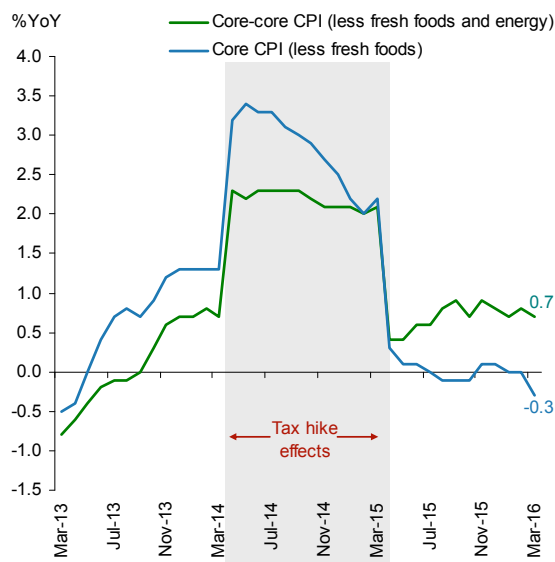
เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงชะลอตัว โดยได้รับผลกระทบเพิ่มเติมจากเหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto และค่าเงินเยนที่แข็งค่าในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม รัฐบาลเตรียมออกงบประมาณเพิ่มเติม เพื่อช่วยเหลือผู้ประกอบการแผ่นดินไหวจำนวน 8 แสนล้านเยน และมีความเป็นไปได้มากขึ้นที่ญี่ปุ่นจะเข้าแทรกแซงตลาดค่าเงิน และเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษีผู้บริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือน เม.ย. 2017 ออกไป

เงินเฟ้อลดลงต่อเนื่อง ในขณะที่ปริมาณการส่งออกเพิ่มขึ้น แต่มูลค่าลดลงตามค่าเงิน

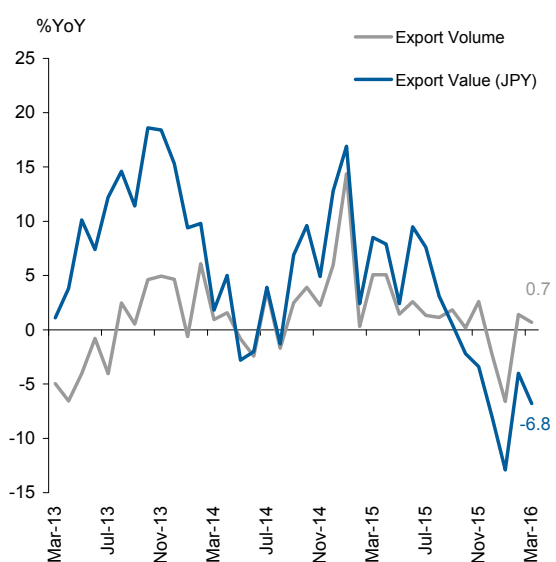
เศรษฐกิจภาพรวมในช่วงที่ผ่านมา ยังคงชะลอตัวอยู่ โดยอัตราเงินเฟ้อไม่รวมราคาอาหาร (Core CPI) เดือน มี.ค. ลดลง -0.3% YoY จากผลกระทบต่อเนื่องของราคาน้ำมันที่ลดลงในช่วงต้นปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อ Core CPI จะฟื้นตัวขึ้นมาเล็กน้อยจากระดับปัจจุบันที่ติดลบมาอยู่ระดับ 0% ในช่วงครึ่งปีแรก

ด้านการส่งออก มูลค่าส่งออกยังคงหดตัวต่อเนื่องตั้งแต่เดือน ต.ค. 2015 จากการชะลอตัวของค่าเงินเยนที่แข็งค่าต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา แต่ปริมาณการส่งออกซึ่งหักผลของค่าเงินออก และบ่งบอกอุปสงค์ภายนอกที่แท้จริง พลิกกลับมาขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 จากการฟื้นตัวของอุปสงค์โลก

แผนภาพที่ 45: อัตราเงินเฟ้อลดลง แต่เราคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 0% หากผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลงหมดไป



แผนภาพที่ 46: ปริมาณการส่งออกสินค้าพลิกกลับมาขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2



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

การชะลอตัวของการบริโภคจะกดดันให้นายกฯ เลื่อนกำหนดการขึ้นภาษีในเดือน เม.ย. 2017 ออกไป

