



TIPS | MAY 2016

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เรามองตลาดหุ้นในไตรมาส 2 มีความเสี่ยงที่จะปรับฐาน แต่คาดว่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจและการเติบโตของกำไรจะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงครึ่งหลังของปี
- แนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในการเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรปที่น่าจะฟื้นตัวแรงในช่วงปลายไตรมาส 2 จากการกลับมาแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ
- ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ และปรับลดคำแนะนำการลงทุนในน้ำมันจาก Overweight เป็น Neutral

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
ตลาดหุ้น	7
ตลาดตราสารหนี้	12
การลงทุนทางเลือก	14
Global Economic Insights	18
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	19
เศรษฐกิจยุโรป	23
เศรษฐกิจจีน	28
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	33
เศรษฐกิจไทย	36



TISCO Economic Strategy Unit

ศาสตราจารย์ ดร. ประทีป จรุงพิค
ดร. ประทีป จรุงพิค
ดร. ประทีป จรุงพิค

ศาสตราจารย์ ดร. ประทีป จรุงพิค
ดร. ประทีป จรุงพิค

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 ความสมบูรณ์หรือความเที่ยงตรงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สกอ.ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

เรามองตลาดหุ้นในไตรมาส 2 มีความเสี่ยงที่จะปรับฐานจากปัจจัยดังต่อไปนี้ 1) ข่าวดีต่อตลาดได้ถูกประกาศออกมาหมดแล้ว 2) ราคาน้ำมันเริ่มมี Upside จำกัด 3) การปรับน้ำหนักดัชนี MSCI EM ในวันที่ 31 พ.ค. 4) การประชุม Fed ในวันที่ 15 มิ.ย. และ 5) การลงประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (Brexit) ในวันที่ 23 มิ.ย. เรา มองว่าการปรับฐานของตลาดในช่วงไตรมาส 2 จะเกิดจากปัจจัยชั่วคราว ในขณะที่พื้นฐานทางเศรษฐกิจและการเติบโตของกำไรจะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงครึ่งหลังของปี เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในการเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรป

ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราปรับลดคำแนะนำการลงทุนในน้ำมันจาก Overweight เป็น Neutral เนื่องจากแรงซื้อเพื่อการปิดสถานะ Short ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Short Covering) จะเริ่มอ่อนแรงลง และราคาน้ำมันยังมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานหากการประชุมเพื่อจำกัดปริมาณการผลิตน้ำมันระหว่างรัสเซียและกลุ่มประเทศสมาชิก OPEC ไม่สามารถบรรลุข้อตกลงได้



Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เรามองตลาดหุ้นในไตรมาส 2 มีความเสี่ยงที่จะปรับฐาน แต่คาดว่าพื้นฐานทางเศรษฐกิจและการเติบโตของกำไรจะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงครึ่งหลังของปี
- แนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในการเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรปที่น่าจะฟื้นตัวแรงในช่วงปลายไตรมาส 2 จากการกลับมาแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ
- ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำและปรับลดคำแนะนำการลงทุนในน้ำมันจาก Overweight เป็น Neutral

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,370	-2.2%	-1.7%	9.1%	-3.0%	6.4%	-11.5%
Philippines PCOMP	7,291	0.5%	2.7%	15.2%	2.0%	4.9%	-10.3%
Indonesia JCI	4,787	-1.3%	-0.6%	6.1%	3.4%	4.2%	-12.8%
Singapore STI	2,809	-0.9%	-0.7%	4.4%	-7.4%	-2.5%	-19.1%
Malaysia KLCI	1,715	-0.6%	1.1%	4.5%	0.3%	1.3%	-7.0%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	20,441	-0.3%	1.2%	3.7%	-10.1%	-6.7%	-25.0%
China H HSCEI	8,807	-0.4%	2.9%	4.4%	-16.4%	-8.8%	-37.0%
MSCI China	56	1.8%	3.4%	6.9%	-10.9%	-5.6%	-30.6%
China CSI300	3,230	0.3%	7.0%	0.4%	-6.3%	-13.4%	-25.6%
Taiwan TWSE	8,563	-2.1%	-1.6%	10.2%	-0.1%	2.7%	-11.0%
Korea KOSPI	1,977	0.7%	0.3%	4.5%	-2.2%	0.8%	-5.3%
MSCI Korea	529	0.5%	0.0%	5.0%	-0.8%	0.4%	-7.8%
India SENSEX	25,022	-1.5%	1.2%	1.4%	-7.0%	-4.2%	-13.4%
MSCI India	950	-1.1%	1.2%	1.6%	-6.1%	-3.7%	-13.6%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	4,946	0.4%	-4.3%	0.4%	-5.5%	-6.6%	-17.1%
Japan TOPIX	1,294	2.0%	-4.8%	-7.7%	-14.6%	-16.4%	-18.6%
Japan Nikkei 225	15,893	1.0%	-6.2%	-7.7%	-13.8%	-16.5%	-20.2%
Europe STOXX600	333	-0.5%	-2.7%	-3.0%	-8.0%	-9.0%	-19.4%
Euro STOXX50	2,924	-1.3%	-4.9%	-4.6%	-9.9%	-10.5%	-23.4%
US Dow Jones	17,556	-1.0%	2.0%	6.3%	2.5%	0.8%	-2.8%
US S&P500	2,042	-1.2%	1.0%	5.3%	1.2%	-0.1%	-2.9%
MSCI US REITs	1,147	-0.7%	2.8%	7.4%	4.8%	4.2%	1.0%
J-REITs	1,896	-1.4%	0.5%	15.2%	11.9%	8.5%	-1.2%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,200	0.6%	1.0%	4.6%	-2.7%	-0.7%	-12.5%
Germany DAX	9,683	-1.4%	-1.5%	-3.0%	-4.3%	-9.9%	-21.8%
France CAC 40	4,313	-0.8%	-4.0%	-1.5%	-8.0%	-7.0%	-17.7%
Switzerland SMI	7,752	0.3%	-3.1%	-7.0%	-11.0%	-12.1%	-18.2%
Portugal PSI 20	4,878	-2.0%	-2.5%	-5.0%	-8.8%	-8.2%	-22.7%
Spain IBEX 35	8,498	-1.2%	-6.5%	-4.7%	-17.1%	-11.0%	-27.7%
Italy FTSE MIB	17,723	0.5%	-6.7%	-11.3%	-19.8%	-17.3%	-25.8%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	50,165	2.8%	1.1%	27.0%	1.7%	15.7%	-7.5%
Chile IPSA	3,923	-0.7%	2.2%	11.2%	2.4%	6.6%	-2.8%
Mexico MEXBO	44,761	-2.0%	0.1%	9.1%	1.0%	4.1%	-0.3%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	408	0.9%	1.0%	9.3%	-4.5%	-0.7%	-20.0%
MSCI Latin America	2,133	1.1%	2.5%	28.5%	1.0%	16.5%	-18.4%
MSCI All Country World	394	0.9%	0.6%	5.4%	-2.7%	-1.3%	-9.6%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	40.31	12.3%	4.7%	32.4%	-14.4%	8.8%	-21.9%
Brent Spot	42.72	12.8%	5.8%	38.4%	-14.3%	14.6%	-26.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.41	0.43	0.52	1.99	-0.35	2.17	-3.82
Gold Spot	1255.40	2.2%	1.3%	15.6%	7.8%	18.2%	4.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1763.56	-0.1%	2.3%	19.5%	15.3%	20.7%	9.0%
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	276.81	0.2%	2.3%	7.7%	8.6%	7.5%	10.8%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	194.34	0.0%	0.3%	0.8%	1.2%	0.8%	2.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	272.97	-0.1%	0.6%	3.1%	4.2%	3.0%	5.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	357.11	-0.6%	1.6%	7.1%	8.3%	6.6%	10.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	231.64	-0.2%	0.7%	3.3%	4.2%	3.1%	5.7%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.36	-1	-4	-14	-12	-14	-39
2Y	1.36	-1	-10	-23	-21	-22	-43
5Y	1.50	2	-10	-69	-72	-65	-79
10Y	1.75	20	-22	-85	-87	-76	-93
Spread 10Y-2Y	39	20	-12	-62	-67	-54	-50
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	1.73	1	-25	-37	-36	-54	-21
Japan 10Y	(0.08)	-3	-8	-31	-40	-35	-43
German 10Y	0.11	-2	-16	-43	-50	-52	-4
Spain 10Y	1.51	5	3	-29	-32	-26	28
Italy 10Y	1.34	10	1	-25	-36	-26	7
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.26	2.1	-0.2	-6.2	-0.8	-2.0	3.7
Dollar index	94.04	-0.6%	-2.2%	-5.0%	-0.8%	-4.7%	-5.3%
USD/THB	35.04	-0.8%	-0.2%	-3.5%	-0.9%	-2.7%	7.6%
EUR/USD	1.14	0.1%	2.9%	5.2%	0.2%	5.0%	7.8%
USD/JPY	108.08	-2.0%	-5.0%	-8.2%	-9.9%	-10.1%	-10.1%
USD/CNY	6.46	-0.3%	-0.5%	-1.7%	2.1%	-0.5%	3.9%
USD/CNH	6.47	-0.2%	-0.3%	-1.7%	2.4%	-1.5%	4.0%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

4/12/2016

7:30:45 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 เริ่มกลับมาอ่อนค่าหลัง Fed ชะลอการขึ้นดอกเบี้ย - 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					- มีความคาดหวังจากตลาดว่าธนาคารกลางจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจัดปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป					- มีความคาดหวังจากตลาดว่าธนาคารกลางจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม - Valuation ของตลาดหุ้นยังดูน่าสนใจ - คงคำแนะนำ Overweight โดยเน้นลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมนี
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา					- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- จำนวนสัญญาเก็งกำไรทองคำเพิ่มขึ้นสูง ทำให้มีความเสี่ยงที่ทองคำจะถูกเทขาย - อุปสงค์ทองคำในจีนและอินเดียอ่อนแอลง - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน					- ปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมันก่อนหน้านี้เริ่มหมดไป ทำให้น้ำมันมี Upside จำกัด - อย่างไรก็ตาม ยังได้แรงหนุนจากสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่จะเริ่มลดลง - ลดน้ำหนักการลงทุนเป็น Neutral
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

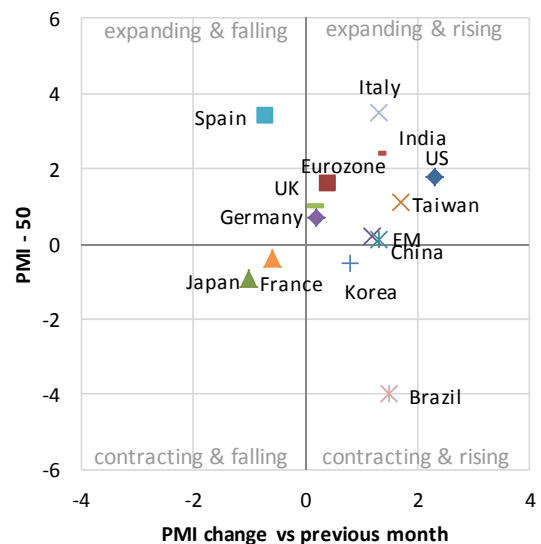
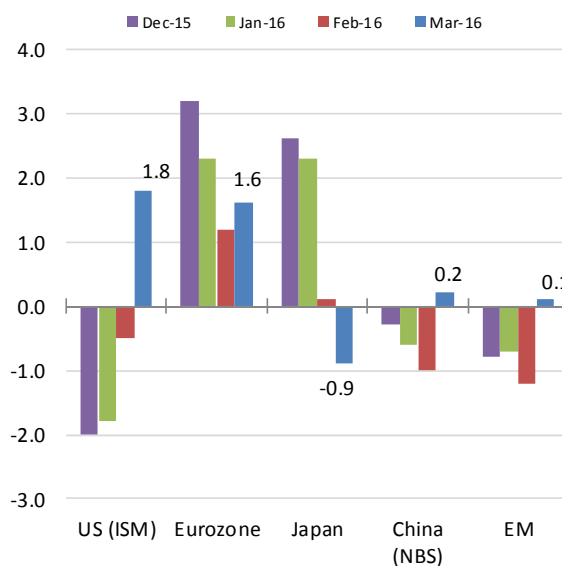
ตลาดหุ้น

เรามองตลาดหุ้นในไตรมาส 2 มีความเสี่ยงที่จะปรับฐานจากปัจจัยดังต่อไปนี้ 1) ข่าวดีต่อตลาดได้ถูกประกาศออกมาหมดแล้ว 2)ราคาน้ำมันเริ่มมี Upside จำกัด 3) การปรับน้ำหนักดัชนี MSCI EM ในวันที่ 31 พ.ค. 4) การประชุม Fed ในวันที่ 15 มิ.ย. และ 5) การลงประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (Brexit) ในวันที่ 23 มิ.ย. เรามองว่าการปรับฐานของตลาดในช่วงไตรมาส 2 จะเกิดจากปัจจัยชั่วคราว ในขณะที่พื้นฐานทางเศรษฐกิจและการเติบโตของกำไรจะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงครึ่งหลังของปี เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในการเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรป

ความกังวลเศรษฐกิจโลกบรเทาเลงทุนตลาดหุ้นฟื้นตัว

ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวขึ้นในช่วงเดือน ก.พ.-มี.ค. จากความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกที่บรเทาเลงหลังดัชนีภาคการผลิตของสหรัฐฯ ซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่า 50 จุด (ชี้ว่าภาคการผลิตหดตัว) ติดต่อกันมา 5 เดือน พลิกกลับมาขยายตัวในเดือน มี.ค. และดัชนีภาคการผลิตของจีน ซึ่งหดตัวติดต่อกัน 7 เดือน พลิกกลับมาขยายตัวในเดือน มี.ค. เช่นกัน

แผนภาพที่ 1: ดัชนีภาคการผลิตของสหรัฐฯ และจีนพลิกกลับมาขยายตัวในเดือน มี.ค.



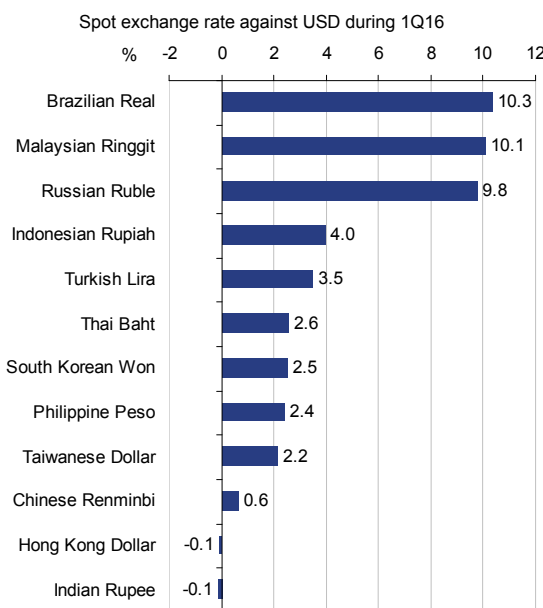
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้น ตลาดหุ้นยังได้รับแรงสนับสนุนจากการผ่อนคลายนโยบายของทั้ง BoJ ซึ่งลดดอกเบี้ยนโยบายลง ไปติดลบเป็นครั้งแรกในการประชุมช่วงปลายเดือน ม.ค. และ ECB ซึ่งประกาศเพิ่มปริมาณการซื้อสินทรัพย์และลดดอกเบี้ยเพิ่มเติมในวันที่ 10 มี.ค. รวมถึงท่าทีของ Fed ที่ส่งสัญญาณว่าจะขึ้นดอกเบี้ยช้าลง หลังนาง Janet Yellen ออกมากล่าวว่า Fed จะพิจารณาขึ้นดอกเบี้ยอย่างระมัดระวัง

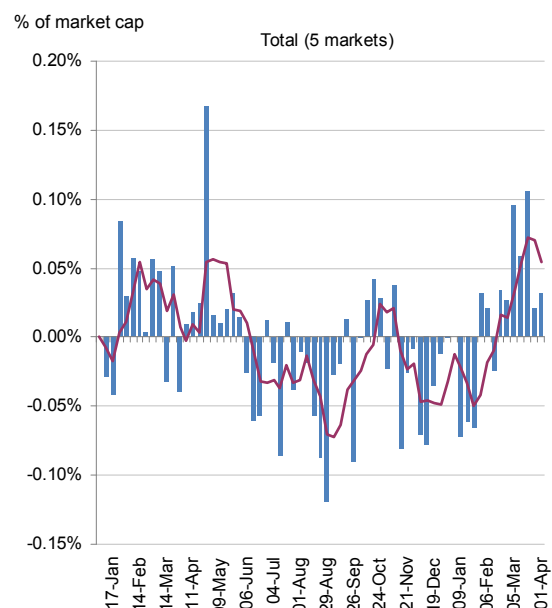
ท่าทีการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกที่ลดลง ประกอบกับการฟื้นตัวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ส่งผลให้ตลาดหุ้นและค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 2: ค่าเงินในตลาดเกิดใหม่กลับมาแข็งค่าและเงินทุนต่างชาติไหลเข้าตลาดหุ้นเกิดใหม่ในช่วงที่ผ่านมา

EM currencies had the best quarter since 3Q10



EM Asia* sustained 7 consecutive weeks of equity inflows, the longest inflow streak since May 2015



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) *EM Asia includes Korea, Taiwan, Thailand, Philippines and Indonesia

เรามองว่าตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานในช่วงไตรมาส 2 เนื่องจากปัจจัยกดดัน ต่อไปนี้

1. ข่าวดีต่อตลาดได้ถูกประกาศออกมาหมดแล้ว

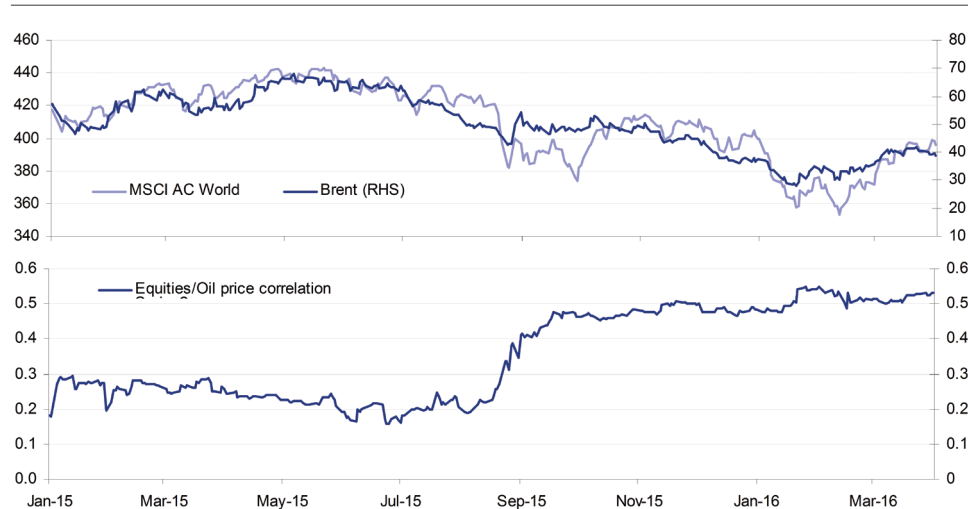
ข่าวดีต่อตลาดทั้งการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจและการผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางต่างๆ ได้ถูกประกาศออกมาหมดแล้วในช่วงไตรมาส 1 ทำให้เราคาดว่าในช่วงไตรมาส 2 ตลาดจะขาดปัจจัยสนับสนุนจากนโยบายการเงินรวมถึงปัจจัยบวกจากตัวเลขเศรษฐกิจ

2. ราคาน้ำมันเริ่มมี Upside จำกัดและมีความเสี่ยงที่จะปรับฐาน

การฟื้นตัวของราคาน้ำมันดิบและสินค้าโภคภัณฑ์นับเป็นปัจจัยหลักที่สนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดหุ้นในช่วง 1-2 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งสะท้อนจากค่าความสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างความเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นและราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูง เราคาดว่าตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานลงตามราคาน้ำมัน และมองว่าราคาน้ำมันต่อจากนี้จะเริ่มมี Upside ที่จำกัดเนื่องจากแรงซื้อเพื่อการปิดสถานะ Short ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Short Covering) จะเริ่มอ่อนแรงลง และราคาน้ำมันยังมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานหากการประชุมเพื่อจำกัดปริมาณการผลิตน้ำมันระหว่างรัสเซียและกลุ่มประเทศสมาชิก OPEC ไม่สามารถบรรลุข้อตกลงได้ (ดูรายละเอียดในส่วนการลงทุนทางเลือก)

แผนภาพที่ 3: ความสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างความเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นและราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูง

Global equities and oil price correlation* remains elevated



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); *120-day rolling correlation

การปรับน้ำหนักการลงทุนของดัชนี MSCI Emerging Markets ในวันที่ 31 พ.ค.

- ตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่อาจเผชิญแรงขายจากนักลงทุนต่างชาติตามการปรับน้ำหนักของดัชนี MSCI Emerging Market ซึ่งจะมีผล ณ สิ้นเดือน พ.ค. 2016 โดยการปรับน้ำหนักดังกล่าว มีการเพิ่มน้ำหนักการลงทุนใน ADR (American Depositary Receipt) ของบริษัทขนาดใหญ่ของจีน ซึ่งซื้อขายในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เช่น บริษัท Alibaba และ Baidu โดยการเพิ่มน้ำหนักของ ADR จะทำให้น้ำหนักของตลาดหุ้นอื่นๆ ในดัชนี MSCI Emerging Market ลดลง โดยเฉพาะตลาดหุ้นไต้หวันและเกาหลีใต้ลดลงราว 0.5% ในแต่ละประเทศ การปรับน้ำหนักในครั้งนี้นับเป็น Phase ที่สอง หลังจากที่มีการปรับครั้งแรกไปแล้วในช่วงปลายเดือน พ.ย.

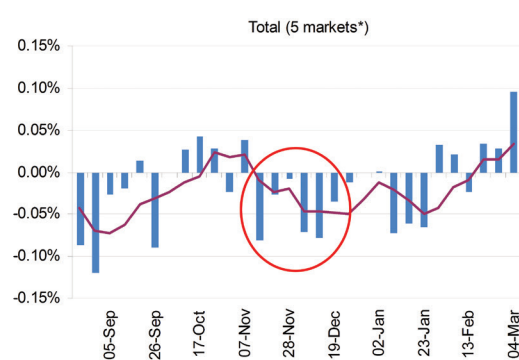
การปรับน้ำหนักการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติตามดัชนีใหม่อาจส่งผลให้ Fund Flows ที่ไหลเข้าตลาดเกิดใหม่มาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงกลางเดือน ก.พ. อาจพลิกกลับเป็นไหลออกในช่วงไตรมาส 2 และกดดันตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่มากกว่าในตลาดพัฒนาแล้ว

แผนภาพที่ 4: การปรับน้ำหนักของดัชนี MSCI Emerging Markets ส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นเอเชียในช่วง Phase แรกเดือน พ.ย. 2015

ADRs will displace index weightings in most EM countries, especially Taiwan and Korea

Country	Current	Nov-15	May-16
ADR	0.00%	2.82%	5.49%
H+	24.07%	23.33%	22.69%
CHINA	24.07%	26.15%	28.18%
KOREA	16.06%	15.58%	15.15%
TAIWAN	12.33%	11.84%	11.51%
INDIA	8.16%	8.18%	7.95%
SOUTH AFRICA	7.63%	7.41%	7.21%
BRAZIL	6.28%	6.01%	5.84%
MEXICO	4.78%	4.61%	4.49%
RUSSIA	3.82%	3.68%	3.58%
MALAYSIA	3.09%	3.03%	2.95%
INDONESIA	2.46%	2.38%	2.32%
THAILAND	2.23%	2.16%	2.10%
TURKEY	1.56%	1.51%	1.47%
POLAND	1.40%	1.35%	1.32%
PHILIPPINES	1.40%	1.38%	1.34%
CHILE	1.27%	1.20%	1.17%
QATAR	1.01%	1.00%	0.98%
UNITED ARAB EMIRATES	0.69%	0.87%	0.85%
COLOMBIA	0.55%	0.46%	0.44%
PERU	0.38%	0.36%	0.35%
HUNGARY	0.25%	0.24%	0.23%
GREECE	0.23%	0.23%	0.23%
CZECH REPUBLIC	0.18%	0.19%	0.18%
EGYPT	0.18%	0.18%	0.17%

Risks of outflows from EM Asia similar to during 1st phase in November



- The most significant change will be the inclusion of ADRs in MSCI EM and MSCI China indices, including Alibaba and Baidu.
- The changes will be implemented in two phases: 30 Nov 15 (50%) and 31 May 16 (100%)

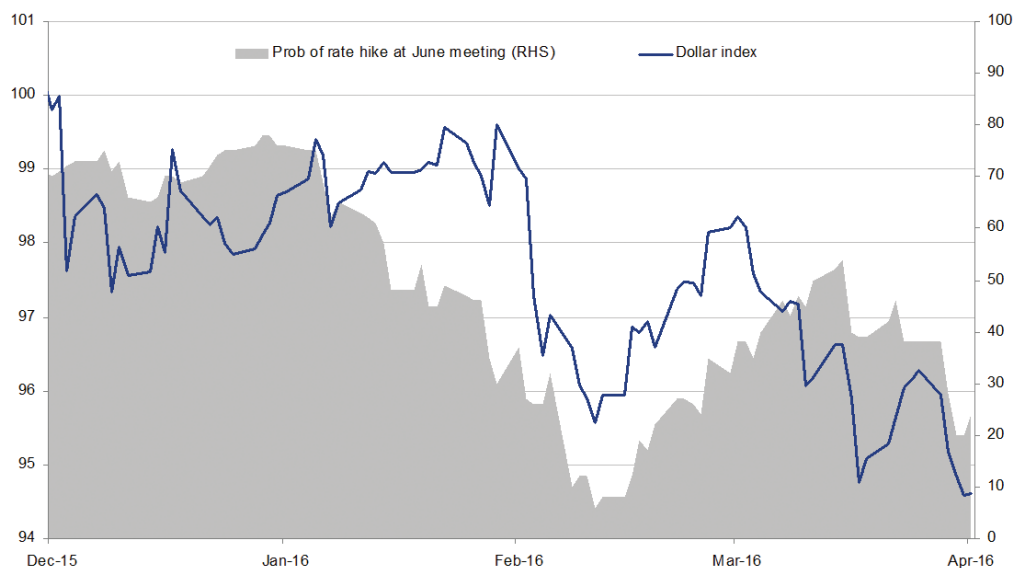
Source: MSCI, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU).

*Korea, Taiwan, Thailand, Indonesia, Philippines

4. การประชุม Fed ในวันที่ 15 มิ.ย.

ในปัจจุบันตลาดให้น้ำหนักกับการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ค่อนข้างน้อย โดยความน่าจะเป็นในการขึ้นดอกเบี้ย (คำนวณจาก Fed Funds Futures) ในการประชุมวันที่ 15 มิ.ย. ลดลงเหลือเพียงราว 20% จาก 70% เมื่อเดือน ธ.ค. และ Dollar Index อ่อนค่าลง 4% นับจากต้นปี เรามองว่าการที่ตลาดสะท้อนความเป็นไปได้ในการขึ้นดอกเบี้ยต่ำเกินไป ประกอบการการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจในสหรัฐฯ อาจเป็นปัจจัยที่ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาแข็งค่าได้ในช่วงไตรมาส 2 ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดหุ้น รวมถึงค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ต่อไป

แผนภาพที่ 5: ความน่าจะเป็นในการขึ้นในการประชุมวันที่ 15 มิ.ย. ลดลงเหลือราว 20% จาก 70% เมื่อเดือน ธ.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

5. การลงประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (Brexit) ในวันที่ 23 มิ.ย.

ผลการสำรวจล่าสุดของ YouGov ซึ่งจัดทำระหว่างวันที่ 2-3 มี.ค. ชี้ว่าประชาชนส่วนใหญ่ (40%) ต้องการให้อังกฤษเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปต่อไป อย่างไรก็ตามก็ยังมีประชาชนอีกเป็นจำนวนมากที่ต้องการออกจากสหภาพยุโรป (37%) และอีกส่วนหนึ่งยังไม่ได้ตัดสินใจ (23%) จึงยังมีความเสี่ยงค่อนข้างสูงที่ผลคะแนนจะพลิกกลับไปอีกฝั่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งท่ามกลางข่าวการก่อการร้ายในเบลเยียม และปัญหาผู้อพยพที่เริ่มมีความขัดแย้งมากขึ้น ซึ่งทำให้ความเสี่ยงในการออกจากการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ

เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในการเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรป

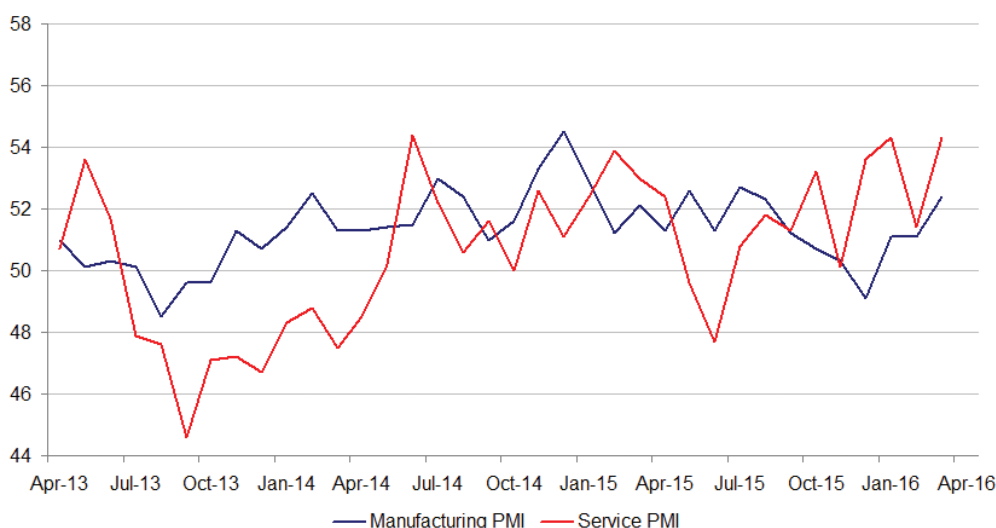
เรามองว่าการปรับฐานของตลาดในช่วงไตรมาส 2 จะเกิดจากปัจจัยชั่วคราว ในขณะที่พื้นฐานทางเศรษฐกิจและการเติบโตของกำไรจะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงครึ่งหลังของปี เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดปรับฐานในการเข้าลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรป เนื่องจากคาดว่าแนวโน้มการดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายของ ECB และ BoJ ซึ่งสวนทางกับการดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นของ Fed จะส่งผลให้ดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินยูโรและเยน และจะเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนตลาดหุ้นญี่ปุ่นและยุโรปต่อไป

เรายังคงคำแนะนำ Overweight ตลาดหุ้นอินเดีย

เนื่องจากมองว่า เศรษฐกิจอินเดียจะยังได้แรงหนุนจากภาคการผลิตและบริการที่ขยายตัวได้ดี และ ธนาคารกลางลดดอกเบี้ย

โดยในด้านการผลิต ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Manufacturing PMI) ในเดือน มี.ค. ขยายตัวต่อเนื่องติดต่อกันเป็นเดือนที่ 3 ขณะที่ภาคบริการ ดัชนี (Service PMI) ก็ชี้ถึงการขยายตัว 9 เดือนติดต่อกัน (ดัชนีมากกว่า 50 จุด) ซึ่งสะท้อนภาพของภาคการผลิตและบริการของอินเดียที่แข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 6 ดัชนี PMI ยังชี้ถึงความแข็งแกร่งของภาคการผลิตและบริการของอินเดีย



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ ในวันที่ 5 เม.ย. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางอินเดีย (RBI) ก็ได้ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.25% สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปีที่ 6.50% และออกมาตรการเสริมเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้ธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ การลดอัตราเงินสำรองวันที่ธนาคารจำเป็นต้องเก็บไว้กับ RBI (เรียก Daily Maintenance of the Cash Reserve Ratio) ลงจาก 95% เป็น 90% ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลดีต่อธนาคารในอินเดีย และช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทในอินเดียลง

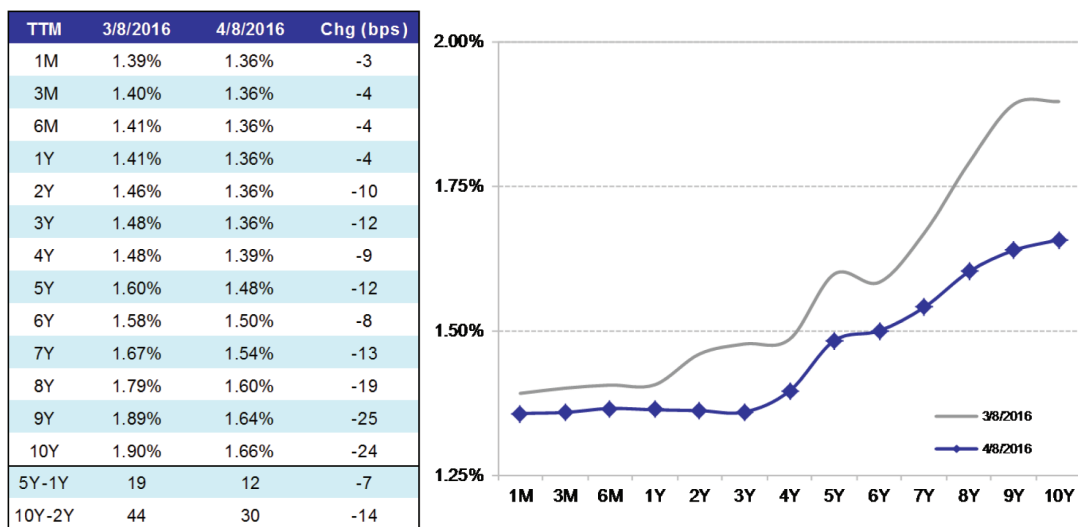
ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจากเรามองว่าการประชุม Fed ในเดือน มิ.ย. จะทำให้มีความเสี่ยงที่เงินทุนจะไหลออกจากตลาดพันธบัตรและส่งผลลบต่อราคา

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงจากเงินทุนที่ไหลเข้า

ในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยอายุตั้งแต่ 2 ปีขึ้นไป ปรับตัวลดลงราว 8-24bps ในขณะที่ Yield พันธบัตรอายุสั้นกว่า 2 ปีลดลงราว 3-4bps ทำให้ความชันของเส้นผลตอบแทนระยะ 2 และ 10 ปี ลดลงจาก 44bps เป็น 30bps ทั้งนี้เกิดจากเงินทุนจากต่างชาติที่ไหลเข้ามาลงทุนทั้งในพันธบัตรและตลาดหุ้นไทย ท่ามกลางการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีให้ช้าลง

แผนภาพที่ 7: Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลง โดยเฉพาะพันธบัตรอายุมากกว่า 2 ปี

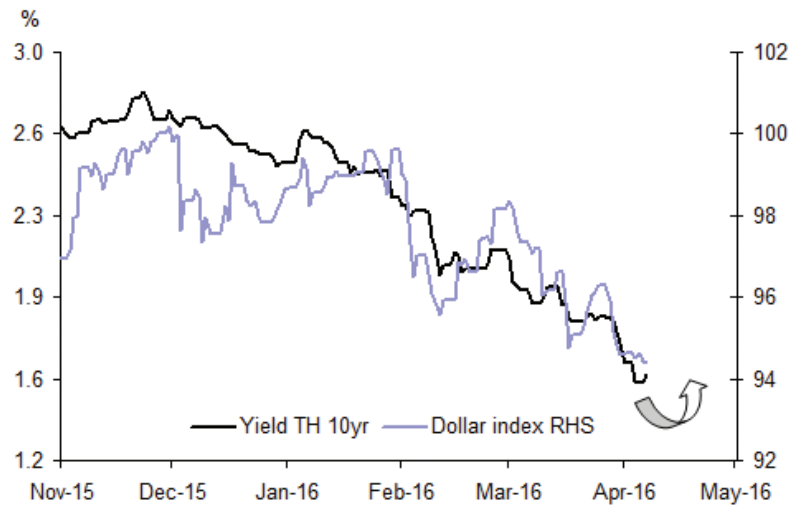


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินทุนมีความเสี่ยงที่จะไหลออกจากตลาดพันธบัตรไทย เมื่อใกล้ประชุมนโยบายการเงินของ Fed ในเดือน มิ.ย.

