



TIPS

MARCH

2016

TISCO Investment Portfolio Strategy



- ตลาดหุ้นถูกกดดันจาก 3 ประเด็นหลักได้แก่ 1) การอ่อนค่าของค่าเงินหยวนและความเสี่ยงเงินทุนไหลออกจากจีน 2) การปรับตัวลงแรงของราคาน้ำมัน และ 3) ความกังวลต่อการขาดทุนของธนาคารในยุโรป ซึ่งเราคาดว่าทั้ง 3 ประเด็นจะมีแนวโน้มคลี่คลายลงในระยะถัดไป
- เราคาดว่าตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นหลังตลาดคลายความกังวลต่อปัญหาดังกล่าว และแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐาน ซื้อหุ้นยุโรป และญี่ปุ่นที่ปรับตัวลงมาแรง
- ในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เราคงคำแนะนำ Overweight ในน้ำมัน และปรับลดคำแนะนำการลงทุนในทองคำจาก Neutral เป็น Underweight

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
Investment Outlook	7
ตลาดหุ้น	13
ตลาดตราสารหนี้	17
การลงทุนทางเลือก	19
Global Economic Insights	23
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	24
เศรษฐกิจยุโรป	29
เศรษฐกิจจีน	33
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	38
เศรษฐกิจไทย	42



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ
คมศร ประกอบพล
วรุฒม์ เตชะจินดา
ชานนทร์ บุญนุช

ชาว์รา พงพิบูลย์
พิมลพรรณ ประวังสุข
ปัทมกร กิจเจริญการกุล
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

ธนาคารกสิกร จำกัด (มหาชน)

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

www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แห่งความจริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ตลาดหุ้นปรับฐานลงแรงนับจากต้นปีและทำให้ Valuation ปรับตัวลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายปี โดยค่า PBV ของดัชนีตลาดหุ้นโลก (MSCI All Country World) ปรับตัวลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 2013 และ PBV ของดัชนีตลาดหุ้นเอเชีย (MSCI Asia ex Japan) ก็ปรับตัวลงมาต่ำสุดนับจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2009 โดยตลาดถูกกดดันจาก 3 ประเด็นหลักได้แก่ 1) การอ่อนค่าของค่าเงินหยวนและความเสี่ยงเงินทุนไหลออกจากจีน 2) การปรับตัวลงแรงของราคาน้ำมัน และ 3) ความกังวลต่อการขาดทุนของธนาคารในยุโรป ซึ่งเราคาดว่าทั้ง 3 ประเด็นจะมีแนวโน้มคลี่คลายลงในระยะถัดไป ดังนี้

ในประเด็นค่าเงินหยวน เราคาดว่า การเข้าแทรกแซงค่าเงินหยวนในฮ่องกงของธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกอบกับทิศทาง การอ่อนค่าของค่าเงินดอลลาร์ หลังจากธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีท่าทีชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไป จะทำให้ความกังวลต่อการอ่อนค่าของเงินหยวนเริ่มคลี่คลาย โดยหลังจากการให้สัมภาษณ์ของผู้ว่าธนาคารกลางจีนในวันที่ 14 ก.พ. ค่าเงินหยวนได้กลับมาอยู่ในระดับแข็งค่าสุดนับจากต้นปี

ส่วนในประเด็นราคาน้ำมัน เราคาดว่า ราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น เนื่องจาก ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงต่ำเข้าใกล้ต้นทุนการผลิต ส่งผลกดดันให้ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ในสหรัฐฯ ลดปริมาณการผลิตลง และทำให้ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดโลกกลับมาสมดุลขึ้นในปี

ส่วนประเด็นสุดท้าย ความกังวลต่อหุ้นกลุ่มธนาคารในยุโรป Deutsche Bank ยืนยันว่าธนาคารยังมีเงินกองทุนเพียงพอที่จะจ่ายให้ผู้ลงทุน (Available Distributable Item: ADI) จำนวน 1 พันล้านยูโร ในปี 2016 ซึ่งมากเพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยของ CoCo จำนวน 350 ล้านดอลลาร์ซึ่งจะมีกำหนดจ่ายในเดือนเมษายน และในวันที่ 12 ก.พ. Deutsche Bank ก็ได้ประกาศซื้อคืนตราสารหนี้ของตนเองมูลค่า 5.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นต่อตลาด และส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น 12% หลังตลาดรับรู้ข่าว

เราคาดว่าตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นหลังตลาดคลายความกังวลต่อปัญหาดังกล่าว และแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐาน ซื้อหุ้นยุโรป และญี่ปุ่นที่ปรับตัวลงมาแรง ส่วนในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เราคงคำแนะนำ Overweight ในน้ำมัน และปรับลดคำแนะนำการลงทุนในทองคำจาก Neutral เป็น Underweight



Global Investment Strategy

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นถูกกดดันจาก 3 ประเด็นหลักได้แก่ 1) การอ่อนค่าของค่าเงินหยวนและความเสี่ยงเงินทุนไหลออกจากจีน 2) การปรับตัวลงแรงของราคาน้ำมัน และ 3) ความกังวลต่อการขาดทุนของธนาคารในยุโรป ซึ่งเราคาดว่าทั้ง 3 ประเด็นจะมีแนวโน้มคลี่คลายลงและทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะถัดไป
- แนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐาน ซื้อหุ้นยุโรป และญี่ปุ่นที่ปรับตัวลงมาแรง
- คงคำแนะนำ Overweight ในน้ำมัน
- ปรับเพิ่มลดคำแนะนำการลงทุนในทองคำจาก Neutral เป็น Underweight

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,288	-1.5%	3.4%	-7.2%	-8.9%	0.0%	-19.9%
Philippines PCOMP	6,693	-1.1%	3.8%	-1.2%	-9.7%	-3.7%	-14.0%
Indonesia JCI	4,741	-1.2%	4.8%	6.7%	3.4%	3.2%	-11.0%
Singapore STI	2,608	1.9%	-0.9%	-10.6%	-16.3%	-9.5%	-23.9%
Malaysia KLCI	1,650	-0.4%	1.3%	-0.4%	3.3%	-2.5%	-8.8%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	18,918	-0.4%	-3.1%	-14.1%	-21.1%	-13.7%	-23.5%
China H HSCEI	7,864	0.1%	-4.5%	-21.2%	-28.9%	-18.6%	-34.1%
MSCI China	50	-1.8%	-3.3%	-17.8%	-24.0%	-16.2%	-27.6%
China CSI300	2,947	1.6%	-5.5%	-21.7%	-27.7%	-21.0%	-15.8%
Taiwan TWSE	8,067	-0.2%	3.9%	-2.8%	-2.9%	-3.3%	-15.4%
Korea KOSPI	1,877	-2.1%	-0.1%	-3.4%	-5.4%	-4.3%	-4.2%
MSCI Korea	499	-2.1%	-0.2%	-5.0%	-2.0%	-5.3%	-8.6%
India SENSEX	23,554	-3.0%	-3.7%	-8.6%	-16.1%	-9.8%	-19.2%
MSCI India	895	-3.0%	-3.5%	-6.2%	-15.4%	-9.3%	-17.8%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	4,837	0.1%	-1.1%	-3.3%	-9.7%	-8.7%	-17.9%
Japan TOPIX	1,286	-6.8%	-8.3%	-18.2%	-22.7%	-16.9%	-11.9%
Japan Nikkei 225	15,932	-6.3%	-7.1%	-17.9%	-22.4%	-16.3%	-11.5%
Europe STOXX600	322	2.4%	-2.4%	-13.2%	-16.7%	-12.0%	-14.6%
Euro STOXX50	2,834	1.7%	-4.0%	-15.7%	-18.8%	-13.3%	-17.5%
US Dow Jones	15,974	-1.4%	-0.1%	-7.4%	-8.6%	-8.3%	-11.4%
US S&P500	1,865	-0.8%	-0.8%	-7.8%	-10.8%	-8.8%	-11.1%
MSCI US REITs	996	-4.3%	-4.6%	-5.0%	-9.1%	-9.6%	-14.9%
J-REITs	1,800	-1.1%	8.2%	4.8%	3.5%	3.0%	-2.6%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	5,824	2.4%	0.3%	-5.2%	-11.1%	-6.7%	-15.1%
Germany DAX	9,207	2.5%	-3.5%	-14.1%	-16.2%	-14.3%	-15.7%
France CAC 40	4,115	1.2%	-2.3%	-14.3%	-17.0%	-11.3%	-13.4%
Switzerland SMI	7,848	1.1%	-3.2%	-10.1%	-16.0%	-11.0%	-9.9%
Portugal PSI 20	4,640	-2.7%	-4.0%	-10.8%	-16.6%	-12.7%	-13.1%
Spain IBEX 35	8,179	0.7%	-4.3%	-19.2%	-24.8%	-14.3%	-23.5%
Italy FTSE MIB	17,042	3.7%	-11.2%	-21.9%	-26.7%	-20.4%	-19.5%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	40,093	-1.8%	4.0%	-13.8%	-15.6%	-7.5%	-20.8%
Chile IPSA	3,680	0.8%	5.6%	-2.1%	-3.1%	0.0%	-7.9%
Mexico MEXBO	43,206	1.0%	5.8%	-0.9%	-1.2%	0.5%	0.6%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	371	-0.6%	0.7%	-8.4%	-14.1%	-9.9%	-23.3%
MSCI Latin America	1,714	-1.0%	5.4%	-13.3%	-20.3%	-6.3%	-35.0%
MSCI All Country World	362	0.9%	-0.8%	-9.9%	-14.0%	-9.4%	-15.5%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	30.85	3.9%	4.9%	-26.1%	-27.4%	-16.7%	-41.5%
Brent Spot	33.39	1.6%	15.4%	-23.4%	-31.9%	-10.4%	-45.7%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.54	-0.65	3.02	0.67	-3.99	2.30	-6.20
Gold Spot	1208.95	1.0%	11.0%	11.4%	8.0%	13.8%	-1.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1592.29	2.4%	7.4%	5.6%	5.3%	8.9%	-5.0%
DB Agriculture index (USD)	88.16	-0.9%	-2.0%	-5.0%	-3.9%	-4.8%	-16.6%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	264.46	0.4%	2.1%	3.5%	5.0%	2.7%	7.2%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	193.49	0.0%	0.2%	0.6%	1.0%	0.4%	3.3%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	269.49	0.1%	1.2%	2.6%	3.2%	1.7%	5.9%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	345.98	0.6%	3.1%	4.8%	5.9%	3.3%	8.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	228.34	0.2%	1.3%	2.5%	3.1%	1.7%	5.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.42	-3	-6	-8	-4	-8	-59
2Y	1.48	-1	-3	-8	-3	-9	-61
5Y	1.80	-13	-26	-45	-36	-35	-65
10Y	2.12	-17	-39	-58	-61	-39	-64
Spread 10Y-2Y	63	-16	-36	-49	-58	-30	-3
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	1.79	7	-24	-48	-41	-48	-26
Japan 10Y	0.09	11	-13	-22	-30	-18	-35
German 10Y	0.24	2	-30	-32	-42	-39	-11
Spain 10Y	1.70	-5	-5	-9	-31	-7	15
Italy 10Y	1.60	-8	4	4	-21	0	-1
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	25.40	2.0	-1.6	5.3	12.6	7.2	10.7
Dollar index	95.94	-0.7%	-3.0%	-3.1%	-0.6%	-2.7%	1.8%
USD/THB	35.64	0.7%	-1.8%	-0.9%	0.4%	-1.1%	9.4%
EUR/USD	1.12	-1.3%	2.5%	4.4%	0.8%	2.7%	-1.7%
USD/JPY	114.56	-0.2%	-2.4%	-7.0%	-7.9%	-4.7%	-3.2%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 2/16/2016

7:25:00 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				- ราคาตราดอกลดลง 0.25% ในเดือน มี.ค. - Fed มีแนวโน้มว่าจะไม่ขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ ซึ่งเป็นผลบวกต่อราคาพันธบัตรไทย - คงคำแนะนำ Underweight เนื่องจากเรามองว่า ปัจจัยทั้งสองได้สะท้อนในราคาพันธบัตรไปมากแล้ว
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				- ค่าเงินดอลลาร์เริ่มกลับมาอ่อนค่าหลัง Fed จะลดการขึ้นดอกเบี้ย - Valuation ลดลงตามการปรับฐานของตลาด - เพิ่มคำแนะนำเป็น Neutral
ตลาดหุ้นไทย				- Valuation ลดลงตามการปรับฐานของตลาด - เงินทุนกลับมาเข้า EM หลังดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่า - เพิ่มคำแนะนำเป็น Neutral
ตลาดหุ้นจีน				- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีจากการกระตุ้นของภาครัฐ และการอัดฉีดสภาพคล่อง - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				- เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดการณ์ เนื่องจากภาคการส่งออกที่ยังอ่อนแอ - Valuation ยังถูกเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่น ๆ ในโลก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอาเซียน				- Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภูมิภาค - ค่าเงินมีความเสี่ยงอ่อนค่า - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				- มีความคาดหวังจากตลาดว่า BoJ จะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจัดสรรปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				- มีความคาดหวังจากตลาดว่า (ECB) จะออกมากระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - Valuation ของตลาดหุ้นยังดูน่าสนใจ - คงคำแนะนำ Overweight โดยเน้นลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมัน
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				- กำไรยังถูกกดดันจากราคาลินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				- ราคาปรับขึ้นมาจากความผันผวนของตลาดหุ้น - มีโอกาสปรับฐานสูงหากตลาดคลายความกังวล รวมทั้ง เงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าโดยเปรียบเทียบ แม้ Fed ไม่ขึ้นดอกเบี้ย - ลดน้ำหนักการลงทุนเป็น Underweight
น้ำมัน				- คาดว่าราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว - ตลาดน้ำมันจะเข้าสู่ภาวะสมดุลมากขึ้นจากการลดปริมาณการผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ - คงคำแนะนำเป็น Overweight
US REITs				- ตลาดปรับฐานและสะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้วในช่วงไตรมาส 2 - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - มีแรงซื้อช่วยพยุงตลาดจาก QE2 - คงคำแนะนำ Overweight
Europe REITs				- ราคาอสังหาริมทรัพย์ในยุโรปยังคงต่ำเมื่อเทียบกับจุดสูงสุดในปี 2007 - แนวโน้มการเพิ่ม QE ของ ECB กดดันดอกเบี้ยต่ำ - คงคำแนะนำ Overweight

Investment Outlook :

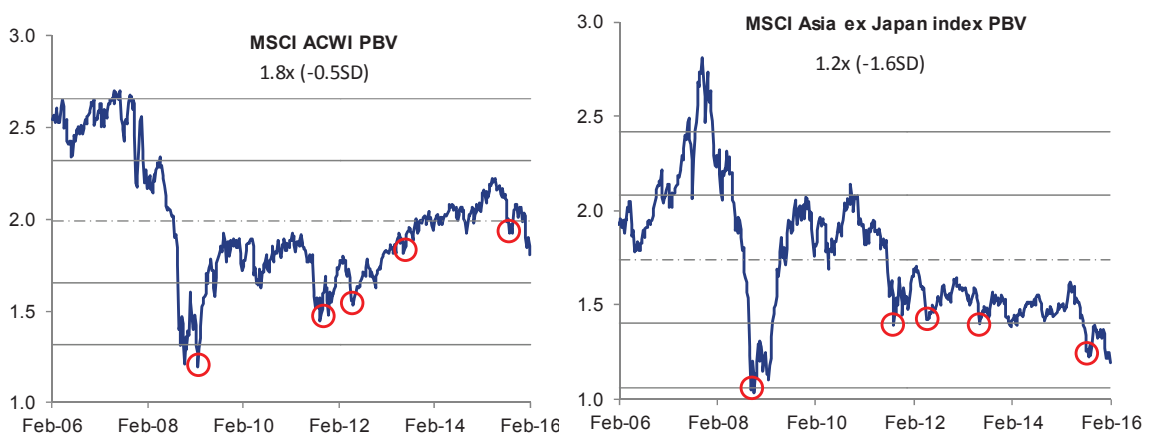
ค่าเงินหยวน ราคาน้ำมัน และธนาคารในยุโรป

ตลาดหุ้นถูกกดดันจาก 3 ประเด็นหลักได้แก่ 1) การอ่อนค่าของค่าเงินหยวนและความเสี่ยงเงินทุนไหลออกจากจีน 2) การปรับตัวลงแรงของราคาน้ำมัน และ 3) ความกังวลต่อการขาดทุนของธนาคารในยุโรป ซึ่งเราคาดว่าทั้ง 3 ประเด็นจะมีแนวโน้มคลี่คลายลงและทำให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะถัดไป

ตลาดหุ้นปรับฐานลงแรง....

นับจากจุดสูงสุดในช่วงปลายปี 2015 ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับฐานลงแรง และทำให้ Valuation ปรับตัวลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายปี โดยค่า PBV ของดัชนีตลาดหุ้นโลก (MSCI All Country World) ปรับตัวลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 2013 และ PBV ของดัชนีตลาดหุ้นเอเชีย (MSCI Asia ex Japan) ลดลงมาต่ำสุดนับจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2009

แผนภาพที่ x: PBV ของตลาดหุ้นปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบหลายปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมินการปรับฐานของตลาดหุ้นในรอบนี้ โดยเปรียบเทียบ PBV ratio ของตลาดในปัจจุบันกับช่วงที่ตลาดมีการการปรับฐานในอดีต โดยใช้การปรับฐานของตลาดในช่วง 3 ครั้งล่าสุด ได้แก่ 1) ช่วงที่ตลาดกังวลต่อการลด QE ของสหรัฐฯ (Taper Tantrum) ในเดือน ส.ค. 2013 2) วิกฤตการณ์เมืองกรีซในเดือน พ.ค. 2012 และ 3) วิกฤตหนี้สาธารณะในยุโรป ช่วงเดือน ก.ย. 2011 นอกจากนั้นเรายังเปรียบเทียบ PBV ของตลาดหุ้นในปัจจุบันกับในช่วงต่ำสุดของวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 เพื่อประเมิน Downside ในกรณีแย่สุด ซึ่งพบว่า PBV ของตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่หลายตลาด เช่น เกาหลีใต้ หวัน และจีนได้ปรับตัวลงต่ำกว่าจุดต่ำสุดของการปรับฐานในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาแล้ว ส่วนในประเทศพัฒนาแล้ว ค่า PBV อยู่ในระดับใกล้เคียงกับจุดต่ำสุดในช่วง Taper Tantrum ในปี 2013 ซึ่งน่าจะชี้ว่าตลาดหุ้นมี Downside ที่จำกัดแล้ว

แผนภาพที่ 2: PBV ของตลาดหุ้นในปัจจุบัน เทียบกับในช่วงการปรับฐานครั้งก่อนๆ

Price-to-book	Current (08 Feb 16)	CNY devaluation (Aug'15)	Taper Tantrum (Aug'13)	Greek Election (May'12)	European Debt Crisis (Sep'11)	Global Financial Crisis (Mar'09)
China HSCEI	0.82	0.82	1.10	1.25	1.31	1.23
Korea KOSPI	0.92	0.90	0.96	1.00	0.99	0.76
MSCI AxJ	1.24	1.22	1.41	1.43	1.40	1.04
MSCI LATAM	1.42	1.32	1.49	1.46	1.36	1.11
Taiwan TWSE	1.42	1.37	1.58	1.48	1.47	1.00
Germany DAX	1.42	1.45	1.42	1.16	1.10	1.01
Japan NIKKEI 225	1.51	1.49	1.29	1.07	0.59	0.91
Europe STOXX600	1.55	1.59	1.54	1.32	1.27	1.11
China CSI300	1.70	1.69	1.48	1.53	1.85	1.81
Thailand SET	1.73	1.64	1.99	1.92	1.69	0.84
US S&P500	2.53	2.53	2.20	2.01	1.83	1.53
India SENSEX	2.59	2.59	2.41	2.38	2.52	1.90

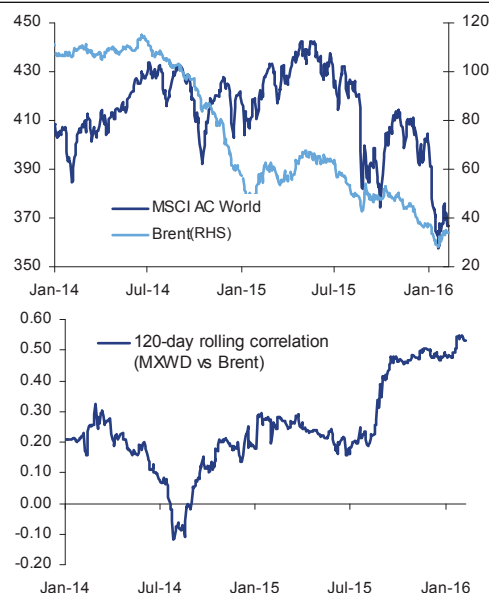
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

...จากความกังวลหลัก 3 ประเด็นได้แก่...

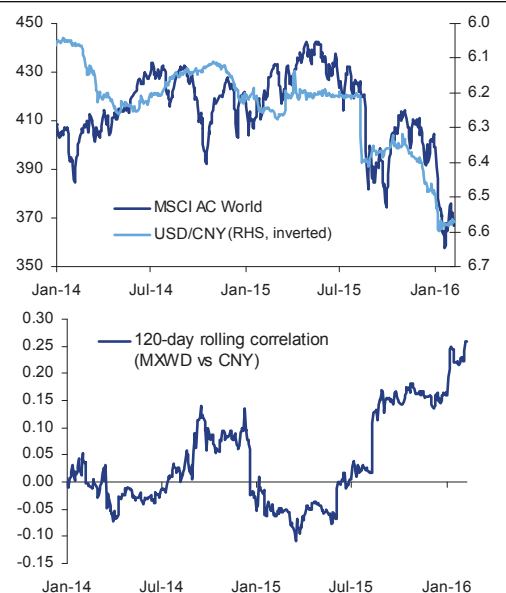
โดยประเด็นหลักที่กดดันตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมาได้แก่ 1) การอ่อนค่าของค่าเงินหยวนและความเสี่ยงเงินทุนไหลออกจากจีน 2) การปรับตัวลงแรงของราคาน้ำมัน และ 3) ความกังวลต่อการขาดทุนของธนาคารในยุโรป โดยจะเห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างตลาดหุ้นกับค่าเงินหยวน และระหว่างตลาดหุ้นกับราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายปี และการปรับตัวลดลงนำตลาดของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารในยุโรปในช่วงหลัง

แผนภาพที่ 3: Correlation ระหว่างตลาดหุ้นกับค่าเงินหยวนและตลาดหุ้นกับราคาน้ำมันอยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายปี

Correlation between equity market and oil price surges to multi-year high...