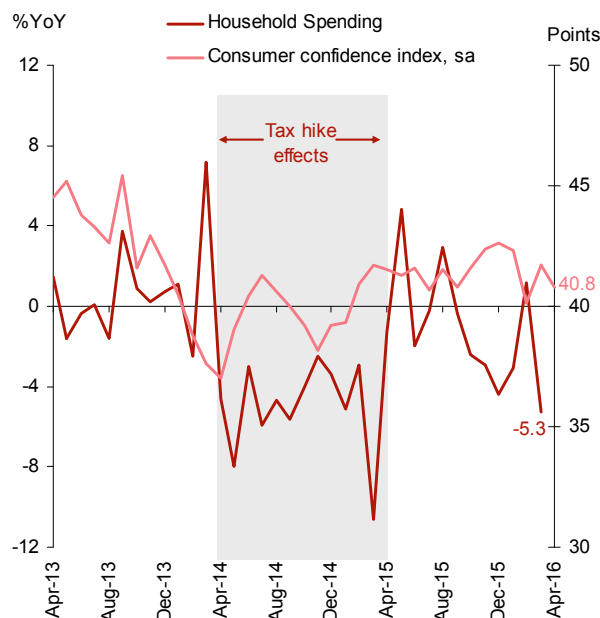
การใช้จ่ายภาคครัวเรือน (Household Spending) และความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (Consumer Confidence) ภายในประเทศยังคงชะลอตัวอยู่ ซึ่งการบริโภคมีสัดส่วนประมาณ 60% ของ GDP

การขึ้นภาษีผู้บริโภคครั้งก่อนเมื่อเดือน เม.ย. 2014 จาก 5% มาอยู่ที่ปัจจุบัน 8% เป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้การบริโภคชะลอตัวมาโดยตลอด และจะกดดันให้นายกรัฐมนตรี Shinzo Abe ประกาศเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษีออกไปอีกครั้งหลังการประชุม G7 จากกำหนดการปัจจุบันที่จะขึ้นภาษีผู้บริโภคเป็น 10% ในเดือน เม.ย. 2017

หากญี่ปุ่นเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษีออกไปอาจทำให้ญี่ปุ่นต้องยุบสภา และจัดการเลือกตั้งใหม่ เช่นเดียวกับเมื่อเดือน ต.ค. 2014 ที่รัฐบาลตัดสินใจเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษีจาก ต.ค. 2015 มาเป็น เม.ย. 2017

แผนภาพที่ 47: การใช้จ่ายภาคครัวเรือนและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคยังคงชะลอตัว

แผนภาพที่ 48: Abe เตรียมประกาศผลการตัดสินใจการเลื่อนกำหนดการขึ้นภาษีหลังการประชุม G7 (จาก 8% เป็น 10%) ในเดือน เม.ย. 2017 ออกไป



Date	Events
Mid-May	First extra budget passes
18 May	1Q2016 GDP
26-27 May	G7 summits
End of May – early June	Tax hike announcement
15-16 June	BoJ meeting
End of June - July	Upper house election

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

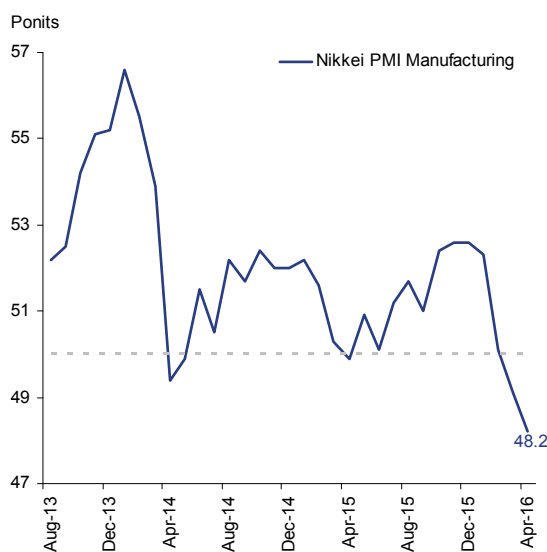
เหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัด โดยนายกรัฐมนตรีเตรียมออกงบประมาณเพื่อช่วยเหลือเพิ่มเติมจำนวน 8 แสนล้านเยน

เหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto เมื่อวันที่ 15 เม.ย. และ Aftershock ต่อเนื่องอีกหลายวัน ทำให้โรงงานอุตสาหกรรมบางส่วนหยุดการผลิต และชะลอกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวม ซึ่งส่งผลให้ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Purchasing Managers' index: PMI) ลดลงต่อเนื่องจากเดือนก่อนที่ต่ำกว่า 50 จุด เป็นครั้งแรกตั้งแต่เดือน เม.ย. 2015 ซึ่งเป็นเกณฑ์บ่งชี้การขยายตัวของภาคการผลิต