นับตั้งแต่ต้นปี เงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลงตามคาดการณ์ว่า Fed จะชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ย ทำให้เงินทุนไหลเข้าตลาดพันธบัตรของไทย ทำให้ Yield พันธบัตรปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง โดย Yield พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ลดลงแตะระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.55% อย่างไรก็ตามเราคาดว่า ก่อนการประชุม Fed ในเดือน มิ.ย. ตลาดจะกลับมาคาดการณ์เกี่ยวกับการขึ้นดอกเบี้ยและทำให้มีความเสี่ยงที่เงินทุนจะไหลออกจากตลาดพันธบัตร ตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า ซึ่งจะส่งผลลบต่อราคาพันธบัตร ดังนั้นเราจึงยังคงแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทยจากปัจจัยดังกล่าว

แผนภาพที่ 8: เราคาดว่าในเดือน มิ.ย. ตลาดกลับมาคาดการณ์เกี่ยวกับการขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งและทำให้มีความเสี่ยงที่เงินทุนจะไหลออกจากตลาดพันธบัตรตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ เนื่องจากทองคำมีความเสี่ยงที่จะถูกขายทำกำไร และอุปสงค์ต่อทองคำของจีนและอินเดียอ่อนแอลง และเปลี่ยนคำแนะนำเป็น Neutral น้ำมัน เนื่องจากเรามองว่าแรงหนุนต่อราคาเริ่มหมดไป อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันจะลดลงไม่มาก เนื่องจากสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะลดลง

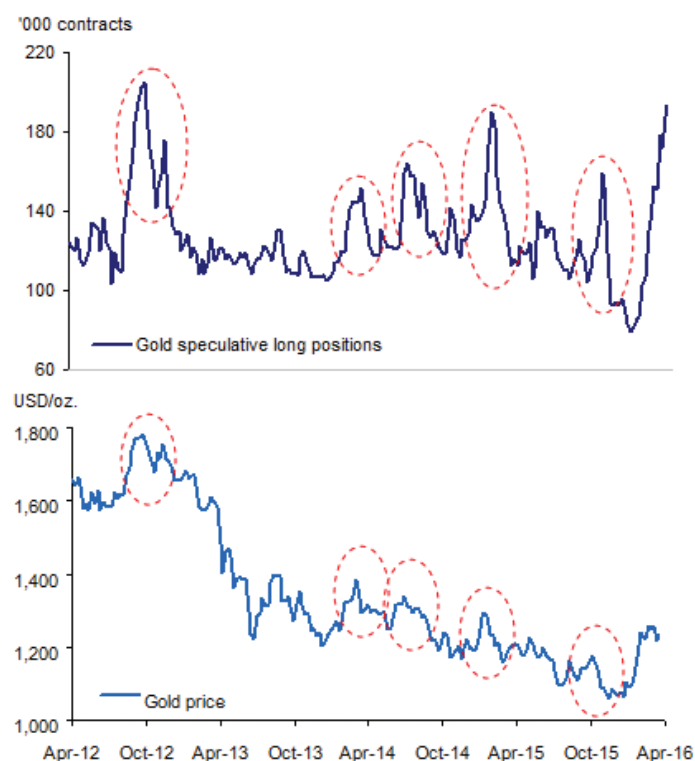
ทองคำ

เรายังคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ เนื่องจากเรามองว่าทองคำมีความเสี่ยงที่จะถูกขายทำกำไร และภาพอุปสงค์จากจีนและอินเดียซึ่งเป็นผู้บริโภคหลักอ่อนแอลง

จำนวนสัญญาเก็งกำไรทองคำในตลาดล่วงหน้าอยู่ในระดับสูง ทำให้มีความเสี่ยงมากขึ้นที่ทองคำจะถูกขายทำกำไร

จำนวนสัญญาซื้อทองคำล่วงหน้าของนักเก็งกำไร (Speculative Long Positions) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2012 ซึ่งโดยปกติแล้ว การเพิ่มขึ้นของสัญญาดังกล่าว มักตามมาด้วยการขายทำกำไร และส่งผลให้ราคาทองคำปรับตัวลดลง โดยหลังการเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดของ Long Positions 5 ครั้งหลังสุด พบว่าทองคำลดลงโดยเฉลี่ยราว 8% ทำให้เรามองว่าทองคำมีความเสี่ยงที่จะถูกเทขายและทำให้ราคาปรับตัวลดลงต่อจากนี้

แผนภาพที่ 9: การเพิ่มขึ้นของสัญญา Speculative Long Positions มักตามมาด้วยการขายทำกำไร ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

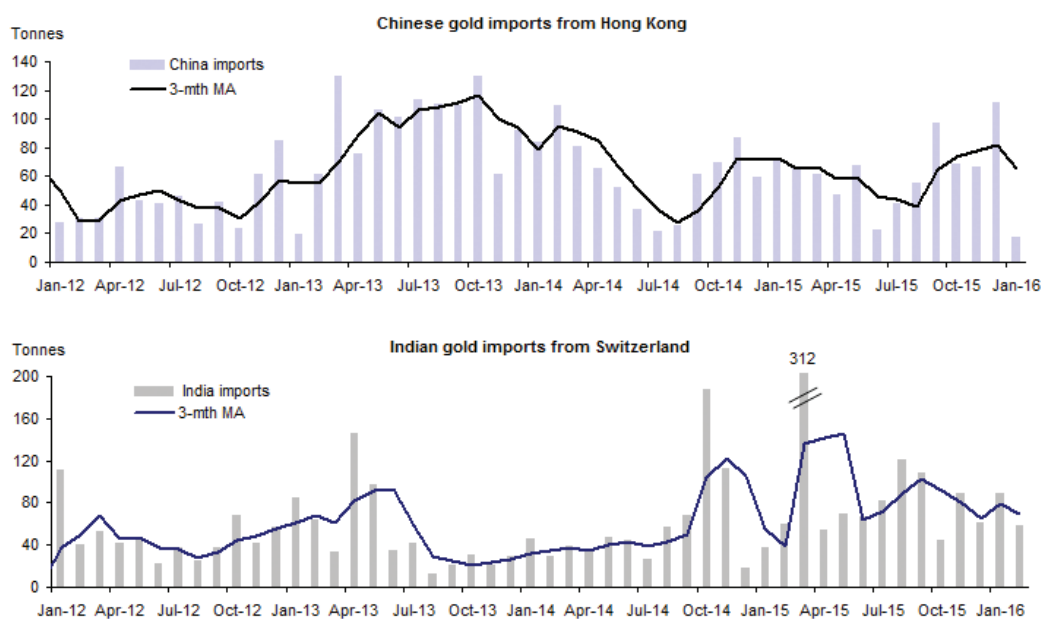
อุปสงค์ทองคำจากจีนและอินเดียอ่อนแอลง

จากข้อมูลของ World Gold Council อุปสงค์ในจีนและอินเดีย คิดเป็นราว 29% และ 25% ของการบริโภคทองคำทั้งโลกในปี 2015 ซึ่งนับตั้งแต่ต้นปี 2016 อุปสงค์ทองคำในประเทศผู้บริโภคลงหลักทั้งสองเริ่มอ่อนแอลง โดยในจีน ปริมาณการนำเข้าทองคำจากฮ่องกงลดลงถึง 75% ในเดือน ม.ค. เทียบกับเดือนเดียวกันของปีที่แล้ว (17 ตันปีนี้ กับ 71 ตันปีที่แล้ว) ทั้งนี้เกิดจากราคาทองคำที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ต้นปีทำให้อุปสงค์ต่อทองคำลดลง

ขณะที่ในอินเดีย ปริมาณการนำเข้าทองคำจากสวิตเซอร์แลนด์ (คิดเป็น 60% ของทองคำนำเข้าทั้งหมด) ก็ลดลงต่อเนื่องตั้งแต่เดือน ก.ย. ปีที่แล้วเช่นกัน โดยอุปสงค์ทองคำที่อ่อนแอจากประเทศผู้บริโภคทองคำหลัก ทำให้เรามองว่าทองคำจะขาดปัจจัยที่จะช่วยหนุนราคาให้ปรับตัวสูงขึ้นต่อจากนี้

ด้วยสองปัจจัยดังกล่าวข้างต้นทำให้เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในทองคำ

แผนภาพที่ 10: อุปสงค์ทองคำในประเทศจีนและอินเดียมีแนวโน้มชะลอตัวลงนับตั้งแต่ต้นปี



Source: Bloomberg, Swiss Federal Customs Administration and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

น้ำมัน

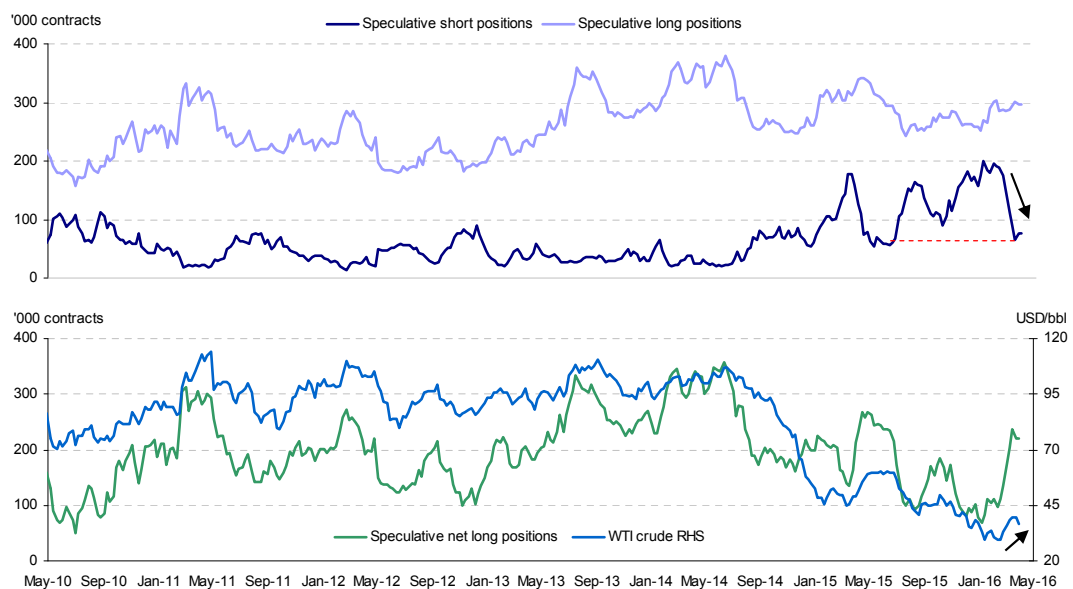
เราปรับคำแนะนำเป็น **Neutral** น้ำมัน เนื่องจากเรามองว่าปัจจัยต่างๆ ที่สนับสนุนให้น้ำมันเพิ่มขึ้นก่อนหน้านี้เริ่มหมดไป ทำให้น้ำมันต่อจากนี้น่าจะมี **Upside** จำกัด

จำนวนสัญญาขาย Short น้ำมันลดลงสู่ระดับต่ำทำให้แรงหนุนราคาน้ำมันจากการปิดสถานะ Short ลดลง

ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 34% ตั้งแต่กลางเดือน ก.พ. โดยมีสาเหตุหลักมาจากการปิดสถานะ Short ของนักเก็งกำไร (Speculative Short Positions) ในตลาดน้ำมันล่วงหน้า โดยปริมาณสัญญา Short น้ำมันดิบลดลงราว 60% จากระดับสูงสุดที่ 2 แสนสัญญา ณ ต้นเดือน ก.พ. เหลือเพียง 7.5 หมื่นสัญญา ณ ต้นเดือน เม.ย. นับเป็นระดับต่ำสุดตั้งแต่กลางปี 2015 โดยการปิดสถานะ Short ได้ทำให้เกิดแรงซื้อน้ำมันดิบล่วงหน้า ส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ตาม ปริมาณสัญญา Short น้ำมันดิบในปัจจุบันได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง และกลับเข้าสู่ระดับปกติ ทำให้เรามองว่า ราคาน้ำมันจะมี Upside ที่จำกัดต่อจากนี้ เนื่องจากแรงซื้อสัญญาน้ำมันจากการปิดสถานะ short (Short Coverings) จะมีน้อยลง

แผนภาพที่ 11: น้ำมันในช่วงที่ผ่านมาได้รับแรงหนุนจากการ Short Coverings ของนักเก็งกำไร

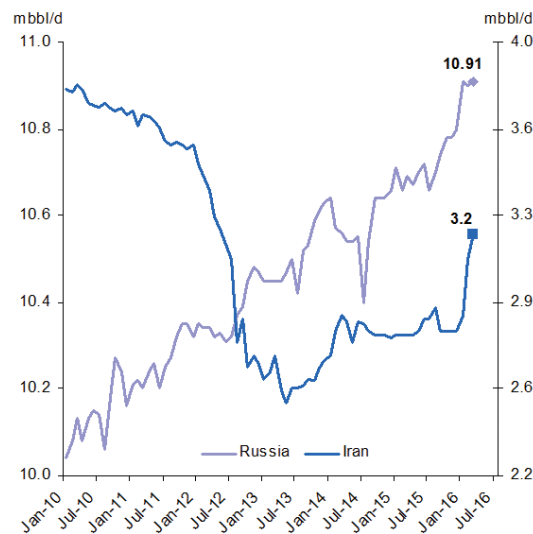


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ไม่สามารถตกลงกันในการประชุมการผลิตได้

ก่อนหน้านี้ ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นจากอีกหนึ่งปัจจัยบวก ได้แก่ ความคาดหวังว่าการประชุมประเทศผู้ผลิตน้ำมันกลุ่ม OPEC และรัสเซีย จะสามารถบรรลุข้อตกลงเพื่อคงการผลิตน้ำมันไว้ที่ระดับเดือน ม.ค. ณ การประชุมวันที่ 17 เม.ย. แต่ผลปรากฏว่าการประชุมไม่สามารถหาข้อยุติและผู้ผลิตน้ำมันต่างๆ ได้แก่ อิหร่านและรัสเซียก็ยังคงผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ทำให้เรามองว่าตลาดน้ำมันจะยังคงถูกกดดันจากปริมาณน้ำมันที่ยังล้นตลาด โดยล่าสุด อิหร่านผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นแล้วจากต้นปีราว 4 แสนบาร์เรล (จาก 2.8 เป็น 3.2 ล้านบาร์เรล ณ เดือน มี.ค.) ขณะที่ รัสเซียก็ผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 30 ปีที่ 10.9 ล้านบาร์เรล ในเดือน มี.ค. เช่นกัน

แผนภาพที่ 12: รัสเซียและอิหร่านยังคงผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

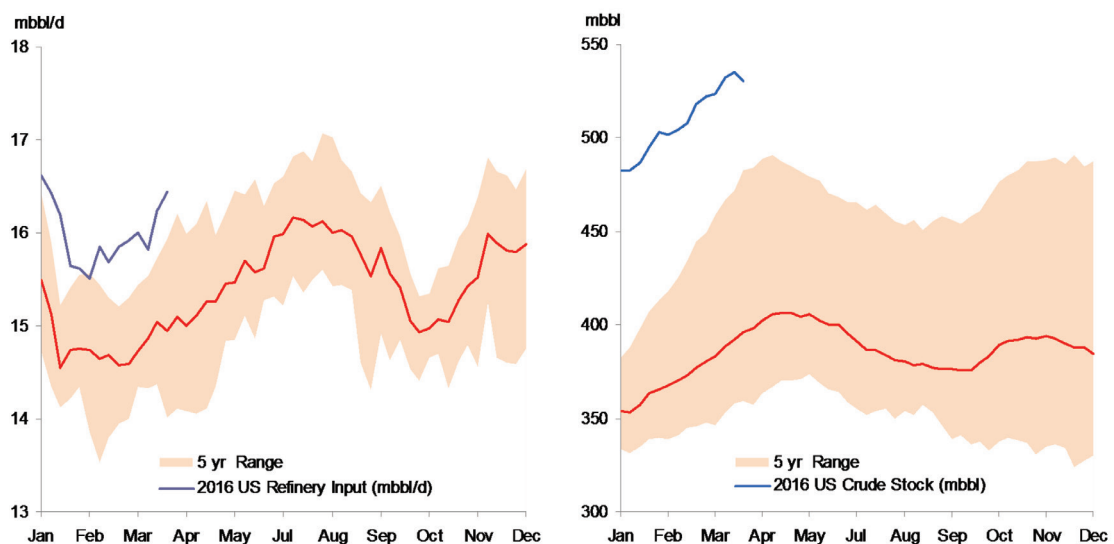


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ตามเราคาดว่าราคาน้ำมันจะลดลงไม่มาก เนื่องจากได้แรงหนุนจากสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่จะลดลงตั้งแต่ปลายเดือน เม.ย.