...so as equity-yuan correlation

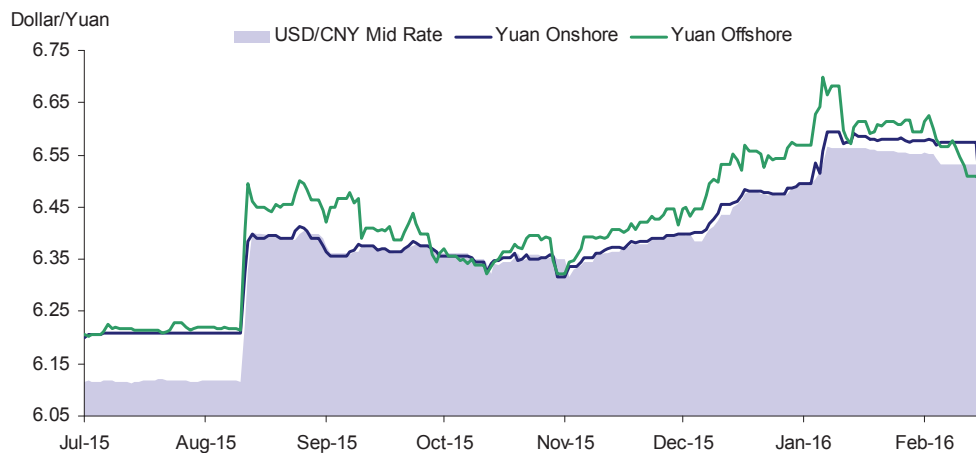


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

...ซึ่งเราคาดว่าทั้ง 3 ประเด็นจะมีแนวโน้มคลี่คลายลงในระยะถัดไป

ในประเด็นค่าเงินหยวน เราคาดว่าค่าเงินหยวนในฮ่องกงของ PBoC ประกอบกับทิศทางการอ่อนค่าของดอลลาร์ หลังจาก Fed มีท่าทางชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไป จะทำให้ความกังวลต่อการอ่อนค่าของเงินหยวนเริ่มคลี่คลาย โดยหลังจากการให้สัมภาษณ์ของผู้อำนวยการกลางเงินในวันที่ 14 ก.พ. ค่าเงินหยวนได้กลับมาอยู่ในระดับแข็งค่าสุดนับจากต้นปี (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจจีน)

แผนภาพที่ 4: ค่าเงินหยวนกลับมาแข็งค่าสุดนับจากต้นปี

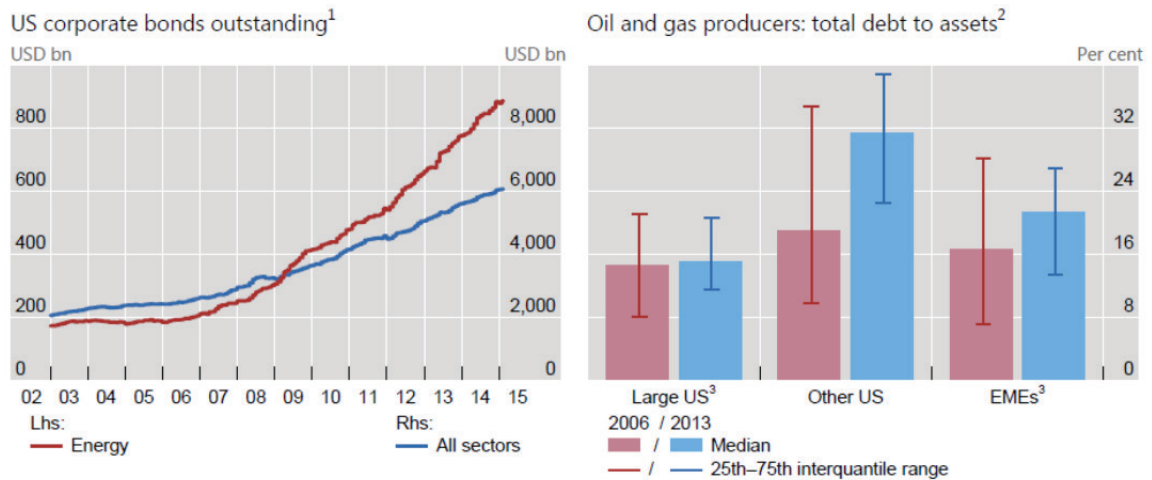


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนในประเด็นราคาน้ำมัน เราคาดว่าราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น เนื่องจากราคาที่ปรับตัวลดลงต่ำเข้าใกล้ต้นทุนการผลิต ส่งผลกดดันให้ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ในสหรัฐฯ ลดปริมาณการผลิตลง และทำให้ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดโลกกลับมาสมดุลขึ้นในปีนี้ (ดูรายละเอียดในส่วนการลงทุนทางเลือก)

นอกจากนี้ เรามองว่าความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทผู้ผลิตน้ำมันที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำเป็นเวลานาน จะไม่ลุลามเป็นความเสี่ยงเชิงระบบและทำให้ระบบธนาคารมีปัญหาเนื่องจาก 1) บริษัทน้ำมันที่มีปัญหาขาดสภาพคล่องส่วนใหญ่เป็นบริษัทผู้ผลิต Shale Oil ซึ่งเสียเปรียบด้านต้นทุน และเป็นบริษัทขนาดเล็ก โดยบริษัทเหล่านี้มักระดมทุนผ่านการขาย High Yield Bond เนื่องจากมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอสำหรับการลงทุน จึงทำให้ความเสี่ยงต่อภาคธนาคารมีจำกัด 2) บริษัทผู้ผลิตน้ำมันขนาดใหญ่ไม่ได้มีการเพิ่มภาระหนี้ในช่วงที่ผ่านมา และยังมีกำไร (แม้จะลดลงมากจากอดีต) และกระแสเงินสดเพียงพอสำหรับการจ่ายหนี้ 3) ปริมาณเงินกู้ให้ภาคพลังงานนับเป็นสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับพอร์ตเงินกู้รวมของธนาคาร โดยบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ Moody's ได้ประเมินว่ายอดเงินกู้ให้ภาคพลังงานทั้งหมดนับเป็นสัดส่วนเพียง 2.3% ของยอดเงินกู้รวม 6 ธนาคารใหญ่ในสหรัฐฯ โดยธนาคารที่มีสัดส่วนเงินกู้ให้ภาคพลังงานมากที่สุดได้แก่ ธนาคาร Morgan Stanley ซึ่งมีสัดส่วน 5% และต่ำสุดได้แก่ JPMorgan ซึ่งมีสัดส่วน 1.5% และ 4) ตราสารหนี้ที่ออกโดยกลุ่มพลังงานคิดเป็น 15% ของตราสารหนี้ทั้งหมดในสหรัฐฯ และการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นเกิดจากบริษัทขนาดเล็กเป็นหลัก

แผนภาพที่ 5: ภาคพลังงานของสหรัฐฯ ก่อหนี้มากกว่าอุตสาหกรรมอื่นหลัง Shale Oil Boom ในปี 2009 แต่การก่อหนี้ส่วนใหญ่จำกัดอยู่ในกลุ่มผู้ผลิตน้ำมันขนาดเล็ก ส่วนผู้ผลิตน้ำมันขนาดใหญ่มีอัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์ทรงตัวในช่วงที่ผ่านมา

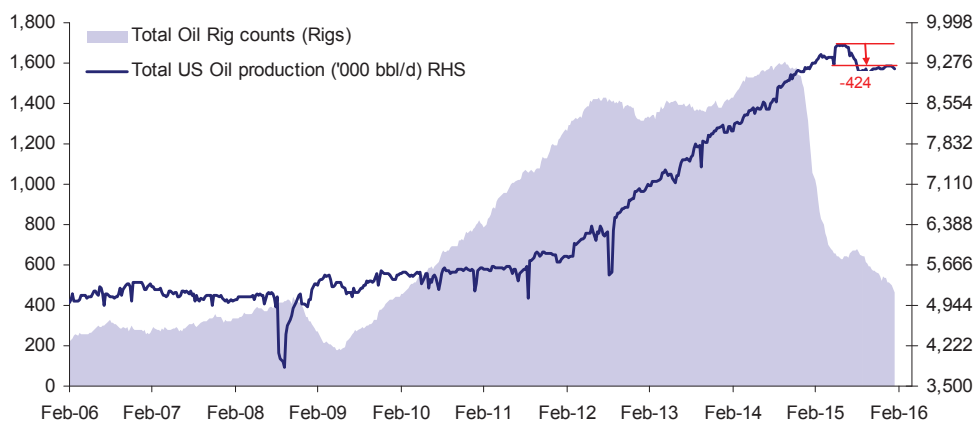


¹ Face value of Merrill Lynch high-yield and investment grade corporate bond indices. ² Integrated oil, gas and exploration/production companies. ³ Companies with total assets in 2013 exceeding \$25 billion.

Source: Bloomberg; Thomson Reuters Worldscope; BIS calculations

ปัญหาการขาดแคลนสภาพคล่องของผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ในสหรัฐฯ ส่งผลให้เกิดการเร่งการผลิตเพื่อสร้างกระแสเงินสดให้เพียงพอสำหรับจ่ายภาระหนี้และดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา และส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงช้ากว่าที่หลายฝ่ายคาด แต่เราเชื่อว่าด้วยราคาน้ำมันปัจจุบันที่ลดลงใกล้เคียงต้นทุน ประกอบกับการลดการลงทุน และการลดจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันอย่างต่อเนื่อง จะทำให้เราเห็นการลดลงของปริมาณการผลิตน้ำมันลงอย่างรวดเร็วต่อจากนี้

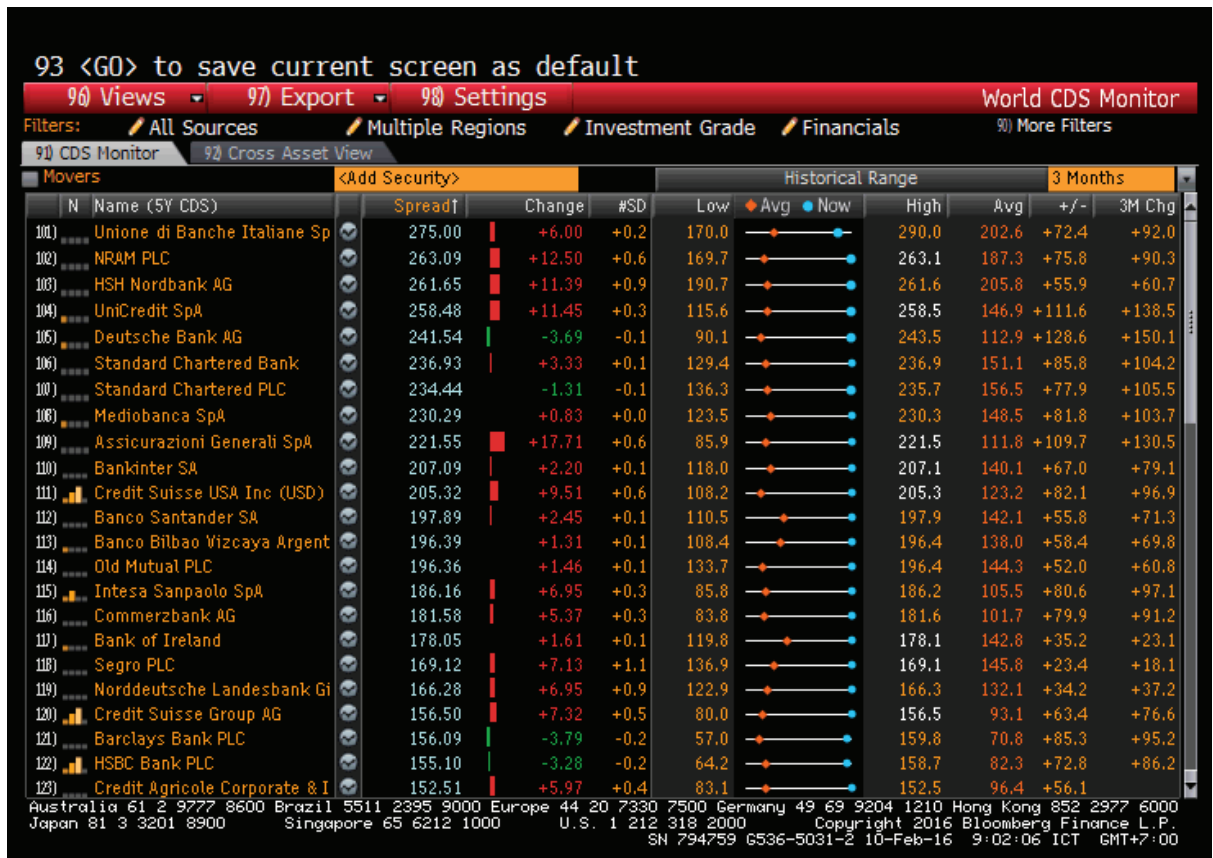
แผนภาพที่ 6: จำนวนแท่นขุดเจาะและปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนประเด็นสุดท้าย ความกังวลต่อหุ้นกลุ่มธนาคารในยุโรป ซึ่งตลาดกังวลว่า Deutsche Bank จะงดจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้แปลงสภาพชนิดพิเศษ ที่เรียกว่า Contingent Convertible Bond (หรือ CoCo) โดยสำนักวิจัย CreditSight Research ได้ออกรายงาน ชี้ว่า Deutsche Bank มีความเสี่ยงที่จะงดจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้แปลงสภาพชนิดดังกล่าวในปี 2017 หากธนาคารยังมีผลการดำเนินงานขาดทุนต่อเนื่องจากปี 2015 ซึ่งทำให้ราคาหุ้นสามัญของ Deutsche Bank ลดลงราว 40% นับจากต้นปี และเทรดที่ 0.3 เท่าของ Book value นอกจากนี้ Credit Default Swap (5-year CDS) ของ Deutsche Bank ได้พุ่งขึ้นสู่ระดับ 240 bps จากที่เคยอยู่ 75-100bps ในปี 2015 ความกังวลต่อการจ่ายดอกเบี้ยของ Deutsche Bank ลุกลามไปยังตลาดตราสารหนี้ทั่วยุโรป และทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของธนาคารอื่นๆ สูงขึ้นตามไปด้วย

แผนภาพที่ 7: CDS ของธนาคารในยุโรปพุ่งขึ้นอย่างรวดเร็ว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

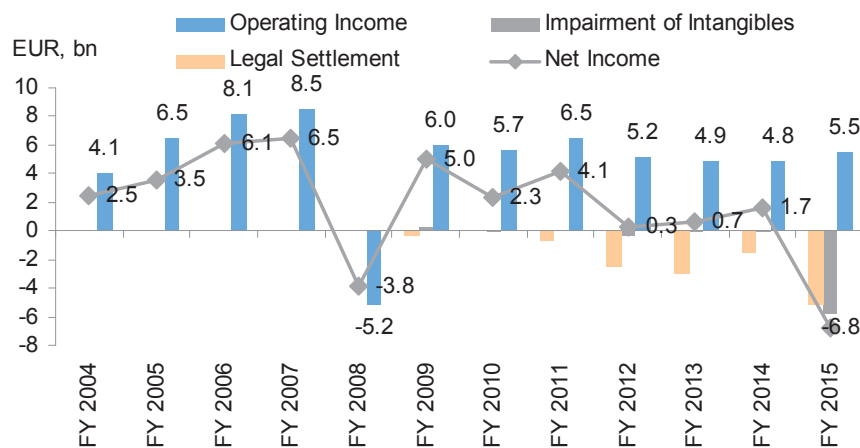
CoCo คืออะไร?

- Contingent Convertible Bond (หรือ CoCo) คือหุ้นกู้แปลงสภาพชนิดพิเศษ ซึ่งนับเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1 ของธนาคาร (Tier-1 Capital)
- CoCo เป็นตราสารหนี้ความเสี่ยงสูง ที่ถูกออกแบบมาเพื่อบังคับให้ผู้ถือตราสารต้องช่วยแบกรับผลขาดทุนของธนาคาร โดยธนาคารจะดักจ่ายดอกเบี้ยจาก CoCo เพื่อดำรงเงินกองทุนไว้ หากสัดส่วนเงินกองทุน (Capital Ratio) ลดลงต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำ
- การงดจ่ายดอกเบี้ยของ CoCo ไม่ถือเป็นการผิดนัดชำระหนี้และไม่นับเป็น Credit Event ที่จะทำให้เกิดการจ่ายเงินจาก Credit Default Swap (CDS)
- นอกจากนั้น CoCo ยังอาจถูกแปลงสภาพจากตราสารหนี้เป็นหุ้นสามัญเพื่อเพิ่มทุนให้ธนาคารในกรณีที่มีความจำเป็น

Deutsche Bank จะขาดทุนอีกหรือไม่?

- ผลการดำเนินงานล่าสุดในปี 2015 Deutsche Bank ขาดทุน 6.8 พันล้านยูโร แต่ผลขาดทุนส่วนใหญ่เกิดจากรายการพิเศษซึ่งไม่เกี่ยวกับการดำเนินงานปกติ
- กำไรจากการดำเนินงานปกติ (Operating Income) ในปี 2015 อยู่ที่ 5.5 พันล้านยูโร เพิ่มขึ้น 14% จากปีก่อนหน้า และเป็นกำไรจากการดำเนินงานปกติที่สูงสุดในรอบ 4 ปี
- แต่ค่าใช้จ่ายพิเศษซึ่งได้แก่ รายจ่ายเพื่อยุติคดีทางกฎหมาย (Legal Settlement) จำนวน 5.2 พันล้านยูโร ซึ่งเกิดจากการฟ้องคดีการทุจริตในการกำหนดอัตราดอกเบี้ย Libor และการด้อยค่าจากการตีราคาสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน (Impairment of Intangibles) จำนวน 5.8 พันล้านยูโร ซึ่งเกิดจากการตีราคาบริษัทที่มีการควบรวมกิจการลดลงจากราคาซื้อ
- รายการค่าใช้จ่ายพิเศษที่เกิดขึ้นในปี 2015 น่าจะเป็นรายการที่เกิดขึ้นเพียงครั้งเดียว และไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อเนื่องมาถึงผลการดำเนินงานในปีต่อไปๆ ไป

แผนภาพที่ 8: กำไรจากการดำเนินงานของ Deutsche Bank ยังขยายตัวได้ดีในปี 2015 แต่กำไรสุทธิขาดทุนจากค่าใช้จ่ายพิเศษ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สัดส่วนเงินกองทุนยังมีเพียงพอหรือไม่?

- จากข้อมูลของ Bloomberg ณ สิ้นปี 2015 Deutsche Bank มีสัดส่วน Tier-1 Capital Ratio อยู่ที่ 14.7% และ Total Capital Ratio ที่ 16.2%
- Deutsche Bank ออกแถลงการณ์ยืนยันว่าธนาคารยังมีเงินกองทุนเพียงพอที่จะจ่ายให้ผู้ลงทุน (Available Distributable Item: ADI) จำนวน 1 พันล้านยูโร ในปี 2016 ซึ่งมากเพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยของ CoCo จำนวน 350 ล้านยูโรซึ่งจะมีกำหนดจ่ายในเดือนเมษายน
- ส่วนในปี 2017 ธนาคารมีแผนจะขาย HuaXia Bank ซึ่งจะทำให้ ADI เพิ่มขึ้นเป็น 4.3 พันล้านยูโร
- ในวันที่ 12 ก.พ. Deutsche Bank ประกาศซื้อสินตราสารหนี้ของตนเองมูลค่า 5.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นต่อตลาด และส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น 12% หลังตลาดรับรู้ข่าว

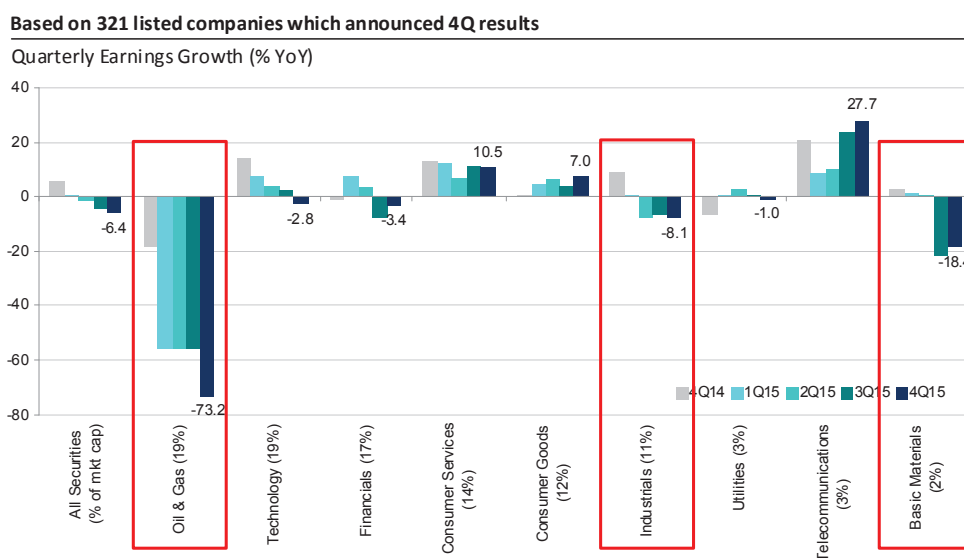
ตลาดหุ้น

เรายังคงคำแนะนำ **Overweight** ในตลาดหุ้น และคาดว่าตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นเนื่องจากปัจจัยกดดัน เช่น การอ่อนค่าของเงินหยวน การปรับตัวลดลงของราคาน้ำมัน และความกังวลเกี่ยวกับธนาคารในยุโรปเริ่มลดลง

กำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ลดลงติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 3 แต่การหดตัวจำกัดอยู่ในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ เป็นส่วนใหญ่

โดยคำนวณจากบริษัทที่ประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/15 ออกมาแล้วจำนวน 321 บริษัทจาก 500 บริษัท ในดัชนี S&P500 ผลประกอบการรวมหดตัว 6.4% เมื่อเทียบกับไตรมาส 4/14 ซึ่งนับเป็นการหดตัวติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 3 อย่างไรก็ดี การหดตัวของกำไรยังจำกัดอยู่ในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น กลุ่ม Oil & Gas, Industrials และ Materials ส่วนกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการบริโภคยังขยายตัวได้ดี ซึ่งสอดคล้องกับภาพเศรษฐกิจที่การจ้างงานในสหรัฐฯ ยังแข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 9: กำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ลดลงติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 3 แต่การหดตัวจำกัดอยู่ในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์เป็นส่วนใหญ่



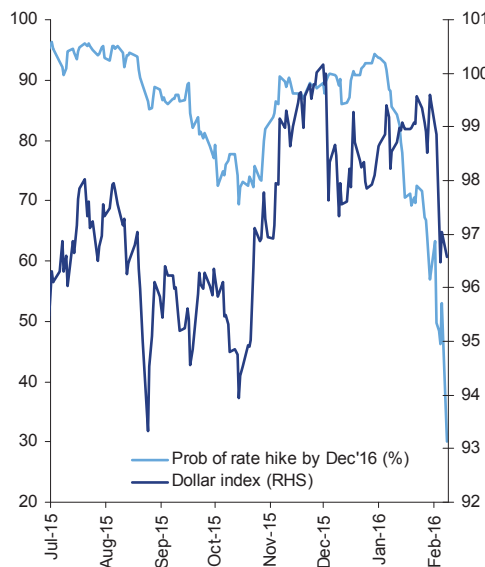
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าส่งผลให้เงินทุนไหลกลับตลาดเกิดใหม่

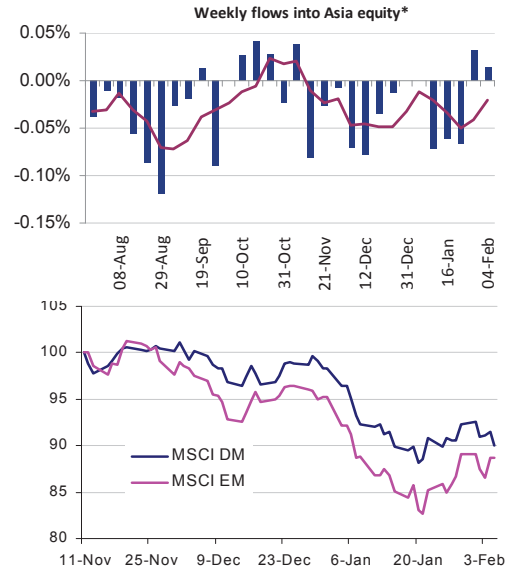
ดัชนีตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่กลับมา Outperform ตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว หลังจากค่าเงินดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วในปี 2015 กลับมาอ่อนค่าลง ตามการคาดการณ์การชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

แผนภาพที่ 10: เงินทุนต่างชาติไหลเข้าตลาดเกิดใหม่ในช่วงปลายเดือนม.ค. หลังดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่า

Dollar index fell rapidly as market is pricing in Fed's relent...