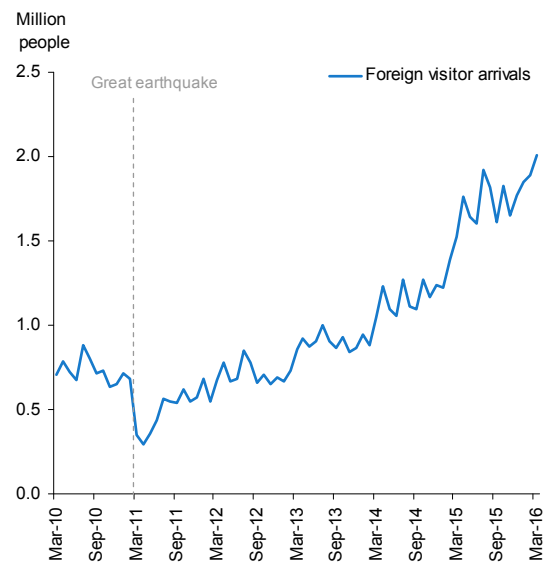
อย่างไรก็ดี เราคาดว่าภาคการผลิตและการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวได้ในระยะเวลาไม่นาน เนื่องจากจังหวัด Kumamoto มีสัดส่วน GDP เพียง 1% ของ GDP ทั้งประเทศ และโรงงานอุตสาหกรรมส่วนมากเริ่มกลับมาดำเนินการตามปกติแล้ว ส่วนการท่องเที่ยวคาดว่าจะใช้เวลาในการฟื้นตัวไม่นานเช่นเดียวกัน เนื่องจากหลังเหตุแผ่นดินไหวครั้งใหญ่เมื่อปี 2011 จำนวนนักท่องเที่ยวลดลงไป 30% และใช้เวลาประมาณ 4 เดือน จำนวนนักท่องเที่ยวจึงจะกลับมาใกล้เคียงกับก่อนเกิดเหตุแผ่นดินไหว

นอกจากนี้ นายกรัฐมนตรีเตรียมที่จะออกงบประมาณเพิ่มเติมเบื้องต้นปีงบประมาณ 2016 เพื่อช่วยเหลือผู้ประสบเหตุแผ่นดินไหวที่เมือง Kumamoto จำนวน 8 แสนล้านเยน

แผนภาพที่ 49: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมลดลง แต่เราคาดว่าจะฟื้นตัวได้ในระยะข้างหน้า เนื่องจากจังหวัด Kumamoto มีสัดส่วน GDP เพียง 1% ของ GDP ทั้งประเทศ



แผนภาพที่ 50: จำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าลดลง 30% หลังจากเหตุแผ่นดินไหวครั้งใหญ่ปี 2011 ซึ่งสามารถฟื้นตัวได้ในระยะเวลาไม่นาน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเป็นไปได้ที่ญี่ปุ่นจะเข้าแทรกแซงค่าเงินมีมากขึ้น

เราคาดว่าค่าเงินเยนจะกลับมาอ่อนค่าในช่วงที่เหลือของปี หลังจากที่แข็งค่าต่อเนื่องมาตั้งแต่ช่วงต้นปี จากความเป็นไปได้ที่ญี่ปุ่นจะเข้าแทรกแซงตลาดค่าเงิน

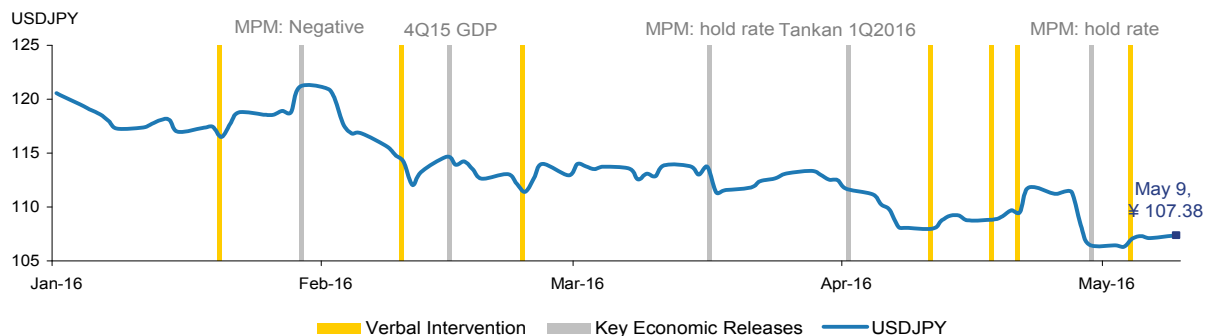
โดยที่ผ่านมา ญี่ปุ่นถูกจับตามองจากสหรัฐฯ ซึ่งมีกฎหมายเฝ้าระวังการแทรกแซงค่าเงินของประเทศคู่ค้าเพื่อปกป้องผลประโยชน์ทางการค้าของประเทศ ที่มีผลบังคับใช้ในเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา โดยมีเกณฑ์การพิจารณาดังนี้

1. มีดุลการค้าเกินดุล (Trade Surplus) กับสหรัฐฯ มากกว่า 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ
2. มีดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) เกินดุลมากกว่า 3% ของ GDP และ
3. มีการเข้าซื้อเงินสกุลต่างชาติเกิน 2% ของ GDP

