



TIPS

SEPTEMBER
2016

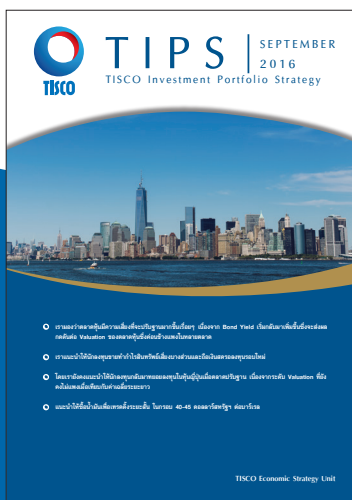
TISCO Investment Portfolio Strategy



- เรามองว่าตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานมากขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจาก Bond Yield เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้นซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้นซึ่งค่อนข้างแพงในหลายตลาด
- เราแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรสินทรัพย์เสี่ยงบางส่วนและถือเงินสดรอลงทุนรอบใหม่
- โดยเรายังคงแนะนำให้นักลงทุนกลับมาทยอยลงทุนในหุ้นญี่ปุ่นเมื่อตลาดปรับฐาน เนื่องจากระดับ Valuation ที่ยังคงไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว
- แนะนำให้ซื้อน้ำมันเพื่อเทรดดิ้งระยะสั้น ในกรอบ 40-45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

Contents

Executive Summary	3
Global Investment Strategy	4
ตลาดหุ้น	7
ตลาดตราสารหนี้	15
การลงทุนทางเลือก	17
Global Economic Insights	22
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	23
เศรษฐกิจยุโรป	27
เศรษฐกิจจีน	34
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	40
เศรษฐกิจไทย	44



TISCO Economic Strategy Unit

คสมร ประกอบพล
วรุฒม์ เตชะจินดา
ชานนทร์ บุญนุช

ชาวรา ผลิตพิบูลย์
ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
แทนไท เสริมศิริมานนท์

ธนาคารกสิกร จำกัด (มหาชน)

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

www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์หรือความเที่ยงตรงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ได้ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

เรามองว่าตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานมากขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจาก Bond Yield เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้นซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้นซึ่งค่อนข้างแพงในหลายตลาด ประกอบกับผลกำไรของตลาดหุ้นที่ยังหดตัวต่อไปไตรมาส 2/2016 และปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ ในช่วงที่เหลือของปี เช่น การทำประชามติของอิตาลีในช่วงปลายเดือน ต.ค. และการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในวันที่ 8 พ.ย.

เราแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรสินทรัพย์เสี่ยงบางส่วนและถือเงินสดรอลงทุนรอบใหม่ โดยเรายังคงแนะนำให้นักลงทุนกลับมาทยอยลงทุนในหุ้นญี่ปุ่นเมื่อตลาดปรับฐาน เนื่องจากระดับ Valuation ที่ยังคงไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว

ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เรามองว่าราคาน้ำมันมีโอกาสน้อยที่จะลดลงต่ำกว่า 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เนื่องจากสถานะซื้อสุทธิของนักเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าที่ลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ชี้ว่าแรงขายน่าจะเริ่มซาลง และแนะนำให้ซื้อน้ำมันเพื่อเทรดดิงระยะสั้น ในกรอบ 40-45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- แนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรสินทรัพย์เสี่ยงบางส่วนและถือเงินสดรอลงทุนรอบใหม่
- แนะนำให้นักลงทุนกลับมาทยอยลงทุนในหุ้นญี่ปุ่นเมื่อตลาดปรับฐาน เนื่องจากระดับ Valuation ที่ยังคงไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว
- แนะนำให้ซื้อน้ำมันเพื่อเทรดตั้งระยะสั้น ในกรอบ 40-45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,553	3.0%	5.3%	11.0%	21.6%	20.5%	10.2%
Philippines PCOMP	7,956	-0.2%	-0.9%	7.0%	18.9%	14.4%	7.4%
Indonesia JCI	5,377	-0.8%	5.2%	12.9%	13.4%	17.1%	17.3%
Singapore STI	2,867	1.3%	-2.0%	4.8%	10.0%	-0.5%	-7.9%
Malaysia KLCI	1,684	1.2%	0.9%	3.4%	2.1%	-0.5%	5.5%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	22,767	2.8%	5.1%	15.5%	20.3%	3.9%	-5.1%
China H HSCEI	9,555	4.6%	5.6%	15.1%	21.5%	-1.1%	-13.6%
MSCI China	61	3.4%	6.3%	15.6%	22.9%	3.0%	-6.5%
China CSI300	3,294	2.8%	0.5%	7.1%	11.8%	-11.7%	-19.1%
Taiwan TWSE	9,150	0.6%	2.2%	13.6%	13.4%	9.7%	10.2%
Korea KOSPI	2,050	1.6%	1.6%	4.2%	10.1%	4.5%	3.4%
MSCI Korea	564	1.5%	2.1%	7.4%	12.9%	7.0%	10.7%
India SENSEX	28,152	0.3%	1.1%	10.4%	19.5%	7.8%	0.3%
MSCI India	1,063	0.2%	2.4%	10.2%	18.8%	7.8%	0.5%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,532	-0.1%	1.9%	3.8%	14.2%	4.5%	3.3%
Japan TOPIX	1,320	3.1%	0.2%	0.0%	2.1%	-14.7%	-20.7%
Japan Nikkei 225	16,877	3.8%	2.3%	2.8%	5.3%	-11.3%	-17.8%
Europe STOXX600	346	1.4%	2.4%	3.4%	7.6%	-5.4%	-10.4%
Euro STOXX50	3,045	2.4%	2.9%	3.0%	7.4%	-6.8%	-12.8%
US Dow Jones	18,576	0.2%	0.3%	5.9%	16.3%	6.6%	6.3%
US S&P500	2,184	0.1%	1.0%	6.7%	17.1%	6.9%	4.4%
MSCI US REITs	1,244	-0.2%	-0.1%	7.0%	25.0%	13.0%	13.6%
J-REITs	1,843	0.5%	-0.3%	-3.5%	3.5%	5.5%	5.9%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,916	1.8%	3.7%	12.7%	18.7%	10.8%	5.6%
Germany DAX	10,713	3.3%	6.4%	7.6%	16.4%	-0.3%	-2.5%
France CAC 40	4,500	2.0%	2.9%	4.2%	9.4%	-3.0%	-9.2%
Switzerland SMI	8,295	1.2%	1.7%	4.7%	5.7%	-5.9%	-11.3%
Portugal PSI 20	4,829	3.2%	5.8%	-1.3%	4.1%	-9.1%	-13.2%
Spain IBEX 35	8,716	2.1%	2.2%	-0.1%	6.6%	-8.7%	-19.9%
Italy FTSE MIB	16,998	2.2%	1.5%	-4.1%	-0.3%	-20.6%	-26.9%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	58,298	1.1%	4.9%	12.5%	45.4%	34.5%	22.7%
Chile IPSA	4,160	1.0%	1.5%	3.9%	13.1%	13.0%	9.5%
Mexico MEXBO	48,364	2.5%	3.5%	6.5%	11.9%	12.5%	10.6%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	450	1.1%	4.2%	13.0%	21.4%	9.4%	4.2%
MSCI Latin America	2,503	3.4%	6.3%	16.0%	46.0%	36.8%	16.3%
MSCI All Country World	421	1.0%	2.4%	7.0%	16.4%	5.4%	0.2%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	44.64	3.8%	-2.9%	-3.4%	51.6%	20.5%	5.0%
Brent Spot	47.09	3.7%	-1.1%	-1.5%	41.0%	26.3%	-4.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.45	0.08	0.79	0.83	-1.50	2.21	-4.08
Gold Spot	1337.20	0.1%	0.0%	4.8%	10.6%	25.9%	19.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2026.95	-0.6%	1.2%	11.7%	27.3%	38.7%	34.1%
DB Agriculture index (USD)	96.37	6.1%	6.1%	6.1%	9.5%	4.1%	1.9%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	272.64	-0.2%	-0.3%	-0.9%	2.8%	5.9%	8.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	194.86	0.0%	0.0%	0.3%	0.7%	1.1%	1.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	271.84	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.7%	2.6%	4.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	351.21	-0.3%	-0.7%	-1.3%	1.0%	4.8%	7.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	230.38	-0.1%	-0.2%	-0.4%	0.7%	2.6%	4.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.47	1	2	9	5	-3	1
2Y	1.53	1	3	12	7	-4	2
5Y	1.72	3	5	14	-3	-44	-48
10Y	2.08	4	14	26	7	-43	-71
Spread 10Y-2Y	55	3	10	15	0	-39	-73
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	1.51	-9	-4	-19	-24	-76	-69
Japan 10Y	(0.09)	-5	13	2	-18	-36	-48
German 10Y	(0.11)	-4	-2	-26	-37	-74	-71
Spain 10Y	0.93	-9	-25	-70	-81	-84	-105
Italy 10Y	1.04	-10	-18	-46	-61	-55	-78
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	11.55	0.2	-1.1	-3.5	-13.9	-6.7	-1.3
Dollar index	95.74	-0.7%	-0.9%	1.2%	-0.2%	-2.9%	-0.8%
USD/THB	34.77	-0.7%	-0.6%	-1.8%	-2.4%	-3.5%	-2.1%
EUR/USD	1.12	0.7%	1.1%	-1.5%	0.0%	2.7%	0.7%
USD/JPY	101.32	-1.2%	-3.4%	-7.0%	-11.6%	-15.7%	-18.5%
USD/CNY	6.64	-0.4%	-0.8%	1.8%	0.9%	2.2%	3.9%
USD/CNH	6.65	-0.3%	-0.9%	1.6%	2.3%	1.3%	3.2%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