...causing fund flows to return to EM



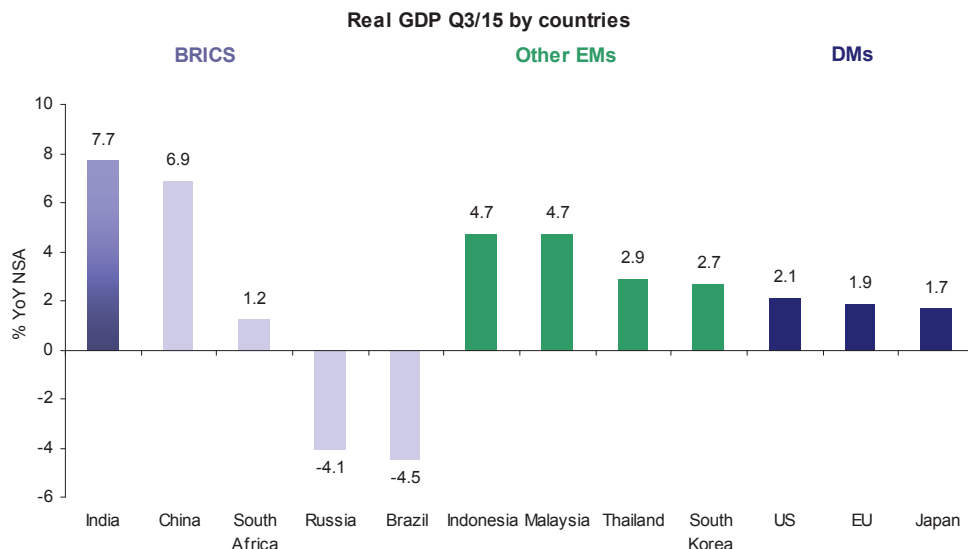
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); * Total flows into Thailand, Korea, Taiwan, Philippines, Indonesia as % of market cap

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นอินเดีย

เศรษฐกิจอินเดียเติบโตในอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับประเทศกำลังพัฒนาและประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ อินเดียมีความน่าสนใจในการลงทุน เนื่องจากสถานะเศรษฐกิจที่เติบโตได้ดี โดยเศรษฐกิจอินเดียเติบโตเร็วที่สุดในกลุ่ม BRICS ซึ่งได้แก่ บราซิล รัสเซีย อินเดีย จีน และแอฟริกาใต้ ที่ 7.7% ในไตรมาส 3 ปีที่แล้ว ซึ่งมากกว่าการเติบโตของเศรษฐกิจจีนที่ 6.9 % ในไตรมาสเดียวกัน และโตเร็วกว่าประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ

แผนภาพที่ 11 อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจอินเดียเติบโตเร็วที่สุดในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

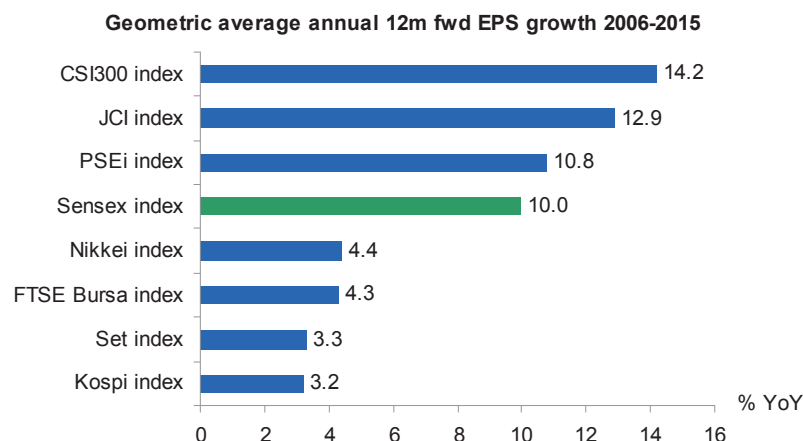


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กำไรและเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนยังคงเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

กำไรต่อหุ้น หรือ Earnings per Share (EPS) ของตลาดหุ้นอินเดียเติบโตดีที่สุดในเอเชีย โดยค่าเฉลี่ยการเติบโตของ EPS 10 ปีย้อนหลังของอินเดีย (10 %) มีค่าใกล้เคียงกับฟิลิปปินส์ (10.8%) และเป็นรองเพียงแค่จีน (14.2%) และอินโดนีเซีย (12.9%) เท่านั้น

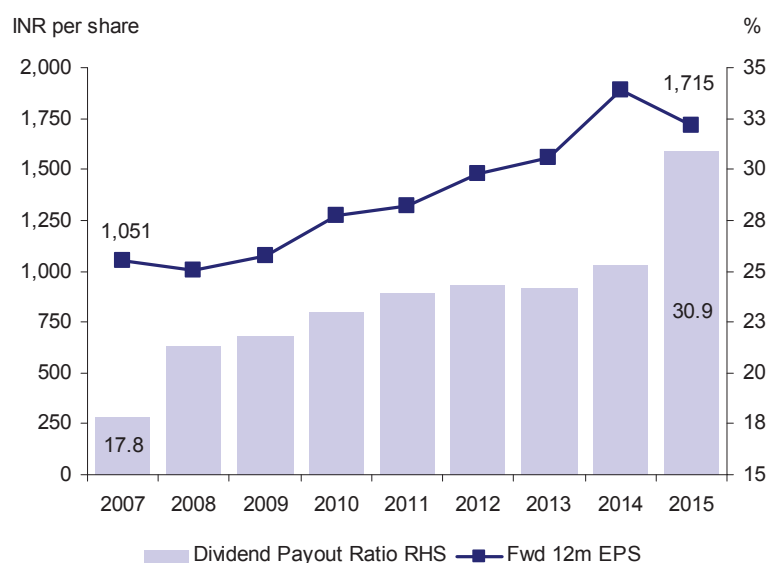
แผนภาพที่ 12 กำไรต่อหุ้นของตลาดหุ้นอินเดียเติบโตได้ดีที่สุดแห่งหนึ่งในเอเชีย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ อัตราการจ่ายปันผล หรือ Dividend Payout Ratio ของอินเดียยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้การลงทุนในอินเดียดูน่าสนใจ ทั้งนี้ อัตราการจ่ายปันผล คำนวณจาก เงินปันผลของหุ้น หหารด้วย EPS ซึ่งค่าอัตราการจ่ายปันผลที่เพิ่มขึ้น แม้ EPS เพิ่มขึ้น เป็นตัวบ่งชี้ว่า ผลตอบแทนจากเงินปันผลมีแนวโน้มที่ดี และทำให้หุ้นอินเดียเป็นอีกตลาดที่น่าสนใจ

แผนภาพที่ 13 Dividend Payout Ratio เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แม้ว่า EPS จะเพิ่มขึ้น ชี้ว่าผลตอบแทนจากเงินปันผลมีแนวโน้มที่ดี

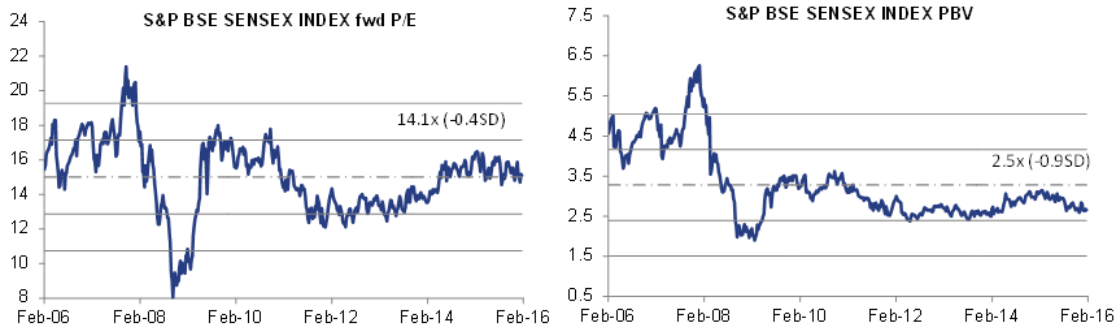


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Valuation ยังน่าสนใจ

ดัชนี Sensex ของอินเดียยังคงซื้อขายกันในระดับราคาที่น่าสนใจ เนื่องจากมีราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio) และ ราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Price to Book Value Ratio) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลัง ที่ 15 และ 3.27 เท่า (เทียบกับค่า ณ วันที่ 12 ก.พ. ที่ 14.1 และ 2.5 เท่าตามลำดับ)

แผนภาพที่ 14 ตลาดหุ้นอินเดีย (ดัชนี Sensex) ยังคงซื้อขายกันในระดับที่ไม่แพงเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต 10 ปีย้อนหลัง

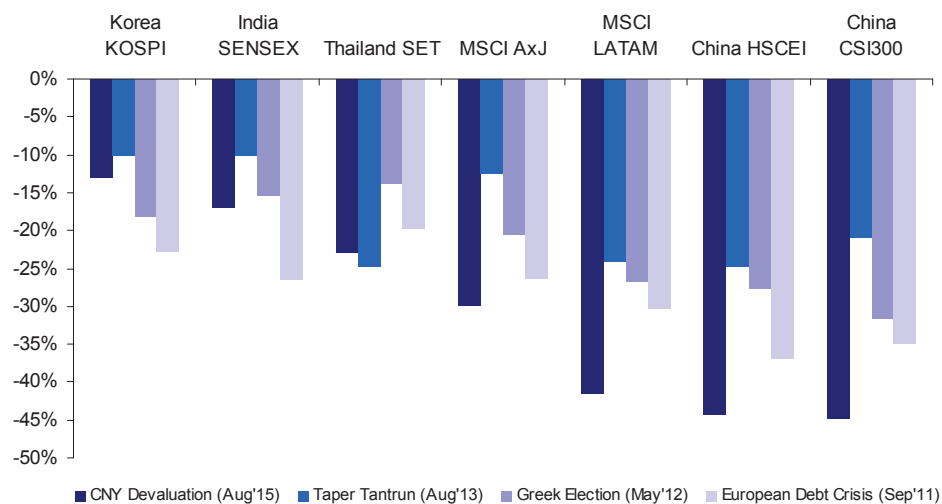


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นอินเดียเป็นตลาดที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพในยามวิกฤต

โดยเมื่อเทียบกับวิกฤตการเงินในรอบต่างๆ ตลาดหุ้นอินเดียปรับตัวลดลงค่อนข้างน้อยกว่าประเทศอื่นๆรวมทั้งตลาดเอเชียโดยรวม เช่น เมื่อตลาดหุ้นเผชิญแรงเทขายจากการลดค่าเงินหยวนของจีนเมื่อปีที่แล้ว ตลาดหุ้นอินเดียลดลงเพียง 17% เทียบกับตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย (MSCI Asia ex-Japan) ที่ลดลงถึง 30% และตลาดหุ้นจีนที่ลดลงกว่า 40% ซึ่งว่าตลาดหุ้นอินเดียนั้นค่อนข้างมีเสถียรภาพและไม่ลดลงมากเท่ากับประเทศในเอเชียอื่นๆ

แผนภาพที่ 15 ตลาดหุ้นอินเดียลดลงน้อยกว่าตลาดหุ้นเอเชียอื่นๆ โดยเปรียบเทียบกับเมื่อเผชิญกับภาวะวิกฤตตลาดหุ้นในรอบที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดตราสารหนี้

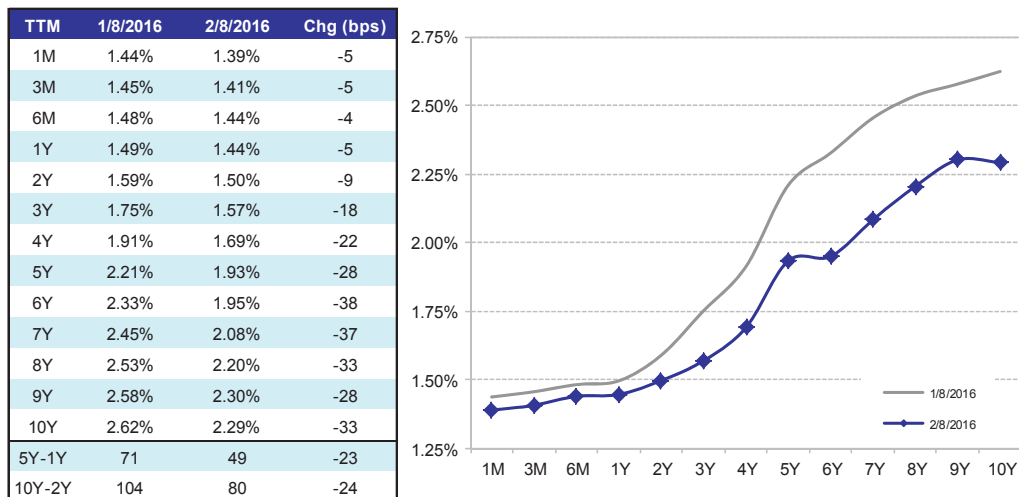
เรายังคงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจากเรามองว่า แรงกดดันต่อการขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่มีน้อยลง และความน่าจะเป็นที่บาทจะลดอัตราดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มี.ค. ได้สะท้อนเข้าไปในราคาพันธบัตรค่อนข้างมากแล้ว ทำให้ Upside ของราคาพันธบัตรเหลืออยู่ไม่มากนัก

Yield พันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลง โดยเฉพาะพันธบัตรอายุยาวกว่า 2 ปี

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะพันธบัตรอายุตั้งแต่ 3 ปีขึ้นไป ที่ลดลงราว 18-38 bps ส่วนพันธบัตรอายุสั้นกว่า 3 ปี ลดลงน้อยกว่าที่ 5-9 bps ทั้งนี้ เกิดจากการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยจะชะลอตัว รวมทั้ง Fed มีแนวโน้มที่จะไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปี นี้ ทำให้ Yield พันธบัตรระยะยาวที่เพิ่มขึ้นมาก่อนหน้านี้ เริ่มปรับตัวลดลงตามคาดการณ์ของตลาด และทำให้ความชันของเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield Curve) ระหว่างอายุ 2 และ 10 ปี ลดลงจาก 104 เป็น 80 bps

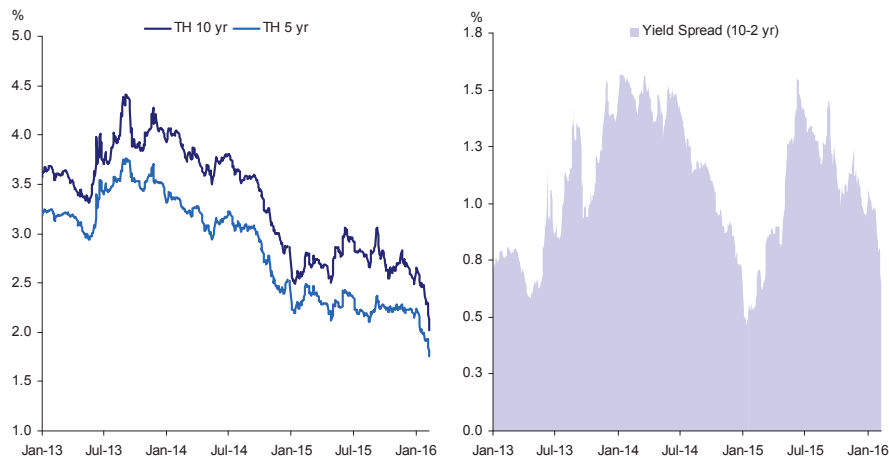
ทั้งนี้ ส่วนต่าง Yield พันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 และ 10 ปี (Yield Spread) ลดลงสู่ระดับต่ำที่สุดในรอบ 1 ปี เชื่อว่าเศรษฐกิจไทยและเงินเฟ้อในอนาคตมีแนวโน้มชะลอตัว

แผนภาพที่ 16 Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยอายุมากกว่า 3 ปี ปรับตัวลดลงค่อนข้างมาก สะท้อนมุมมองเกี่ยวกับเศรษฐกิจในอนาคตที่ชะลอตัว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 17 ส่วนต่าง Yield พันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 และ 10 ปี (Yield Spread) แคบสุดในรอบ 1 ปี ชี้ว่า เศรษฐกิจไทยและเงินเฟ้อในอนาคตมีแนวโน้มชะลอตัว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แรงกดดันจากการขึ้นดอกเบี้ย ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เริ่มมีน้อยลง

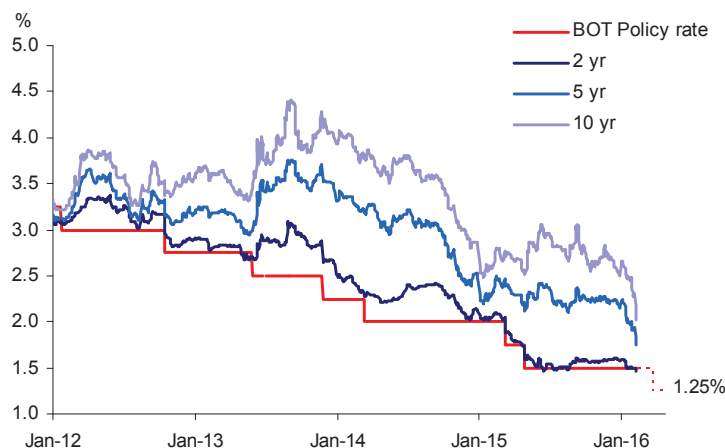
Fed มีแนวโน้มขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้อาจลดลง หลังสมาชิก Fed บางท่านได้ออกมากล่าวเมื่อวันที่ 3 ก.พ. ว่า ความผันผวนของตลาดการเงินตั้งแต่ต้นปี เริ่มมีความเสี่ยงที่จะกระทบกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ และจะทำให้ Fed ต้องกลับมาทบทวนการดำเนินนโยบายในการประชุมครั้งหน้าในวันที่ 15-16 มี.ค. นี้ หลังจากที่ยกดอกเบี้ยเมื่อเดือน ธ.ค. ปีที่แล้ว เป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2008 โดยตลาดคาดว่า Fed อาจไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีนี้อีก (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจสหรัฐฯ)

เราคาดว่า ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.25% ในการประชุมปลายเดือน มี.ค. ซึ่งอาจส่งผลบวกต่อราคาพันธบัตรรัฐบาลได้ แต่คาดว่าผลจะมีจำกัด

ภาวะทางเศรษฐกิจไทยที่ชะลอตัวตามภาคการส่งออก รวมทั้งเงินเฟ้อที่ลดลงจากราคาน้ำมัน ทำให้เรามองว่า ธปท. จะลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.25% ในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 23 มี.ค. (ดูรายละเอียดในส่วนเศรษฐกิจไทย) ซึ่งอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจะทำให้ Yield พันธบัตรโดยเฉพาะอายุสั้นลดลงตาม และส่งผลบวกต่อราคาพันธบัตร

อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลบวกต่อราคาพันธบัตรจากปัจจัยทั้งสองน่าจะจะมีจำกัด เนื่องจากทั้งสองปัจจัยได้สะท้อนเข้ามาในราคาพันธบัตรไปมากแล้ว ทำให้เรามองว่า ราคาพันธบัตรจะมี Upside ที่จำกัดต่อจากนี้

แผนภาพที่ 18 เราคาดว่า ธปท. จะลดดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มี.ค. ลง 0.25%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

เราปรับคำแนะนำเป็น Underweight ทองคำ เนื่องจากเรามองว่า ทองคำมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานหากตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น และ Overweight น้ำมัน เนื่องจากเราคาดว่าราคาน้ำมันเริ่มมี Downside จำกัดจากการผลิตน้ำมันที่ลดลงของสหรัฐฯ ซึ่งจะทำให้ตลาดเริ่มสมดุลมากขึ้นในครึ่งหลังของปีนี้

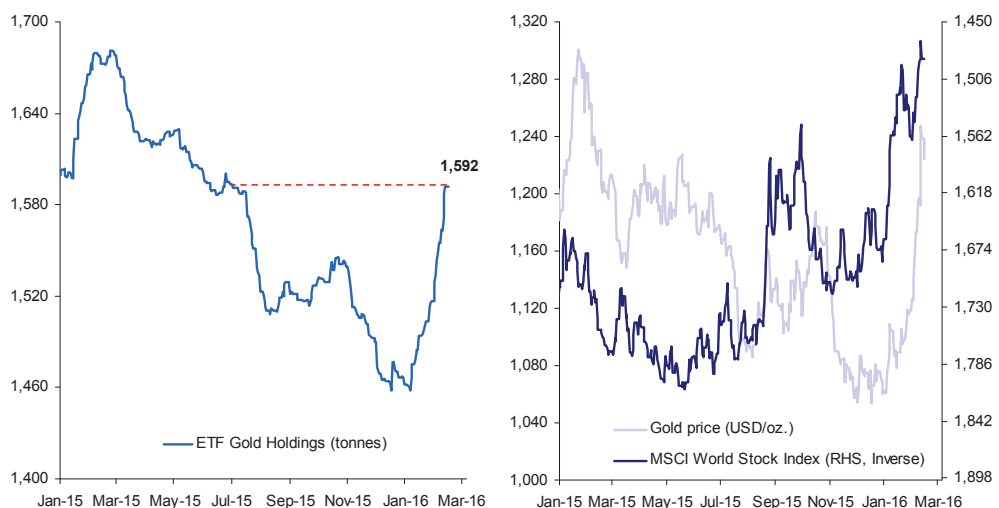
ทองคำ

เราเปลี่ยนคำแนะนำทองคำเป็น Underweight โดยเรามองว่า ทองคำมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานหากตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น

ราคาทองคำเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 1 ปี จากตลาดหุ้นที่ผันผวนทำให้นักลงทุนหันเข้าหาทองคำ

ตั้งแต่ต้นปี ความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกถูกเน้นย้ำมากขึ้น หลังดัชนีผู้จัดการฝ่ายซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ของประเทศทั่วโลกในเดือน ม.ค. ออกมาชะลอตัว โดยเฉพาะจีน ที่ชะลอตัวลง 6 เดือนติดต่อกัน และสหรัฐฯ ที่ดัชนีอยู่ในกรอบหดตัว 4 เดือนติดต่อกัน ส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวลดลงและนักลงทุนหันเข้าหาทองคำ สะท้อนจากจำนวนทองคำที่ถือครองโดยกองทุนรวม ETF ซึ่งเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี สู่ระดับ 1,592 ตัน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบกว่า 7 เดือน (ก.ค. ปีที่แล้ว) และหนุนให้ราคาทองคำปรับตัวสู่ระดับสูงสุดในรอบ 1 ปี ที่ราว 1,250 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ณ กลางเดือน ก.พ.