ซึ่งปัจจุบันญี่ปุ่นเข้าเกณฑ์ข้อ 1 และ 2 ด้วยดุลการค้าปี 2015 เกินดุลกับสหรัฐฯ 6.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และมีดุลบัญชีเดินสะพัดปี 2015 เป็นสัดส่วน 3.3% ของ GDP ส่วนข้อ 3 ญี่ปุ่นไม่ได้เข้าแทรกแซงค่าเงินมาตั้งแต่ปี 2011 หลังเหตุแผ่นดินไหวครั้งใหญ่ ซึ่งในปีนั้นได้ทยอยซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จำนวน 14.3 ล้านล้านเยน เพื่อป้องกันการเก็งกำไรจากเงินเยนที่จะไหลกลับเข้าประเทศจากบริษัทประกัน

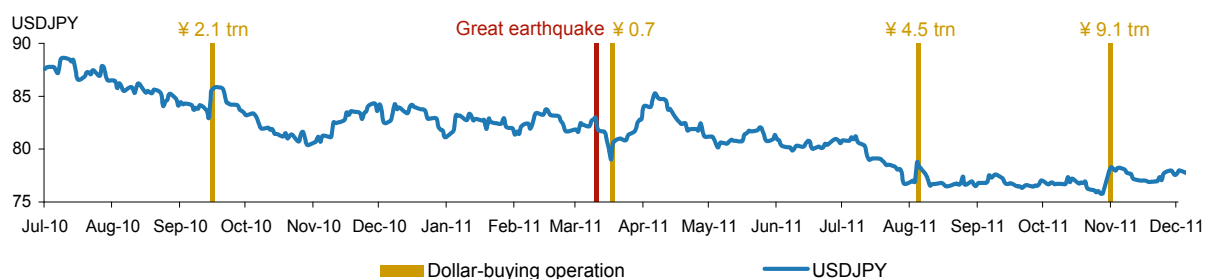
จากเกณฑ์ข้อที่ 3 ทำให้ญี่ปุ่นสามารถเข้าแทรกแซงค่าเงินได้ประมาณ 10 ล้านล้านเยน เพื่อไม่เป็นการฝ่าฝืนกฎหมายดังกล่าว โดยประเทศที่เข้าเกณฑ์ทั้งหมดจะโดนกีดกันทางการค้ากับสหรัฐฯ มากขึ้น

แผนภาพที่ 51: ญี่ปุ่นสามารถแทรกแซงตลาดค่าเงินได้ประมาณ 10 ล้านล้านเยน เพื่อไม่ให้ฝ่าฝืนกฎหมายการควบคุมค่าเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจำกัดการเข้าซื้อสกุลเงินต่างชาติไม่เกิน 2% ของ GDP



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

แผนภาพที่ 52: ครั้งล่าสุดญี่ปุ่นเข้าแทรกแซงค่าเงินในปี 2011 โดยการทยอยซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จำนวน 14.3 ล้านล้านเยน หลังเหตุแผ่นดินไหวครั้งใหญ่



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

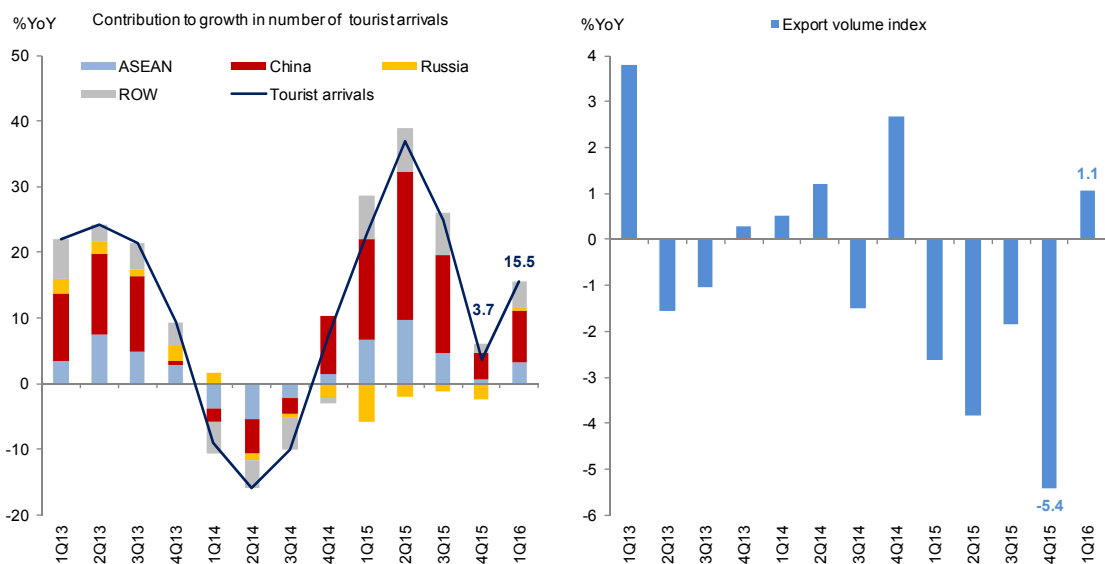
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยไตรมาส 1 ขยายตัว +3.2% YoY เร่งขึ้นจาก +2.8% ในไตรมาสก่อน หนุนโดยการใช้จ่ายภาครัฐ ภาคท่องเที่ยว และส่งออก แม้อุปสงค์ในประเทศจะชะลอตัวหลังการเร่งซื้อรถยนต์ในช่วงปลายปีก่อน โดยตัวเลข GDP และเครื่องชี้เศรษฐกิจเดือนล่าสุดที่ออกมาดีกว่าคาดสะท้อนว่าตลาดอาจมีความกังวลมากเกินไป ทั้งนี้ กนง. มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ +1.5% หลังภาวะการเงินผ่อนคลายมากขึ้น ตามการปรับลดดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์