8/15/2016

7:30:00 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้					- เราคาดว่า ธปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยที่ 1.5% ตลอดปีนี้ - Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามเงินเฟ้อและเศรษฐกิจที่จะฟื้นตัว - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- Valuation แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นไทย					- ภาพรวมเศรษฐกิจดูดีขึ้น - อย่างไรก็ตาม Valuation แพงกว่าภูมิภาค - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน					- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวในครึ่งหลังของปีนี้ - รัฐบาลเข้ามาแก้ไขปัญหาหนี้ของเงินที่อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ					- กำไรของบริษัทยังจะถูกกดดันจากการค้าระหว่างประเทศที่ซบเซา - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย					- กำไรมีศักยภาพในการเติบโตสูง - การปฏิรูปเศรษฐกิจประเทศดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- คาด BoJ ผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติมเพื่อแก้ปัญหาเงินเยนแข็งค่า - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจัดปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป					- ความเสี่ยงการเมืองกดดันการลงทุนในระยะยาว - ภาวการณ์การพาณิชย์ยังมีปัญหาในระดับสูง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา					- กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- จะยังถูกกดดันจากดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาแข็งค่าจากการดำเนินนโยบายการเงินที่สวนทางของ Fed กับธนาคารกลางอื่นๆ - นักลงทุนหันเข้าหาสินทรัพย์เสี่ยง ทำให้ทองคำน่าสนใจลดลง - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน					- ราคาน้ำมันลดลงมากเกินไป และไม่น่าจะลดลงต่ำกว่า 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล - ปัจจัยพื้นฐานในตลาดยังไม่เปลี่ยนแปลง โดยปริมาณอุปทานน้ำมันดิบโลกยังคงลดลงต่อเนื่อง - ปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนจาก Neutral เป็น Overweight
US REITs					- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) ยังคงกว้าง ท่ามกลางสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ - คงคำแนะนำ Overweight
J-REITs					- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - REIT ญี่ปุ่น คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า REIT สหรัฐฯ จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
Europe REITs					- โดนกระทบจากการราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

ตลาดหุ้น

เรามองว่าตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานมากขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจาก Bond Yield เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้นซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ Valuation ของตลาดหุ้นซึ่งค่อนข้างแพงในหลายตลาด ประกอบกับผลกำไรของตลาดหุ้นที่ยังหดตัวต่อในไตรมาส 2/2016 และปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ ในช่วงที่เหลือของปี และแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรสินทรัพย์เสี่ยงบางส่วนและถือเงินสดรอลงทุนรอบใหม่ โดยเรายังคงแนะนำให้นักลงทุนกลับมาทยอยลงทุนในหุ้นญี่ปุ่นเมื่อตลาดปรับฐาน เนื่องจากระดับ Valuation ที่ยังคงไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว

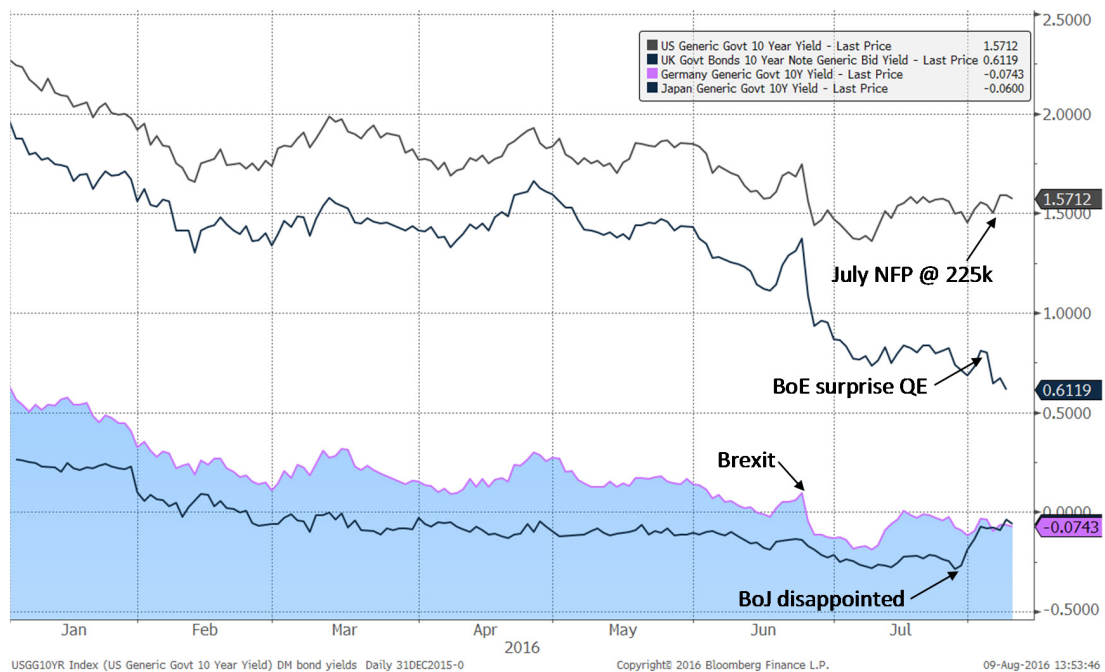
ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวขึ้นอย่างร้อนแรงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ที่ได้านิสงส์จาก Fund Flows ไหลเข้าหลังจากผลประชามติ Brexit ในช่วงปลายเดือน มิ.ย. เรามองว่าจากนี้เป็นต้นไป ตลาดหุ้นมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานมากขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากปัจจัยดังต่อไปนี้

Bond Yield เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้น

หนึ่งในปัจจัยที่ผลักดันให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ได้แก่ การคาดการณ์แนวโน้มการผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกเพื่อจำกัดผลของ Brexit ซึ่งทำให้ Bond Yield ทั่วโลกปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ แต่นับตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ก.ค. เป็นต้นมา Bond Yield ทั่วโลกเริ่มพลิกกลับมาเป็นขาขึ้น นำโดย Bond Yield ของพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก -0.29% ในช่วงปลายเดือน ก.ค. มาอยู่ที่ -0.09% ในปัจจุบัน หลังจากธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) สร้างความผิดหวังต่อตลาดด้วยการคงนโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบที่ -0.1% ซึ่งผิดจากการคาดการณ์ของตลาดว่าจะลดดอกเบี้ยลงเป็น -0.2%

การเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ในญี่ปุ่นส่งผลให้ Bond Yield ทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในสหรัฐฯ ที่รายงานการจ้างงานชี้ว่าการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payroll) เพิ่มขึ้นมากกว่าคาดเป็นอย่างมากในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา และทำให้ตลาดประเมินโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ภายในปีนี้เพิ่มขึ้นจากต่ำกว่า 40% เป็นเกือบ 50% ในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 1: Bond Yield อายุ 10 ปีสหรัฐฯ อังกฤษ เยอรมัน และญี่ปุ่น