นับตั้งแต่ต้นปี สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 535 ล้านบาร์เรล เนื่องจากเป็นช่วงซ่อมบำรุงโรงกลั่นน้ำมันประจำปี อย่างไรก็ตามสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะลดลงตั้งแต่ปลายเดือน เม.ย. เนื่องจากโรงกลั่นน้ำมันจะกลั่นน้ำมันสำเร็จรูปเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้เรามองว่าจะช่วยลดแรงกดดันต่อราคาน้ำมันในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 13: โรงกลั่นน้ำมันจะกลั่นน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปลายเดือน เม.ย. ซึ่งจะส่งผลให้สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ลดลง



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น **Neutral น้ำมัน**

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น Neutral น้ำมัน เนื่องจากเรามองว่าปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมันในช่วงที่ผ่านมาเริ่มหมดไป อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันจะลดลงไม่มากเนื่องจากราคาจะได้รับแรงหนุนจากสต็อกน้ำมันดิบที่จะปรับตัวลดลงในระยะต่อไป

Global Economic Insights

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ** ยังคงขยายตัวจากตลาดแรงงานและการฟื้นตัวของภาคการผลิต แต่มีปัจจัยเสี่ยงในระยะข้างหน้าจากปริมาณสินค้าคงคลังที่ยังคงอยู่ระดับสูง และเงินเฟ้อไม่ได้เพิ่มขึ้นจากการบริโภคโดยสมัครใจ ทำให้เรายังคงมองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวในเดือน ธ.ค. นี้
- เศรษฐกิจยุโรปขยายตัวดีต่อเนื่องโดยเราคาดว่า GDP ไตรมาส 1 จะขยายตัว +0.4% QoQ**
 จากการบริโภคภายในประเทศ การผลิต และต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจาก QE แต่ยังคงมีปัจจัยเสี่ยงจาก 1) ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับต่ำ 2) การทำประชามติ BREXIT และ 3) ค่าเงินยูโรที่แข็งค่าขึ้นในช่วงที่ผ่านมา
- เศรษฐกิจจีนเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นจากนโยบายภาครัฐฯ**
 โดยภาคการผลิตและเงินทุนสำรองระหว่างประเทศกลับมาเพิ่มขึ้น แต่ยังคงมีปัจจัยเสี่ยงปัญหาการว่างงานจากนโยบายการปฏิรูปด้านอุปทาน
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงชะลอตัวอยู่จากเงินเยนที่แข็งค่า**
 รวมถึงเงินเฟ้อที่ยังไม่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจะกดดันให้ BoJ พ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ซึ่งจะส่งผลดีต่อตลาดบ้านจากต้นทุนการกู้ยืมถูกลงผ่านการทำ QQE และการใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบ
- เศรษฐกิจไทยอุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวอย่างช้าๆ ขณะที่การส่งออกยังอ่อนแอ**
 ทำให้การขยายตัวต้องพึ่งพาการท่องเที่ยวเป็นสำคัญ โดย ธปท. ได้ปรับลดประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจ คาด GDP ปีนี้ขยายตัว +3.1% แต่ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ +1.5% จากความกังวลต่อพฤติกรรม Search for Yield

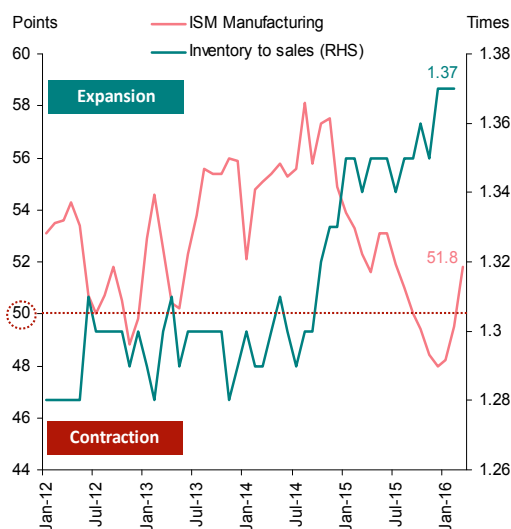
เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจภาพรวมในช่วงที่ผ่านมาดีขึ้นโดยได้รับแรงหนุนจากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง และการฟื้นตัวของภาคการผลิต แต่มีปัจจัยเสี่ยงในระยะข้างหน้าจากปริมาณสินค้าคงคลังที่ยังคงอยู่ระดับสูง และเงินเฟ้อไม่ได้เพิ่มขึ้นจากการบริโภคโดยสมัครใจ ทำให้เรายังคงมองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวในเดือน ธ.ค. นี้

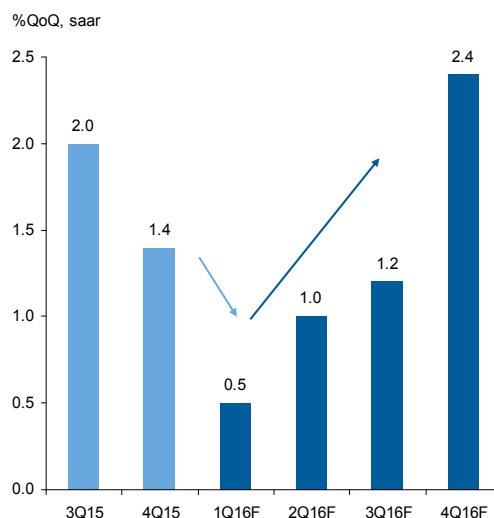
ภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้นแต่ยังมีแนวโน้มอ่อนแอในไตรมาส 1/2016

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM เดือน มี.ค. พลิกกลับมาขยายตัวที่ระดับมากกว่า 50 จุด ซึ่งบ่งชี้การขยายตัวของภาคการผลิตเป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน อย่างไรก็ตามเราคาดว่าภาคการผลิตจะยังคงได้รับแรงกดดันจากสัดส่วนสินค้าคงคลังต่อยอดขาย (Inventory-to-Sales) ที่อยู่ในระดับสูง ซึ่ง DB คาดว่าจะจุด GDP ไตรมาส 1 ลงเป็น +0.5% QoQ, saar ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นในไตรมาสถัดๆ ไป

แผนภาพที่ 14: สินค้าคงคลังมากจะกดดันภาคการผลิตในระยะข้างหน้า



แผนภาพที่ 15: GDP จะชะลอตัวไตรมาส 1 แต่จะฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี



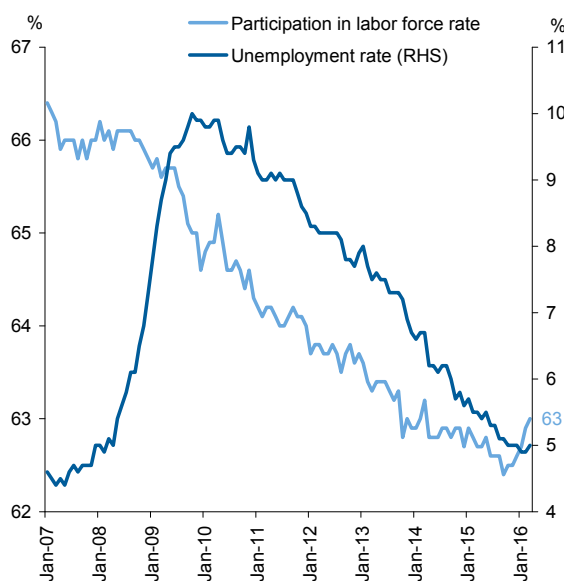
Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจะเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2 จากตลาดแรงงานและภาคการลงทุน

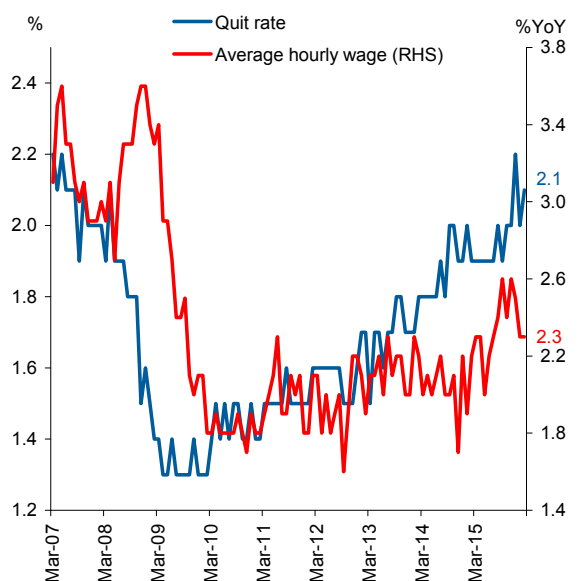
ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่องจากอัตราว่างงาน (Unemployment Rate) ที่ลดลง และอัตราการมีส่วนร่วมในตลาดแรงงาน (Participation in Labor Force Rate) ที่เพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ช่วงปลายปีก่อน บ่งชี้ว่าแรงงานใหม่ที่เข้ามาหางานในตลาดสามารถหางานได้ นอกจากนี้อัตราการลาออกโดยสมัครใจ (Quit Rate) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องแสดงถึงความมั่นใจในการได้งานใหม่และมีแนวโน้มผลักดันค่าจ้างให้เพิ่มขึ้นได้

นอกจากนี้ การลงทุนภาคเอกชนยังมีแนวโน้มดีขึ้นในปีนี้ เนื่องจากการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน เช่น การขุดเจาะและการหาแหล่งน้ำมันที่เป็นปัจจัยหลักในการดูดตัวเลข GDP ในปีที่ผ่านมา จะมีผลกระทบต่อ GDP น้อยลงจากสัดส่วนการลงทุนในกิจการน้ำมันต่อ GDP ปี 2015 ลดลงเป็น 0.4% จากปีก่อน 0.8% และการลงทุนภาคเอกชนในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นตามราคาน้ำมัน

แผนภาพที่ 16: อัตราการว่างงานลดลงและอัตราการมีส่วนร่วมในตลาดแรงงานที่มากขึ้น บ่งชี้ถึงตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง

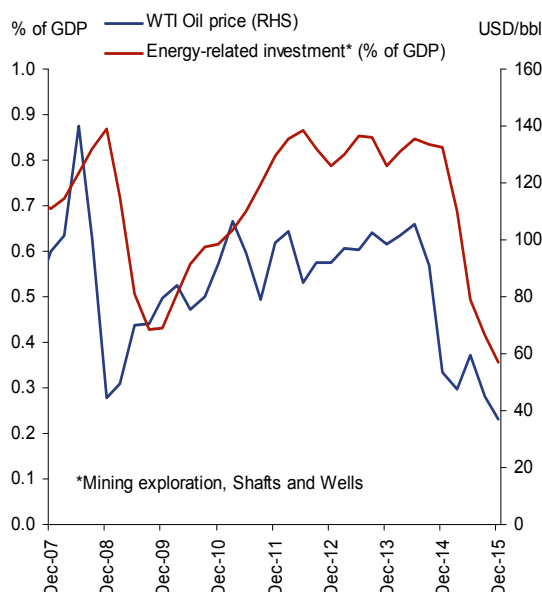


แผนภาพที่ 17: อัตราการลาออกโดยสมัครใจจะผลักดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 18: การลงทุนที่เกี่ยวข้องกับพลังงานปี 2015 ลดลงครึ่งหนึ่งและดูด GDP ปี 2015 ลง 0.4 จุด โดยการลงทุนภาคเอกชนในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นตามราคาน้ำมัน



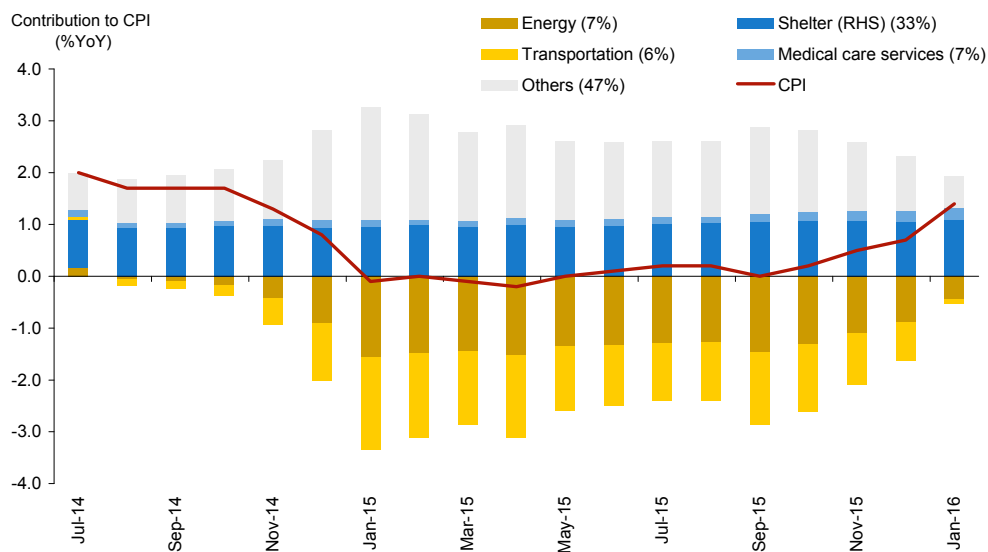
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น แต่ไม่ได้ถูกผลักดันจากการบริโภคโดยสมัครใจ

เงินเฟ้อ (Headline CPI) เร่งตัวขึ้นจาก +0% YoY ในเดือน ก.ย. 2015 เป็น +1.4%YoY ในเดือน ม.ค. แต่ปัจจัยสำคัญที่ผลักดันเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมาจากค่าเช่าที่อยู่อาศัย (เพิ่มขึ้น +3.3% YoY) และค่าบริการทางการแพทย์ (เพิ่มขึ้น +3.5% YoY) ซึ่งเมื่อรวมทั้งสองปัจจัย ส่งผลให้ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) เดือน ม.ค. ปรับตัวขึ้น +1.3 จุด (จากทั้งหมด +1.4%YoY)

การปรับตัวขึ้นของค่าเช่าที่อยู่อาศัยและค่าบริการทางการแพทย์ไม่ได้เกิดจากการบริโภคโดยสมัครใจและไม่ได้สะท้อนอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่าเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นในระยะนี้จะไม่เป็นปัจจัยกดดันให้ Fed ต้องรีบขึ้นดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 19: เงินเฟ้อในระยะข้างหน้าจะเพิ่มขึ้นจากค่าเช่าที่อยู่อาศัย และค่าบริการทางการแพทย์เป็นสำคัญ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

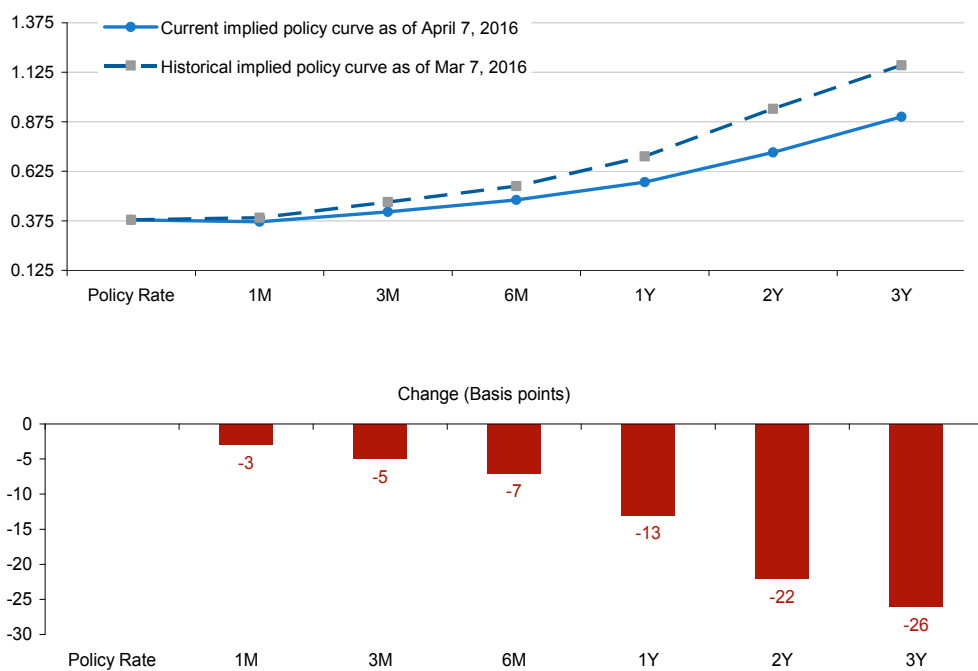
เรายังคงมองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวในปีใน เดือน ธ.ค.

นาง Yellen ประธาน Fed ออกมาล่าวอ้างว่า จะขึ้นดอกเบี้ยอย่างระมัดระวังทำให้ตลาดคาดว่า Fed จะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไปเป็นภายในปีหน้า (เส้นสีฟ้า) จากที่ก่อนหน้านี้ตลาดมองความเป็นไปได้ว่าจะขึ้นดอกเบี้ยภายในปีนี้ (เส้นประ)

หลังการประชุมเดือน มี.ค. มี FOMC ผู้มีสิทธิออกเสียงในการประชุม 4 คนจากทั้งหมด 10 คน ออกมาล่าวสนับสนุนให้ขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาดีแต่ตลาดไม่ตอบสนองต่อคำกล่าวของสมาชิก FOMC คนอื่นๆ มากนัก

เรามองว่าตลาดคาดการณ์แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยไว้ต่ำเกินไปและยังคงมุมมองว่า Fed จะขึ้นอัตราดอกเบี้ย 1 ครั้งในการประชุมเดือน ธ.ค. นี้ (+25bps) 🕒

แผนภาพที่ 20: ตลาดมองว่า Fed จะเลื่อนการขึ้นดอกเบี้ยออกไป



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

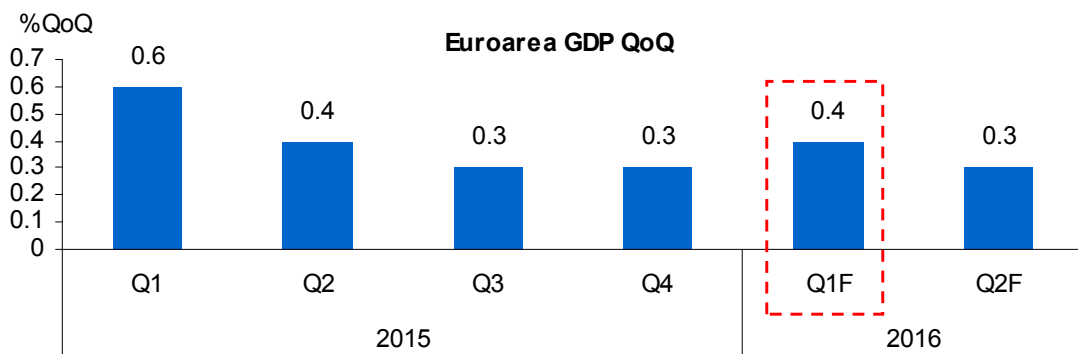
เศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก 1) การบริโภคภายในประเทศ 2) ภาคการผลิตที่เริ่มฟื้นตัว และ 3) ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจากนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB แต่อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจยังคงได้รับผลกระทบจาก 1) ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับต่ำ 2) ความเสี่ยงจากการทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษ (BREXIT) และ 3) ค่าเงินยูโรที่แข็งค่าขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

เราคาดว่าเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสแรกของปีจะขยายตัวได้ดีที่ +0.4% QoQ อย่างไรก็ตามจากความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่คงอยู่ในระดับต่ำและความเสี่ยงจากการทำประชามติการเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของอังกฤษที่มีขึ้นในวันที่ 23 มิ.ย. ทำให้เรามองว่าเศรษฐกิจในไตรมาส 2 จะชะลอตัวลง