การใช้จ่ายภาครัฐ ท่องเที่ยวและส่งออก หนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยไตรมาส 1

เศรษฐกิจไทยขยายตัวค่อนข้างดีที่ +3.2% YoY ในไตรมาส 1/2016 (vs. +2.8% ไตรมาสก่อน; +3.0% เราคาด; +2.8% ตลาดคาด) หรือ +0.9% QoQ sa (vs. +0.8% ไตรมาสก่อน; +0.8% เราคาด; +0.6% ตลาดคาด) นำโดยการใช้จ่ายภาครัฐ การท่องเที่ยว และการส่งออก โดยการบริโภคและการลงทุนภาครัฐขยายตัว +8.0% YoY (vs. +4.8% ไตรมาสก่อน) และ +12.4% YoY (vs. +41.2% ไตรมาสก่อน) ตามลำดับ ส่วนนักท่องเที่ยวมีจำนวนเพิ่มขึ้น +15.5% YoY (vs. +3.7% ไตรมาสก่อน) ขณะที่ปริมาณการส่งออกพลิกกลับมาขยายตัว +1.1% YoY (vs. -5.4% ไตรมาสก่อน) หลังจากหดตัวต่อเนื่อง 4 ไตรมาส

แผนภาพที่ 53: เศรษฐกิจไทยขยายตัว +3.2% YoY ในไตรมาส 1 หนุนโดยการท่องเที่ยวและส่งออก

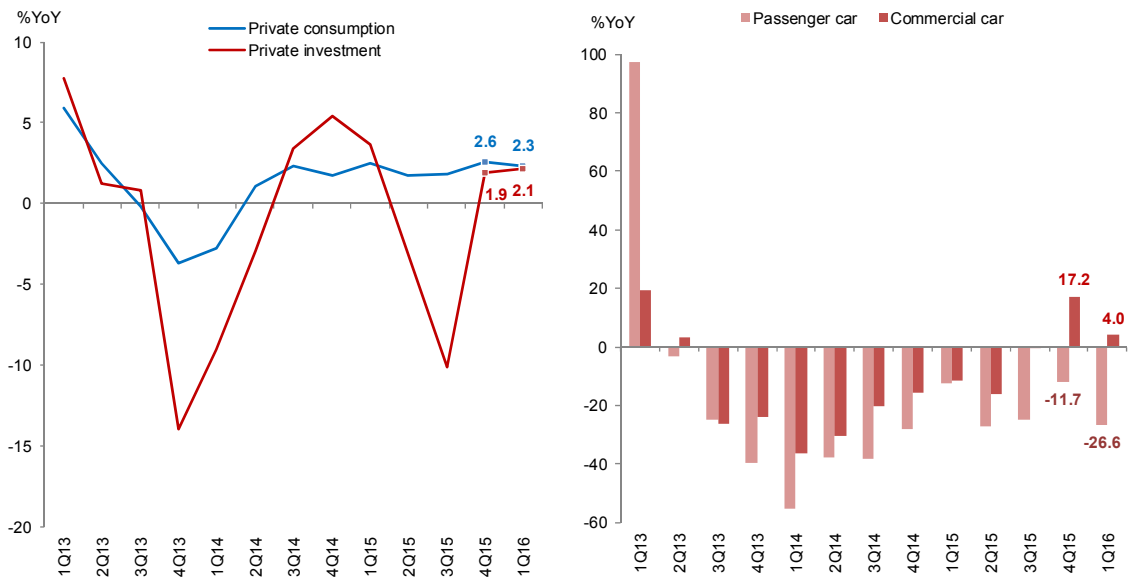


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism, and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อุปสงค์ในประเทศถูกกดดันจากการเร่งซื้อรถยนต์