แผนภาพที่ 19 นักลงทุนถือครองทองคำเพิ่มขึ้น จากตลาดหุ้นที่ผันผวนนับแต่ต้นปี ส่งผลให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 1 ปี

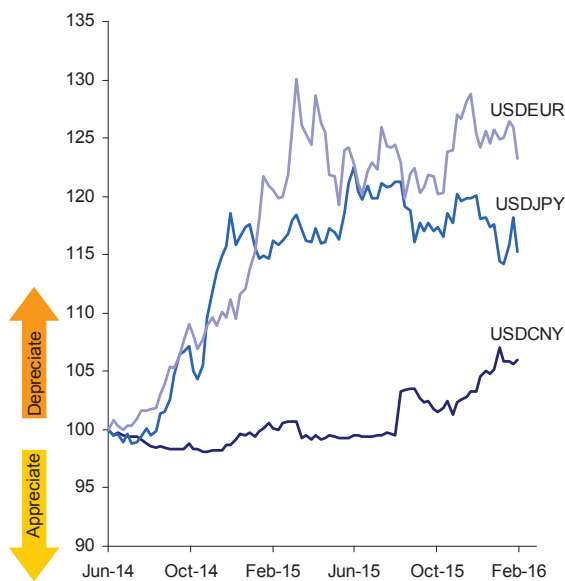


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ตาม เงินดอลลาร์ยังมีแนวโน้มแข็งค่าโดยเปรียบเทียบ แม้ Fed ไม่ขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ ซึ่งจะทำให้ทองคำมี Upside ไม่มาก

เรามองว่า การดำเนินนโยบายของ Fed ที่ขัดแย้งกับธนาคารกลางอื่นๆ เช่น ธนาคารกลางจีน ญี่ปุ่น และ ยุโรป ซึ่งมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติม จะส่งผลให้เงินสกุลอื่นๆ อ่อนค่าลงโดยเปรียบเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และทำให้ทองคำซึ่งซื้อขายในสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ มี Upside ที่ค่อนข้างจำกัด นอกจากนี้ ทองคำยังมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานหากตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นจากความกังวล 3 ประเด็น ที่มีแนวโน้มคลี่คลาย ทำให้เราเปลี่ยนคำแนะนำจาก Neutral เป็น Underweight ทองคำจากปัจจัยดังกล่าว

แผนภาพที่ 20 เรามองว่า เงินดอลลาร์ยังมีแนวโน้มแข็งค่าโดยเปรียบเทียบแม้ Fed ไม่ขึ้นดอกเบี้ยปีนี้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

น้ำมัน

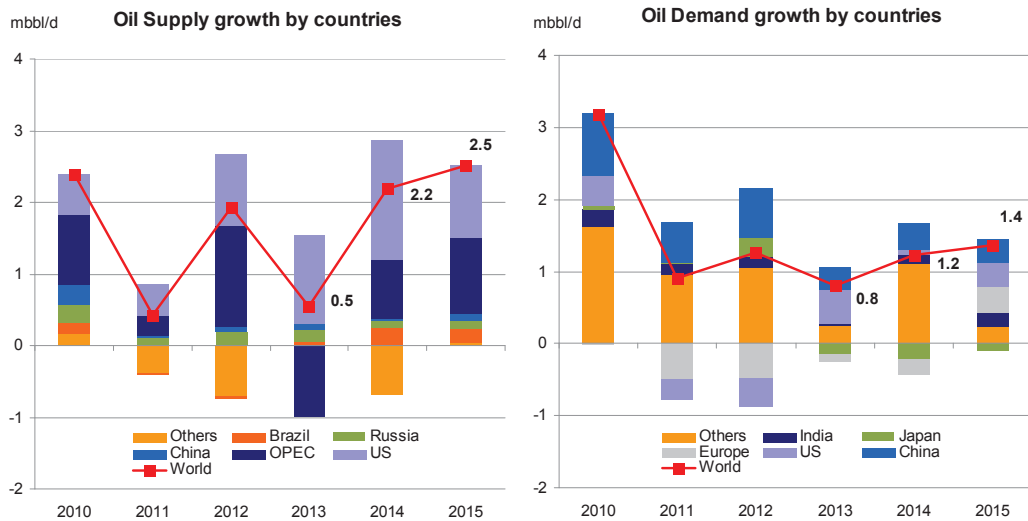
เราคงคำแนะนำ Overweight น้ำมัน โดยเรามองว่า ราคาน้ำมันเริ่มมี Downside จำกัด เนื่องจากอยู่ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนของผู้ผลิตน้ำมันสหรัฐฯ ซึ่งจะทำให้สหรัฐฯ ผลิตน้ำมันได้ลดลง และทำให้ตลาดเริ่มสมดุลกันมากขึ้นในครึ่งหลังของปี

ราคาน้ำมันที่ลดลงในปีที่แล้ว เกิดจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นมากเกินไป ไม่ได้เกิดจากอุปสงค์ชะลอตัวตามที่ตลาดกังวล

ในปีที่ผ่านมา ราคาน้ำมันลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ เกิดจากปริมาณอุปทานในตลาดน้ำมันที่เพิ่มขึ้นมากกว่าอุปสงค์ ซึ่งการเพิ่มขึ้นหลักมาจากอุปทานในสหรัฐฯ โดยเฉพาะอย่างยิ่งน้ำมันจากหินดินดานหรือ Shale Oil (เพิ่มขึ้นราว 4 ล้านบาร์เรลนับตั้งแต่ปี 2010) รวมทั้ง น้ำมันจาก OPEC ที่เพิ่มขึ้น

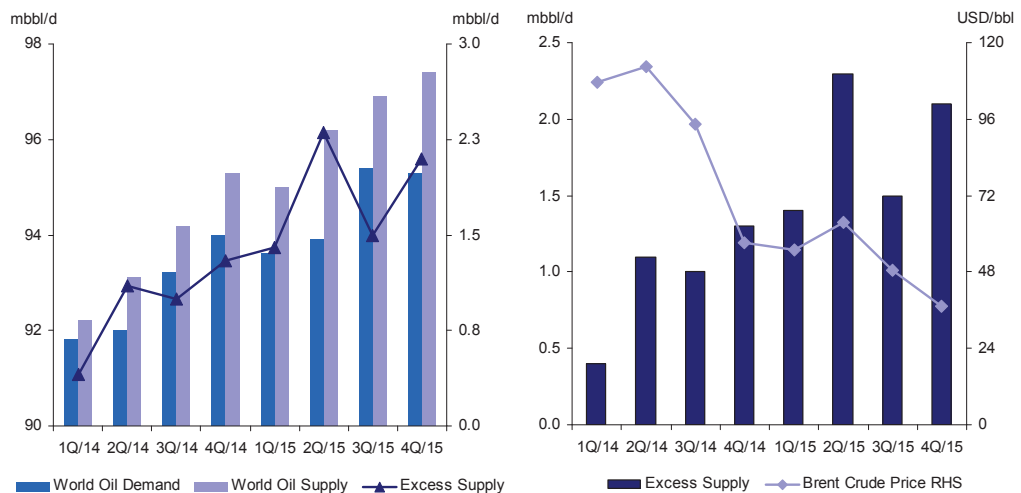
อย่างไรก็ตาม อุปสงค์น้ำมันโลกนั้นไม่ได้ชะลอตัวลงตามที่ตลาดกังวล โดยอุปสงค์ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง และเติบโตมากที่สุดในรอบ 5 ปีในปีที่แล้วที่ 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน แต่ทั้งนี้ อุปทานที่มีมากกว่าอุปสงค์ค่อนข้างมาก ทำให้ราคาน้ำมันลดลงอย่างต่อเนื่อง และองค์การพลังงานระหว่างประเทศ (IEA) คาดว่า อุปทานน้ำมันในปีนี้จะมากกว่าอุปสงค์อยู่ราว 1.5-2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 21 อัตราการเติบโตของอุปทานและอุปสงค์ของน้ำมันแยกประเทศ ตั้งแต่ปี 2010



Source: U.S. Energy Information Administration (EIA), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 22 อุปทานที่ล้นเกินในปีที่แล้ว กดดันให้ราคาน้ำมันลดลงกว่า 70% จากกลางปี 2014

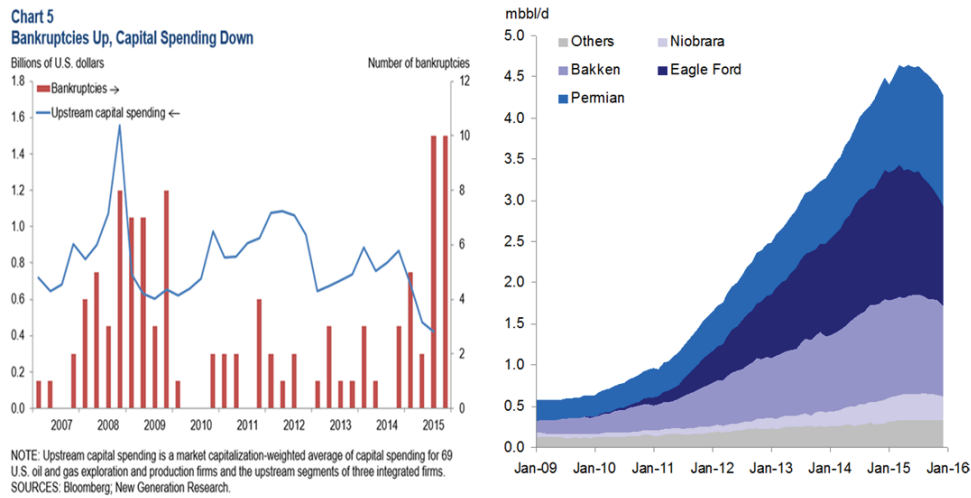


Source: Bloomberg, International Energy Agency (IEA) and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลง เนื่องจากผู้ผลิตเริ่มลดการผลิต เพราะขาดทุนจากราคาน้ำมันในระดับปัจจุบัน

ราคาน้ำมันที่เคลื่อนไหวในระดับต่ำ เริ่มส่งผลให้ผู้ผลิตน้ำมันที่มีต้นทุนการผลิตสูง โดยเฉพาะผู้ผลิตน้ำมันจากหินดินดาน (Shale Oil) ในสหรัฐฯ เลิกกิจการ และลดการผลิตน้ำมันลง เห็นได้จากจำนวนบริษัทน้ำมันในสหรัฐฯ ที่ยื่นล้มละลายมีจำนวนถึง 20 บริษัท ในไตรมาส 3 และ 4 ปีที่แล้วรวมกัน ซึ่งเป็นจำนวนมากที่สุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินโลกในปี 2008-2009 โดยเหตุการณ์ดังกล่าว ส่งผลให้ผู้ผลิตน้ำมันในแหล่งน้ำมันหินดินดานหลักทั้ง 3 แหล่งในสหรัฐฯ ลดการผลิตน้ำมันลงราว 4 แสนบาร์เรลต่อวัน จากจุดสูงสุดในเดือน พ.ค. 2015 ที่ 4.63 ล้านบาร์เรล มาอยู่ที่ 4.27 ล้านบาร์เรลต่อวัน ณ ปลายเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 23 ราคาน้ำมันที่ตกต่ำทำให้ผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ เลิกกิจการและลดการผลิตน้ำมันลง



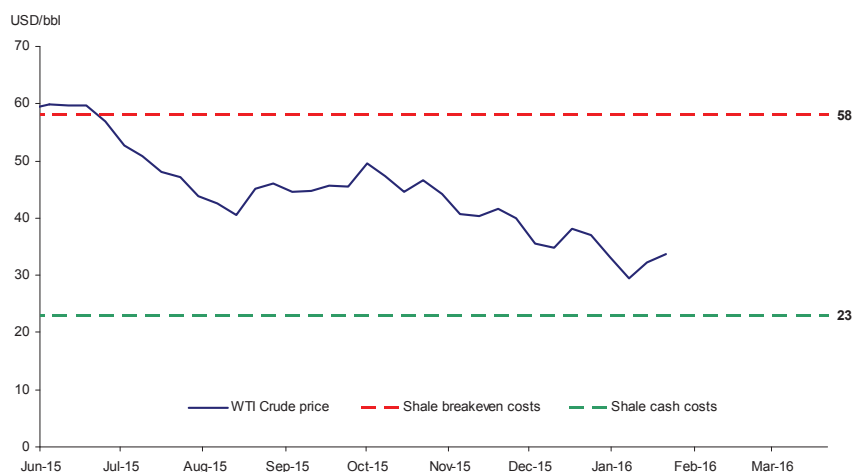
Source: U.S. Energy Information Administration (EIA), New Generation Research and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่า ราคาน้ำมันมี Downside เริ่มจำกัด หลังอยู่ต่ำกว่าต้นทุนการผลิตของผู้ผลิต Shale Oil สหรัฐฯ

ณ ปัจจุบัน ราคาน้ำมันที่ราว 30 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนของการผลิต (Breakeven Costs) หรือ ราคาขายที่ผู้ผลิตจะไม่เหลือกำไรจากการผลิต ซึ่งนักวิเคราะห์คาดว่าจะอยู่ที่ราว 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ทำให้การลงทุนเพื่อเพิ่มการผลิตน้ำมันเริ่มลดลง และเราคาดว่า ปริมาณการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะลดลงในระยะข้างหน้า โดยนักวิเคราะห์คาดว่าจะลดลง 7 แสนบาร์เรลต่อวันจากปีที่แล้ว ซึ่งจะส่งผลบวกต่อราคาน้ำมัน

นอกจากนี้ หากราคาน้ำมันลดต่ำลงเรื่อยๆ ก็จะเข้าใกล้ต้นทุนการดำเนินงาน (Cash Costs) ของผู้ผลิต Shale Oil ซึ่งจะทำให้การผลิตน้ำมันลดลงมากยิ่งขึ้น และทำให้ราคาน้ำมันได้รับแรงหนุนมากขึ้น จากปริมาณอุปทานที่จะลดลงต่อเนื่อง ทั้งนี้ ต้นทุนการดำเนินงาน หมายถึง จำนวนเงินน้อยที่สุดที่บริษัทต้องได้รับ เพื่อให้ครอบคลุมค่าใช้จ่ายผันแปรในการผลิต (Variable Costs) และสามารถดำเนินกิจการต่อไปได้ ซึ่ง DB ประเมินว่า อยู่ที่ราว 23 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 24 ราคาน้ำมันที่อยู่ต่ำกว่า Breakeven costs ทำให้ Downside ของราคาน้ำมันมีจำกัด



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

เราคงคำแนะนำ Overweight น้ำมัน

เราคงคำแนะนำ Overweight น้ำมัน โดยเราคาดว่าราคาน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในครึ่งหลังของปี เนื่องจากราคาน้ำมันปรับตัวลดลงต่ำเข้าใกล้ต้นทุนการผลิต ส่งผลกดดันให้ผู้ผลิตน้ำมัน Shale Oil ในสหรัฐฯ ลดปริมาณการผลิตลง และทำให้ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดโลกกลับมาสมดุลขึ้นในปีนี้

Global Economic Insights

○ เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัว

DB ลดคาดการณ์ GDP ปี 2016 ลงเป็น +1.2% (จาก 1.8%) เนื่องจากภาวะทางการเงินที่ตึงตัวและการลงทุนในอุตสาหกรรมพลังงานลดลง ซึ่งทำให้ตลาดมองว่า Fed จะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไปอีก

○ เศรษฐกิจยุโรปขยายตัวได้ดีจากการบริโภค

โดยแรงหนุนจากราคาน้ำมันที่ต่ำ ตลาดแรงงานที่ฟื้นตัว และต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจากนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB ทั้งนี้ DB คาดว่า ECB จะออกนโยบายผ่อนคลายเพิ่มเติมในการประชุมเดือน มี.ค. นี้

○ เศรษฐกิจจีนจะขยายตัวได้ดีกว่าตลาดคาดที่ +6.7% ในไตรมาส 1/2016

จากนโยบายกระตุ้นทางการคลัง และการอัดฉีดสภาพคล่องของ PBoC ส่วนการบริโภคภาคเอกชนยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง ความเสี่ยงจากเงินทุนไหลออกยังน่าจับตามองแต่เงินทุนสำรองยังอยู่ในระดับสูง

○ เศรษฐกิจญี่ปุ่นที่ชะลอตัวและค่าเงินแข็ง กดดันให้ BoJ ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม

DB คาดว่า BoJ จะผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติมในระยะถัดไป เนื่องจาก เงินเยนแข็งค่าในช่วงที่ผ่านมาอาจกดดันให้กำไรของผู้ประกอบการลดลง และอัตราการขึ้นค่าจ้างอาจยังไม่แข็งแกร่ง เพียงพอที่จะผลักดันเงินเฟ้อ

○ เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ช้าในระยะต่อไป

ตามภาคการส่งออกที่อ่อนแอต่อเนื่อง ขณะเดียวกันนโยบายการคลังมีผลกระทบกระตุ้นเศรษฐกิจได้น้อยกว่าคาดทำให้เราคาดว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในเดือนมี.ค

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

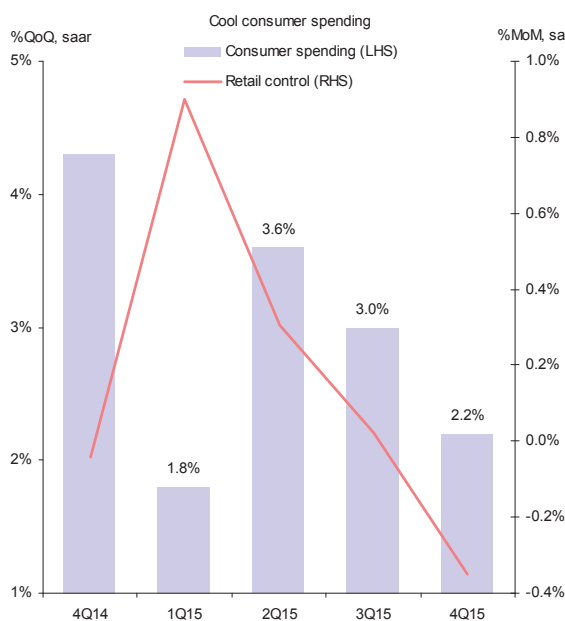
DB ปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2016 ลงเป็น 1.2% จากเดิม 1.8% เนื่องจาก 1) ภาวะทางการเงินที่ตึงตัว 2) การลงทุนในอุตสาหกรรมพลังงานลดลง ซึ่งทำให้ตลาดมองว่า Fed จะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไปอีก อย่างไรก็ตามเศรษฐกิจยังไม่มีแนวโน้มหดตัวอย่างที่ตลาดกังวลเนื่องจาก 1) ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่ง 2) ตลาดบ้านยังสามารถเติบโตได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป 3) การบริโภคมีแนวโน้มที่ดีขึ้น

GDP ไตรมาสที่ 4 ชะลอตัวลง ตามการบริโภคในประเทศที่ชะลอตัว และการลงทุนภาคเอกชนที่หดตัว

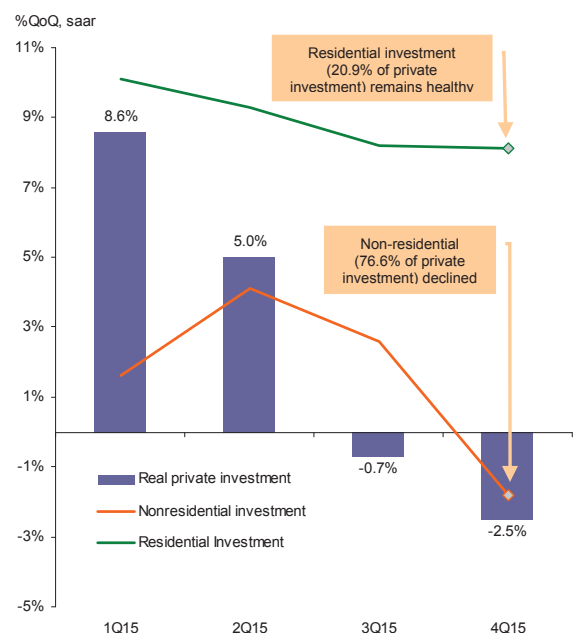
GDP ในไตรมาสที่ 4 ขยายตัว 0.7% QoQ saar ชะลอตัวลงแรงจากไตรมาสก่อนที่ 2% เนื่องจากปัจจัยหลัก 2 ปัจจัย ได้แก่

1. การบริโภคในประเทศชะลอตัวลงมาเป็น 2.2% QoQ saar จากไตรมาสก่อนที่ 3% สะท้อนโดยยอดขายปลีกในสินค้ากลุ่ม Retail control (ไม่รถยนต์ เชื้อเพลิง และวัสดุก่อสร้าง ที่ยอดขายมีความผันผวน) ที่หดตัว -0.3% MoM ในเดือน ธ.ค. จากเดือนก่อนที่ +0.5% และนับเป็นการหดตัวครั้งแรกในรอบ 8 เดือน (แผนภาพที่ 25)
2. การลงทุนภาคเอกชนที่คิดเป็น 17% ของ GDP ในปี 2015 หดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -2.5% QoQ saar จากไตรมาสก่อนที่ -0.7% นำโดยการลดลงของการลงทุนในส่วนที่มีใช้ที่อยู่อาศัย (Non-residential Investment) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 76.6% ของการลงทุนภาคเอกชนทั้งหมด โดยหดตัว -1.8% จากไตรมาสก่อนที่ขยายตัว +2.6% (แผนภาพที่ 26)

แผนภาพที่ 25: การบริโภคในไตรมาสที่ 4 ชะลอตัวลงจากไตรมาสก่อน



แผนภาพที่ 26: การลงทุนภาคเอกชนหดตัวลง ตามการลงทุนในส่วนที่มีใช้ที่อยู่อาศัย



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

DB ปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2016 ลง

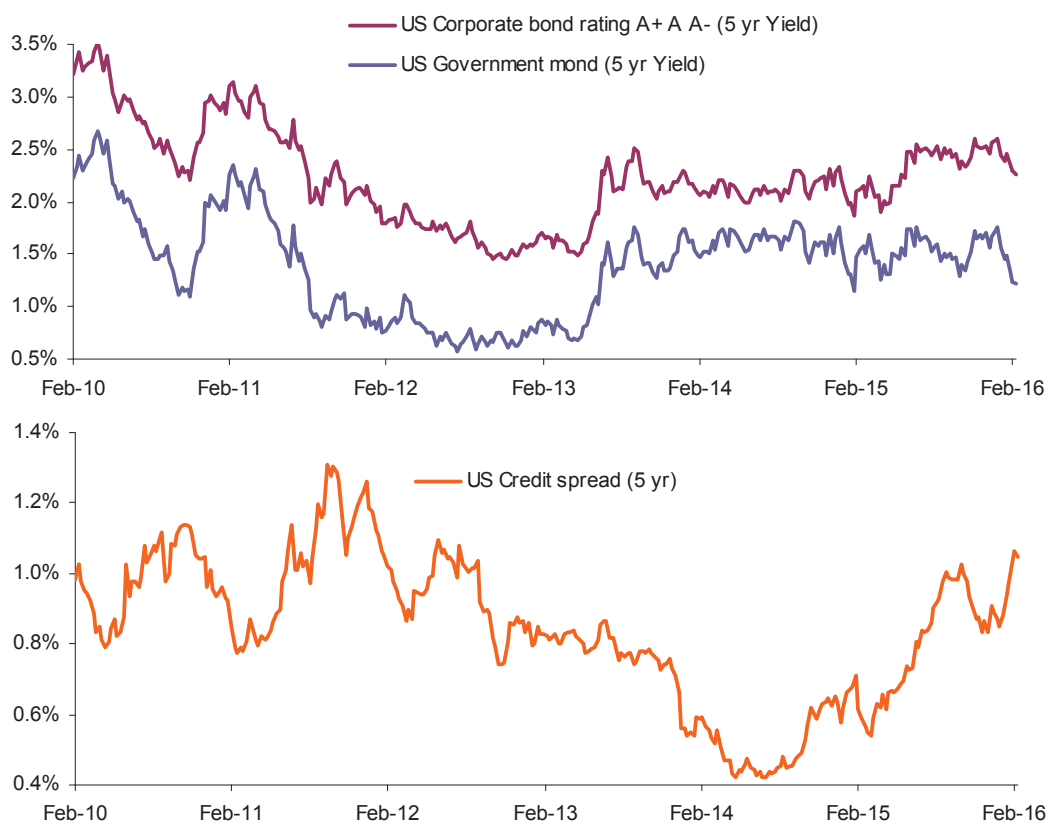
DB ปรับประมาณการ GDP ลดลงในเกือบทุกไตรมาส โดยไตรมาสที่ 1 2 และ 3 ลดลงมาเป็น 0.5% 1.5% และ 1.2% ตามลำดับ (จากเดิม 1.5% 2.2% และ 2.1%) ขณะที่ GDP ของทั้งปี 2016 ลดลงเหลือ 1.2% (จากเดิม 1.8%) โดยการปรับลดลงเนื่องจาก