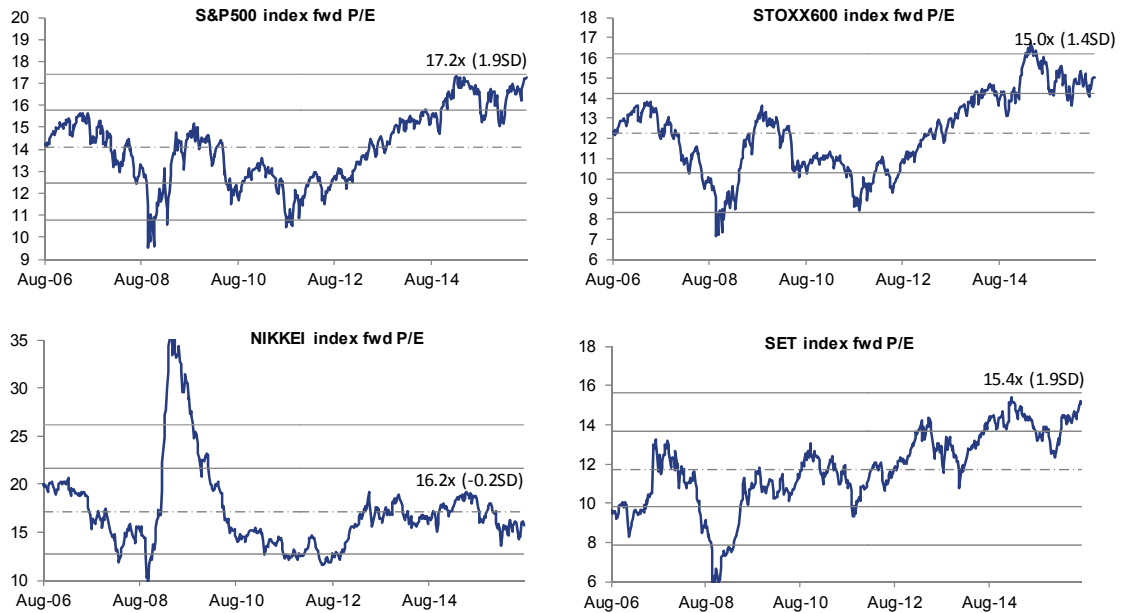
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่า Bond Yield ทั่วโลกมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีเหตุการณ์สำคัญที่จะกำหนดทิศทางของ Bond Yield ได้แก่ 1) การให้สัมภาษณ์ของนาง Janet Yellen ผู้ว่าการ Fed ในการประชุมที่ Jackson Hole ที่จะจัดขึ้นในช่วงวันที่ 25-27 ส.ค. นี้ ซึ่งเราคาดว่านาง Yellen จะออกมากล่าวว่าย่ำว่า Fed ยังมีโอกาสปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมวันที่ 21 ก.ย. และ 2) การประเมินผลกระทบของนโยบายการเงินของ BoJ ซึ่งจะประกาศผลในการประชุมวันที่ 21 ก.ย. โดยผลการประเมินอาจส่งผลให้ BoJ มีการปรับเปลี่ยนวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตร หรือปรับเปลี่ยนอายุของพันธบัตรที่เข้าซื้อ และอาจมีการทบทวนการใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบอีกด้วย

Valuation ค่อนข้างแพงในหลายตลาด

การปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมาส่งผลให้ Valuation ในหลายตลาดเริ่มแพงเมื่อเทียบกับในอดีต เช่น ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ที่ดัชนี S&P500 ซื้อขายที่ระดับ Forward P/E ที่ 17.2 เท่า และใกล้เคียงระดับสูงสุดในรอบ 10 ปี (1.9 Standard Deviation) เช่นเดียวกับ SET index ของไทย ซึ่งเทรดที่ระดับ Forward P/E 15.4 เท่า (1.9 Standard Deviation) ส่วนดัชนี STOXX600 ของตลาดหุ้นยุโรปเทรดที่ระดับ Forward P/E 15.0 เท่า (1.4 Standard Deviation) ในขณะที่ตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังเทรดที่ระดับ Forward P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 16.2 เท่า (-0.2 Standard Deviation)

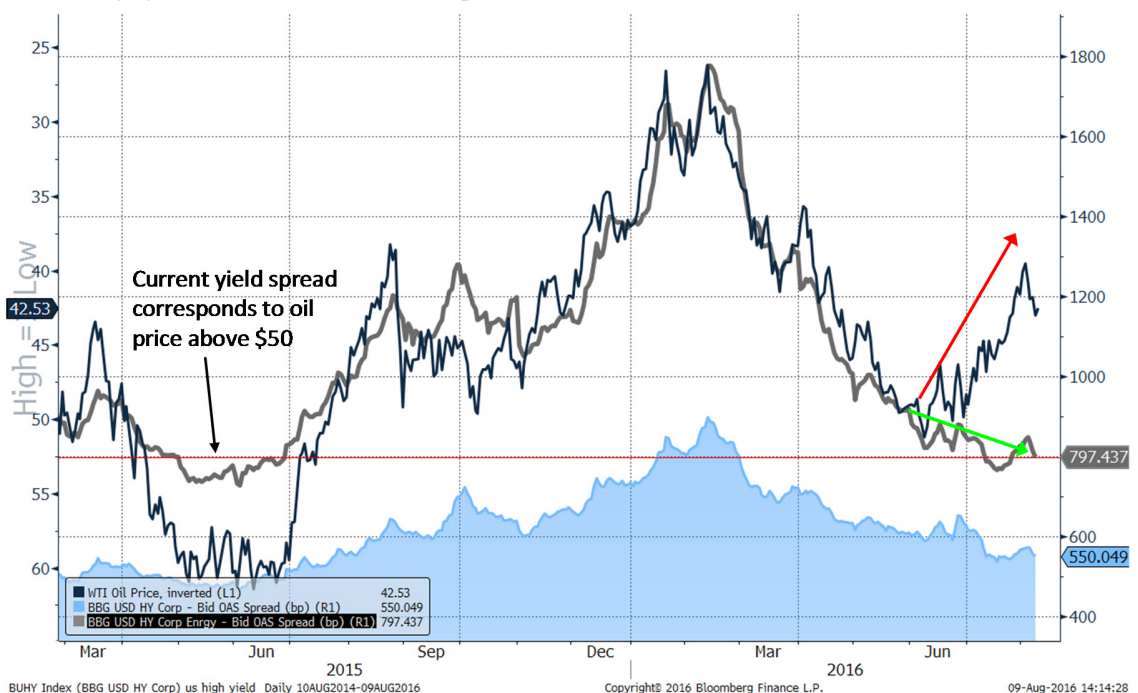
แผนภาพที่ 2: Forward P/E ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และไทย ปรับตัวสูงขึ้นใกล้ระดับสูงสุดในรอบ 10 ปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากค่า P/E Ratio ของตลาดหุ้นที่อยู่ในระดับสูงแล้ว ตลาด High Yield Bond ยังชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงที่จะปรับฐานเช่นกัน โดยพิจารณาจากส่วนต่างของผลตอบแทน (Option-adjusted Spread: OAS) ของ High Yield Bond ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานซึ่งยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ และไม่ได้ปรับตัวขึ้นเพื่อสะท้อนความเสี่ยงของการผิมนัดชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้นหลังราคาน้ำมันปรับตัวลงมาราว 20% ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 3: ส่วนต่างผลตอบแทน (Option-adjusted Spread: OAS) ของ High Yield Bond ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

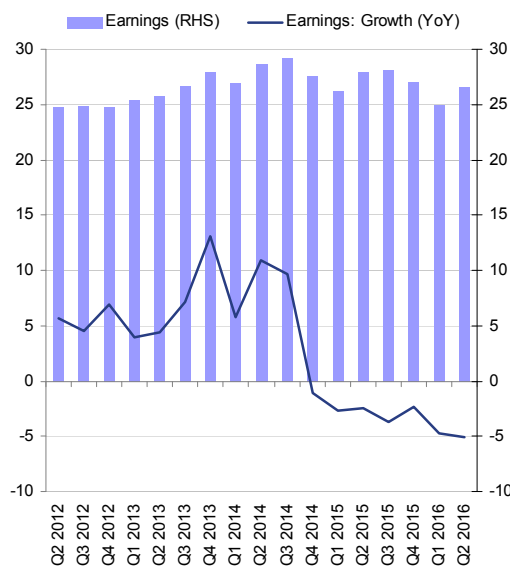
การเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ซึ่งเป็นพื้นฐานของอัตราคิดลด (Discount Rate) ที่ใช้ในการคำนวณมูลค่าเหมาะสมของสินทรัพย์ทางการเงินทุกประเภทจะส่งผลกระทบต่อการ Valuation ของตลาดหุ้นที่อยู่ในระดับสูง และเพิ่มความเสี่ยงที่จะทำให้ตลาดหุ้นปรับฐาน