อุปสงค์ในประเทศยังฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในไตรมาส 1/2016 โดยการบริโภคภาคเอกชนขยายตัว +2.3%YoY (vs. +2.6% ไตรมาสก่อน) ส่วนการลงทุนภาคเอกชนขยายตัว +2.1%YoY (vs. +1.9% ไตรมาสก่อน) ตามการชะลอตัวของยอดขายรถยนต์นั่งส่วนบุคคล (-26.6% YoY vs. -11.7% ไตรมาสก่อน) และรถยนต์เชิงพาณิชย์ (+4.0% YoY vs. +17.2% ไตรมาสก่อน) หลังจากมีการเร่งซื้อก่อนการปรับขึ้นภาษีสรรพสามิตในปี

แผนภาพที่ 54: การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัวอย่างช้าๆ ตามการเร่งซื้อรถยนต์ในไตรมาสก่อน

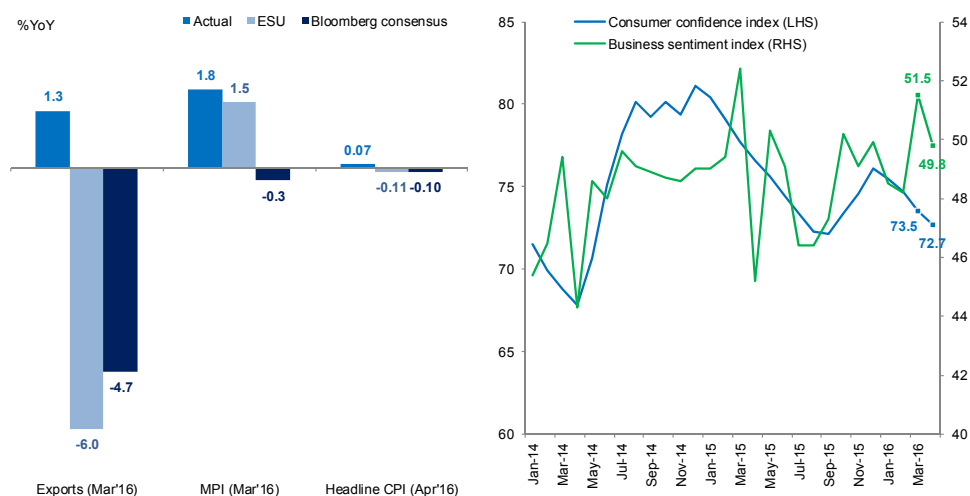


Source: BoT, Federation of Thai Industries (FTI), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เครื่องชี้เศรษฐกิจสะท้อนตลาดอาจมีความกังวลมากเกินไป

ตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญพลิกกลับมาเป็นบวกสวนทางกับการคาดการณ์ของตลาดและสะท้อนว่านักวิเคราะห์มีความกังวลต่อภาพรวมเศรษฐกิจค่อนข้างมาก โดยตัวเลขส่งออกเดือน มี.ค. ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สองที่ +1.3% YoY (vs. +10.3% เดือนก่อน; -4.7% ตลาดคาด; -6.0% ESU) MPI พลิกกลับมาขยายตัว +1.8% YoY (vs. -1.7% เดือนก่อน; -0.3% ตลาดคาด; +1.5% ESU) และเงินเฟ้อทั่วไปพลิกกลับมาเป็นบวกเร็วกว่าคาดในเดือน เม.ย. ที่ +0.07% YoY (vs. -0.46% เดือนก่อน; -0.10% ตลาดคาด; -0.11% ESU) สวนทางกับดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) เดือน เม.ย. ที่ปรับลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ติดต่อกัน และดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ที่พลิกกลับมาอยู่ในระดับต่ำกว่า 50.0 จุดอีกครั้ง