1. ภาวะทางการเงินในสหรัฐฯ ที่ตึงตัวมากขึ้น

ในช่วงที่ผ่านมาภาวะทางการเงินในสหรัฐฯ มีความตึงตัวเพิ่มมากขึ้นเนื่องจาก

- ตลาดการเงินในสหรัฐฯ เกิดความผันผวน ตามการอ่อนค่าของเงินหยวนและ ความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก โดยนับตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน ดัชนี S&P500 ปรับตัวลดลง -8.8% (รายงานวันที่ 15 ก.พ.)
- ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทน (Credit Spread) หักกู้เอกชนกับพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุเท่ากัน (5 ปี) เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งตลาดมองความเสี่ยงที่ผู้ออกหุ้นกู้จะผิดนัดชำระหนี้มีมากขึ้น

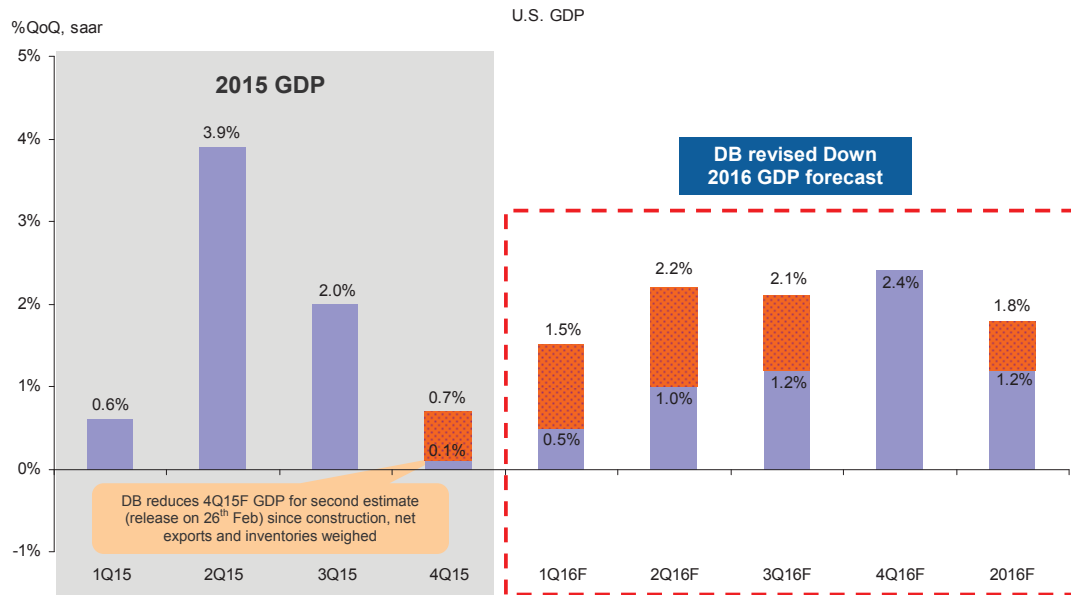
แผนภาพที่ 27: ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนเพิ่มสูงขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2. การลงทุนในอุตสาหกรรมพลังงานที่ลดลง ตามราคาน้ำมันที่ตกต่ำ

แผนภาพที่ 28: DB ปรับประมาณการ GDP ปี 2016 ลดลง เกือบทุกไตรมาส



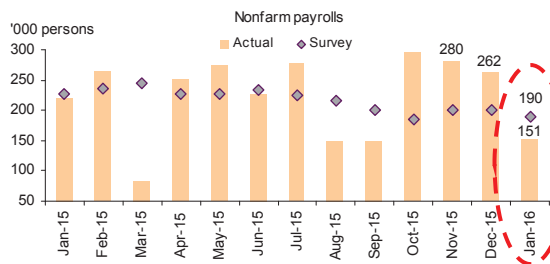
ที่มา: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยยังอยู่ในระดับต่ำเนื่องจาก

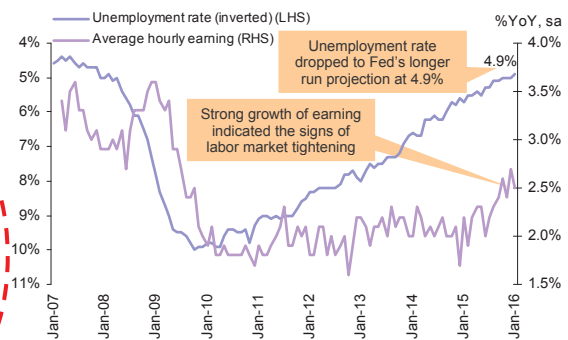
1. ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่ง แม้ยอดการจ้างงานนอกภาคเกษตรต่ำกว่าที่คาด

ยอดการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payrolls) เดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น 1.51 แสนราย ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 1.9 แสนราย และน้อยกว่าค่าเฉลี่ยของทั้งปี 2015 ที่ 2.28 แสนราย อย่างไรก็ตาม ยอดการจ้างงานดังกล่าวยังคงแข็งแกร่งเพียงพอที่ทำให้อัตราการว่างงานลดลงเข้าสู่เป้าหมายการจ้างงานเต็มที่ของ Fed ที่ 4.9% ซึ่งเป็นอัตราต่ำสุดในรอบ 8 ปี นอกจากนี้ อัตราการขยายตัวของรายได้เฉลี่ยต่อชั่วโมง (Average Hourly Earnings) ที่ทรงตัวได้ที่ระดับ 2.5% YoY ซึ่งเป็นระดับสูงสลับกับวิกฤตมาต่อเนื่องหลายเดือน ยังชี้ว่าตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 29: ยอดการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่ต่ำกว่าคาด



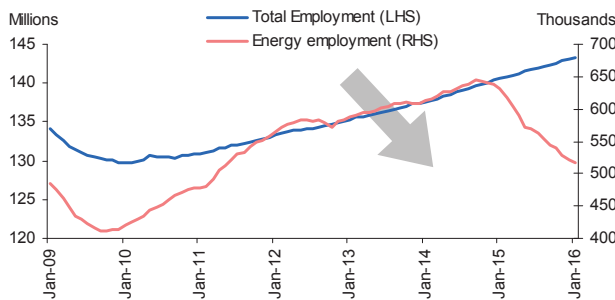
แผนภาพที่ 30: ตัวเลขอื่นๆ ของภาคแรงงานชี้ว่าตลาดแรงงานยังอยู่ในเกณฑ์ดี



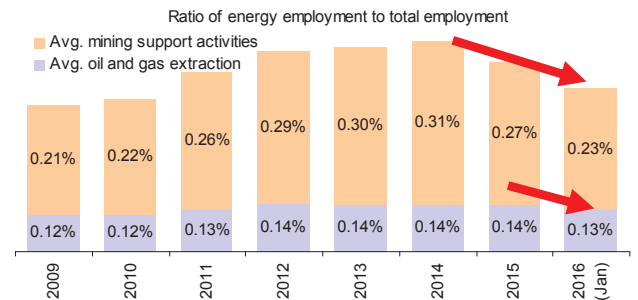
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้เรามองว่าการปรับลดการจ้างงานในอุตสาหกรรมพลังงานตามราคาน้ำมันที่ตกต่ำ จะไม่ส่งผล กระทบต่อการจ้างงานโดยรวม เนื่องจากสัดส่วนของงานในอุตสาหกรรมพลังงาน (แผนภาพที่ 8) มีสัดส่วนที่ต่ำมากเมื่อเปรียบเทียบกับจ้างงานโดยรวม โดยการจ้างงานในอุตสาหกรรมพลังงาน (เส้นสีชมพูในแผนภาพที่ 7) มีการปรับลดลงมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2015 แล้ว แต่การจ้างงานรวมยังคงขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 31: การจ้างงานในอุตสาหกรรมพลังงานที่ลดลงต่อเนื่อง



แผนภาพที่ 32: สัดส่วนของงานในอุตสาหกรรมพลังงานต่อการจ้างงานโดยรวม

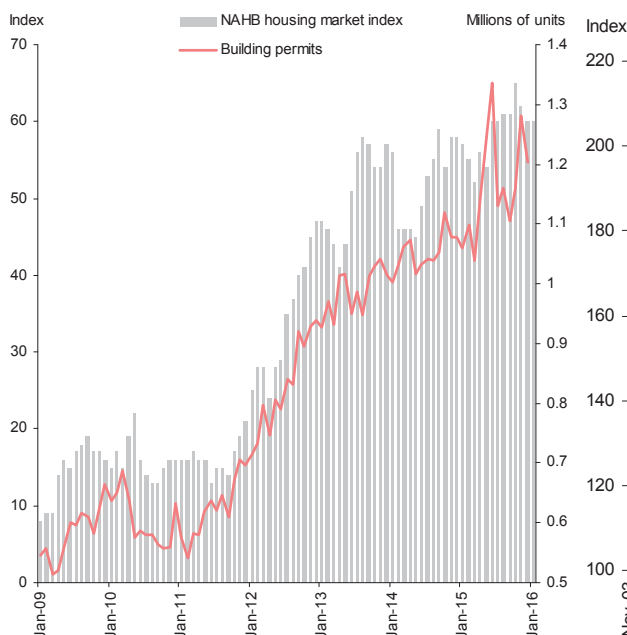


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

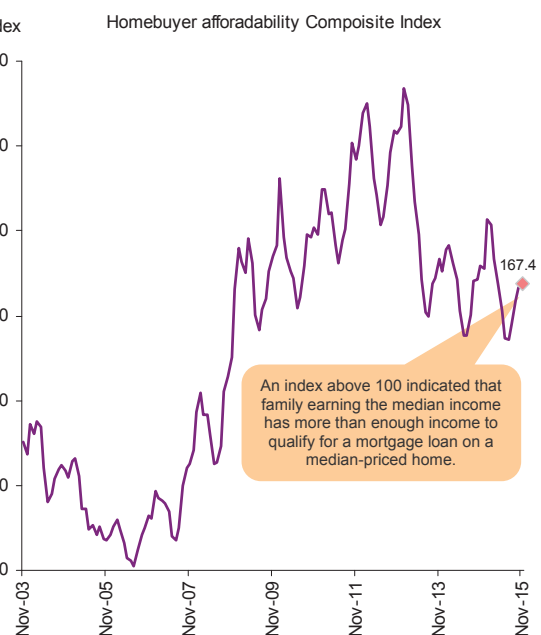
2. ตลาดบ้านยังสามารถเติบโตได้

เราคาดว่าตลาดบ้านสหรัฐฯ ยังสามารถเติบโตได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปในปีนี้ เนื่องจากดัชนีความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้านและยอดขออนุญาตก่อสร้าง (แผนภาพที่ 9) ชี้ว่าการก่อสร้างบ้านที่จะเกิดขึ้นในอนาคตยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดี ขณะที่ Housing Affordability Index (แผนภาพที่ 10) ชี้ว่าราคาบ้านยังอยู่ในราคาที่เหมาะสมกับผู้ที่มียรายได้ปานกลาง ซึ่งหมายความว่า ความสามารถในการซื้อที่อยู่อาศัยของผู้บริโภคยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดีเช่นกัน

แผนภาพที่ 33: ความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้านยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดี



แผนภาพที่ 34: ราคาบ้านยังอยู่ในราคาที่เหมาะสมกับผู้บริโภค



ที่มา: National Association of Home Builders, National Association of Realtors, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3. การบริโภคภายในประเทศมีแนวโน้มที่ดีขึ้น

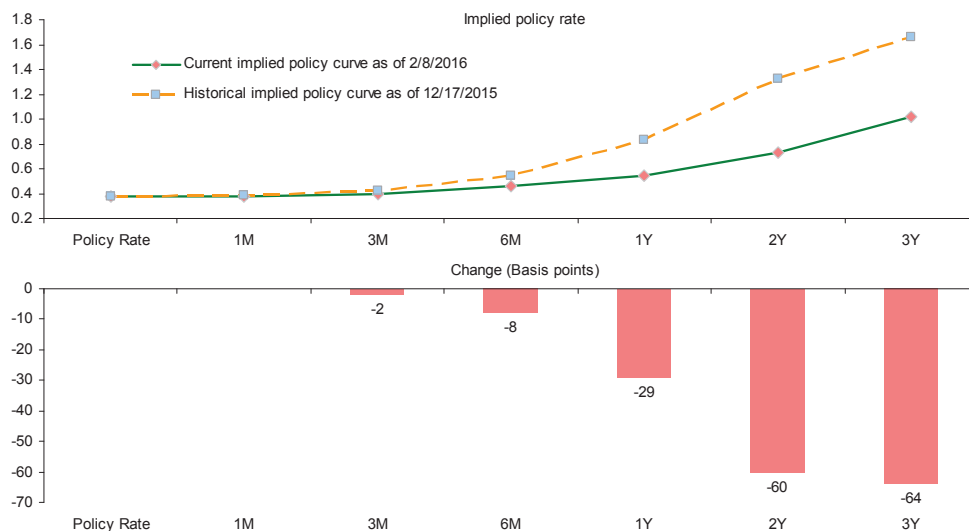
ล่าสุดยอดค้าปลีก เดือน ม.ค. ขยายตัวที่ 0.2% MoM มากกว่าตลาดคาดที่ 0.1% และรายงานเดือนก่อนถูกปรับเพิ่มขึ้นเป็น 0.2% จาก -0.1% ในรายงานก่อนหน้านี้ นอกจากนี้สินค้ากลุ่ม Retail Control สามารถพลิกกลับมาขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งที่ 0.6% อาจชี้ได้ว่าการบริโภคภายในประเทศจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้นในไตรมาสแรกของปี 2016

ตลาดมองการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะทำได้อย่างช้าลง

ตลาดการเงินทั่วโลกที่ค่อนข้างมีความผันผวนในช่วงที่ผ่านมา กอปรกับความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ส่งผลให้ตลาดมองการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในปีนี้ (เส้นสีเขียว) ว่าจะเป็นไปได้ช้าลงกว่าเดิมที่เคยคาดไว้ในเดือน ธ.ค. (เส้นประ)

ด้าน DB คาดว่า Fed จะตัดสินใจคงอัตราดอกเบี้ยในการประชุมวันที่ 15-16 มี.ค. นี้ และประเมินว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียว (+25bps) ในรอบการประชุมเดือน ธ.ค. (จากเดิมมองว่าจะขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งในปี)

แผนภาพที่ 35: ตลาดมองการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ช้าลงจากรอบการประชุมในเดือน ธ.ค.



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

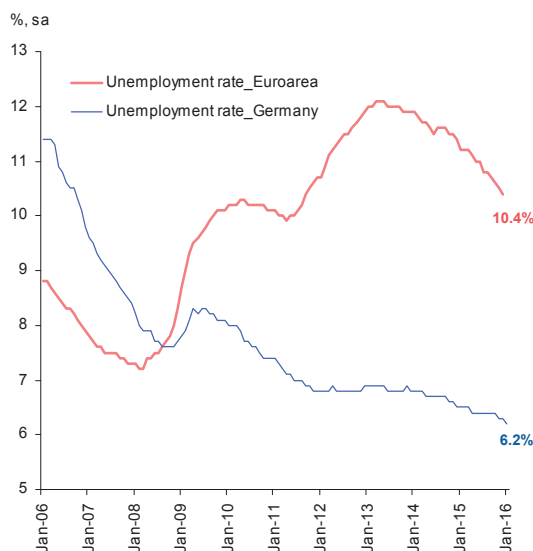
การบริโภคภาคเอกชนยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนทางเศรษฐกิจหลักของกลุ่มยูโร โดยได้แรงหนุนจาก 1) ราคาน้ำมันที่ต่ำช่วยกระตุ้นการใช้จ่าย 2) ตลาดแรงงานที่ฟื้นตัว และ 3) ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจากนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB แต่อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจก็ยังคงได้รับแรงกดดันจาก 1) การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ 2) ความเสี่ยงจากประเทศจีน 3) ความผันผวนของตลาดการเงินทั่วโลก และ 4) ความไม่แน่นอนทางการเมืองของประเทศในกลุ่ม ซึ่งส่งผลให้การผลิตและการลงทุนชะลอตัวลง สร้างแรงกดดันให้ ECB ออกนโยบายผ่อนคลายเพิ่มเติมในการประชุมเดือน มี.ค.นี้

อัตราการว่างงานที่ลดลงและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับที่สูง สนับสนุนการบริโภคภายในประเทศ

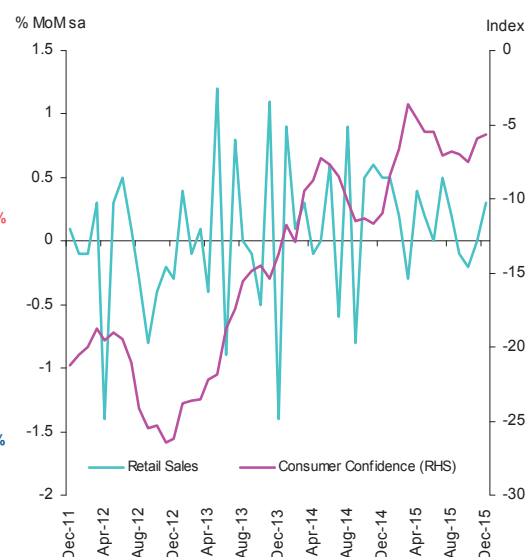
การบริโภคภายในประเทศซึ่งเป็นแรงหนุนสำคัญต่อการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของกลุ่มยูโร ได้รับปัจจัยสนับสนุนหลักจาก:

1. อัตราการว่างงานที่ต่ำเป็นประวัติการณ์ของเยอรมนี ซึ่งอยู่ที่ระดับ 6.2% ในเดือน ม.ค. 2016 โดยเป็นระดับต่ำสุดนับแต่การรวมประเทศ (German Unification) เมื่อปี 1990 อีกทั้งการเติบโตของรายได้ปี 2015 ที่ +2.5% YoY และของกลุ่มยูโรซึ่งอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปี ที่ 10.4% ในเดือน ธ.ค.
2. ความเชื่อมั่นผู้บริโภคของกลุ่มยูโรเดือน ม.ค. อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ -6.3 จุด โดยยังคงยืนอยู่เหนือเส้นค่าเฉลี่ย 10 ปีอยู่มาก (-14.3 จุด) โดยคาดว่าเป็นเพราะผู้บริโภคมีอำนาจในการซื้อที่สูงขึ้น จากราคาน้ำมันที่ต่ำกดดันราคาสินค้าอื่นๆ
- 3 ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. ที่พลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 4 เดือน อยู่ที่ +0.3% MoM จากที่ไม่มีการขยายตัวในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 36: อัตราการว่างงานของยูโรโซนและเยอรมนีอยู่ที่ระดับต่ำเป็นประวัติการณ์ หนุนการบริโภคในประเทศ



แผนภาพที่ 37: ยอดค้าปลีกพลิกกลับมาขยายตัวและความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังอยู่ในระดับที่ดี

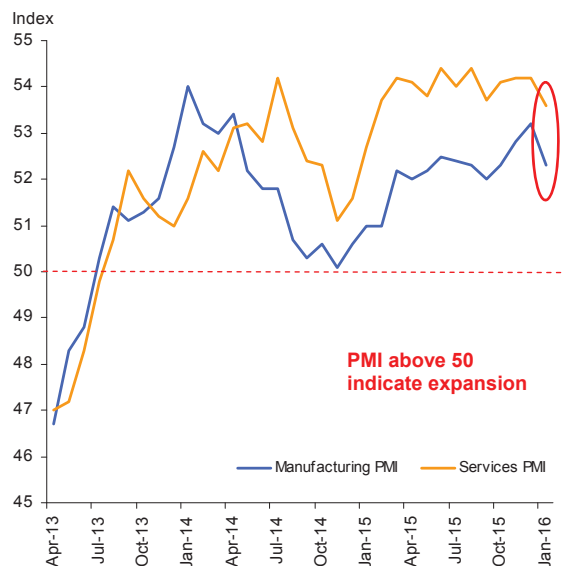


ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตและการลงทุน

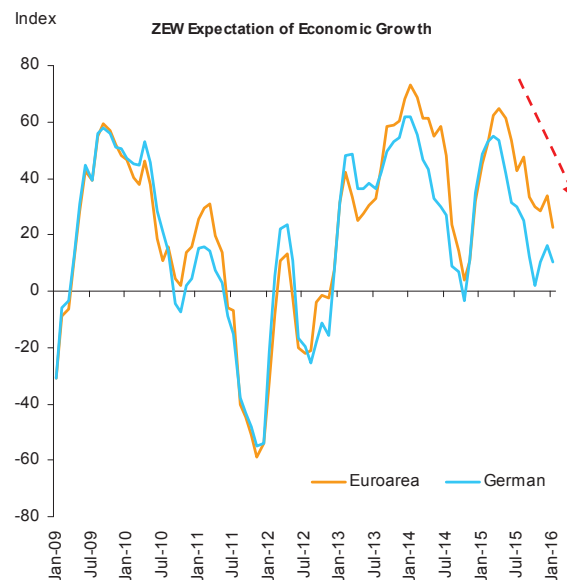
ความกังวลต่อสถานะเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจของจีน ส่งผลให้ความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจและการลงทุนในอนาคตลดลง โดยดัชนีการคาดการณ์เศรษฐกิจของสถาบัน ZEW ซึ่งคาดการณ์ล่วงหน้า 6 เดือน ของยูโรโซน ได้ลดลงถึง -11.2 จุด เป็น 22.7 จุด ซึ่งเป็นค่าต่ำสุดในรอบ 1 ปี ส่วนเยอรมนี ค่าดัชนีได้ลดลง -5.9 จุด เป็น 10.2 จุด โดยเป็นการลดลงครั้งแรกในรอบ 3 เดือน ทั้งนี้ การคาดการณ์ทางเศรษฐกิจที่ลดลงนั้น ส่งผลโดยตรงต่อการลงทุนและภาคอุตสาหกรรม

หากดูดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) เดือน ม.ค. จะเห็นว่าค่าดัชนีของทั้งภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการได้ลดต่ำลง โดยภาคอุตสาหกรรมได้ลดลง -0.9 จุด เป็น 52.3 จุด และภาคบริการลดลง -0.6 จุด เป็น 53.6 จุด อย่างไรก็ตาม ค่าดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อก็ยังอยู่ในระดับขยายตัว (ยืนเหนือ 50 จุด) ทำให้เราคาดว่าภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนที่ชะลอตัวลงในช่วงต้นปีนี้ เกิดจากความกังวลชั่วคราวต่อ สถานะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวและความผันผวนของตลาดการเงิน

แผนภาพที่ 38: ดัชนี PMI ลดลงตามความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกแต่ยังคงอยู่ในระดับที่ดี



แผนภาพที่ 39: ดัชนีคาดการณ์เศรษฐกิจที่ลดลงส่งผลต่อการผลิตและการลงทุน



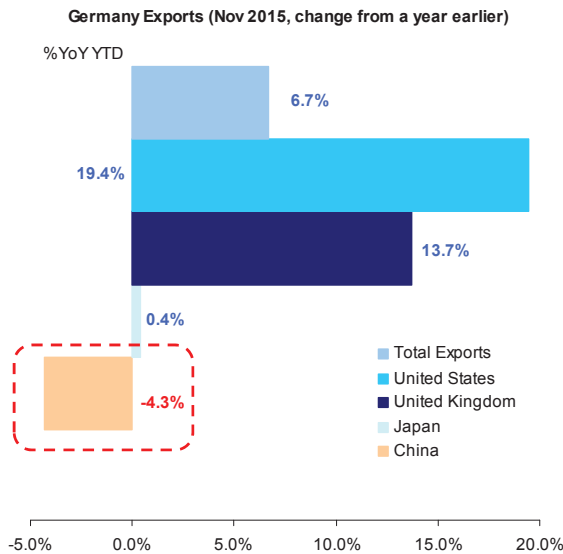
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนและกลุ่มตลาดเกิดใหม่ส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออก แต่เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว

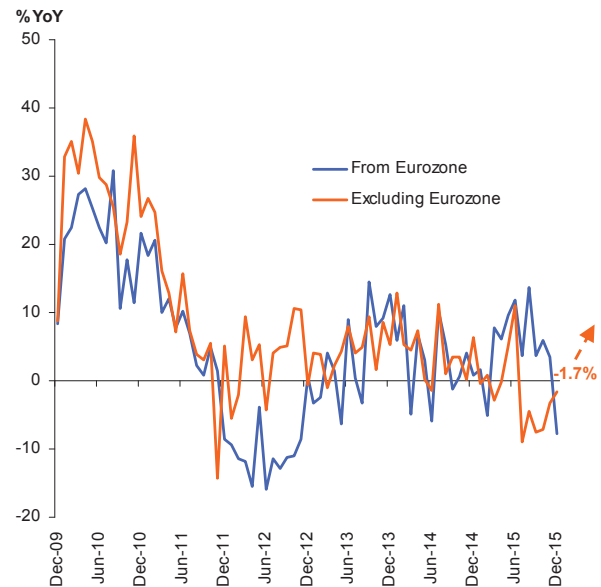
การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนและกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของเยอรมนีซึ่งเป็นประเทศที่ส่งออกมากที่สุดของกลุ่ม โดยนับจากเดือน ม.ค. - พ.ย. ปีที่แล้วยอดการส่งออกจากเยอรมนีไปจีนได้ลดลงถึง -4.3% YoY มากกว่าเมื่อตอนเกิดวิกฤตต้มยำกุ้งในปี 1997 ที่หดตัวเพียง -2.3% YoY โดยการหดตัวของอุปสงค์จากจีนเป็นผลมาจากการที่จีนประสบปัญหาเรื่องกำลังการผลิตส่วนเกิน (Overcapacity) ซึ่งทำให้ความต้องการสินค้าทุนจากเยอรมนีหดตัวเป็นอย่างมาก อย่างไรก็ตาม การส่งออกไปยังกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วยังคงขยายตัวได้ดี โดยยอดส่งออกไปสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น +19.4% YoY และส่งออกไปอังกฤษเพิ่มขึ้น +13.7% YoY

อย่างไรก็ดี ยอดคำสั่งซื้อโรงงานนอกยูโรโซน (Non-Eurozone Manufacturing Orders) ของเยอรมนีในเดือน ธ.ค. เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว โดยได้หดตัว -1.7% YoY ลดลงจาก -3.3% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งเป็นการหดตัวลดลง 4 เดือนติดต่อกัน ทั้งนี้ เราคาดว่าเป็นการส่งสัญญาณฟื้นตัวของเศรษฐกิจนอกยูโรโซน โดยเฉพาะในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อโรงงานภายในยูโรโซนได้หดตัวลงครั้งแรกในรอบ 10 เดือนที่ -7.8% YoY จากการหดตัวของยอดคำสั่งซื้อเครื่องบินและพาหนะขนาดใหญ่ที่มีความผันผวนสูง (-34.7% MoM จาก +33.2% MoM ในเดือนก่อน)

แผนภาพที่ 40: เยอรมนีส่งออกไปจีนลดลง 4% ในปีที่แล้ว โดยได้ส่งออกไปประเทศพัฒนาแล้วมากขึ้นเพื่อชดเชย



แผนภาพที่ 41: ยอดคำสั่งซื้อโรงงานนอกกลุ่มยูโรโซนสูงขึ้น ชี้ว่ากลุ่มตลาดเกิดใหม่อาจเริ่มฟื้นตัว



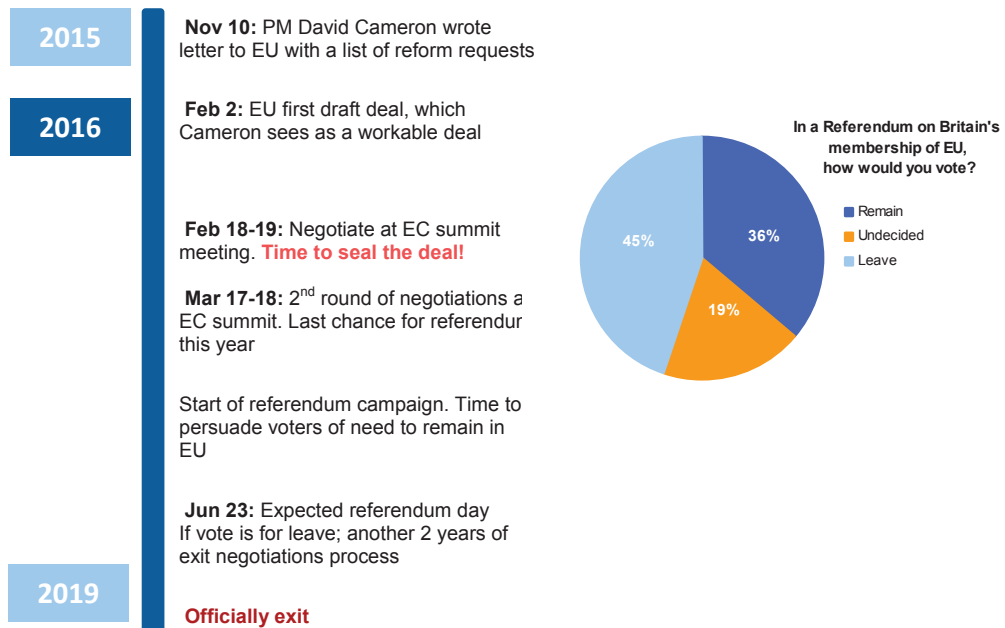
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การทำประชามติเพื่อออกจากสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) คาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน มิ.ย.

นาย David Cameron นายกรัฐมนตรีอังกฤษ ได้ยื่นข้อเรียกร้อง 4 ประการต่อคณะมนตรีสหภาพยุโรป (Council of the European Union) เพื่อให้พิจารณาผ่อนผันกฎเกณฑ์บางข้อเกี่ยวกับการรับผู้อพยพ และการเปิดรับแรงงานต่างชาติ ซึ่งเป็นเงื่อนไขสำคัญที่จะทำให้อังกฤษตัดสินใจร่วมเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปต่อไป ซึ่งข้อเรียกร้องดังกล่าวจะต้องผ่านมติจากการประชุม EC Summit ในวันที่ 18-19 ก.พ.นี้ โดยหากข้อเรียกร้องดังกล่าวได้รับการเห็นชอบตามแผน การจัดทำประชามติต่อการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรป (Brexit Referendum) ก็จะมีขึ้นในวันที่ 23 มิ.ย.นี้

ผลการสำรวจล่าสุดซึ่งจัดทำระหว่างวันที่ 3-4 ก.พ. โดย YouGov ชี้ว่าประชาชนส่วนใหญ่ต้องการให้อังกฤษออกจากสหภาพยุโรป (45%) แต่ก็ยังมีประชาชนอีกมากถึง 19% ในผลสำรวจยังไม่ได้ตัดสินใจ ทั้งนี้ นาย David Cameron ยังย้ำจุดยืนที่สนับสนุนให้อังกฤษเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปต่อไป และจะเริ่มรณรงค์ให้ประชาชนลงคะแนนเห็นด้วยกับการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรป หลังได้ข้อสรุปจากการประชุม EC summit ซึ่งคาดว่าจะทำให้เสียงสนับสนุนกับการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 42: แผนภาพเวลาการดำเนินการสู่การทำประชามติ และผลสำรวจล่าสุดว่าอังกฤษควรจะอยู่หรือออกจากกลุ่มสหภาพยุโรป (EU) เมื่อวันที่ 3-4 ก.พ.



ที่มา: YouGov Feb 3-4, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรคาด ECB จะผ่อนคลายนโยบายเพิ่มขึ้นในวันที่ 10 มี.ค.นี้

การประชุมรอบที่แล้ว (21 ม.ค.) ECB ได้ส่งสัญญาณที่ค่อนข้างชัดเจนว่าจะทำการผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติมในการประชุมรอบถัดไปในวันที่ 10 มี.ค. จากราคาน้ำมันที่ต่ำยังคงกดดันอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ห่างไกลจากเป้าหมาย 2% อีกทั้งธนาคารกลางทั่วโลกเริ่มมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น โดยล่าสุดธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้ประกาศใช้อัตราดอกเบี้ยนโยบายติดลบเป็นครั้งแรก อีกทั้งธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่ตอนนี้ตลาดมองว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวเท่านั้นในปี

DB คาดว่าการประชุมรอบเดือน มี.ค.นี้ ECB จะ 1) ลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility rate ลง -10 bps เป็น -0.4% รวมทั้งอาจมีการประกาศใช้ Multi-tiered Deposit Facility เหมือนอย่าง BoJ 2) ขยายวงเงินการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่อเดือนแบบชั่วคราว แต่ยังคงวงเงินซื้อสินทรัพย์เฉลี่ยต่อเดือนไว้เท่าเดิมที่ 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน (Front-loading QE) และ 3) อาจขยายระยะเวลาการทำ QE ออกไปอีกจากเดิมที่สิ้นสุด มี.ค. 2017

เศรษฐกิจจีน

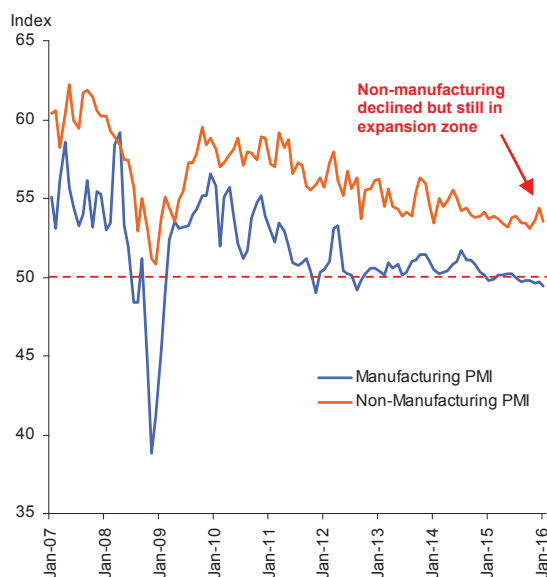
เรามองว่า GDP จีนไตรมาส 1/2016 จะขยายตัวได้ดีที่ +6.7% YoY จาก 1) การอัดฉีดสภาพคล่องของ PBoC 2) นโยบายผ่อนคลายการคลังเพิ่มเติมของรัฐบาลจีน และ 3) การบริโภคภาคเอกชนที่มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงจากกระแสเงินทุนไหลออก (Capital Outflows) เป็นที่น่ากังวล แต่เงินทุนสำรองยังมีเพียงพอและยังไม่กระทบต่อเสถียรภาพของเศรษฐกิจ

ภาคอุตสาหกรรมหดตัวลงต่อเนื่องตามนโยบายการปฏิรูปของภาครัฐที่หันมาเน้นการบริโภคและภาคการบริการ

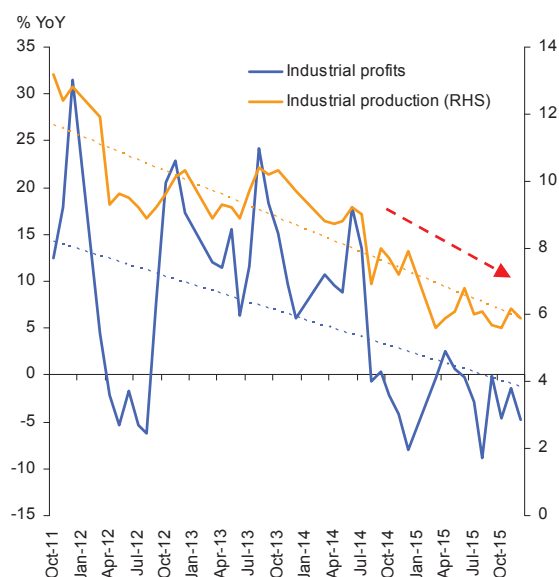
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของทางการจีน (Official PMI) ชี้ว่าภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing) ยังคงหดตัวลงต่อเนื่อง โดยดัชนีภาคการผลิตอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับ 50 จุด เป็นเดือนที่ 6 ติดต่อกัน ส่วนดัชนีภาคการบริการ (Non-Manufacturing) ที่แม้ว่าจะชะลอตัวเล็กน้อยในเดือน ม.ค. แต่ก็ยังยืนอยู่เหนือระดับ 50 จุดมาโดยตลอด ซึ่งชี้ว่าภาคการบริการยังคงขยายตัวได้ดี สอดคล้องกับที่รัฐบาลจีนพยายามปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจให้พึ่งพาภาคการบริการแทนภาคการผลิต

อีกตัวเลขหนึ่งชี้ถึงผลกระทบจากการปฏิรูปของภาครัฐได้แก่ผลกำไรภาคอุตสาหกรรม (Industrial Profit) โดยเดือน ธ.ค. 2015 ผลกำไรหดตัวลง -4.7% YoY ต่อเนื่องจาก -1.4% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งเป็นการหดตัวติดต่อกันเป็นเดือนที่ 7 โดยเป็นผลจากการกำลังการผลิตที่มากเกินไปเกินความต้องการ (Overcapacity) ในบางอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมห่อโลหะและชิ้นรูปที่กำไรลดลงถึง -20.3% YoY ในเดือน ธ.ค. จากการที่รัฐบาลพยายามผลักดันให้ประเทศหันมาพึ่งพาภาคการบริการ โดยส่งผลให้ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial production) ชะลอตัวลงและผลกำไรหดตัว

แผนภาพที่ 43: ดัชนี PMI ของทางการจีนชี้ภาคอุตสาหกรรมหดตัวลงต่อเนื่องแต่ภาคการบริการยังคงอยู่ในระดับที่ดี



แผนภาพที่ 44: ผลผลิตและผลกำไรภาคอุตสาหกรรมหดตัวลงจากปัญหาการกำลังการผลิตส่วนเกิน



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

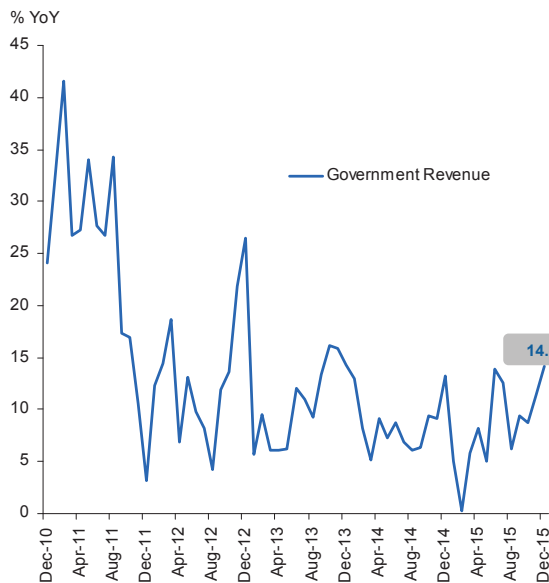
การบริโภคภายในประเทศจะเป็นกำลังหลักต่อการเติบโตในปี 2016

การบริโภคภาคครัวเรือนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ตามรายได้ภาครัฐที่ขยายตัวได้ดี (+14.2% YoY ในเดือน ธ.ค.) โดยส่วนหนึ่งมาจากรายได้การขายที่ดินที่ฟื้นตัวตามภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจะช่วยให้รัฐบาลสามารถดำเนินนโยบายทางการคลังเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้เพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้รัฐบาลตั้งเป้าขาดดุลทางการคลัง (Fiscal Deficit) เพิ่มขึ้นเป็น 3% ของ GDP ในปีนี้ จาก 2.3% ในปี 2015

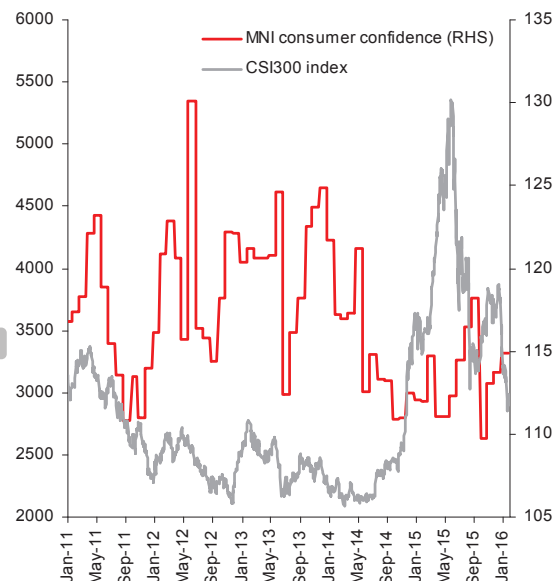
เราคาดว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์จะฟื้นและช่วยเพิ่มรายได้ให้ภาครัฐได้อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ PBoC ประกาศลดเงินดาวน์สำหรับการซื้อบ้านหลังแรกลงเป็น 20% (จาก 25%) และสำหรับบ้านหลังที่สองเป็น 30% (จาก 40%) ซึ่งมีผลสำหรับการซื้อบ้านในทุกเมืองยกเว้นเมืองที่ PBoC มีการบังคับใช้ข้อจำกัดในการซื้อบ้าน (Home Purchase Restrictions) ซึ่งในปัจจุบันมีจำนวน 5 เมือง ซึ่งอยู่ในกลุ่มเมืองใหญ่ของจีน (Tier-1 Cities)

ด้านการบริโภคภาคเอกชนยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ดี โดยดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (MNI Consumer Sentiment) ได้เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง 4 เดือน เป็น 114.9 จุด ในเดือน ม.ค. และยอดค้าปลีกยังคงขยายตัวได้ดี (+11.2% YoY) ในเดือน ธ.ค. แม้ว่าจีนจะเผชิญความผันผวนในตลาดการเงิน เช่น ตลาดหุ้นที่ดัชนี Shanghai Composite ปรับตัวลดลงเกือบ 50% จากจุดสูงสุดในช่วงกลางปีที่แล้ว และปัญหากระแสเงินทุนไหลออก

แผนภาพที่ 45: รายได้ภาครัฐมีแนวโน้มสูงขึ้น ซึ่งความสามารถในการดำเนินนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายได้มากขึ้น



แผนภาพที่ 46: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคดีขึ้นซึ่งการบริโภคฟื้นตัว แม้ว่าตลาดหุ้นจะผันผวนสูง



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

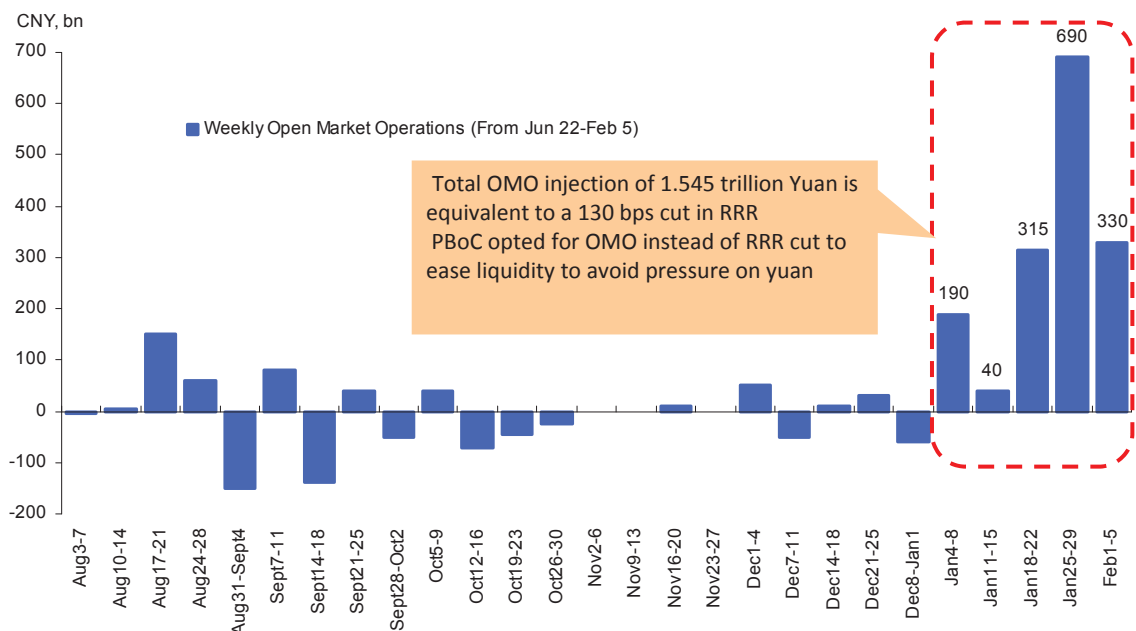
PBoC อัดฉีดเงินเข้าระบบผ่านตลาดการเงินเพื่อเพิ่มสภาพคล่องชดเชยแรงกดดันจากกระแสเงินทุนไหลออกนับแต่ปลายปี 2015

จีนประสบปัญหากระแสเงินทุนไหลออกอย่างรวดเร็วนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2015 ที่ PBoC ประกาศลดค่าเงินหยวนลง 2% และปรับเปลี่ยนวิธีกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนให้เป็นไปตามกลไกตลาดมากขึ้น ซึ่งเป็นไปตามแผนการปฏิรูปค่าเงินให้ได้รับการยอมรับเป็นเงินสกุลหลักของโลก แต่การลดค่าเงินและการปล่อยให้ค่าเงินหยวนเคลื่อนไหวตามกลไกตลาด ได้สร้างความกังวลต่อตลาดว่าค่าเงินหยวนจะอ่อนค่าลงเร็ว และส่งผลให้เกิดเงินทุนไหลออกจากประเทศเป็นจำนวนมาก

เงินทุนที่ไหลออกส่งผลให้สภาพคล่องในประเทศลดลง และกดดันอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมให้สูงขึ้น ส่งผลลบต่อการบริโภคและการลงทุน ดังนั้น PBoC จึงอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบเพิ่มเติมผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations) เพื่อชดเชยเงินทุนที่ไหลออก โดยนาย Jun Ma หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์ของ PBoC ได้ให้สัมภาษณ์ว่าการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านตลาดการเงินจะเป็นเครื่องมือใหม่ของ PBoC ที่จะบริหารสภาพคล่องในระบบให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม แทนการลดอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ (RRR) เนื่องจากมีความยืดหยุ่นมากกว่า และส่งผลกระทบท่ออัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่า

นับแต่ต้นปี 2016 PBoC ได้อัดฉีดเงินเข้าระบบรวม 1.545 ล้านล้านหยวน ผ่านการทำสัญญาซื้อคืนพันธบัตรระยะสั้น (Reverse-repurchase Agreement) ซึ่งหากเทียบเท่ากับฐานเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ในจีนที่ราว 120 ล้านล้านหยวนแล้ว สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นนับตั้งแต่ต้นปีจะเทียบเท่ากับการลดอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ประมาณ 130 bps

แผนภาพที่ 47: PBoC อัดฉีดเงินเข้าระบบผ่านการทำ Reverse-repurchase Agreement เพื่อเพิ่มสภาพคล่องรับช่วงตรุษจีนและลดแรงกดดันจาก Outflows ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2015