ผลกำไรของตลาดหุ้นยังคงหดตัว

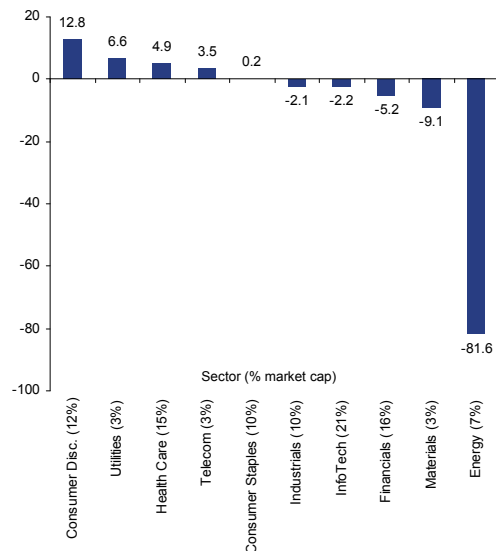
รายงานผลประกอบการในไตรมาส 2/2016 ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ยังชี้ว่าผลประกอบการยังหดตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสเดียวกันของปีก่อน ซึ่งนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2015 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมหลักๆ ที่มีผลกำไรหดตัวได้แก่ กลุ่มพลังงาน (-82% YoY) กลุ่มวัสดุ (-9%) และกลุ่มการเงิน (-5%)

แผนภาพที่ 4: ผลประกอบการในไตรมาส 2/2016 ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ยังหดตัว

Earnings continues to contract YoY in 2Q16...



...not only due to large drags from energy and material but also financials



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเสี่ยงในช่วงที่เหลือของปี ซึ่งจะกดดันตลาดหุ้น ได้แก่

1. การทำประชามติแก้ไขรัฐธรรมนูญของอิตาลี ในช่วงปลายเดือน ต.ค. ซึ่งหากไม่ผ่านความเห็นชอบจากประชาชนก็อาจจุดชนวนให้เกิดการล้มรัฐบาล และเปิดโอกาสให้พรรค Five Star Movement (M5S) ที่มีนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปอาจชนะการเลือกตั้งและได้เป็นแกนนำในการจัดตั้งรัฐบาลต่อไป (ดูรายละเอียดใน Special Issue ใน TIPS ฉบับเดือน ส.ค.)
2. การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในวันที่ 8 พ.ย. ซึ่งเพิ่มความไม่แน่นอนทางการเมือง และ
3. การประชุม Fed ในวันที่ 20 ธ.ค. ซึ่งเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 25bps

แผนภาพที่ 5: ปัจจัยเสี่ยงในช่วงที่เหลือของปี

July	August	September
BoJ doubled ETF purchase but maintained rate and JGB purchase, disappointing the market	- BoE surprised market by restarting QE program - July NFP beat market expectation by wide margin - Jackson Hole symposium on 25-27 Aug: Yellen would likely remind market that Sep meeting is "live"	- BoJ meeting on 21 Sep: BoJ will announce result of policy assessment and may tweak existing policy - Fed meeting on 21 Sep: Fed is expected to hold but could intensify rate hike signal
October	November	December
Italy referendum: Renzi's defeat could pave way to Euro-sceptic M5S led government	US presidential election on 8 Nov	Fed meeting on 20 Dec: Fed is expected to raise rate by 25bps

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่าปัจจัยข้างต้นจะส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า และแนะนำให้นักลงทุนขายทำกำไรสินทรัพย์เสี่ยงบางส่วนและถือเงินสดรอลงทุนรอบใหม่ โดยเรายังคงแนะนำให้ลงทุนกลับมา ททยอยลงทุนในหุ้นญี่ปุ่นเมื่อตลาดปรับฐาน เนื่องจากระดับ Valuation ที่ยังคงไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว

ตลาดหุ้นอินเดีย

ผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 2 ออกมาต่ำกว่าคาดเล็กน้อย

ในไตรมาสแรกของปีงบประมาณ 2017 (เดือน เม.ย.-มี.ย.) บริษัทจดทะเบียนในดัชนี Sensex ประกาศผลประกอบการออกมาแล้วราว 40% ของบริษัททั้งหมดที่ DB พันธมิตรของเราทำบทวิเคราะห์ไว้ โดยรายได้และกำไรต่ำกว่าที่คาดเล็กน้อยที่ 1.7% และ 1.3% ตามลำดับ แบ่งเป็น

- กลุ่มที่มีกำไรก่อน ดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อม และค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) ออกมาน้อยกว่าคาดค่อนข้างมาก ได้แก่ กลุ่มเวชภัณฑ์ และสินค้าทุน
- กลุ่มที่มี EBITDA น้อยกว่าคาดปานกลาง ได้แก่ กลุ่มยานยนต์, สินค้าไม่คงทน และเทคโนโลยี
- กลุ่มที่มี EBITDA มากกว่า DB คาด ได้แก่ กลุ่มสื่อสาร, การเงิน และน้ำมัน

แผนภาพที่ 6: สรุปการประกาศผลประกอบการบริษัทในดัชนี Sensex จนถึงต้นเดือน ส.ค. 2016

April-June 2016 Quarterly Results

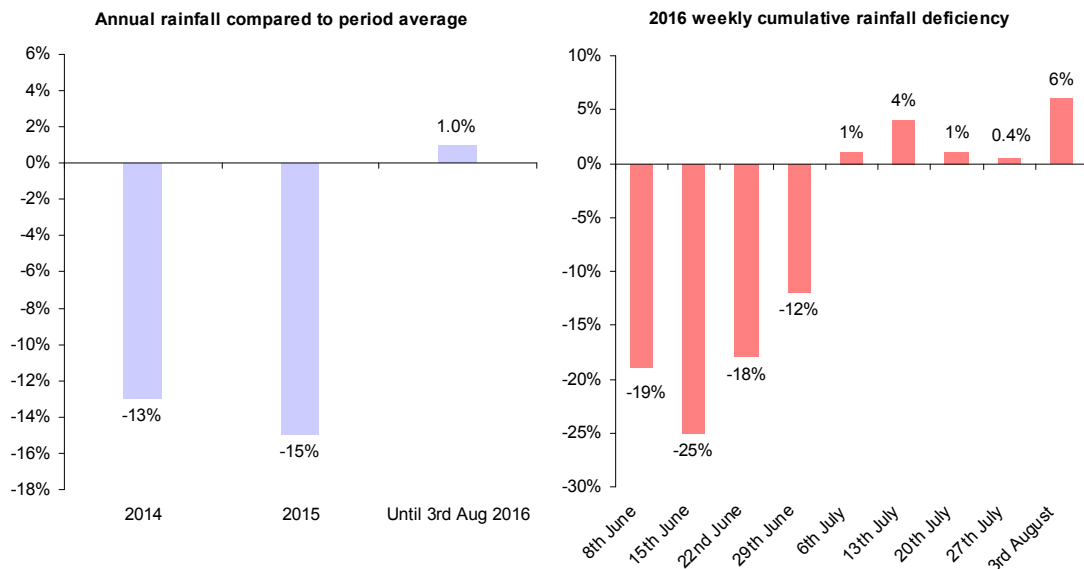
Sectors (Indian Rupee, m)	Revenue			EBITDA		
	DB est.	Actual	Deviation	DB est.	Actual	Deviation
Pharma	39,002	32,345	-17.10%	9,050	3,881	-57.10%
Capital Goods	226,894	217,186	-4.30%	28,765	19,050	-33.80%
Auto	214,781	206,753	-3.70%	36,652	33,921	-7.50%
Non-durable Goods	220,482	253,197	14.80%	62,069	58,388	-5.90%
IT Service	606,160	597,846	-1.40%	150,983	150,361	-0.40%
Telecom	258,607	255,465	-1.20%	94,699	95,481	0.80%
Financial	142,250	145,276	2.10%	127,962	133,283	4.20%
Oil and Gas	574,583	534,960	-6.90%	100,290	108,170	7.90%
Total	2,282,760	2,243,028	-1.70%	610,468	602,535	-1.30%

Source: DB and Company data

เรามองว่า กำไรบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น จากฝนที่ตกต้องตามฤดูกาลและการใช้จ่ายภาครัฐที่ขยายตัวอย่างมาก

ฤดูมรสุมของอินเดียในปีนี้มีฝนตกได้ดีขึ้นนับตั้งแต่ต้นเดือน ก.ค. เห็นได้จากจำนวนฝนรายสัปดาห์ที่ตกน้อยกว่าค่าเฉลี่ยในเดือน มิ.ย. เริ่มลดลงต่อเนื่องและจนถึงต้นเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ฝนก็ได้ตกมากกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว 6% ซึ่งว่าฤดูมรสุมของอินเดียในปีนี้มีแนวโน้มที่จะมีน้ำฝนที่มากกว่าปกติ ซึ่งเป็นไปตามที่กรมอุตุนิยมวิทยาของอินเดีย (IMD) คาดไว้ก่อนหน้านี้