แผนภาพที่ 55: เครื่องชี้เศรษฐกิจสะท้อนตลาดอาจมีความกังวลมากเกินไป

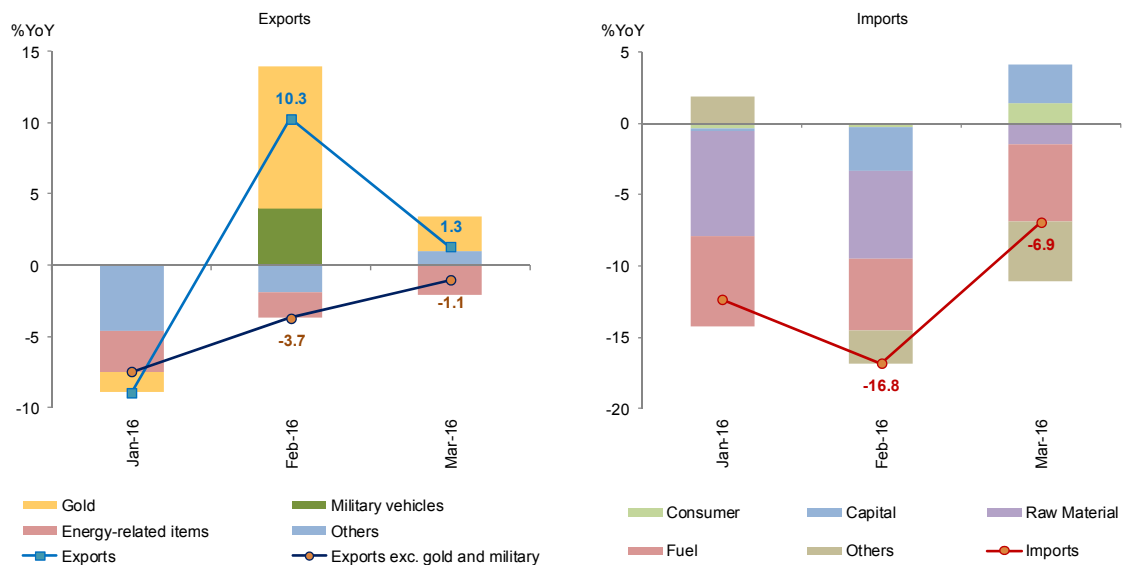


Source: BoT, Ministry of Commerce (MoC), Office of Industrial Economics (OIE), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่งออกขยายตัวต่อเนื่อง นำเข้าฟื้นตัวดี

มูลค่าการส่งออกสินค้าเดือน มี.ค. ยังคงขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง หนุนโดยการส่งออกทองคำ โดยหากไม่รวมทองคำและยุทธโภภณที่เป็นปัจจัยชั่วคราว มูลค่าการส่งออกจะยังหดตัว -1.1% YoY แต่ลดลงจาก -3.7% YoY ในเดือนก่อน ส่วนมูลค่าการนำเข้าหดตัวลดลงที่ -6.9% YoY (vs. -16.8% เดือนก่อน) นำโดยการนำเข้าสินค้าทุนที่พลิกกลับมาขยายตัว +5.9% YoY (vs. -12.9% เดือนก่อน) และการนำเข้าวัตถุดิบที่ฟื้นตัวขึ้นเป็น -11.5% YoY (vs. -20.9% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 56: มูลค่าการส่งออกขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่มูลค่าการนำเข้าฟื้นตัวขึ้นค่อนข้างมาก

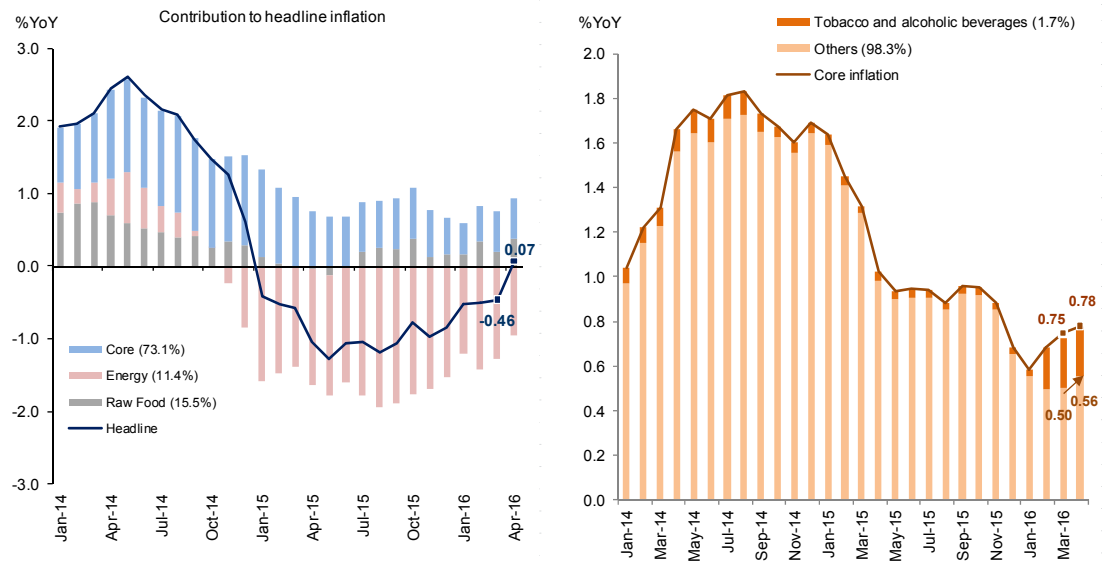


Source: BoT, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเฟ้อทั่วไปพลิกกลับเข้าสู่แดนบวกเร็วกว่าคาด