การบริโภคภายในประเทศแข็งแกร่ง

เศรษฐกิจของกลุ่มยุโรปในไตรมาสแรกของปี คาดว่าจะขยายตัวได้ดีที่ +0.4% QoQ เร่งตัวขึ้นจากที่ขยายตัว +0.3% QoQ ในไตรมาส 4/2015 โดยเศรษฐกิจยังคงได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากการบริโภคภายในประเทศเป็นสำคัญ เนื่องจาก

แผนภาพที่ 22: การเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP) ไตรมาส 1/2016 คาดว่าจะขยายตัวได้ดีที่ 0.4% QoQ

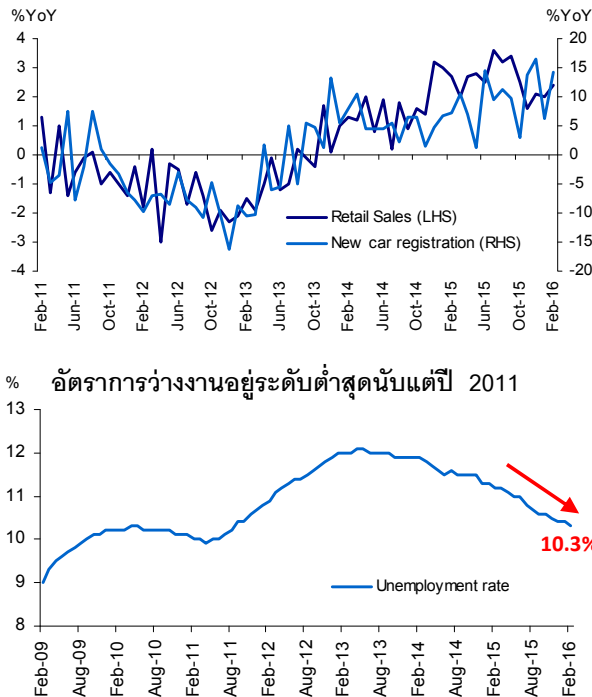


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

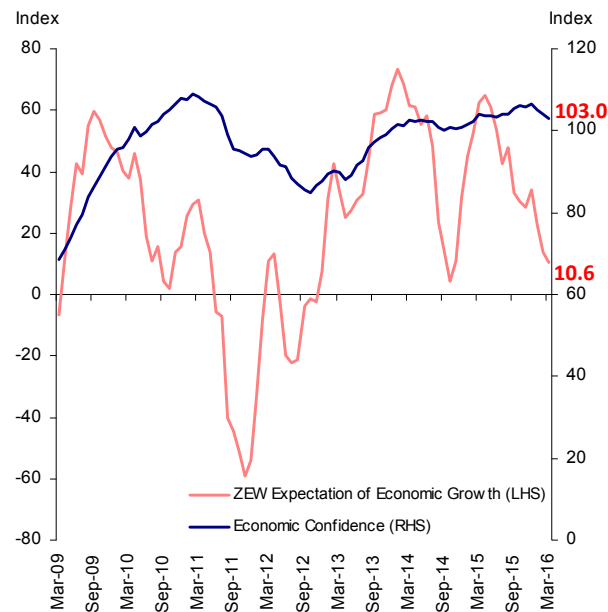
1) การบริโภคภาคเอกชนที่ฟื้นตัวต่อเนื่องซึ่งดูได้จาก:

- ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ที่ยังคงขยายตัวได้ดี โดยในเดือน ก.พ. ได้ขยายตัว +2.4% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +2.0% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งสอดคล้องกับยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่ (New Car Registrations) ที่ขยายตัวถึง +14.3% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +6.2% YoY ในเดือน ม.ค.
- อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) ที่อยู่ในระดับต่ำ โดยเดือน ก.พ. อัตราการว่างงานอยู่ที่ 10.3% ลดลงจาก 10.4% ในเดือนก่อนหน้าโดยเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปี

แผนภาพที่ 23: ยอดค้าปลีกและยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่ชี้ถึงการบริโภคภาคเอกชนที่แข็งแกร่ง



แผนภาพที่ 24: ค่าดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นนักลงทุนยังคงลดลงต่อเนื่อง

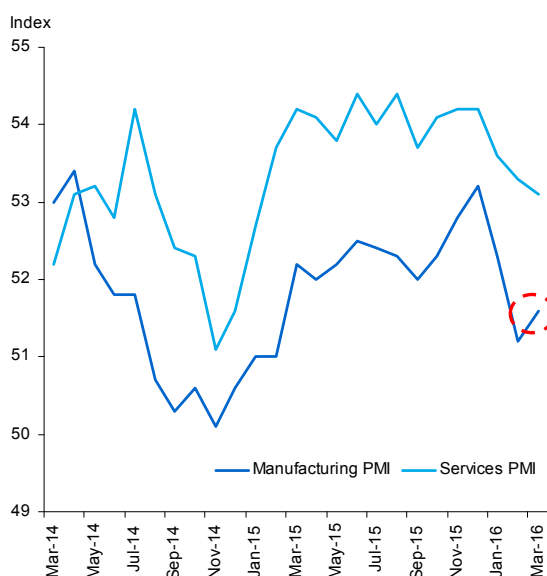


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

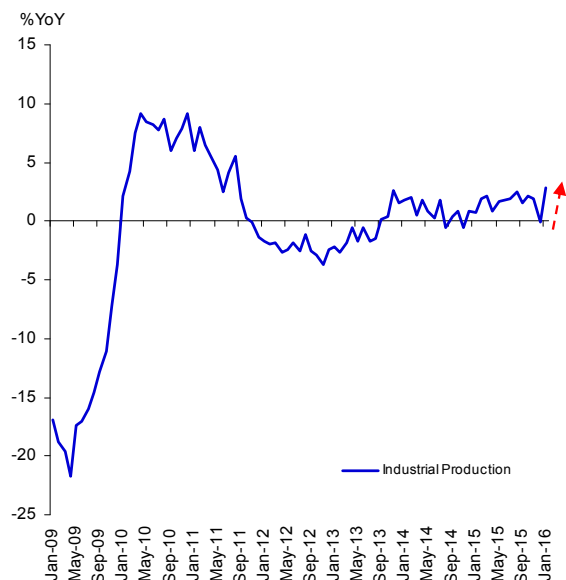
2) ภาคการผลิตที่เริ่มฟื้นตัว โดย:

- ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing PMI) ได้เพิ่มขึ้นเป็น 51.6 จุด ในเดือน มี.ค. หลังจากที่ได้ลดลงต่อเนื่อง 3 เดือนติดต่อกัน
- ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค. ของยุโรปโซนได้ขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน ส.ค. 2011 โดยขยายตัว +2.8% YoY เติบโตขึ้นจาก -0.1% YoY ในเดือนก่อนหน้า

แผนภาพที่ 25: ดัชนี PMI ภาคอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นในเดือน มี.ค. หลังจากลดลง 3 เดือนติดต่อกัน



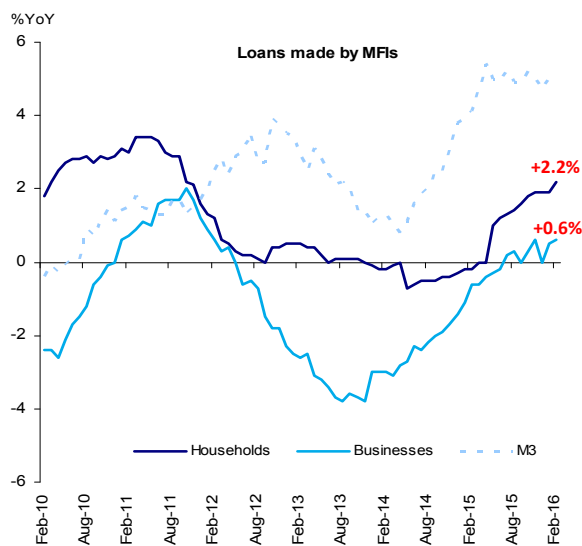
แผนภาพที่ 26: ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัวสูงสุดในรอบ 6 ปี



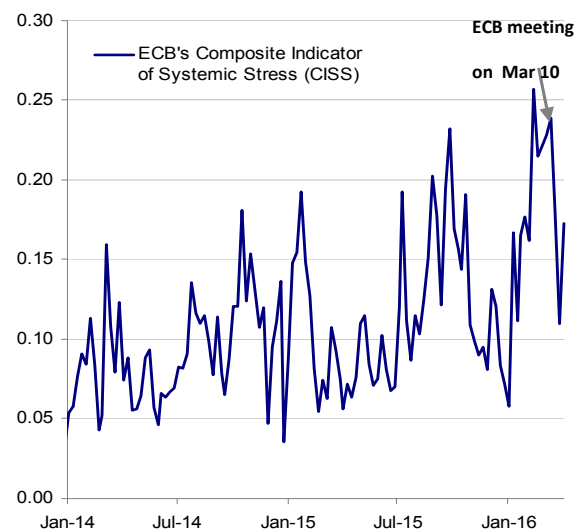
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

- 3) ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำจากนโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ ECB ที่ผ่อนคลายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ยอดปล่อยสินเชื่อเติบโตได้ดี โดยในเดือน ก.พ. ยอดสินเชื่อภาคธุรกิจ (MFI Loans to Non-Financial Corporations) ได้ขยายตัว +0.6% YoY เติบโตขึ้นจาก +0.4% YoY และยอดสินเชื่อภาคครัวเรือน (MFI Loans to Households) ขยายตัว +2.2% YoY เติบโตขึ้นจาก +1.9% YoY ในเดือน ม.ค. ประกอบกันนี้ ค่าดัชนี CISS (Composite Indicator of Systemic Stress) ของทาง ECB ซึ่งเป็นค่าดัชนีที่สะท้อนภาวะการตึงตัวในตลาดการเงินได้ชี้ว่า ภาวะการเงินผ่อนคลายขึ้นภายหลัง ECB ออกนโยบายผ่อนคลายเพิ่มเติมในการประชุมเมื่อวันที่ 10 มี.ค.

แผนภาพที่ 27: ยอดปล่อยสินเชื่อเติบโตได้ดี ขึ้นนโยบายผ่อนคลายของ ECB ได้ส่งผ่านสู่ตลาด



แผนภาพที่ 28: ดัชนี CISS ของ ECB ที่ภาวะการเงินผ่อนคลายขึ้น หลัง ECB ผ่อนคลายเพิ่มเติมในการประชุมวันที่ 10 มี.ค.



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

อย่างไรก็ดี ความกังวลต่อสภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวและความเสี่ยงทางการเมืองของประเทศในกลุ่ม ยังคงส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจของยูโรโซน โดยในเดือน มี.ค. ดัชนีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจ (Economic Confidence) ของยูโรโซนลดลงอยู่ที่ 103.0 จุด ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 13 เดือน สอดคล้องกับดัชนีความเชื่อมั่นนักลงทุนต่อเศรษฐกิจยุโรปโดยสถาบัน ZEW (ZEW Expectation of Economic Growth) ที่ได้ลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 อยู่ที่ 10.6 จุด ต่ำสุดนับแต่เดือน ต.ค. 2014 ทำให้เราคาดว่าเศรษฐกิจในไตรมาส 2 จะชะลอตัวลง

เหตุระเบิดในกรุงบรัสเซลส์คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อภาคการท่องเที่ยวของยุโรป แต่ผลกระทบต่อภาคการตัดสินใจเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของชาวอังกฤษนั้นค่อนข้างจำกัด

กรุงบรัสเซลส์ (Brussels) ประเทศเบลเยียม เป็นหัวเมืองสำคัญของกลุ่มสหภาพยุโรป (European Union) โดยเป็นที่ตั้งของสำนักงานใหญ่คณะกรรมาธิการกลุ่มสหภาพยุโรป (European Commission) และยังเป็นจุดศูนย์กลางในการเดินทางไปยังประเทศต่างๆ ในยุโรป อีกทั้งประเทศเบลเยียมยังถือเป็นหนึ่งในประเทศที่มีความปลอดภัยมากที่สุดสำหรับนักท่องเที่ยว แต่ภายหลังจากเกิดเหตุระเบิดเมื่อวันที่ 22 มี.ค. จะเห็นได้ว่าแม้แต่ประเทศที่ปลอดภัยที่สุดก็ยังสามารถเกิดเหตุก่อการร้ายได้เช่นกัน

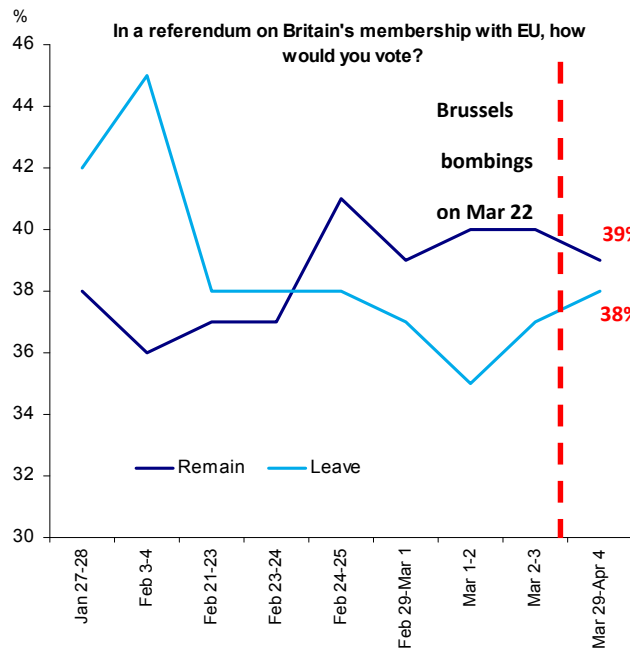
โดยเหตุก่อการร้ายในครั้งนี้ นับเป็นครั้งที่ 2 ในรอบ 4 เดือน หลังจากเกิดเหตุระเบิดกลางกรุงปารีส ประเทศฝรั่งเศสเมื่อวันที่ 13 พ.ย. ที่ผ่านมา ทำให้เกิดความกังวลว่าอาจจะเกิดเหตุก่อการร้ายแบบนี้ขึ้นอีกที่ประเทศอื่นๆ ในกลุ่มสหภาพยุโรป ซึ่งหากเกิดเหตุการณ์แบบนี้ซ้ำอีกคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อภาคการท่องเที่ยว ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและนักลงทุน รวมถึงการทำธุรกิจต่างๆ จะรุนแรงยิ่งขึ้น

หากมองผลกระทบต่อกลุ่มสหภาพยุโรป โดยเฉพาะในส่วนของภาคการท่องเที่ยวนั้น คาดว่ามีอยู่แต่น่าจะใช้ระยะเวลาในการฟื้นตัวค่อนข้างน้อย เนื่องจาก:

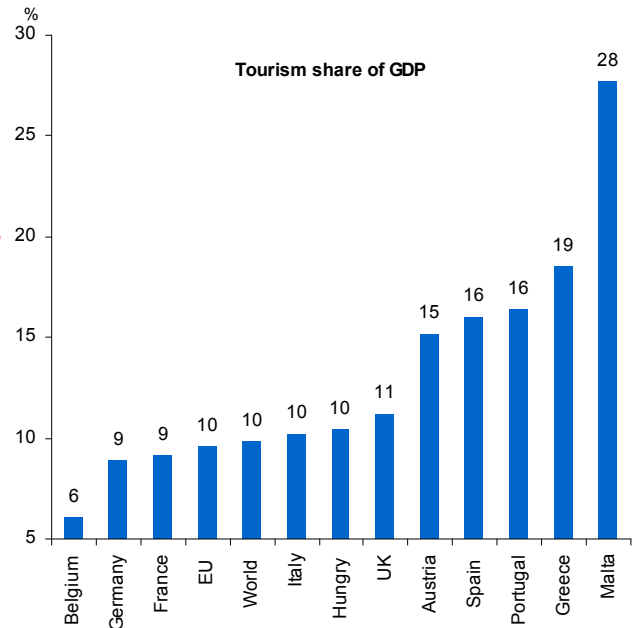
1. สัดส่วนภาคการท่องเที่ยวของกลุ่มสหภาพยุโรปคิดเป็นประมาณ 10% ของ GDP ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูงและคิดเป็นอันดับ 5 เมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นๆ ทั่วโลก โดยในปี 2015 ภาคการท่องเที่ยวได้สร้างรายได้ให้กับกลุ่มถึง 1.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สูงสุดเป็นอันดับ 1 เมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นๆ
2. จากผลการศึกษาของ World Travel and Tourism Council (WTTC) ในเรื่องของระยะเวลาที่ใช้ในการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวจากวิกฤตต่างๆ ได้ชี้ว่า ระยะเวลาในการฟื้นตัวจากเหตุก่อการร้าย (Terrorist Attack) นั้นสั้นที่สุด ขณะที่ระยะเวลาในการฟื้นตัวจากเหตุวิกฤตทางการเมือง (Political Unrest) ยาวที่สุด รองลงมาเป็นภัยพิบัติทางธรรมชาติ (Environmental Disaster) และโรคติดต่อ (Disease) ตามลำดับ

สำหรับผลกระทบต่อภาคการตัดสินใจเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของชาวอังกฤษนั้นยังไม่ชัดเจนนัก แต่คาดว่าจะอยู่ในกรอบจำกัด โดยผลการสำรวจปัจจุบันจัดทำโดย YouGov ระหว่างวันที่ 28 มี.ค. - 4 เม.ย. ภายหลังจากเกิดเหตุระเบิดที่กรุงบรัสเซลส์ได้ชี้ว่า ประชาชนส่วนใหญ่ (39%) ยังคงต้องการให้อังกฤษเป็นสมาชิก EU ต่อไป แม้ว่าจะลดจากผลสำรวจก่อนหน้านี้ (2-3 มี.ค.) ลง 1% แต่อย่างไรก็ดียังมีประชาชนอีกจำนวนมาก (38%) ที่ยังคงต้องการให้อังกฤษออกจาก EU และอีกส่วนหนึ่งที่ยังคงไม่ได้ตัดสินใจ (23%) ซึ่งทำให้ความไม่แน่นอนจากผลของประชามติจะกดดันเศรษฐกิจและการลงทุนต่อไปในไตรมาส 2

แผนภาพที่ 29: ผลสำรวจล่าสุดชี้เหตุระเบิดในกรุงบรัสเซลส์ไม่ส่งผลต่อการตัดสินใจเป็นสมาชิกสหภาพยุโรปของชาวอังกฤษ