แผนภาพที่ 7: ฤดูมรสุมของอินเดียในปีนี้มีฝนตกมากกว่าใน 2 ปีก่อนหน้าซึ่งเป็นปีที่ประสบภัยแล้ง (รูปซ้าย) และสถานการณ์น้ำฝนปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่กลางเดือน มิ.ย. เป็นต้นมา (รูปขวา)



Source: India Meteorological Department (IMD) and DB

เราคาดว่า ปริมาณน้ำฝนที่มากกว่าคาด น่าจะช่วยหนุนการบริโภคของอินเดียให้ฟื้นตัวและส่งผลบวกต่อกำไรของบริษัทต่างๆ โดยเฉพาะบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการบริโภคในประเทศ ซึ่งสถานการณ์ในฤดูมรสุมปีนี้น่าคล้ายกับเมื่อตอนปี 2010 ที่เกิดฝนแล้งปีก่อนหน้าและตามด้วยฝนตกมากกว่าปกติ โดยในปีนั้น นักวิเคราะห์ได้ปรับประมาณการผลกำไร (Earnings Revision) ของหุ้นกลุ่มบริโภคในปีถัดไปขึ้นราว 7% โดยเราได้พิจารณาหุ้นในกลุ่มดังกล่าวพบว่า หุ้นกลุ่มนี้มีน้ำหนักถึงราว 1 ใน 3 ของดัชนี SENSEX ทำให้เราคาดว่า นักวิเคราะห์ที่มีแนวโน้มปรับกำไรของหุ้นกลุ่มนี้ขึ้นอีกครั้ง ซึ่งจะส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นอินเดีย

แผนภาพที่ 8: นักวิเคราะห์ที่ปรับประมาณการกำไรของหุ้นในกลุ่มบริโภคในประเทศขึ้นในปี 2010 และเราคาดว่าครั้งนี้ จะมีการปรับกำไรขึ้นอีกครั้ง

Company	Sector	Weight to SENSEX as of Aug'16	Earnings revision in 2010	
			FY11	FY12
Hero Motorcorp	Consumer Discretionary	1.4%	-4%	-3%
Maruti Suzuki		3.1%	-8%	-9%
Mahindra & Mahindra Ltd.		1.9%	38%	29%
Hindustan Unilever	Consumer Staples	4.2%	-14%	-13%
ITC Ltd.		6.3%	4%	4%
HDFC	Financials	4.4%	8%	1%
HDFC Bank		6.6%	4%	9%
Asian Paints	Materials	2.3%	26%	31%
Total/Average		30.2%	7%	6%

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

นอกจากนี้ ตลาดหุ้นอินเดียยังอาจได้รับปัจจัยบวกจากการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล จากงบประมาณภาครัฐในปีงบประมาณ 2017 ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก รวมทั้งการขึ้นค่าจ้างแรงงานครั้งที่ 7 (7th Pay Commission) ซึ่งทำให้เราคาดว่า จะช่วยหนุนอุปสงค์ในสินค้าของอินเดียมีมากขึ้น

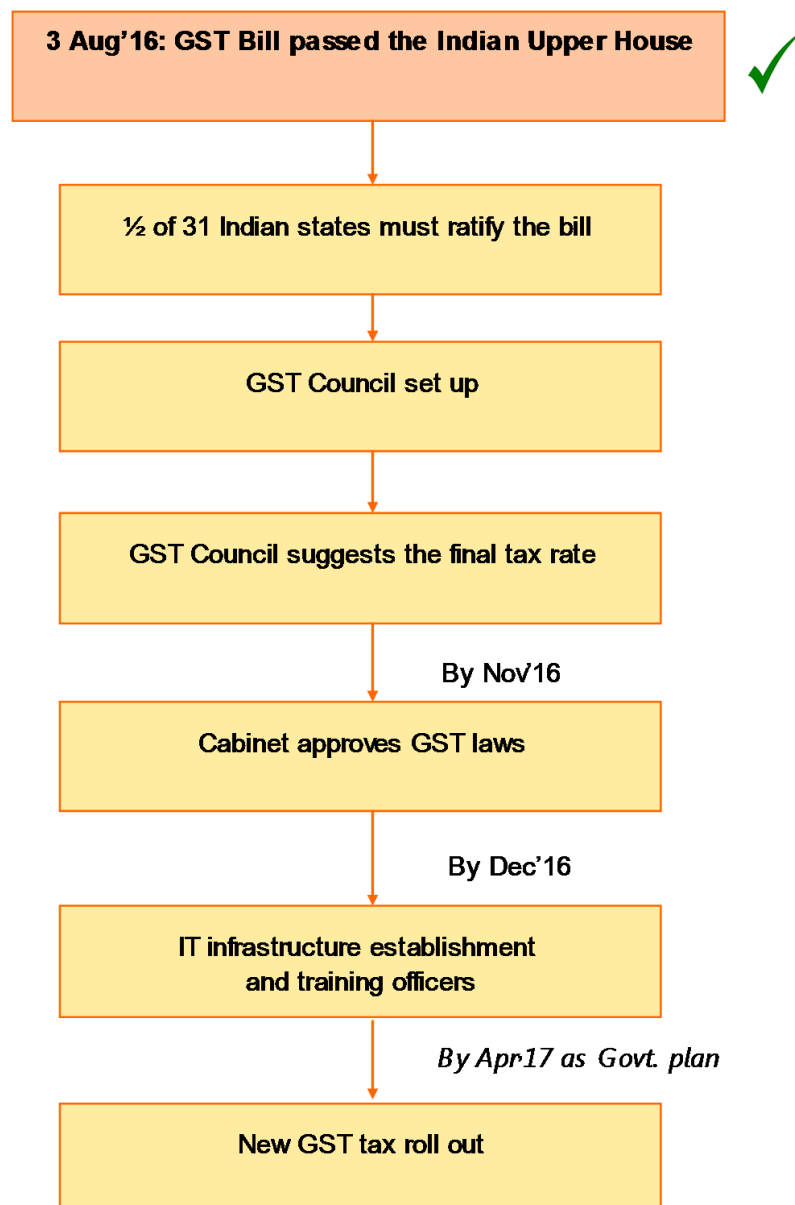
การผ่านกฎหมายภาษีสินค้าและบริการจะใช้เวลาอีกระยะกว่าจะส่งผลต่อเศรษฐกิจอินเดีย

วันที่ 3 ส.ค. ที่ผ่านมา รัฐสภาอินเดียได้ผ่านกฎหมายเกี่ยวกับภาษีสินค้าและบริการ (Good and Service Tax: GST) ซึ่งเป็นกฎหมายเพื่อแก้ไขรัฐธรรมนูญให้อินเดียใช้ระบบอัตราภาษีที่เป็นมาตรฐานเดียวกันทั่วประเทศ โดย GST จะมาแทนระบบภาษีเดิมที่มีการกำหนดอัตราภาษีที่ไม่เท่ากันในแต่ละรัฐ ซึ่งทำให้การทำธุรกิจยุ่งยากและมีต้นทุนสูง ประมาณว่าภาษีที่ซับซ้อนเหล่านี้ทำให้ต้นทุนสินค้าสูงขึ้นถึง 25-40% โดยนักวิเคราะห์คาดว่า การเปลี่ยนไปใช้ภาษี GST จะส่งผลบวกต่อ GDP อินเดียราว 1.5-2.0%

อย่างไรก็ตาม การผ่านกฎหมายยังเป็นเพียงขั้นตอนเบื้องต้นและยังต้องใช้เวลาในการดำเนินการอีกมาก กล่าวคือ ร่างกฎหมายนี้จะต้องถูกนำไปให้รัฐต่างๆ ในอินเดียพิจารณาและลงความเห็นชอบไม่น้อยกว่ากึ่งหนึ่ง (16 จาก 31 รัฐ) ต่อจากนั้น จะมีการตั้งคณะกรรมการเพื่อกำหนดอัตราภาษีใหม่ (GST Council) และเมื่อสามารถตกลงอัตราภาษีแล้ว จึงจะนำกลับเข้ามาให้รัฐสภาพิจารณาอีกครั้งก่อนประกาศใช้ ทั้งนี้ รัฐบาลอินเดียดังเข้าไว้ว่า ระบบภาษี GST ใหม่จะสามารถบังคับใช้จริงได้ ภายในเดือน เม.ย. ปี 2017