เงินเฟ้อทั่วไปเดือน เม.ย. พลิกกลับเป็นบวกเร็วกว่าคาดและเป็นครั้งแรกในรอบ 16 เดือนที่ +0.07 % YoY (vs. -0.46% เดือนก่อน; -0.10% ตลาดคาด; -0.11% ESU) ตามการฟื้นตัวของราคาน้ำมัน (-8.3% YoY vs. -11.2% เดือนก่อน) และการเร่งตัวของราคาอาหารสด (+2.4% YoY vs. +1.3% เดือนก่อน) ส่วนเงินเฟ้อพื้นฐานหลังหักผลของการขึ้นภาษียาสูบ ฟื้นตัวขึ้นจากระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปีที่ +0.50% เป็น +0.56% สะท้อนอุปสงค์ที่เริ่มฟื้นตัว

แผนภาพที่ 57: เงินเพื่อทั่วไปพลิกเป็นบวกเร็วกว่าคาด ส่วนแรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์สัญญาณการฟื้นตัว



Source: MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

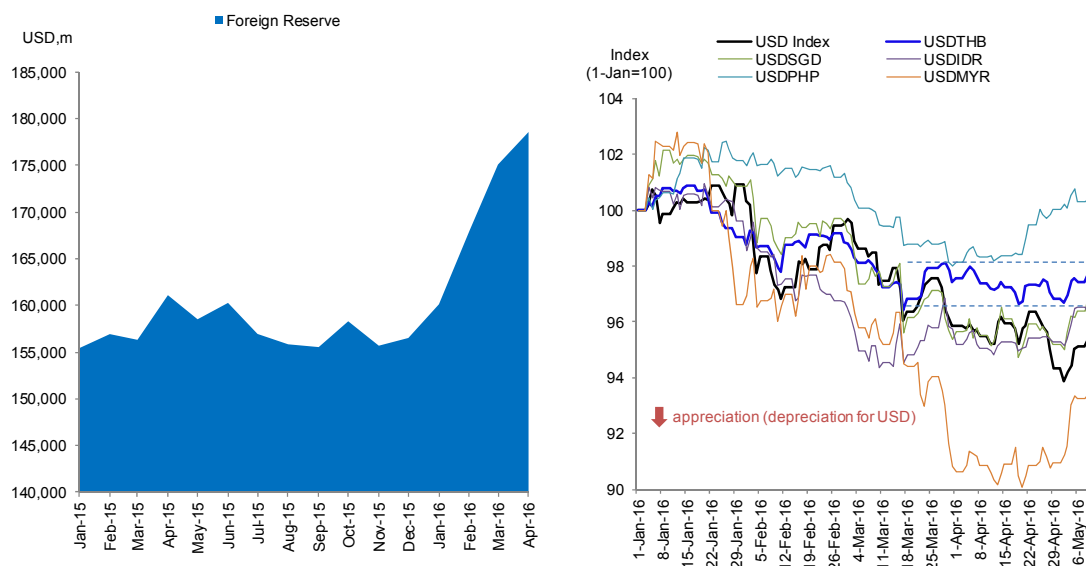
กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ +1.5% ในการประชุมวันที่ 11 พ.ค.

ที่ประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ประเมินการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น เงินบาทมีแนวโน้มผันผวนต่อเนื่อง และแรงกดดันเงินเฟ้อด้านอุปสงค์ยังคงอ่อนแอ อย่างไรก็ตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ส่งผลให้ภาวะการเงินมีความผ่อนคลายมากขึ้น กนง. จึงยังมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ +1.5% ต่อไปเพื่อรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบาย (policy space)

คาด กนง. คงดอกเบี้ยตลอดปี ใช้เงินสำรองฯ รับมือบาทแข็ง

เราคาด กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ +1.5% ตลอดทั้งปี เพื่อเก็บกระสุนไว้ใช้ในกรณีที่เศรษฐกิจชะลอตัวแรง และคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะจัดการบริหารเงินสำรองระหว่างประเทศเพื่อดูแลเงินบาทที่แข็งค่ามากกว่าการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ย โดยเราพบว่าปริมาณเงินสำรองฯ เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ในช่วง 4 เดือนแรกของปีที่ +14.1% ส่งผลให้การแข็งค่าของเงินบาทเริ่มชะลอลง และทรงตัวในระดับ 35 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน มี.ค. เป็นต้นมา แม้ว่าเงินสกุลอื่นในภูมิภาคจะแข็งค่าอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 58: เงินบาทเริ่มทรงตัวในระดับ 35 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ตั้งแต่เดือน มี.ค. หลังแบงก์ชาติเข้าแทรกแซง



Source: BoT, Bloomberg, 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 บุญนุช

Senior Economist

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

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

วรุฒม์ เตชะจินดา

Strategist

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

ชาวรา ผลพิบูลย์

Economist

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

ทิพย์รัตน์ นันทปรีชาวัฒน์

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แทนไท เสริมศิริมานนท์

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

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