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินหยวนกลับมาแข็งค่าขึ้นอีกครั้งหลัง PBoC แทรกแซงตลาด Offshore และผู้ว่าฯ PBoC ย้ำว่าไม่มีความจำเป็นต้องลดค่าเงิน

การอ่อนค่าของเงินหยวนอย่างรวดเร็วในช่วงต้นเดือน ม.ค. ส่งผลให้เกิดการเก็งกำไรโดยการ Short ค่าเงินหยวน เพื่อทำกำไรจากการอ่อนค่าของค่าเงินหยวน

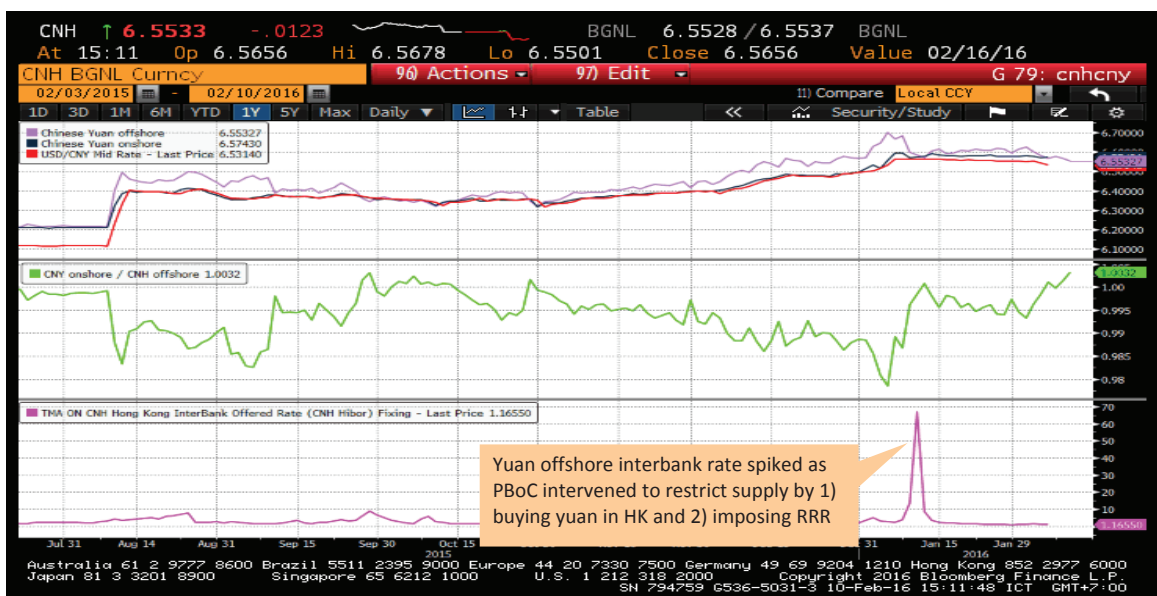
เนื่องจากเศรษฐกิจจีนยังมีกฎที่เข้มงวดในการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน และมีการจำกัดให้อัตราแลกเปลี่ยนในแต่ละวันเคลื่อนไหวได้ไม่เกิน ๒% นักเก็งกำไรจึงใช้ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนในฮ่องกง ซึ่งมีข้อจำกัดน้อยกว่า เพื่อทำธุรกรรม Short ค่าเงินหยวน โดยนักลงทุนจะทำการกู้เงินหยวนจากธนาคารในฮ่องกงและแลกเงินหยวนที่ได้มาเป็นดอลลาร์สหรัฐฯ หากค่าเงินหยวนอ่อนค่าลงตามที่คาด นักลงทุนก็จะนำเงินดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาซื้อเงินหยวนเพื่อนำไปใช้หนี้สินธนาคารในอัตราแลกเปลี่ยนที่ถูกลง และทำกำไรจากส่วนต่างจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ลดลง

นับตั้งแต่ต้นปีอัตราแลกเปลี่ยนเงินหยวนในฮ่องกง (Offshore: CNH) อ่อนค่าเร็วกว่าอัตราแลกเปลี่ยนในประเทศ (Onshore: CNY) มาอย่างต่อเนื่อง และทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนทั้งสองตลาดอยู่ในระดับสูงสุดที่ 2% เมื่อวันที่ 6 ม.ค. ซึ่งสะท้อนว่ามีธุรกรรมการ Short ค่าเงินหยวนในตลาดฮ่องกงเป็นจำนวนมาก แต่หลังจากนั้นส่วนต่างดังกล่าวได้หดแคบลงและอัตราแลกเปลี่ยนในทั้งสองตลาดได้กลับมาอยู่ในระดับใกล้เคียงกันอีกครั้ง

สาเหตุหลักที่ทำให้อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดฮ่องกงแข็งค่ากลับมาใกล้เคียงกับตลาดในประเทศ นั้นเกิดจากการที่ PBoC เข้าแทรกแซงค่าเงินหยวนในตลาดฮ่องกง เพื่อปรามการเก็งกำไรและรักษาเสถียรภาพของค่าเงิน โดย PBoC ได้ 1) ทำการซื้อเงินหยวนในฮ่องกงซึ่งส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในฮ่องกง (HIBOR) สูงถึง 66.8% และ 2) ประกาศขึ้นอัตราดอกเบี้ยสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) สำหรับบัญชีเงินฝากหยวนนอกประเทศ ทั้งนี้ มาตรการดังกล่าวทำให้สภาพคล่องของเงินหยวนในตลาดฮ่องกงลดลงและส่งผลให้ธุรกรรมการ short ค่าเงินหยวนมีต้นทุนที่สูงขึ้น

นอกจาก PBoC จะเข้าแทรกแซงค่าเงินหยวนในตลาด Offshore เพื่อปรามการเก็งกำไรค่าเงินแล้ว ผู้ว่าฯ PBoC ยังออกมากล่าวย้ำว่าจีนไม่มีความจำเป็นที่จะลดค่าเงิน และทำให้ค่าเงินหยวนแข็งค่าขึ้น 1.18% ในวันที่ 15 ก.พ. ซึ่งนับเป็นการแข็งค่าขึ้นรายวันมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ และอยู่ในระดับแข็งค่ามากที่สุดในปีนี้ที่ 6.496 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะที่เงินหยวนนอกประเทศจีน (Offshore Yuan) แข็งค่าขึ้นเช่นกันเป็น 6.502 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 48: ส่วนต่างเงินหยวน offshore และ onshore แคบลงอีกครั้ง ภายหลัง PBoC ทำการแทรกแซงตลาดการเงินฮ่องกง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

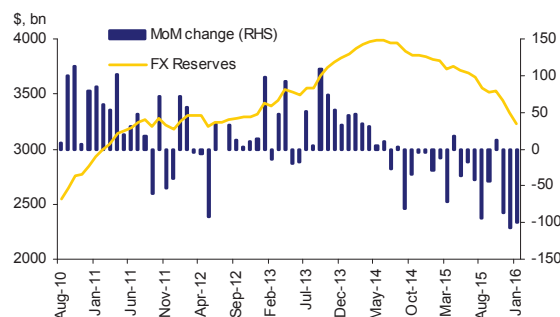
ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงต่อเนื่อง แต่ยังคงอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับหนี้สินภายนอก

ทุนสำรองระหว่างประเทศ (FX Reserves) ของจีนได้ลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 3 โดยเมื่อเดือน ม.ค. ได้ลดลง 9.95 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 3.23 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่ำสุดนับแต่ปี 2012 ทั้งนี้ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการที่ PBoC พยายามพยุงค่าเงินหยวน และแทรกแซงการเก็งกำไรในตลาดค่าเงิน

อย่างไรก็ดี ทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนในปัจจุบันยังคงสูงที่สุดในโลก และยังคงมีมากเพียงพอเมื่อเทียบกับยอดหนี้รวมในสกุลเงินต่างประเทศซึ่งจีนมีอยู่ราว 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ประมาณ 10% ของ GDP) และหากเทียบกับภาระหนี้ระยะสั้น (Short-term external debt) ที่จีนต้องชำระภายในหนึ่งปีข้างหน้าราว 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนก็ยังคงมีมากกว่าประมาณ 5 เท่า ซึ่งสูงมากเมื่อเทียบกับเกณฑ์ขั้นต่ำของ IMF ที่แนะนำให้ธนาคารกลางมีทุนสำรองระหว่างประเทศเท่ากับหนี้ระยะสั้นที่ต้องไถ่ถอนภายในหนึ่งปี อีกทั้งทุนสำรองระหว่างประเทศปัจจุบันเพียงพอสำหรับจ่ายการนำเข้าของประเทศถึง 2 ปี

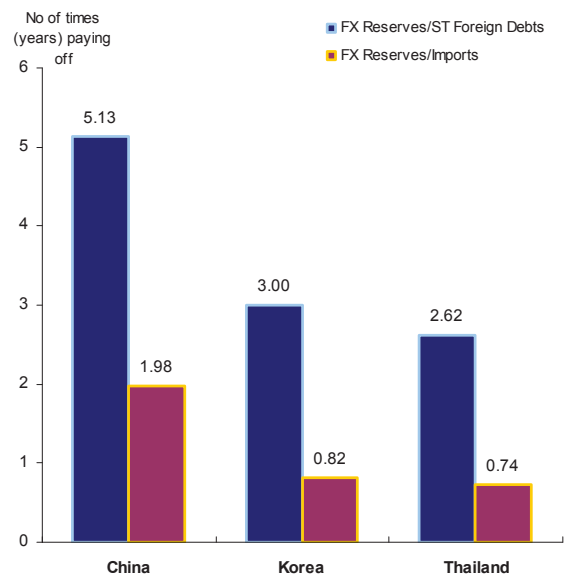
นอกจากนี้ ทุนสำรองระหว่างประเทศที่ลดลงนั้น ส่วนหนึ่งได้ถูกนำไปใช้จ่ายคืนหนี้ในต่างประเทศ ซึ่งคาดว่า จะช่วยลดความเสี่ยงและแรงกดดันจากกระแสเงินทุนไหลออกในระยะถัดไป โดยธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (BIS) ได้รายงานไว้ว่า ภาระหนี้สินต่างประเทศ (Foreign Liabilities) ของบริษัทจีนในเดือน ก.ย. 2015 ได้ลดลง 2.23 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (จาก 1.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ก.ย. 2014) ซึ่งหากเทียบในช่วงระยะเวลาเดียวกัน (ก.ย. 2014 ถึง ก.ย. 2015) ทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนได้ลดลง 4.55 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งอาจชี้ว่าประมาณครึ่งหนึ่งของเงินทุนที่ไหลออกนอกประเทศนั้นเกิดจากการที่บริษัทจีนเร่งชำระคืนหนี้ต่างประเทศ

แผนภาพที่ 49: เงินทุนไหลออกเร่งตัวขึ้นตั้งแต่เดือนส.ค. 2015



Bank for International Settlements (BIS) reported that foreign liabilities of Chinese companies dropped to USD877bn in Sep'15 from USD1.1trn in Sep'14 (-223bn). Short-term USD debt has also fallen to USD626bn. During the same period, China FX reserves have fallen by USD454.7bn. This suggests that some of the outflows were used to pay-off external debt, thus reducing risk of further outflows.

แผนภาพที่ 50: ทุนสำรองระหว่างประเทศยังคงเพียงพอต่อการชำระหนี้ระยะสั้นถึง 5 เท่า



ที่มา: Bloomberg, CEIC, Bank for International Settlements (BIS), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ประกาศใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบควบคู่กับการคงนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน ซึ่งเราคาดว่า BoJ จะผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติมในระยะถัดไป เนื่องจาก 1) เงินเยนแข็งค่าในช่วงที่ผ่านมา อาจกดดันให้กำไรของผู้ประกอบการลดลง และ 2) อัตราการขึ้นค่าจ้างอาจยังไม่แข็งแกร่งเพียงพอที่จะผลักดันเงินเฟ้อ

BoJ ใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบ เป็นเครื่องมือผ่อนคลายการเงิน ควบคู่กับการทำ QQE

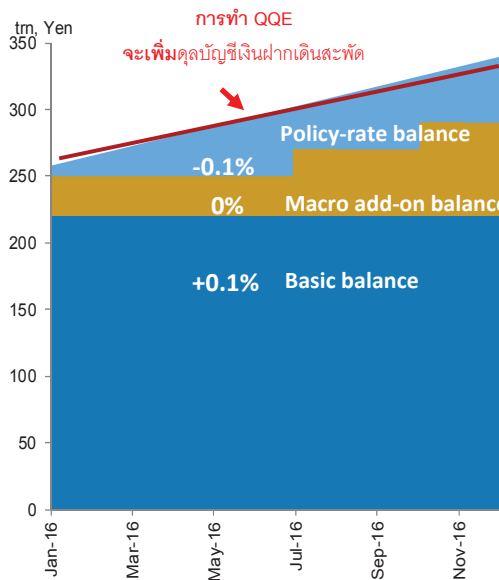
ในการประชุมวันที่ 29 ม.ค. ที่ผ่านมา BoJ มีมติ 5-4 ให้ใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบเป็นครั้งแรก และพร้อมที่จะพิจารณาปรับอัตราดอกเบี้ยลงอีก เมื่อเห็นถึงความจำเป็น และมีมติ 8-1 ให้คงอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Quantitative and Qualitative Easing: QQE) ที่ 80 ล้านล้านเยนต่อปี

แผนภาพที่ 51: สัดส่วนการแบ่งดุลบัญชีเงินฝากระแสรายวัน (Current Account) ของ BoJ

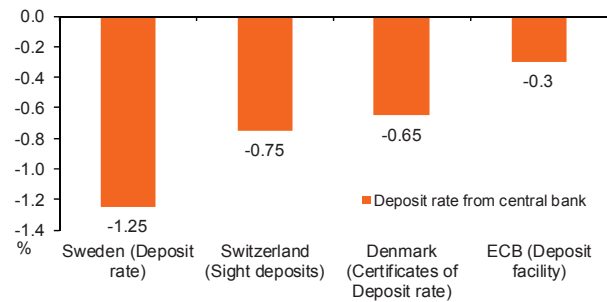
อัตราดอกเบี้ย	ดุลบัญชีเงินฝากระแสรายวันของ BoJ	สัดส่วน	มูลค่า (ล้านล้านเยน)
-0.10%	Policy-Rate Balance	ส่วนเกินของ Basic Balance และ Macro Add-on Balance	10 (ประมาณการโดย BoJ ณ สิ้นเดือน ก.พ.)
0%	Macro Add-on Balance	Required Reserves + สินเชื่อเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจตามที่ BoJ กำหนด (9+30)	40
+0.10%	Basic Balance	ปริมาณเฉลี่ยของเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ฝากกับ BoJ ในช่วงหนึ่งปีที่ผ่านมา - Required reserves (220-9)	210
รวม			260

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

แผนภาพที่ 52: การเข้าซื้อสินทรัพย์ของ BoJ จะเพิ่มสัดส่วนของ Policy-rate และ Macro add-on balance บิลละ 80 ล้านล้านเยน ซึ่ง DB คาดว่าปริมาณของ Policy-rate balance จะเพิ่มขึ้นเป็น 30-40 ล้านล้านเยนใน 3-4 เดือนข้างหน้า



แผนภาพที่ 53: ประเทศที่ใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบ



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

อัตราดอกเบี้ยติดลบมีผลดี คือ 1) ช่วยกระตุ้นการลงทุนของภาคเอกชน จากดอกเบี้ยเงินกู้ที่ลดลง และ 2) กระตุ้นการส่งออก จากเงินอ่อนค่า

BoJ ได้เห็นถึงข้อจำกัดของการใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบจากธนาคารกลางหลายประเทศ โดยเฉพาะประเทศ สวีเดน และธนาคารกลางยุโรปที่ใช้นโยบายการเงินทั้ง QE และอัตราดอกเบี้ยติดลบ ดังนี้

1) ภาวะผลกำไรจากส่วนต่างของกำไรสุทธิ (Net interest Margin) ที่อาจลดลง BoJ จึงใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบ กับดุลบัญชีเงินฝากเงินฝากเงินฝากเพียงบางส่วน และคงอัตราดอกเบี้ย +0.1% ที่ธนาคารพาณิชย์ได้รับไว้ เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่ธนาคารพาณิชย์อาจเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ เพื่อชดเชยผลกระทบจากดอกเบี้ยติดลบ

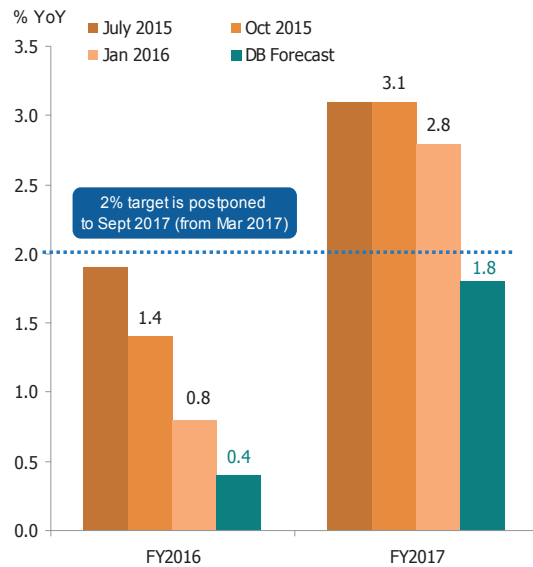
และ 2) หากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดลงไปเรื่อยๆ จนติดลบ ประชาชนจะต้องการถือครองเงินสด (Silent Bank Run) มากขึ้น และลดความสามารถในการปล่อยกู้ของธนาคาร (Credit Creation)

อย่างไรก็ตาม DB คาดว่านโยบายดอกเบี้ยติดลบจะสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจจากการลงทุนได้ไม่มากนัก เนื่องจาก ปัจจุบันธนาคารพาณิชย์ให้อัตราดอกเบี้ยเงินสินเชื่อต่ำอยู่แล้ว (ประมาณ +1%)

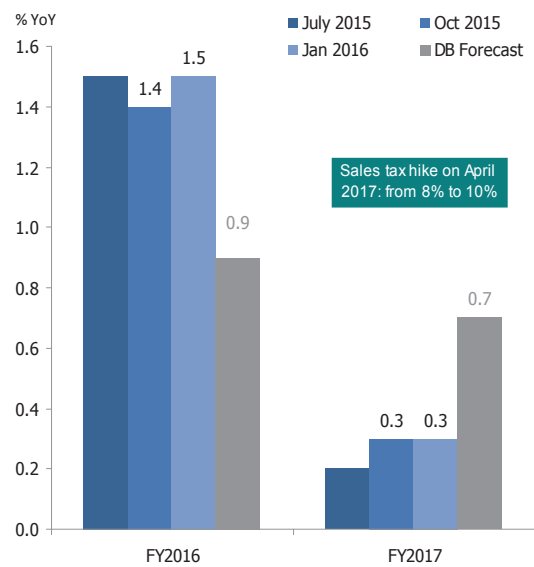
BoJ ปรับลดประมาณการเงินเพื่อและเลื่อนกำหนดการบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ออกไป

BoJ ปรับลดประมาณการเงินเพื่อปี 2016 เป็น +0.8% YoY ลงจากประมาณการเดิม +1.4% YoY เนื่องจากราคาน้ำมันที่ลดลง และเลื่อนกำหนดการบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% ไปเป็นต้นปีงบประมาณ 2017 (ก.ย. 2017) จากเดิมในปลายปีงบประมาณ 2016 (มี.ค. 2017) ทั้งนี้ BoJ คาดว่า GDP ปี 2016 จะยังคงขยายตัว +1.5% YoY ใกล้เคียงกับประมาณการเดิม +1.4% YoY จากการลงทุนภาคเอกชน และการบริโภคภายในประเทศ ตามการเพิ่มขึ้นของรายได้

แผนภาพที่ 54: ประมาณการเงินเพื่อ ไม่รวมราคาอาหาร (Core-inflation) ของ BoJ



แผนภาพที่ 55: ประมาณการ GDP ของ BoJ



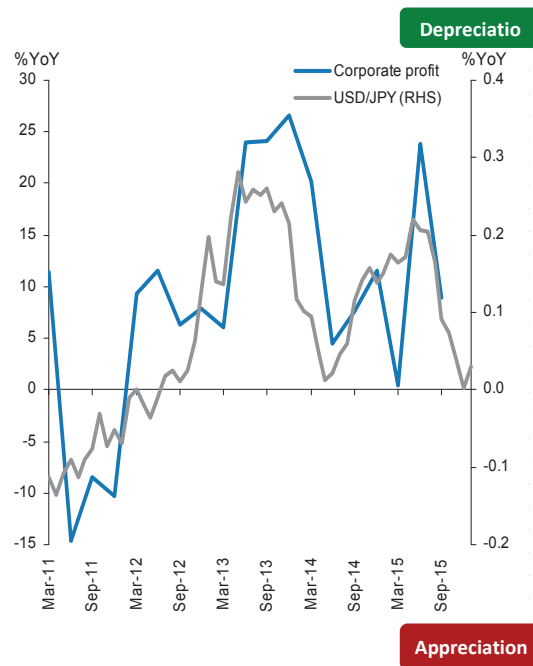
ที่มา : Bank of Japan (BoJ), Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเยนที่แข็งค่าจะกดดันให้ BoJ ผ่อนคลายการเงินเพิ่มเติม

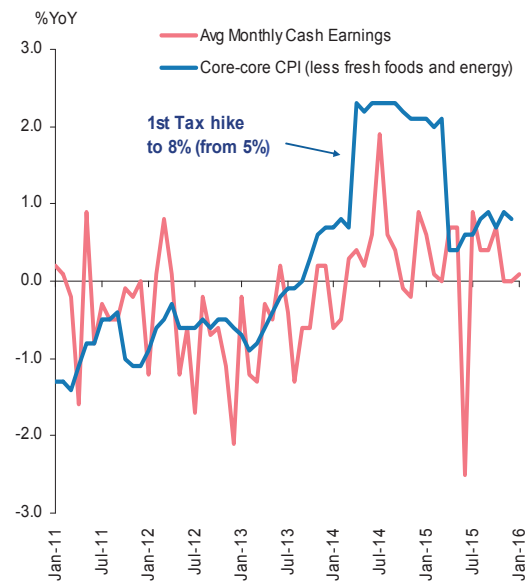
เงินเยนที่แข็งค่าในช่วงที่ผ่านมาจากการคาดการณ์ของตลาดถึงข้อจำกัดในการขยาย QQE เพิ่มเติม จะส่งผลให้ความได้เปรียบในการส่งออก กำไรของบริษัท และอัตราการเพิ่มค่าจ้างลดลง ซึ่ง BoJ และนายกรัฐมนตรี Shinzo Abe คาดหวังให้ปัจจัยดังกล่าวผลักดันเงินเฟ้อให้เพิ่มขึ้น ผ่านการบริโภค และการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งจะกดดันให้ BoJ ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า

โดย DB คาดว่า BoJ จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก 10bp เป็น -0.2% ภายในไตรมาส 3/2016 ซึ่งเสี่ยงส่วนมากในการประชุมต่อการลดดอกเบี้ยในระยะถัดไปจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น เนื่องจาก นาง Sayuri Shirai (ผู้โหวตไม่เห็นด้วยกับการใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบ) จะหมดวาระวันที่ 25 มี.ค. นี้ และ DB คาดว่าคณะกรรมการคนใหม่ที่ต้องผ่านการเห็นชอบจากสภา จะสนับสนุนนโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้น

แผนภาพที่ 56: กำไรของผู้ประกอบการอาจลดลง
เนื่องจากขาดปัจจัยหนุนจากค่าเงิน



แผนภาพที่ 57: สหภาพแรงงานจะเรียกร้องให้
ผู้ประกอบการเพิ่มเงินเดือน ในการเจรจา Shunto
Wage Negotiations เดือน มี.ค.