นอกจากนี้ ขั้นตอนการเปลี่ยนระบบภาษียังเกี่ยวข้องกับการปรับปรุงระบบเทคโนโลยีเพื่อให้รองรับการจัดเก็บภาษีแบบใหม่ ซึ่งต้องใช้เวลาทั้งในการอบรมเจ้าหน้าที่ของรัฐให้มีความรู้ความสามารถ รวมทั้งติดตั้งระบบเทคโนโลยีต่างๆ ทำให้เราคาดว่า กฎหมายดังกล่าวอาจต้องใช้เวลาานกว่าที่รัฐบาลอินเดียคาดไว้

แผนภาพที่ 9: ขั้นตอนและระยะเวลาในการบังคับใช้กฎหมาย GST โดยประมาณ



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

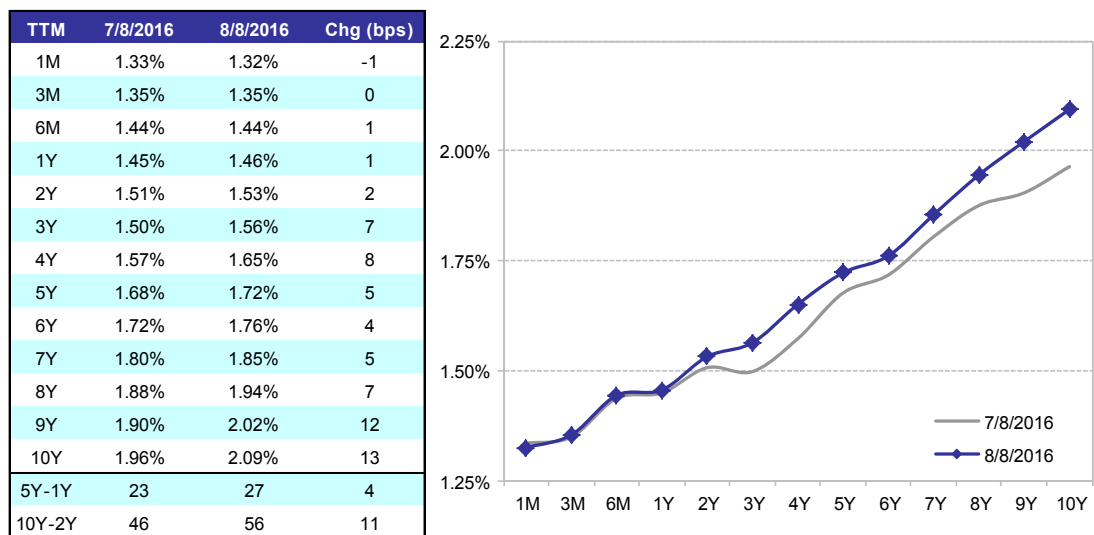
ตลาดตราสารหนี้

เราคงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจาก เรามองว่า Yield พันธบัตรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากเงินเฟ้อของไทยที่จะเริ่มฟื้นตัว

Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นถึงกลางเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

ในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา Yield พันธบัตรอายุไม่เกิน 2 ปี เปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย ขณะที่ Yield พันธบัตรระยะสั้นถึงกลางอายุ 2-8 ปี เพิ่มขึ้น 2-8 bps และ Yield พันธบัตรอายุมากกว่า 9 ปี เพิ่มขึ้น 12-13 bps ส่งผลให้เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) อายุ 2 และ 10 ปีมีความชันเพิ่มขึ้น จาก 46 bps เป็น 56 bps

แผนภาพที่ 10: Yield พันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นถึงกลางอายุ 1-8 ปีเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

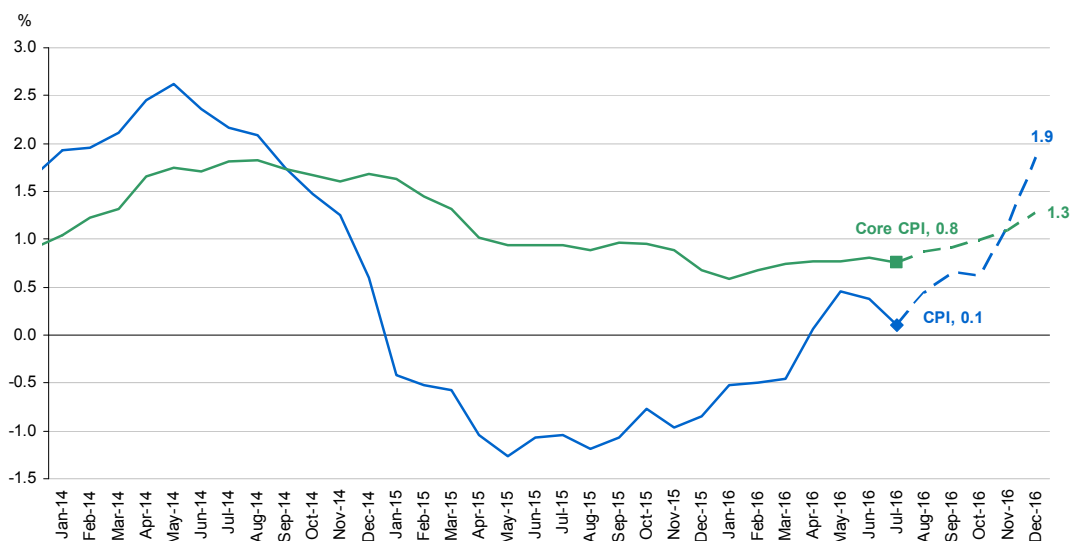


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เงินเฟ้อไทยมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในช่วงปลายปี ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในพันธบัตร

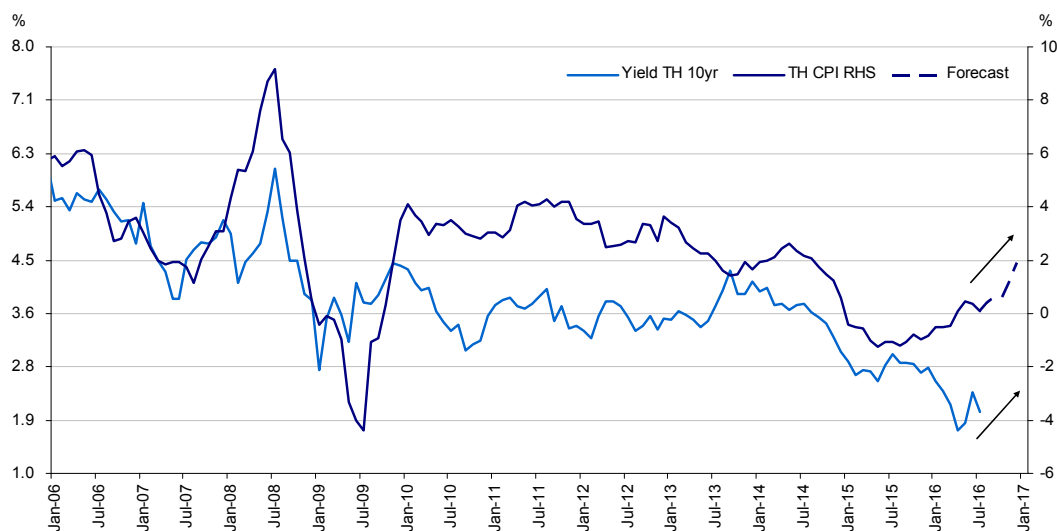
เราคาดว่า เงินเฟ้อของไทยจะค่อยๆ เร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า จากอุปสงค์ในประเทศที่มีแนวโน้มฟื้นตัว ต่อเนื่องในไตรมาส 3 และ 4 ซึ่งจะทำให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม และการลงทุนในพันธบัตรไทยจะมีความน่าสนใจลดลง เนื่องจากพันธบัตรเป็นสินทรัพย์ทางการเงินที่ให้ผลตอบแทนคงที่ หากเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield) ซึ่งคำนวณจากผลตอบแทนพันธบัตรหักลบด้วยอัตราเงินเฟ้อ ลดน้อยลง

แผนภาพที่ 11: เรามองว่าเงินเฟ้อของไทยทั้งเงินเฟ้อพื้นฐาน (เส้นสีเขียว) และเงินเฟ้อทั่วไป (เส้นสีฟ้า) มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในปลายปี



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 12: เงินเฟ้อของไทยเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับ Yield พันธบัตรรัฐบาล (อายุ 10 ปี)