แผนภาพที่ 30: ภาคการท่องเที่ยวคิดเป็นสัดส่วนถึง 10% ของ GDP กลุ่มสหภาพยุโรป



Source: YouGov, World Travel and Tourism Council (WTTC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก 1) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่เริ่มส่งผ่านสู่ตลาดโดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์และการลงทุน 2) ภาคการผลิตที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัว และ 3) เงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่พลิกกลับมาเพิ่มขึ้นช่วยคลายความกังวลเรื่องเงินทุนไหลออก อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจยังคงได้รับความเสี่ยงจาก 1) ตลาดสินเชื่อและตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ราคาบ้านได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่องและเร็วในบางเมือง 2) นโยบายการปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side Reform) โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินที่อาจก่อให้เกิดปัญหาการว่างงานตามมา และ 3) การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่จะส่งผลกระทบต่อค่าเงินหยวนและกระแสเงินไหลออก

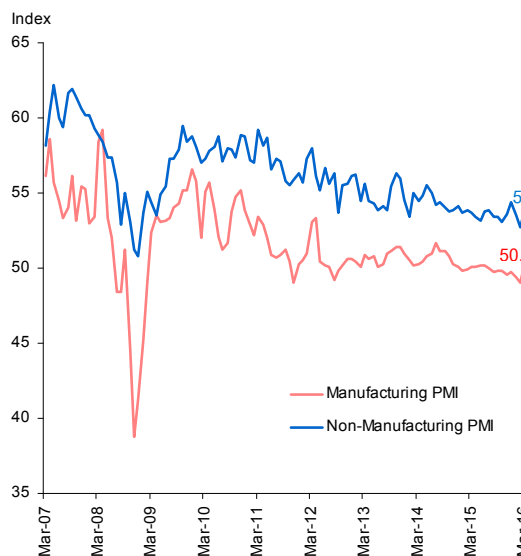
ภาคการผลิตเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวท่ามกลางมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ

ภาคการผลิตเริ่มฟื้นตัวภายหลังจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐทั้งด้านการเงิน (ลดอัตราดอกเบี้ย) และการคลัง (ลดภาษี) เริ่มส่งผ่านสู่ตลาดหนุ่การบริโภคภายในประเทศ โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ราคาบ้านและยอดขายได้ขยายตัวอย่างต่อเนื่องและรวดเร็ว อีกทั้งปริมาณสินค้าคงคลัง (Inventory) ได้ลดลงอย่างต่อเนื่องและอยู่ในระดับต่ำจากนโยบายการปฏิรูปของภาครัฐที่ต้องการลดกำลังการผลิตส่วนเกิน (Excess Capacity) ในอุตสาหกรรมต่างๆ

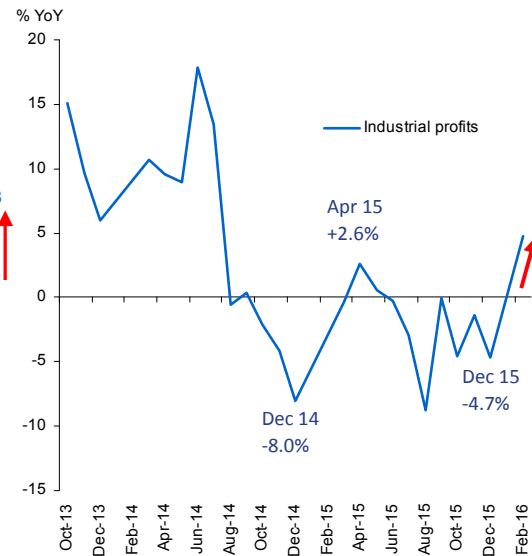
โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ได้กลับมาอยู่ในแนวขยายตัว (มากกว่า 50 จุด) ครั้งแรกในรอบ 8 เดือน ที่ 50.2 จุด พร้อมกันนี้ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อที่จัดทำโดย Caixin ได้เพิ่มสูงขึ้นเป็น 49.7 จุด ซึ่งเร่งตัวขึ้นสอดคล้องกับค่าดัชนีของทางการ ส่วนภาคการบริการ (Non-manufacturing PMI) ได้เพิ่มสูงขึ้นเป็น 53.8 จุด สูงสุดในรอบ 3 เดือน

ผลกำไรภาคอุตสาหกรรม (Industrial Profits) ได้พลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 8 เดือน โดยผลกำไรในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. ได้ขยายตัว +4.8% YoY เร่งตัวขึ้นจากที่ได้หดตัว -4.7% YoY ในเดือน ธ.ค. ทำให้ตลาดคาดว่าผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) จะสามารถกลับมาฟื้นตัวได้ในเดือน มี.ค.

แผนภาพที่ 31: ดัชนี PMI ภาคอุตสาหกรรมได้กลับ
มาอยู่ในแนวขยายตัวอีกครั้งในเดือน มี.ค.



แผนภาพที่ 32: ผลกำไรภาคอุตสาหกรรมพลิกกลับ
มาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 8 เดือน



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

รัฐบาลท้องถิ่นในบางเมืองสำคัญได้ออกมาตรการที่เข้มงวดยิ่งขึ้นในตลาดอสังหาริมทรัพย์เพื่อลดความเสี่ยงจากราคาบ้านที่สูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

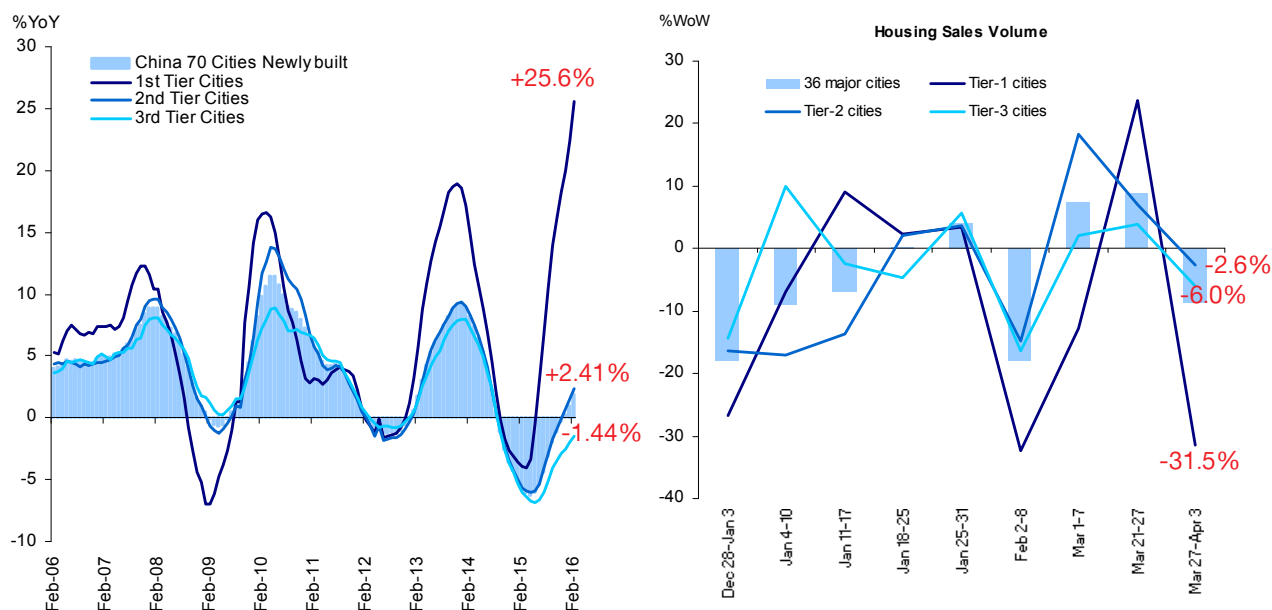
นโยบายกระตุ้นภาคอสังหาฯ ของรัฐบาล ทั้งการลดอัตราส่วนเงินดาวน์ขั้นต่ำสำหรับบ้านหลังแรก และการลดภาษีที่ดินลงได้ส่งผลให้ราคาบ้านปรับสูงขึ้น โดยในเดือน ก.พ. ราคาบ้านเฉลี่ยใน 70 เมืองสำคัญจัดทำโดยสำนักสถิติแห่งชาติจีน (NBS) สูงขึ้น +1.86% YoY นำโดยราคาบ้านในกลุ่มเมืองหลัก (Tier-1 Cities) ที่ขยายตัวถึง +25.6% YoY ได้แก่ 1) เซินเจิ้น +59.6% YoY 2) เซี่ยงไฮ้ +20.6% YoY 3) ปักกิ่ง +12.9% YoY และ 4) กวางโจว +11.8% YoY ส่วนราคาบ้านในกลุ่มเมืองรองลำดับสอง (Tier-2 Cities) ขยายตัว +2.41% YoY และเมืองรองลำดับสาม (Tier-3 Cities) ได้หดตัวลดลงที่ -1.44% YoY

โดยราคาบ้านที่ขยายตัวสูงขึ้นนั้นเป็นผลจากราคาบ้านในกลุ่มเมืองหลักซึ่งอาจนำไปสู่ความเสี่ยงจากการซื้อบ้านเพื่อเก็งกำไร รวมถึงความเสี่ยงในภาคการเงิน โดยเฉพาะการกู้เงินเพื่อนำไปวางมัดจำค้ำบ้าน (Loan for Down Payment) ทำให้รัฐบาลท้องถิ่นในบางเมืองสำคัญได้แก่ 1) เซินเจิ้น (Shenzhen) 2) เซี่ยงไฮ้ (Shanghai) 3) นานจิง (Nanjing) 4) ซูโจว (Suzhou) และ 5) หลางฟาง (Langfang) ได้ออกมาตรการต่างๆ ที่เข้มงวดเป็นพิเศษเมื่อปลายเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา เพื่อลดความเสี่ยงดังกล่าว

ซึ่งภายหลังจากที่ได้ออกมาตรการที่เข้มงวดมากขึ้น ยอดขายบ้านระหว่างวันที่ 27 มี.ค.- 3 เม.ย. ได้ลดลงเมื่อเทียบกับสัปดาห์ก่อนหน้า (21-27 มี.ค.) โดยยอดขายบ้านรวมใน 34 เมืองสำคัญได้ลดลง -8.7% WoW นำโดยยอดขายบ้านในกลุ่มเมืองหลักที่ลดลงถึง -31.5% WoW กลุ่มเมืองรองลำดับสองลดลง -2.6% WoW และกลุ่มเมืองรองลำดับสามลดลง -6.0% WoW

อย่างไรก็ดี เราคาดว่ามาตรการที่เข้มงวดขึ้นจะจำกัดเฉพาะในเมืองใหญ่ที่ราคาได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่นโยบายโดยรวมยังน่าจะผ่อนคลายเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดอสังหาฯ โดยเฉพาะในกลุ่มเมืองรองที่ยังคงมีปัญหาจำนวนบ้านคงค้างในสต็อก (Housing Inventory) ที่อยู่ในระดับสูง

แผนภาพที่ 33: ราคาบ้านได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้รัฐบาลต้องออกมาตรการที่เข้มงวดเป็นพิเศษ



City	Tightening measures
Suzhou (Tier-2) Mar18	More relaxed than expected as price increases are still allowed in the city - Supply for non-residential lands will be strictly controlled - Price control on commodity property prices - Adjusting supply of relocation housing - Investigating on illegal financial activities: "Loan for down payment" and other high-leverage financing
Nanjing (Tier-2) Mar18	Expedite development and construction to curb price increase - In 2016, supply of new land for commodity residential housing will be up +30% YoY to 500 hectares - Requiring faster construction starts: within 6 months - Increase supply of social housing; restricted land sales price to be no less than 145% of the opening auction price
Shenzhen (Tier-1) Mar25	- Minimum down payment for those not owning any properties with no mortgage records remains at 30% and 40% if have mortgage records in the past 2 years - House purchasing rules on oversea individual and company will be strictly implemented - Enhance Financial risk controls
Shanghai (Tier-1) Mar25	Tightening measures stricter than expected - Minimum down payment for 2nd home raised to 50% for ordinary housing and 70% for non-ordinary housing - Non-residential now need to provide 5 years (currently 2 years) of income tax before they can buy a house
Langfang (Tier-3) Apr1	- Non-residential only allowed to purchase one house with minimum down payment no less than 30% - Revitalize the idled land and speed up the pace of shanty town redevelopment. Development of high-end residential projects will be strictly controlled - Tackle the illegal activities and rule violations of property developers and agents

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

ปัญหาการว่างงานจากการลดกำลังการผลิตในอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินค่อนข้างจำกัด

นโยบายการปฏิรูปของภาครัฐที่ต้องการลดกำลังการผลิตส่วนเกินในอุตสาหกรรมต่างๆ โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหิน ซึ่งทางการจีนคาดว่าใน 5 ปีข้างหน้าจะสามารถลดกำลังการผลิตเหล็กลง 100-150 ล้านตัน หรือคิดเป็นประมาณ 8-13% ของกำลังการผลิตในปัจจุบัน (ประมาณ 1,200 ล้านตัน) และลดกำลังการผลิตถ่านหินลง 500-1,000 ล้านตัน หรือคิดเป็น 9-18% ของกำลังการผลิตในปัจจุบัน (ประมาณ 5,700 ล้านตัน)

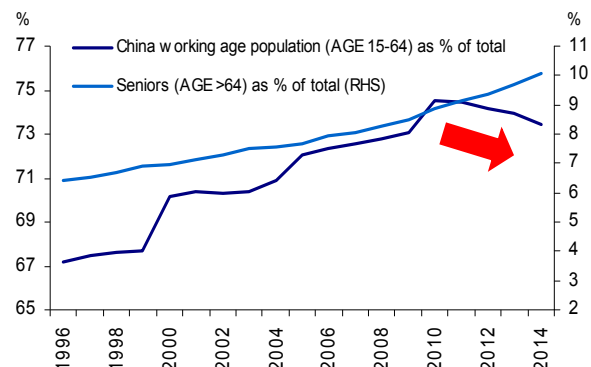
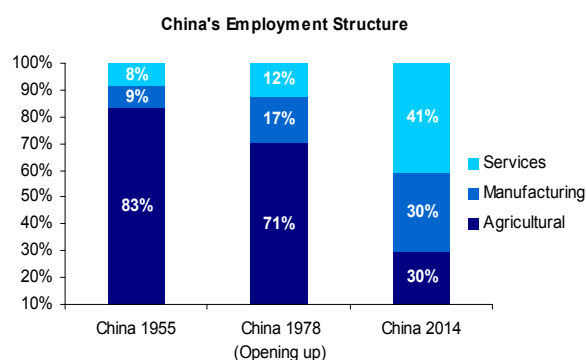
การลดกำลังการผลิตจะส่งผลให้อุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินต้องลดจำนวนแรงงานลง โดยทางการจีนได้คาดไว้ว่าอุตสาหกรรมเหล็กต้องลดจำนวนแรงงานลงประมาณ 5 แสนราย หรือประมาณ 9% ของอุตสาหกรรม และอุตสาหกรรมถ่านหินต้องลดประมาณ 1.3 ล้านราย หรือประมาณ 19% ของอุตสาหกรรม ส่งผลให้อุตสาหกรรมว่างงานในระบบเพิ่มขึ้นประมาณ 1.8 ล้านราย โดยทางการจีนจะจัดตั้งกองทุนช่วยเหลือแรงงานที่ได้รับผลกระทบจากการปฏิรูปครั้งนี้เป็นจำนวนเงิน 1 แสนล้านหยวนภายในช่วงระยะเวลา 2 ปี

อย่างไรก็ดีเราคาดว่าปัญหาการว่างงานจากนโยบายการปฏิรูปอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินจะมีค่อนข้างจำกัด และสามารถแก้ไขได้ เนื่องจาก

- 1) จำนวนคนว่างงานที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 1.8 ล้านรายนั้น คิดเป็นเพียง 0.2% ของจำนวนแรงงานทั้งหมดในตลาดแรงงาน (Labor Force) จำนวน 775 ล้านราย (ปี 2015) เท่านั้น
- 2) จำนวนประชากรวัยทำงาน (อายุ 15-64 ปี) ได้ลดลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับจำนวนประชากรทั้งหมด ตั้งแต่ปี 2010 ขณะที่ประชากรผู้สูงอายุ (อายุ 64 ปีขึ้นไป) ได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว
- 3) โครงสร้างการจ้างงาน (Employment Structure) ได้เปลี่ยนมาเป็นภาคบริการมากขึ้น โดยในปี 2014 จำนวนแรงงานในภาคบริการคิดเป็นสัดส่วนถึง 41% ของจำนวนแรงงานทั้งหมด ขณะที่ภาคอุตสาหกรรมคิดเป็นเพียงประมาณ 30% เท่านั้น

แผนภาพที่ 34: จำนวนคนว่างงานจากการปฏิรูปในอุตสาหกรรมเหล็กและถ่านหินคิดเป็นเพียง 0.2% ของจำนวนแรงงานทั้งหมด

Sector	De-capacity target (in 5 years)	Current total capacity	% to Shutdown	Current estimated total jobs	Jobs cut target	% cut of total sector	% cut of total workforce
Coal	500-1,000mt	5,700mt	9-18%	6.7 million	1.3 million	19.4%	0.17%
Steel	100-150mt	1,200mt	8-13%	5.3 million	0.5 million	9.4%	0.065%
Total				12 million	1.8 million	15%	0.23%



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

ทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นในเดือน มี.ค. ช่วยคลายความกังวลเรื่องเงินทุนไหลออก

ทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) ได้เพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 5 เดือน โดยเพิ่มขึ้น +10.26 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน มี.ค. เป็น 3.21 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากเดือนก่อนที่ลดลง -28.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งดีกว่าตลาดคาดที่จะยังคงลดลง -6.33 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

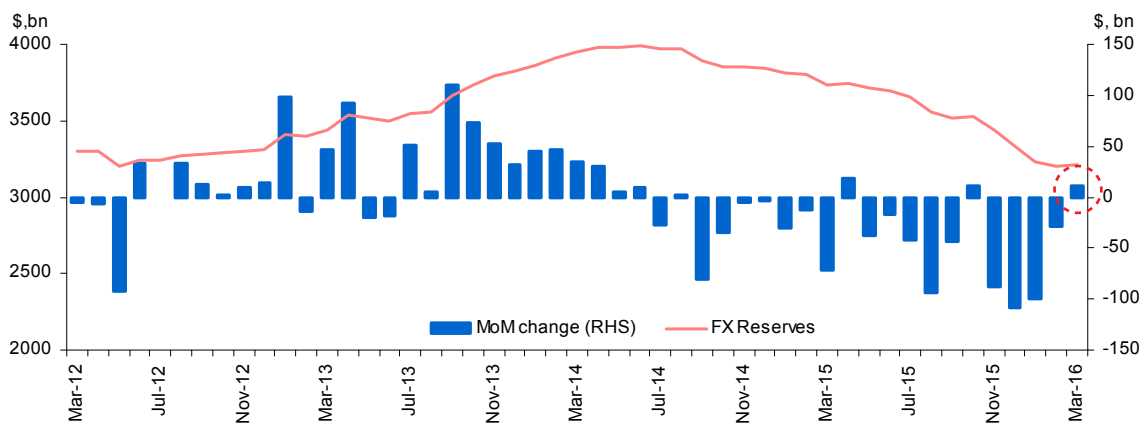
โดยการเพิ่มขึ้นของทุนสำรองนั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงเดือน มี.ค. จากการที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีแนวโน้มชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ยออกไป ซึ่งทำให้เงินสำรองในรูปสกุลเงินอื่นๆ เช่น เยนและยูโรมีมูลค่าเพิ่มขึ้นในรูปของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

Bloomberg ประเมินว่า หากหักผลของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน (Currency Valuation Effect) แล้ว ทุนสำรองในเดือน มี.ค. จะลดลงราว -20 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยชะลอตัวลงจาก -43 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ก.พ. และ -96 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ม.ค.

การลดลงของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศได้ชะลอตัวลงตั้งแต่เดือน ก.พ. ซึ่งได้ว่ามาตรการของภาครัฐในการควบคุมเงินทุนไหลออก (Capital Outflows) และความพยายามในการแทรกแซงค่าเงินหยวนในตลาดฮ่องกง (Offshore Market) รวมถึงการที่ผู้ว่าการ PBoC นาย Zhou Xiaochuan ได้ออกมาย้ำอย่างต่อเนื่องว่าเงินไม่มีเจตนาในการลดค่าเงิน ส่งผลให้นักลงทุนมีความมั่นใจต่อเงินหยวนมากขึ้น

อย่างไรก็ดี เรามองว่าความกังวลเรื่องเงินทุนไหลออกอาจกลับมาเป็นความเสี่ยงอีกครั้ง เมื่อธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ใกล้เคียงอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ค่าเงินหยวนกลับมาอ่อนค่า

แผนภาพที่ 35: ทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 5 เดือน โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ส่งผลให้เงินสำรองในรูปสกุลเงินอื่นๆ มีมูลค่าสูงขึ้น



FX Reserves change (USD, bn)	January 16	February 16	March 16
Headline	-99	-28	+10
Adjusted for exchange rates	-96	-43	-20

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

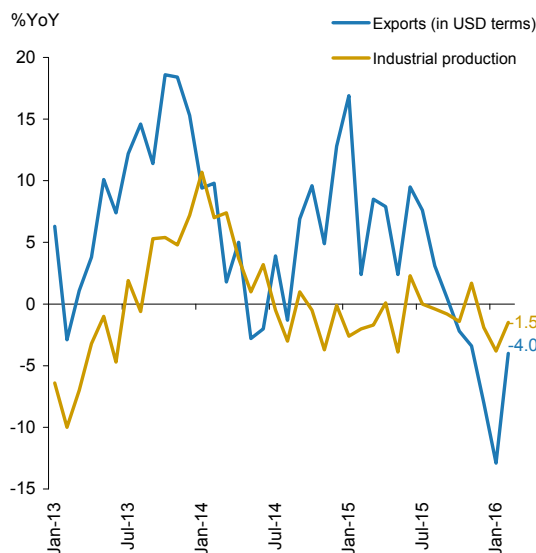
เศรษฐกิจโดยรวมยังคงชะลอตัวอยู่ จากการชะลอตัวของภาคการผลิตและการส่งออก รวมถึงเงินเฟ้อ ยังไม่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จะกดดันให้ธนาคารกลางญี่ปุ่นผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ซึ่งจะส่งผลดี ต่อตลาดบ้านจากต้นทุนการกู้ยืมถูกลงผ่านการทำ QQE และการใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบ และผลักดัน ราคาที่อยู่อาศัยให้เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

ภาคการผลิตและการส่งออกยังคงหดตัว

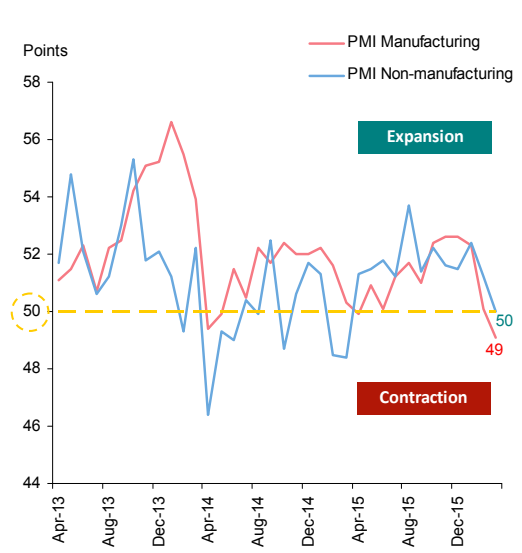
การผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) พุ่งตัวขึ้นในเดือน ก.พ. หลังจากทีลดลงอย่างรุนแรงในเดือนก่อนแต่ยังคงหดตัวอยู่ โดยในระยะข้างหน้าเราคาดว่าภาคอุตสาหกรรมจะยังคงหดตัว เนื่องจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม (Purchasing Managers Index) เดือน มี.ค. ลดลงอย่างรุนแรงมาอยู่ที่ 49 จุด ซึ่งต่ำกว่า 50 จุด (ซึ่งนับเป็นเกณฑ์การขยายตัว) ครั้งแรกในรอบ 11 เดือน

ภาคการส่งออกที่เริ่มฟื้นตัวได้ในเดือนนี้ เราคาดว่าจะยังคงฟื้นตัวต่อในระยะข้างหน้า เนื่องจากเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าที่สำคัญทั้งจีนและสหรัฐฯ เริ่มมีแนวโน้มขยายตัว อย่างไรก็ตามเงินเยนที่แข็งค่าต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมาอาจส่งผลให้การส่งออกฟื้นตัวได้ไม่มากนัก

แผนภาพที่ 36: การส่งออกและการผลิตภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังคงติดลบอยู่



แผนภาพที่ 37: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมหดตัว



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

เงินเฟ้อยังคงต่ำกว่าเป้าหมาย กดดันให้ BoJ ผ่อนคลายการเงินเพิ่มเติม

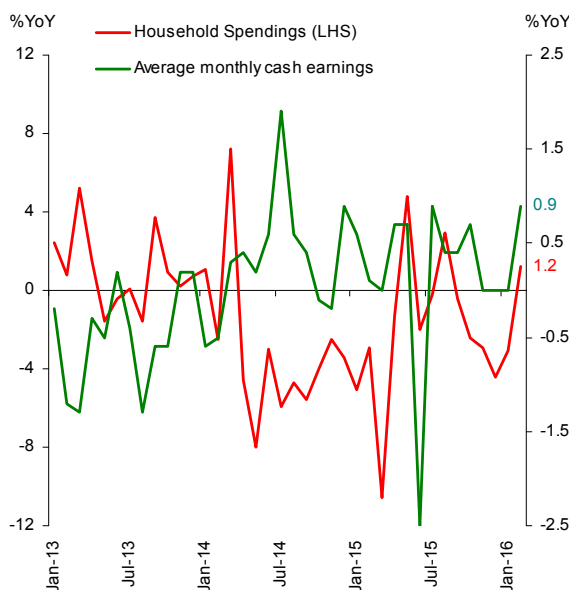
เงินเฟ้อ ไม่รวมราคาอาหาร (Core CPI) และเงินเฟ้อ ไม่รวมทั้งราคาอาหารและพลังงาน (Core-core CPI) ยังคงชะลอตัวอยู่ที่ +0% YoY และ +0.8% YoY ตามลำดับ ซึ่งยังคงต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2%

ในช่วงครึ่งปีแรก DB ประเมินว่า Core CPI จะยังคงอยู่ที่ระดับ 0% YoY โดยมีปัจจัยกดดันจากค่าเงินเยนที่แข็งค่า และจะถูกชดเชยด้วยการฟื้นตัวของราคาน้ำมัน ในขณะที่ Core-core CPI จะทรงตัวอยู่ในกรอบ +0.6 ถึง +0.8%YoY

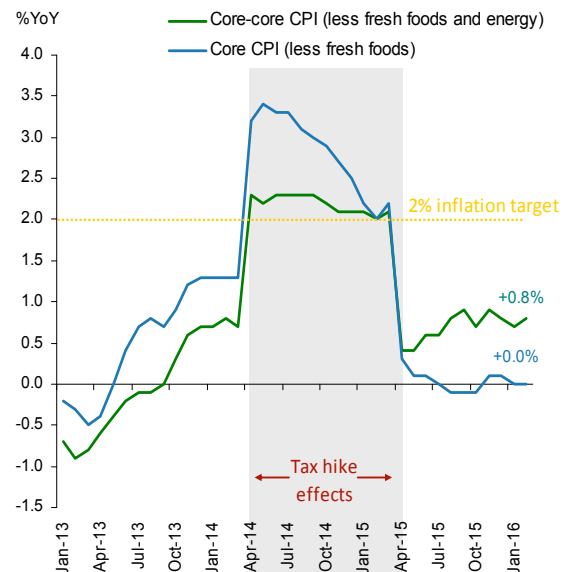
ทั้งนี้ ค่าจ้างเฉลี่ยรายเดือน (Average Monthly Cash Earnings) พลิกกลับมาขยายตัว แต่เป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวในเดือน ก.พ. จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนวันในปีนี้เทียบกับปีที่แล้ว (Leap Year Effect) หรือพนักงานที่รับค่าจ้างรายวันได้รับเงินรวมทั้งเดือนมากกว่าช่วงเดือนเดียวกันในปีก่อน และด้วยสาเหตุเดียวกันนี้ทำให้การใช้จ่ายภาคครัวเรือน (Household Spending) เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อนเช่นกัน

การชะลอตัวของเงินเฟ้อและการฟื้นตัวชั่วคราวของค่าจ้างรวมถึงการบริโภค จะเพิ่มแรงกดดันให้ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยตลาดบางส่วนคาดว่า BoJ อาจประกาศเข้าซื้อสินทรัพย์เสี่ยงประเภทอื่นเพิ่มเติม ในการประชุมวันที่ 27-28 เม.ย. ซึ่งจะประกาศผลการประชุมพร้อมกับการประเมินเศรษฐกิจล่วงหน้า ขณะที่ DB ยังคงมองว่า BoJ จะลดดอกเบี้ยเพิ่มอีกเป็น -0.2% ในช่วงไตรมาส 3 จาก -0.1% ในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 38: การใช้จ่ายภาคครัวเรือนและค่าจ้างเฉลี่ยรายเดือนพลิกกลับมาขยายตัวจากปัจจัยชั่วคราว



แผนภาพที่ 39: เงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับต่ำ กดดันให้ BoJ ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม



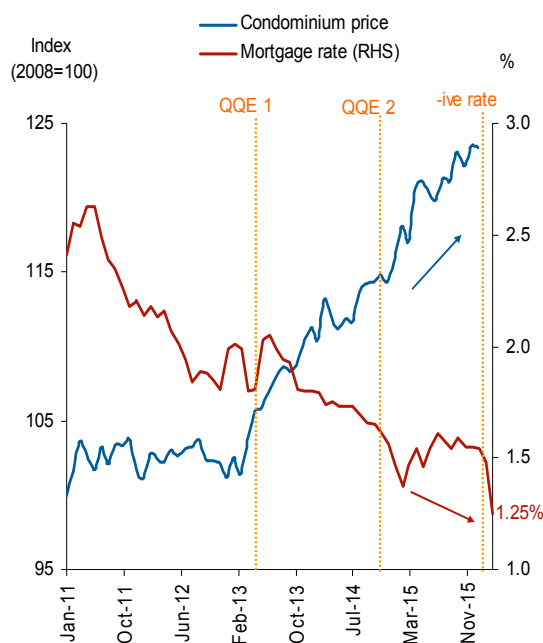
Source: Ministry of Internal Affairs and Communications, Ministry of Land, Infrastructure and Transport, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดบ้านได้รับผลประโยชน์มากที่สุดจากนโยบายผ่อนคลายการเงิน

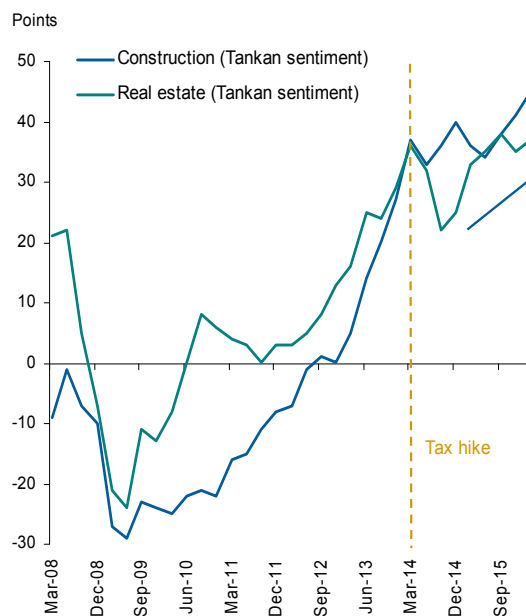
ตลาดบ้านเป็นสินทรัพย์ที่ได้รับผลประโยชน์มากที่สุดจากการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่มีอย่างต่อเนื่องของธนาคารกลางญี่ปุ่น ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนการกู้ยืมเพื่อซื้อที่อยู่อาศัยลดลงครึ่งหนึ่งในระยะเวลา 5 ปีเป็น 1.25% จาก 2.5% ในปี 2011 และทำให้ความต้องการในตลาดที่อยู่อาศัยเพิ่มสูงขึ้น ไปผลักดันราคาคอนโดให้เพิ่มขึ้น +25% จากปี 2008

นอกจากนี้ ผู้รับเหมาก่อสร้างและผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีความมั่นใจมากขึ้น หลังจากที่ถูกวลถึงผลกระทบจากการขึ้นภาษี VAT ในเดือน เม.ย. ปี 2014 จาก 5% เป็น 8% โดยในไตรมาส 1/2016 ดัชนีความมั่นใจของทั้งผู้รับเหมาก่อสร้างและผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้กลับไปยืนอยู่สูงกว่าวันที่ขึ้น VAT และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากนโยบายผ่อนคลายการเงินเพิ่มเติม

แผนภาพที่ 40: QQE และอัตราดอกเบี้ยติดลบทำให้ต้นทุนทางการเงินต่ำลง ซึ่งส่งผลดีต่อตลาดบ้าน



แผนภาพที่ 41: ผู้รับเหมาก่อสร้างและผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีความมั่นใจมากขึ้น หลังจากที่ถูกวลถึงผลกระทบจากการขึ้นภาษี VAT ในเดือน เม.ย. ปี 2014



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

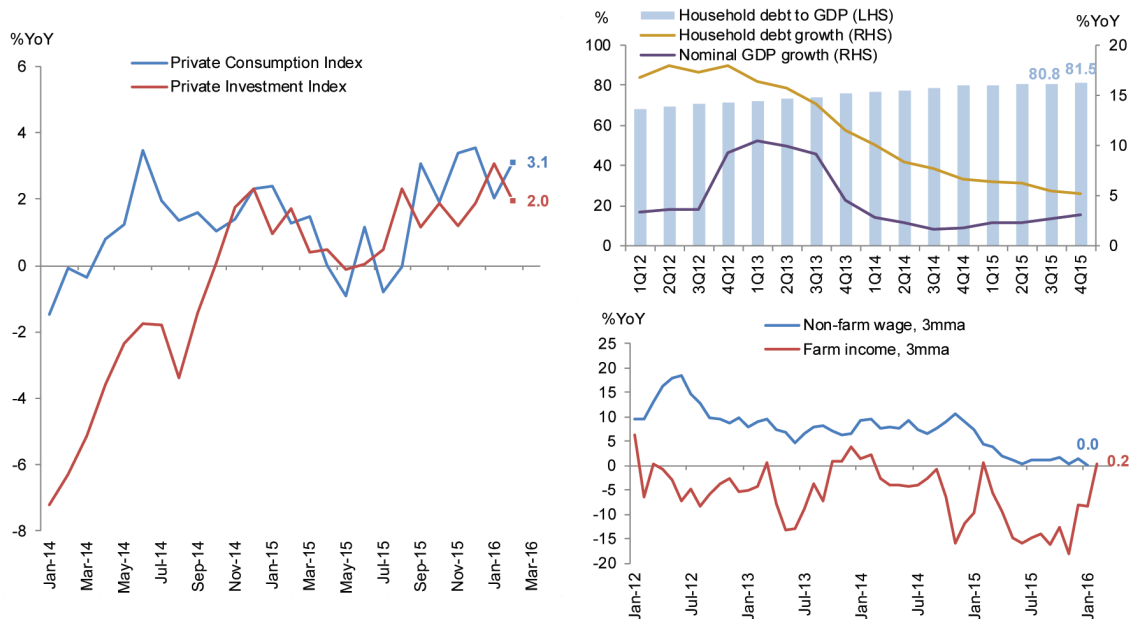
เศรษฐกิจไทย

อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวอย่างช้าๆ ขณะที่การส่งออกยังอ่อนแอ ทำให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจต้องพึ่งพาการท่องเที่ยวเป็นสำคัญ โดย ธปท. ได้ปรับลดประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจภาค GDP ปีนี้ขยายตัว +3.1% จากเดิม +3.5% แต่ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ +1.5% เนื่องจากมีความกังวลต่อพฤติกรรม Search for Yield มากขึ้น หลังอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่สมัครใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง 25bps ส่งผลให้ ธปท. ไม่จำเป็นต้องปรับลดดอกเบี้ยนโยบายอีกในปี

การบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวขึ้น สวนทางการลงทุนภาคเอกชน