ที่มา : Ministry of Internal Affairs and Communications, Ministry of Land, Infrastructure and Transport, Ministry of Finance, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

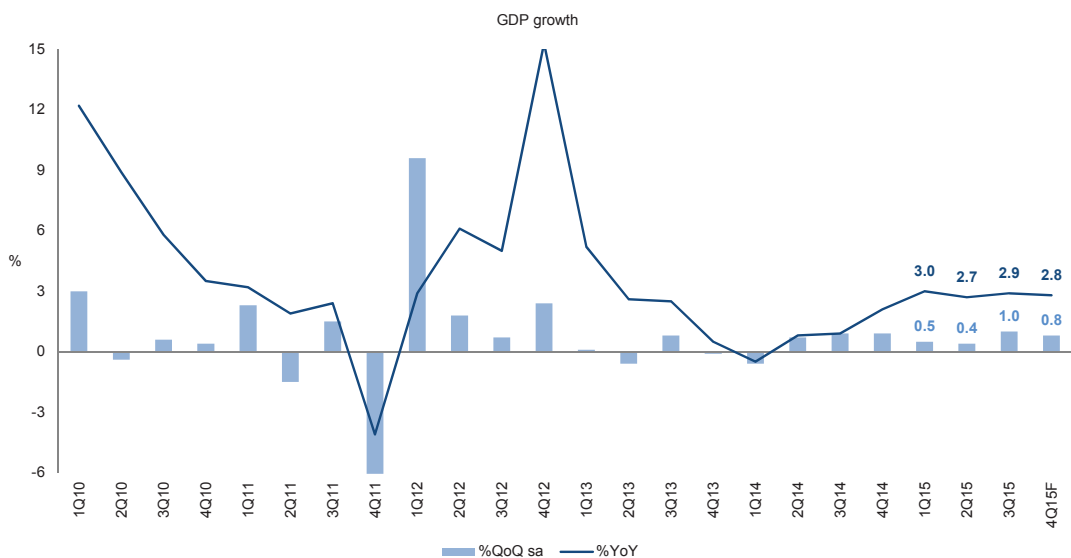
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ช้าในระยะต่อไปตามภาคการส่งออกที่อ่อนแอต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน นโยบายการคลังมีผลกระทบกระตุ้นเศรษฐกิจได้น้อยกว่าคาด ทำให้เราคาดว่า ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในเดือนมี.ค.

เศรษฐกิจไทยไตรมาส 4/2015 โต 2.8% ทำให้ทั้งปี 2015 ขยายตัว 2.8%

เศรษฐกิจไทยไตรมาส 4 ยังขยายตัวดีที่ 2.8% เทียบกับ 2.9% ในไตรมาส 3 (มากกว่าที่เราและตลาดคาดที่ 2.2% และ 2.6% ตามลำดับ) หรือขยายตัวจากไตรมาสก่อน 0.8% QoQ sa (เทียบกับ 1% ในไตรมาส 3) โดยการขยายตัวในไตรมาสนี้มีแรงส่งมาจากการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดี (1.9% YoY จาก -10.1% ในไตรมาสก่อน) และการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวสูง (41.4% YoY vs. 21.9% ในไตรมาสก่อน) อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวได้ต่ำกว่าคาดหรือเพียง 2.5% YoY (vs. 1.8% ในไตรมาสก่อน) แม้จะได้รับแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และการเร่งซื้อรถยนต์ก่อนการปรับขึ้นภาษีในปี 2016 ทั้งนี้ ในภาพรวมเศรษฐกิจไทยใน 2015 ขยายตัว 2.8% (อัตราการขยายตัวในปี 2014 ถูกปรับลดลงเหลือ 0.8% จาก 0.9%)

แผนภาพที่ 58: เศรษฐกิจไทยไตรมาส 4/2015 โต 2.8%

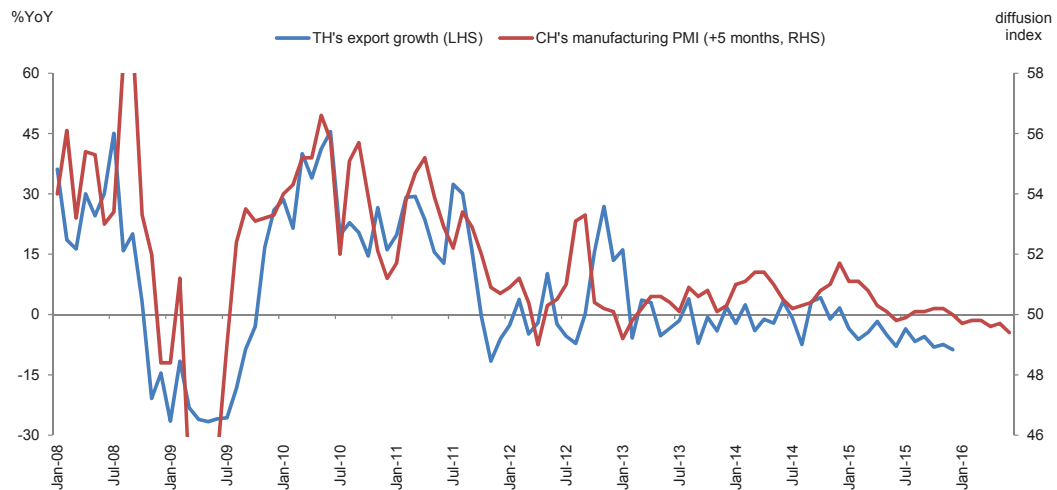


ที่มา: Bank of Thailand (BoT), Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออกมีแนวโน้มหดตัวเป็นปีที่สี่

เราคาดว่ามูลค่าการส่งออกสินค้าไทยในปีนี้จะหดตัวต่อเนื่องเป็นปีที่ 4 ในอัตรา -2% เนื่องจากอุปสงค์โลกมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง สังเกตได้จากการส่งออกที่ยังหดตัวแรงในไตรมาส 4/2015 (-8.2% YoY เทียบกับ -4.8 ในไตรมาส 3) นอกจากนี้ เราพบว่าดัชนีผู้จัดการฝ่ายสั่งซื้อภาคอุตสาหกรรมของจีนยังมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง ซึ่งดัชนีดังกล่าวชี้นำภาคการส่งออกสินค้าของไทยล่วงหน้าเป็นเวลา 5 เดือน (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตั้งแต่ปี 2008 มีค่าสูงถึง 0.71) และสะท้อนว่าการส่งออกไทยในช่วงครึ่งปีแรกยังมีแนวโน้มหดตัวต่อ

แผนภาพที่ 59: ส่งออกมีแนวโน้มหดตัวต่อในครึ่งปีแรก ตามดัชนี PMI ของจีน

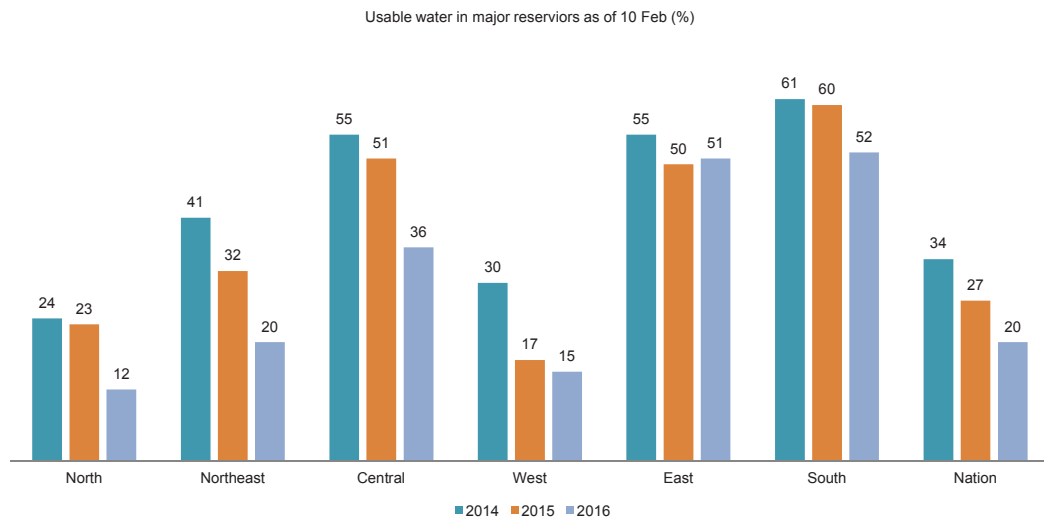


ที่มา: National Bureau of Statistics of China, Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคมีแนวโน้มชะลอ หลังหมดแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ

การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มชะลอตัวในระยะข้างหน้า หลังหมดแรงส่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยการบริโภคสินค้าคงทน เช่น รถยนต์มีแนวโน้มชะลอตัวเช่นกัน เนื่องจากการเร่งซื้อรถยนต์ไปในช่วงปลายปีที่แล้ว ก่อนมีการปรับขึ้นภาษีในปีนี้ออกจากนี้ เราคาดว่ารายได้ภาคเกษตรจะยังคงเป็นอีกแรงกดดันต่อการบริโภค เนื่องจากผลผลิตภาคเกษตรจะยังคงได้รับผลกระทบจากปัญหาภัยแล้งที่จะลากยาวต่อไปจนถึงช่วงปลายไตรมาส 2 เป็นอย่างน้อย โดยน้ำในเขื่อนที่ใช้การได้ ณ วันที่ 10 ก.พ. ปีนี้มีปริมาณเพียง 20% ของความจุเขื่อนในประเทศ ลดลงจากช่วงเดียวกันปีก่อนที่ 27% โดยกรมชลประทานคาดว่า จะมีน้ำเหลือใช้สำหรับการอุปโภคบริโภค (ไม่รวมการเพาะปลูก) ถึงเดือนกรกฎาคมหรือสิงหาคมนี้เท่านั้น

แผนภาพที่ 60: ปริมาณน้ำในเขื่อนเหลือใช้สำหรับการอุปโภคบริโภคถึงเดือน ก.ค.-ส.ค.

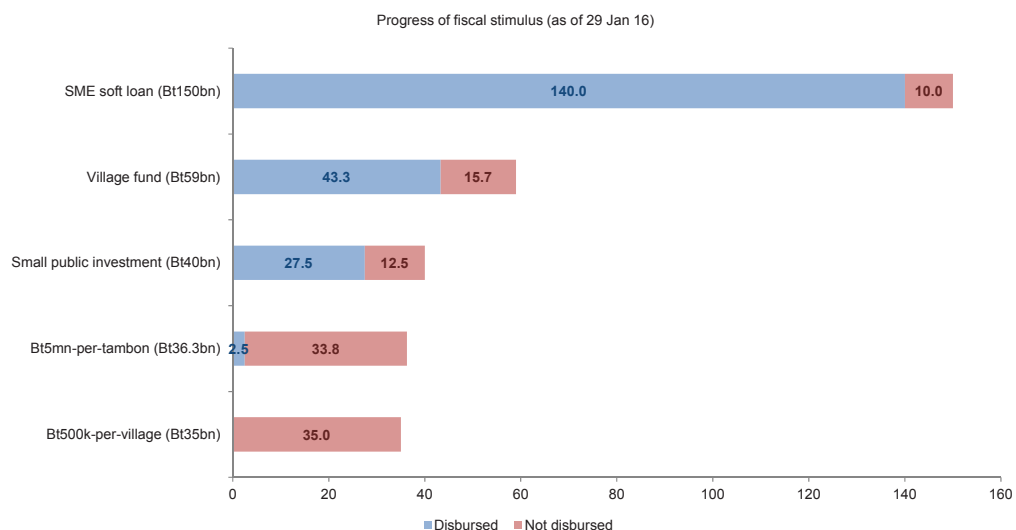


ที่มา: Royal Irrigation Department, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นโยบายการคลังส่งเสริมกระตุ้นเศรษฐกิจได้ไม่มากนัก

เราคาดว่ามาตรการกระตุ้นทางการคลังในปีนี้ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว สามารถช่วยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจได้บ้าง แต่ยังไม่เพียงพอให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้แข็งแกร่ง เนื่องจากยอดการเบิกจ่ายงบประมาณมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นตั้งแต่ไตรมาส 4/2015 จนถึงสิ้นเดือนม.ค. ยังเป็นไปอย่างล่าช้า โดยเฉพาะมาตรการพัฒนาความเป็นอยู่ระดับชุมชน 5 ล้านบาทต่อตำบล ที่มียอดการเบิกจ่ายเพียง 6.7% ขณะที่มาตรการกองทุนหมู่บ้าน และการเร่งรัดการเบิกจ่ายงบลงทุนภาครัฐขนาดเล็ก ยังเบิกจ่ายได้ไม่ครบถ้วนหรือ 73.4% และ 68.8% ของงบประมาณตามลำดับ ส่วนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะยาว หรือ การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานยังมีความล่าช้า โดยเราคาดว่าโครงการลงทุนขนาดใหญ่ทั้ง รถไฟฟ้าไทยจีน ไทยญี่ปุ่น และรถไฟฟ้าในเมืองจะไม่สามารถก่อสร้างได้ทันในปีนี้ กุมภาพันธ์

แผนภาพที่ 61: ยอดการเบิกจ่ายงบประมาณมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจยังทำได้ไม่เต็มที่



ที่มา: Bangkok Post, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราลดประมาณการ GDP ปีนี้เหลือ 2.7%

จากภาคการส่งออกที่อ่อนแอและการบริโภคที่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ กอปรกับการเบิกจ่ายภาครัฐที่ทำได้ต่ำกว่าเป้า เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยปีนี้จะขยายตัวเพียง 2.7% จากเดิมที่คาดว่าจะ 3.5% (ธปท.คาด 3.5%) สะท้อนภาพการฟื้นตัวที่ยังเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยการเติบโตทางเศรษฐกิจจะยังคงมาจากภาคการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่อง ส่วนการลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ เนื่องจากอุปสงค์ในและต่างประเทศยังคงอ่อนแอ รวมทั้ง บรรยากาศการลงทุนยังได้รับผลกระทบจากความไม่แน่นอนของโรดแมพทางการเมืองอีกด้วย ทั้งนี้ ล่าสุด สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) ปรับประมาณการ GDP ปีนี้เหลือ 2.8-3.8% จากเดิม 3-4%

แผนภาพที่ 62: คาดเศรษฐกิจโต +2.7% ปีนี้ สะท้อนภาพการฟื้นตัวที่ค่อนข้างช้า

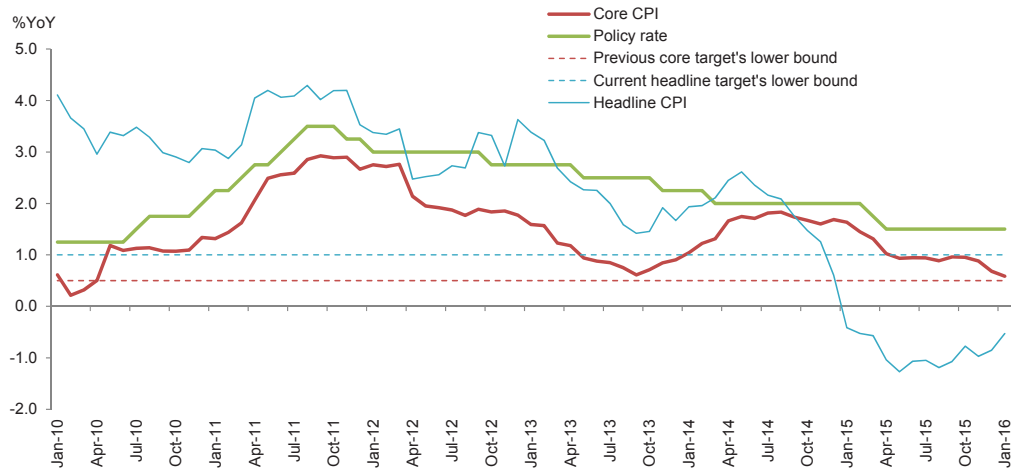
		2013	2014	2015F	2016F	Avg.10-14
GDP growth	%YoY	2.8	0.9	2.7	2.7	3.9
Private Consumption Expenditure	%YoY	2.9	0.6	2.6	2.2	2.9
Government Consumption Expenditure	%YoY	4.7	1.7	3.0	3.2	5.3
Gross Fixed Capital Formation	%YoY	-0.8	-2.6	3.3	3.0	4.7
- Private investment	%YoY	-0.8	-2.0	-2.4	0.8	6.9
- Public investment	%YoY	-1.0	-4.9	24.7	9.5	-1.7
Nominal exports in USD (f.o.b.)	%YoY	-0.1	-0.3	-5.6	-2.0	8.8
Nominal imports in USD (f.o.b.)	%YoY	-0.1	-8.5	-11.3	-3.3	12.3
Trade balance	USD, bn	6.7	24.6	34.5	36.1	16.9
Current account balance	USD, bn	-5.2	15.4	34.8	39.6	5.5
Current account to GDP	% GDP	-1.2	3.8	8.9	10.1	1.5
Tourist Arrivals	%YoY	18.8	-6.5	20.5	10.4	12.4
Baht – Avg.	THB/USD	30.7	32.5	34.3	35.5	31.3
Baht – Year End	THB/USD	32.8	33.0	36.1	36.6	31.7
Headline inflation	%YoY	2.2	1.9	-0.9	0.6	2.8
Core inflation	%YoY	1.0	1.6	1.1	0.7	1.6
Policy rate - Period End	%	2.25	2.00	1.50	1.25	n.a.

ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่าธปท.ลดดอกเบี้ยเดือนหน้า

เนื่องจากเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวช้ากว่าคาด ส่วนนโยบายการคลังก็ไม่สามารถกระตุ้นการฟื้นตัวได้มากนัก เราจึงคาดว่าธปท.จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 25bps ในเดือนมี.ค.นี้ เพื่อช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวด้วยอีกแรง โดยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยยังจะช่วยลดความเสี่ยงด้านเงินเฟ้ออีกด้วย หลังเงินเพื่อพื้นฐานในเดือนม.ค.ชะลอตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สี่ติดต่อกันมาอยู่ที่ +0.59% ต่ำสุดในรอบ 69 เดือน และเข้าใกล้ขอบล่างของเป้าหมายเงินเพื่อพื้นฐานเดิมที่ +0.5% ทั้งนี้ ปัจจุบัน ธปท.เปลี่ยนมาใช้เป้าหมายเงินเฟ้อทั่วไปที่ 1-4% อย่างไรก็ดี อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในเดือนม.ค.ยังคงอยู่ในแดนลบ และธปท.ยังคาดว่าเงินเฟ้อทั่วไปน่าจะพลิกกลับมาเป็นบวกได้ช้าลงกว่าเดิมที่เคยประเมินไว้ที่ภายในครั้งแรกของปีมาเป็นภายในไตรมาส 3

แผนภาพที่ 63: เงินเฟ้อพื้นฐานปรับเข้าใกล้ขอบล่างของเป้าหมายเพื่อเติม ขณะที่เงินเฟ้อทั่วไปยังคงติดลบ

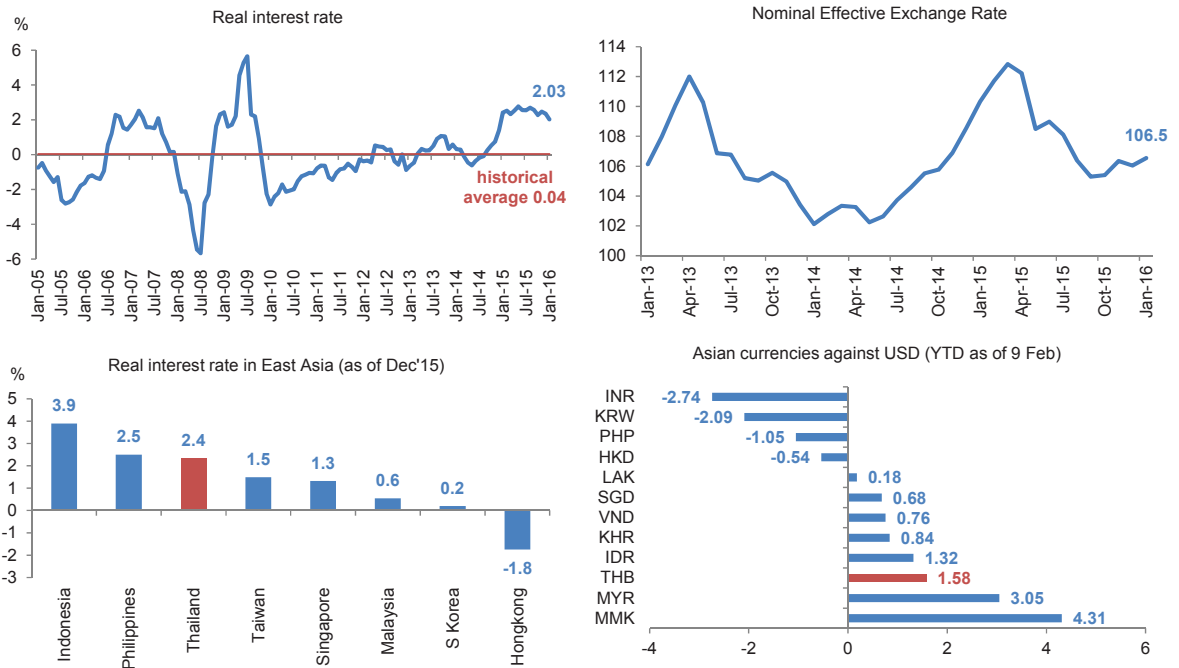


ที่มา: MoC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงและค่าเงินบาทสนับสนุนการปรับลดอัตราดอกเบี้ย

แม้รพ.จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 2 ครั้งในปีที่แล้ว อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (อัตราดอกเบี้ยนโยบายลบอัตราเงินเฟ้อทั่วไป) ยังคงอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้านและค่าเฉลี่ยในอดีต โดยมีเพียงอินโดนีเซียและฟิลิปปินส์เท่านั้นที่มีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงสูงกว่าไทย นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในปัจจุบันที่อัตรา +2% ยังสะท้อนภาวะการเงินที่ค่อนข้างตึงตัวเมื่อเทียบกับอดีตที่มีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเฉลี่ยอยู่ที่ 0% นอกจากนี้เงินบาทตั้งแต่ต้นปียังมีแนวโน้มแข็งค่ากว่าเงินสกุลอื่นๆ ในภูมิภาค ทำให้การส่งออกไทยเสียเปรียบประเทศเพื่อนบ้านอีกด้วย การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจึงน่าจะช่วยลดภาวะทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นจากทั้งปัจจัยด้านอัตราดอกเบี้ยและค่าเงิน

แผนภาพที่ 64: อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงและค่าเงินบาทสะท้อนภาวะการเงินที่ตึงตัว



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

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คณิศร ประกอบผล

Head of Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทิสโก้ กว่า 5 ปี

ชานนท์ บุญนุษ

Economist

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

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

วรุฒม์ เตชะจินดา

Strategist

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

ชาร่า ผลพิบูลย์

Economist

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

พิมลพรรณ ประวังสุข

Research Assistant

- ปรินซ์ตัน เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปัทมกร กิจเจริญการกุล

Research Assistant

- ปรินซ์ตัน เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ทิพย์รัตน์ นันทปรีชาวัฒน์

Research Assistant

- ปรินซ์ตัน เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	สยามสแควร์ วัน ชั้น 6	: 02 252 2922	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934
	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571
	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 2	: 02 6737017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080
	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161
	เซ็นทรัลรามอินทรา ชั้น 3	: 02 970 6006	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636
	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	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 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