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ เนื่องจากมองว่า ทองคำจะยังถูกกดดันจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่า และปรับคำแนะนำเป็น Overweight น้ำมัน เนื่องจากเรามองว่า อุปทานน้ำมันโลกยังคงลดลงต่อเนื่อง การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ จะเริ่มลดลง หากราคาน้ำมันเข้าใกล้ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และราคาน้ำมันมี Downside จำกัด

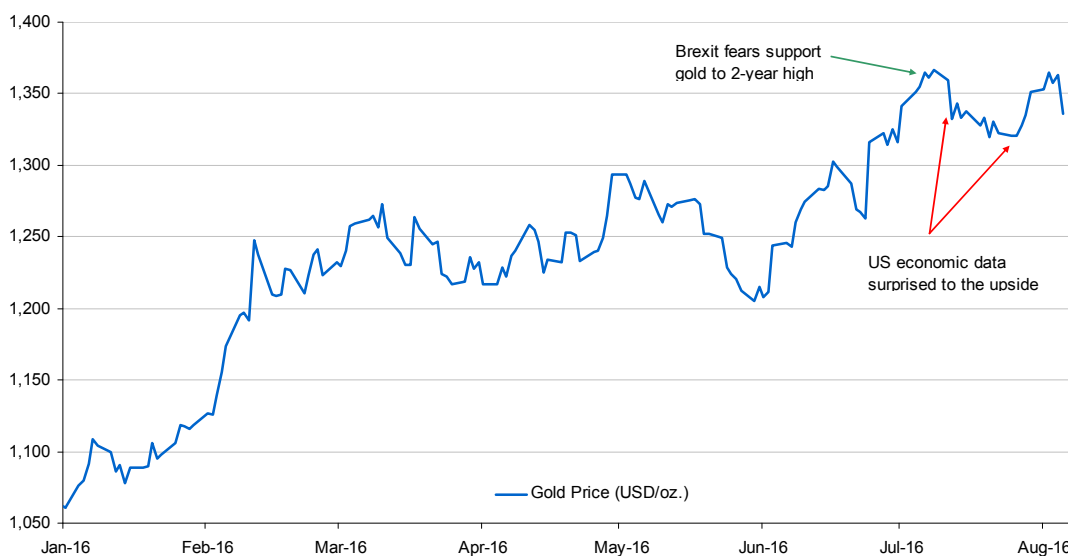
ทองคำ

เราคงคำแนะนำ Underweight ทองคำ เนื่องจากมองว่า ทองคำจะมี Upside จำกัด เพราะถูกกดดันจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่า ตามข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ออกมาดีและการดำเนินนโยบายของ Fed ที่สวนทางกับธนาคารกลางอื่นๆ

ทองคำเคลื่อนไหวผันผวน จากทั้งปัจจัยบวกและลบในรอบหนึ่งเดือนที่ผ่านมา

ทองคำเคลื่อนไหวผันผวนในเดือนที่ผ่านมา หลังได้รับปัจจัยบวกจากความกังวลเกี่ยวกับ Brexit ของอังกฤษ หนุนให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบกว่า 2 ปีที่ 1,375 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ณ ต้นเดือน ก.ค. อย่างไรก็ตาม หลังจากนั้น ราคาทองคำปรับตัวลดลงตามรายงานตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ออกมาดีกว่าคาด และความกังวลเกี่ยวกับอังกฤษที่ลดลง ส่งผลให้ในเดือนที่ผ่านมา ราคาทองคำเปลี่ยนแปลงไปเพียงเล็กน้อย ล่าสุด ต้นเดือน ส.ค. ราคาทองคำอยู่ที่ 1,336 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์

แผนภาพที่ 13: ทองคำเคลื่อนไหวผันผวนในเดือนที่ผ่านมา

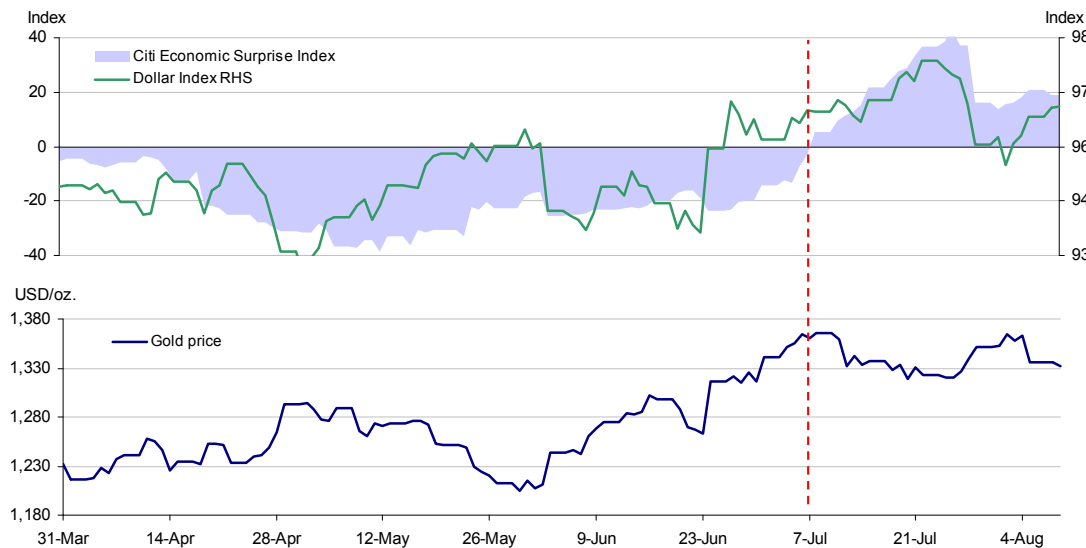


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในระยะข้างหน้า ทองคำจะยังถูกกดดันจากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า

เงินดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาแข็งค่าขึ้นสอดคล้องกับการคาดการณ์ของเรา เนื่องจากข้อมูลตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ออกมาดีกว่าตลาดคาดการณ์ข้างมาก ทั้งตลาดแรงงาน ตลาดบ้านและการใช้จ่ายภาคครัวเรือน เห็นได้จากดัชนี Citi Economic Surprise ที่พลิกกลับมาเป็นบวกนับตั้งแต่ต้นเดือน ก.ค. โดยค่าดัชนีที่เป็นบวกชี้ว่า ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ออกมาระหว่างนั้น ดีกว่าที่ตลาดคาดอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 14: เงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าจากตัวเลขเศรษฐกิจที่จะออกมาดี ซึ่งจะกดดันราคาทองคำ



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ ในเดือน ก.ย. จะเป็นเดือนสำคัญที่จะมีการประชุมของธนาคารกลางหลักของโลกเกือบทุกแห่ง ไม่ว่าจะเป็น ธนาคารกลางสหรัฐฯ (20-21 ก.ย.) ยุโรป (8 ก.ย.) ญี่ปุ่น (20-21 ก.ย.) และอังกฤษ (15 ก.ย.) โดยตลาดคาดว่า ธนาคารกลางเหล่านี้ยังดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน ซึ่งสวนทางกับการดำเนินนโยบายของสหรัฐฯ และจะทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นโดยเปรียบเทียบ

ด้วยเหตุนี้ ทำให้เรายังมองว่า เงินดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะแข็งค่าตามคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ย Fed ภายในปลายปี และการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed ที่สวนทางกับธนาคารกลางอื่นๆ ทำให้ทองคำจะเคลื่อนไหวผันผวนและมี Upside ค่อนข้างจำกัด จึงคงคำแนะนำ Underweight ทองคำจากปัจจัยดังกล่าว