อุปสงค์ในประเทศยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในเดือน ก.พ. หลังการบริโภคภาคเอกชนเร่งตัวขึ้น +3.1% YoY (vs. +2.0% ในเดือนก่อน) นำโดยกลุ่มสินค้าไม่คงทนและการบริโภคภาคบริการที่แข็งแกร่ง ช่วยชดเชยยอดซื้อรถยนต์ที่หดตัวแรงในช่วงต้นปี มองไปข้างหน้า การฟื้นตัวยังถูกกดดันจากภาระหนี้ครัวเรือนที่ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง รวมทั้งกำลังซื้อที่อ่อนแอโดยค่าจ้างนอกภาคเกษตรมีแนวโน้มชะลอตัว ส่วนรายได้ภาคเกษตรคาดว่าจะฟื้นตัวชั่วคราวจากการเลื่อนการเก็บเกี่ยวผลผลิต สำหรับการลงทุนภาคเอกชนขยายตัวชะลอลงเหลือ +2.0% YoY (+3.1% ในเดือนก่อน) ตามการนำเข้าสินค้าทุนที่อ่อนแอและแผนการลงทุนภาครัฐที่ยังล่าช้า

แผนภาพที่ 42: อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวอย่างช้าๆ โดยหนี้ครัวเรือนและกำลังซื้อยังเป็นปัจจัยฉุดการบริโภค

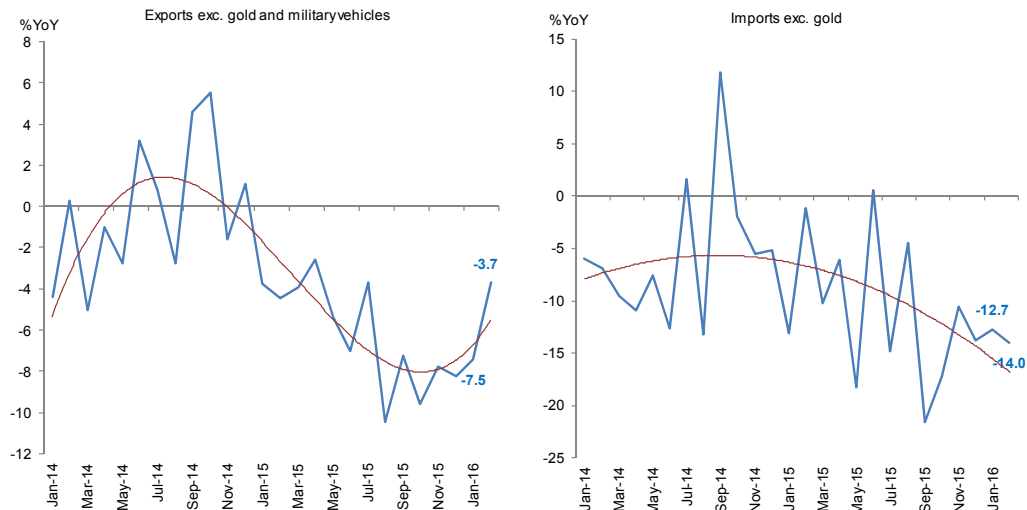


Source: Bank of Thailand (BoT), National Economic and Social Development Board (NESDB), Office of Agricultural Economics (OAE), and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออกเริ่มฟื้นตัวแต่การนำเข้ายังหดตัวแรง

เราคาดว่า การส่งออกสินค้าได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่ภาพรวมยังคงอ่อนแอและมีแนวโน้มหดตัวต่อในช่วงครึ่งปีแรก โดยเดือน ก.พ. การส่งออกสินค้าไม่รวมทองคำและยุทโธปกรณ์หดตัว -3.7% YoY ปรับดีขึ้นจากเดือน ม.ค. ที่หดตัวแรง -7.5% โดยสินค้าส่งออกกลุ่มยานยนต์และเครื่องประดับยังขยายตัวดี ชดเชยสินค้ากลุ่มพลังงานที่ถูกกดดันจากราคาน้ำมัน สำหรับการนำเข้าไม่รวมทองคำยังหดตัวต่อเนื่องที่ -14.0% YoY (vs. -12.7 % ในเดือนก่อน) ตามการนำเข้าสินค้าทุนและวัตถุดิบที่หดตัว สะท้อนภาพการลงทุนในประเทศที่ยังซบเซา ทั้งนี้หากไม่รวมน้ำมันและทองคำพบว่า การนำเข้ายังหดตัวแรงที่ -9.0% YoY (vs. -6.4% ในเดือนก่อน)

แผนภาพที่ 43: ส่งออกเริ่มฟื้น แต่นำเข้ายังหดตัวแรง

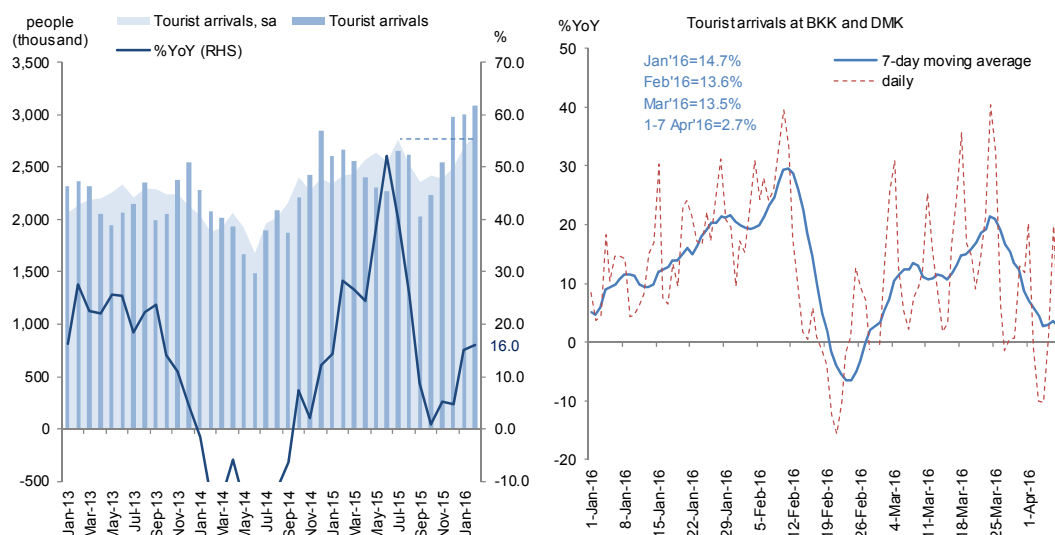


Source: Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดการณ์เที่ยวขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่องในเดือน มี.ค. หนุน GDP ไตรมาส 1

จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นสูงในเดือน ก.พ. ที่ +16.0% YoY (vs. +15.0% ในเดือนก่อน) และมีแนวโน้มขยายตัวได้ในระดับดังกล่าวต่อเนื่องในเดือน มี.ค. โดยจำนวนนักท่องเที่ยวผ่านด่านสนามบินสุวรรณภูมิและดอนเมืองยังอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วง 2 เดือนแรก เป็นปัจจัยหนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่สำคัญในไตรมาส 1 อย่างไรก็ตาม จำนวนนักท่องเที่ยวผ่านด่านสนามบินหลัก 2 แห่งชะลอตัวอย่างรวดเร็วในช่วงสัปดาห์แรกของเดือน เม.ย. สะท้อนแรงส่งจากภาคการท่องเที่ยวที่อาจชะลอลงบ้างในไตรมาส 2

แผนภาพที่ 44: ท่องเที่ยวมีแนวโน้มขยายตัวสูงในเดือน มี.ค. แต่เริ่มชะลอในช่วงต้นไตรมาส 2

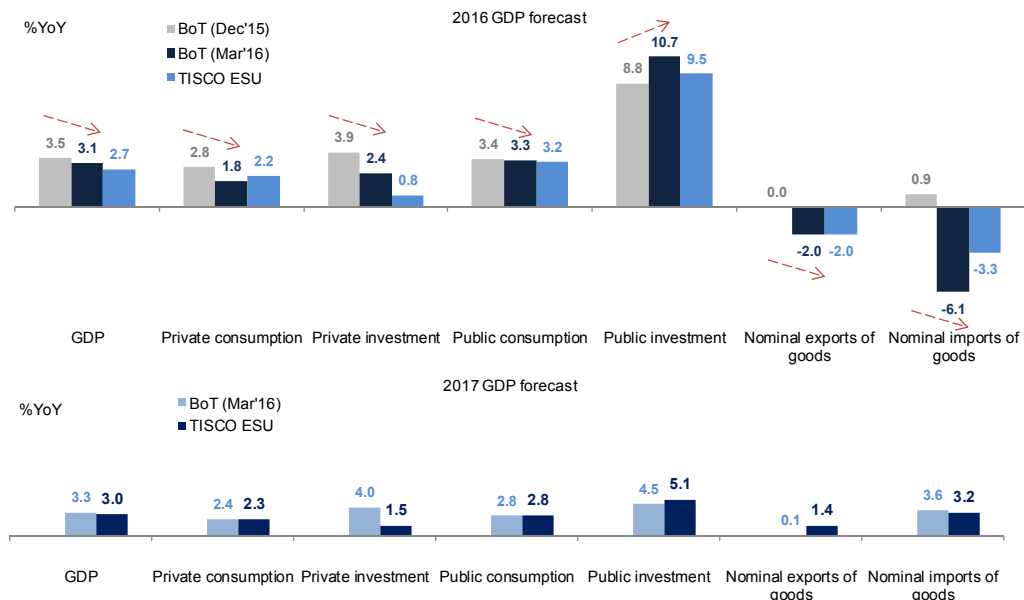


Source: Department of Tourism, Tourism Authority of Thailand, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ธปท. หั่น GDP ปีนี้เหลือ +3.1% (vs. +2.7% ESU) จากเดิม +3.5%

ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ประกาศประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจใหม่ คาด GDP ขยายตัว +3.1% (vs. +2.7% ESU) จากที่เคยประเมินไว้ที่ +3.5% ในช่วงปลายปีก่อน โดยเป็นการปรับลดในทุกองค์ประกอบ ยกเว้นการลงทุนภาครัฐที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็น +10.7% (vs. +8.8% ครั้งก่อน และ +9.5% ESU) ส่วนการบริโภคภายในประเทศคาดว่าจะขยายตัวเพียง +1.8% (vs. +2.8% ครั้งก่อน และ +2.2% ESU) ขณะที่การส่งออกคาดว่าจะหดตัว -2.0% (สอดคล้องกับประมาณการของเรา) จากเดิมที่คาดว่าจะทรงตัว ส่วนปีหน้า ธปท. คาด GDP ขยายตัว +3.3% YoY (vs. +3.0% ESU)

แผนภาพที่ 45: ธปท. ปรับประมาณการ GDP ปี 2016 ลงเหลือ +3.1% (vs. +2.7% ESU) จากเดิม +3.5%

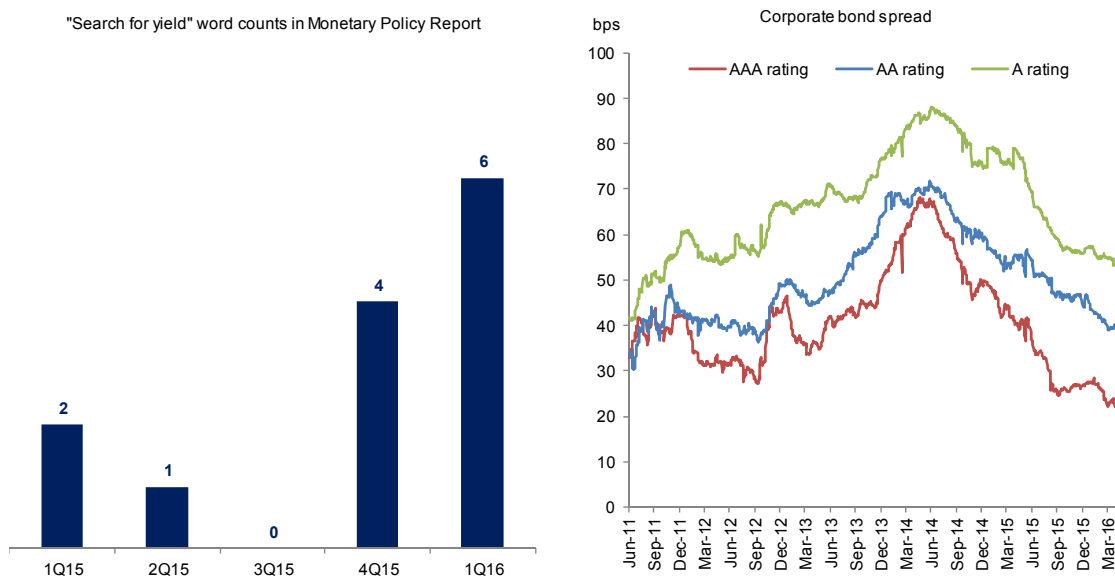


Source: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ธปท. คงดอกเบี้ย ระบุกังวลพฤติกรรม Search for Yield

ธปท. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ในรอบการประชุมวันที่ 23 มี.ค. แม้เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวได้ต่ำกว่าที่ได้ประเมินไว้ เนื่องจาก ธปท. ต้องการรักษาความสามารถในการดำเนินนโยบาย (Policy Space) ไว้ใช้ในยามจำเป็น นอกจากนี้ ธปท. ยังมีความกังวลต่อพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทน (Search for Yield) มากขึ้น หลังอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน โดยรายงานนโยบายการเงินมีการพูดถึงพฤติกรรมดังกล่าวมากขึ้นเรื่อยๆ และสะท้อนได้จากส่วนต่างของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและเอกชนที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง ด้วยเหตุนี้เราคาดว่า ธปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปตลอดทั้งปี โดยเฉพาะหลังกลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่สมัครใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง 25bps

แผนภาพที่ 46: ธปท. ประเมินความเสี่ยงจากพฤติกรรม Search for Yield ปรับเพิ่มขึ้น

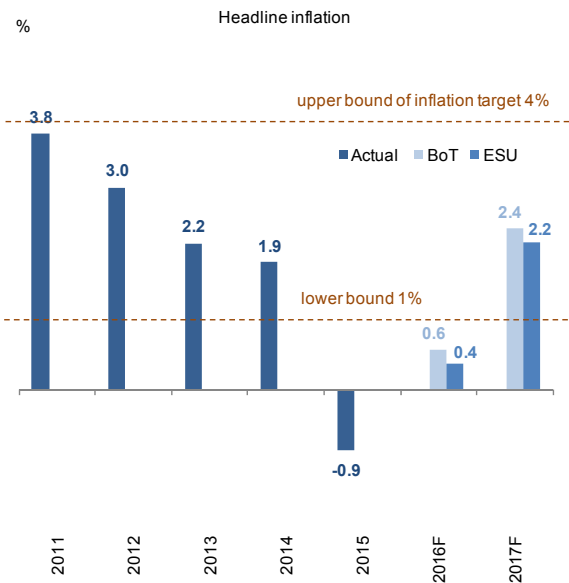
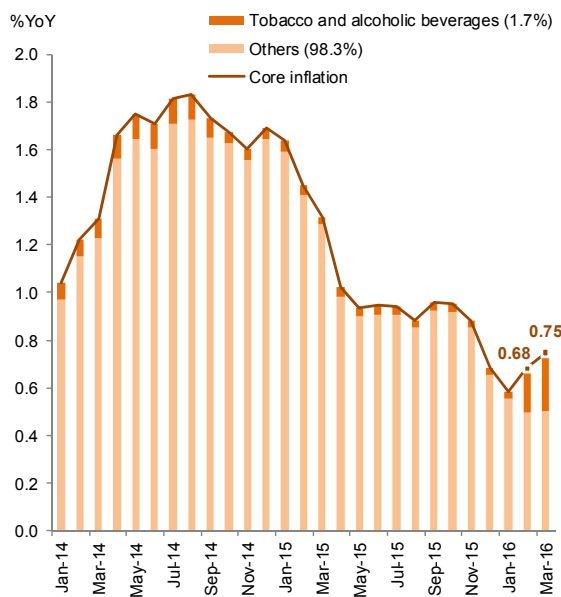


Source: Bloomberg, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเพื่อฟื้นตัวต่อเนื่องหนุนโดยการขึ้นภาษียาสูบ คาดเงินเพื่อทั่วไปกลับเข้าสู่เป้าหมายในปีหน้า

การขึ้นภาษียาสูบส่งผลให้เงินเพื่อฟื้นฐานฟื้นตัวอย่างรวดเร็วจาก +0.59% YoY ในเดือน ม.ค. มาเป็น +0.68% และ +0.75% YoY ในเดือน ก.พ. และ มี.ค. ตามลำดับ โดยหากขจัดผลของภาษียาสูบออกพบว่าเงินเพื่อฟื้นฐานมีแนวโน้มชะลอลงเหลือ +0.50% YoY ในเดือน ก.พ. และ มี.ค. ซึ่งสะท้อนว่าอุปสงค์ในประเทศยังคงฟื้นตัวอย่างช้าๆ ส่วนเงินเพื่อทั่วไปปรับดีขึ้นเล็กน้อยเป็น -0.46% YoY ในเดือน มี.ค. จาก -0.50% ในเดือนก่อนหน้า ทั้งนี้ รัฐบาลปรับประมาณการเงินเพื่อทั่วไปปีนี้ลงเหลือ +0.6% YoY จากเดิมคาด +0.8% YoY ส่วนเราปรับลดลงเหลือ +0.4% YoY จาก +0.6% ในครั้งก่อน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี รัฐบาล และ เราคาดว่าเงินเพื่อทั่วไปจะกลับเข้าสู่เป้าหมายเงินเพื่อที่ 1-4% ได้ในปีหน้าที่ +2.4% และ +2.2% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 47: ภาษียาสูบหนุนเงินเพื่อฟื้นฐานฟื้นตัว คาดเงินเพื่อทั่วไปเข้าเป้าหมายปีหน้า



Source: MoC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล

Head of Strategy Unit

- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทิสโก้ กว่า 5 ปี

ชานนท์ บุญนุษ

Senior Economist

- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
London School of Economics and Political Science
(ทุน British Chevening)
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

วรุฒม์ เตชะจินดา

Strategist

- ปริญญาโท การเงิน
University of Warwick
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ชาวรา ผลพิบูลย์

Economist

- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
Clemson University
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

ทิพย์รัตน์ นันทปริศนาวัฒน์

Research Assistant

- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาษาอังกฤษ (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	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