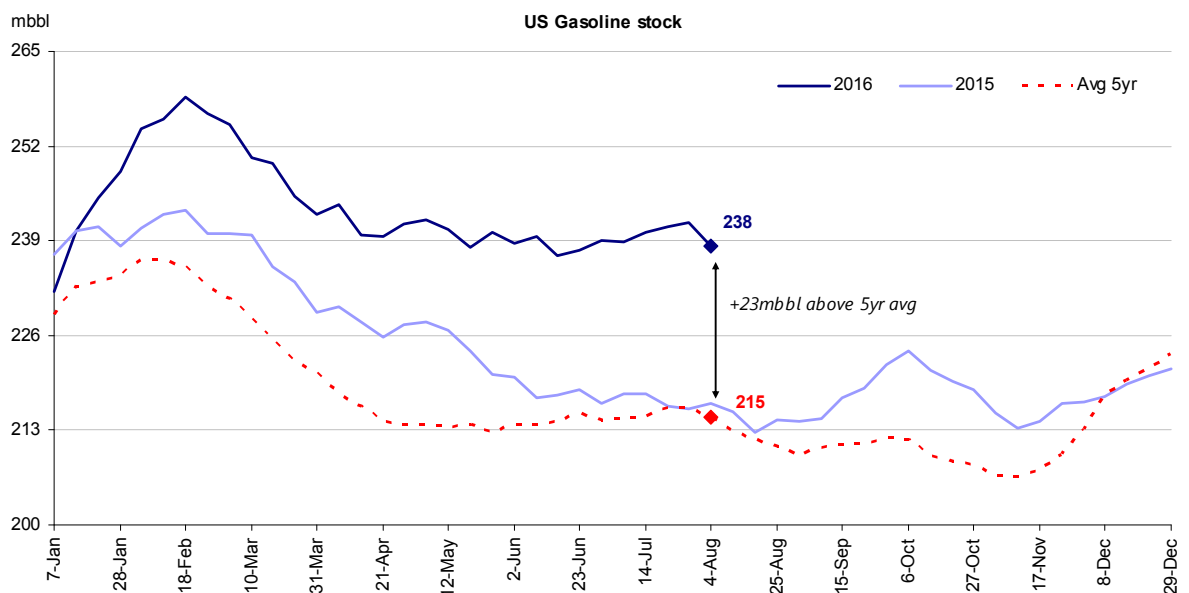
น้ำมัน

เราปรับคำแนะนำเป็น **Overweight** น้ำมัน เนื่องจาก เรามองว่า 1. อุปทานน้ำมันโลกยังคงลดลงต่อเนื่อง 2. การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ จะเริ่มลดลง หากราคาน้ำมันเข้าใกล้ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และ 3. โอกาสที่ราคาน้ำมันจะลดลงต่ำกว่าระดับปัจจุบันมีน้อย

ราคาน้ำมันถูกกดดันจากความกังวลด้านอุปทานในผลิตภัณฑ์น้ำมัน

ราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือน ที่ 41.6 และ 42.5 ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ จากความกังวลด้านอุปทานที่อยู่ในระดับสูง ยกตัวอย่างเช่น สต็อกน้ำมันสำเร็จรูปชนิดเบนซินของสหรัฐฯ ที่กลับมาเพิ่มขึ้น แม้ว่าจะอยู่ในช่วงฤดูกาลท่องเที่ยว (Driving Season) ซึ่งปกติแล้วจะมีความต้องการใช้น้ำมันในระดับสูง โดยสต็อกน้ำมันเบนซินเริ่มเพิ่มขึ้นตั้งแต่กลางเดือน ก.ค. และ ณ ปัจจุบัน อยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังถึง 23 ล้านบาร์เรล

แผนภาพที่ 15: สต็อกน้ำมันเบนซินลดลงน้อยกว่าในช่วงเดียวกันของปีที่แล้ว และอยู่ในระดับสูงมากเทียบกับค่าเฉลี่ย



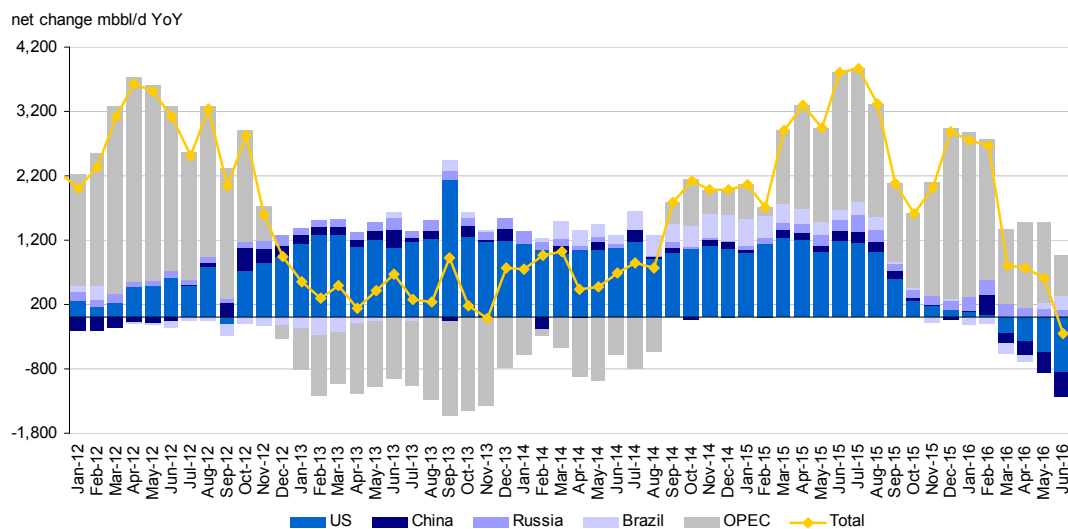
Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อุปทานน้ำมันโลกยังคงลดลงต่อเนื่องในปีนี้

เรามองว่า ราคาน้ำมันจะค่อยๆ พ้นตัวได้ดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปี จากอุปทานน้ำมันรวมของโลกที่ยังคงลดลงต่อเนื่อง เราได้พิจารณาการเปลี่ยนแปลงปริมาณการผลิตน้ำมันของประเทศผู้ผลิตต่างๆ ได้แก่ ประเทศในกลุ่ม OPEC และประเทศนอกกลุ่ม OPEC คือ สหรัฐฯ จีน รัสเซีย และบราซิล พบว่า ปริมาณการผลิตน้ำมันรวมชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี และลดลงเป็นติดลบในเดือน มิ.ย. เป็นครั้งแรกในรอบ 30 เดือน (พ.ย. ปี 2013) จากปริมาณการผลิตน้ำมันของประเทศนอกกลุ่ม OPEC ที่ลดลงมากกว่าการเพิ่มการผลิตของ OPEC

ด้วยเหตุนี้ ทำให้เราคาดว่า การผลิตน้ำมันรวมของโลกที่ยังลดลง จะเป็นปัจจัยทำให้ราคาน้ำมันพ้นตัวได้ในครึ่งหลังของปี

แผนภาพที่ 16: ปริมาณอุปทานน้ำมันโลกลดลงอย่างต่อเนื่องในปีนี้

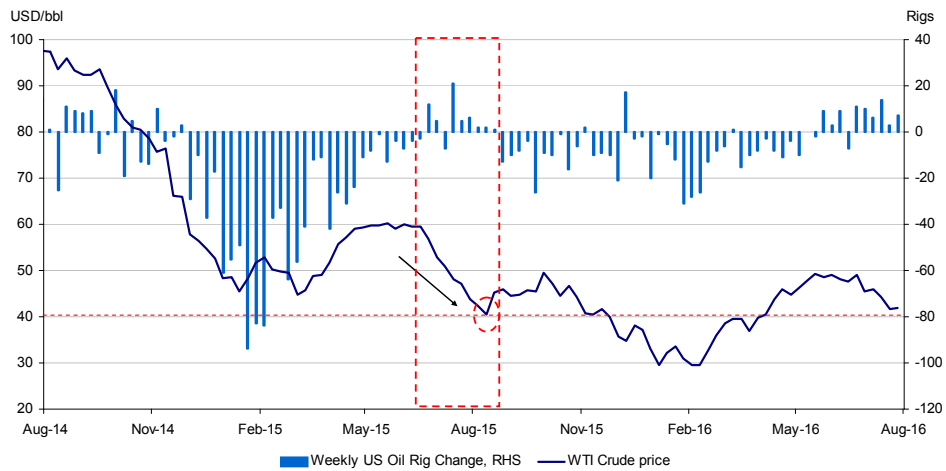


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แท่นขุดเจาะน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะกลับมาลดลง หากราคาน้ำมันเข้าใกล้ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

เราคาดว่า ราคาน้ำมันดิบสหรัฐฯ WTI ที่ใกล้ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จะทำให้ผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ กลับมาลดกิจกรรมการผลิต จากเหตุการณ์ในอดีตช่วงกลางปี 2015 ราคาน้ำมันลดลง 33% จากราว 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเหลือ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่ง ณ ระดับราคา 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันเริ่มกลับมาลดลง ซึ่งชี้ว่า ผู้ผลิตน้ำมันลดการขุดเจาะเนื่องจากราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างรวดเร็ว ทำให้เรามองว่า หากราคาน้ำมันเข้าใกล้ระดับนี้อีกครั้ง ก็มีโอกาทำให้แท่นขุดเจาะน้ำมันสหรัฐฯ ลดลง ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมัน

แผนภาพที่ 17:ราคาน้ำมันที่เข้าใกล้ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล
มีโอกาทำให้ผู้ผลิตน้ำมันสหรัฐฯ ลดจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันลง



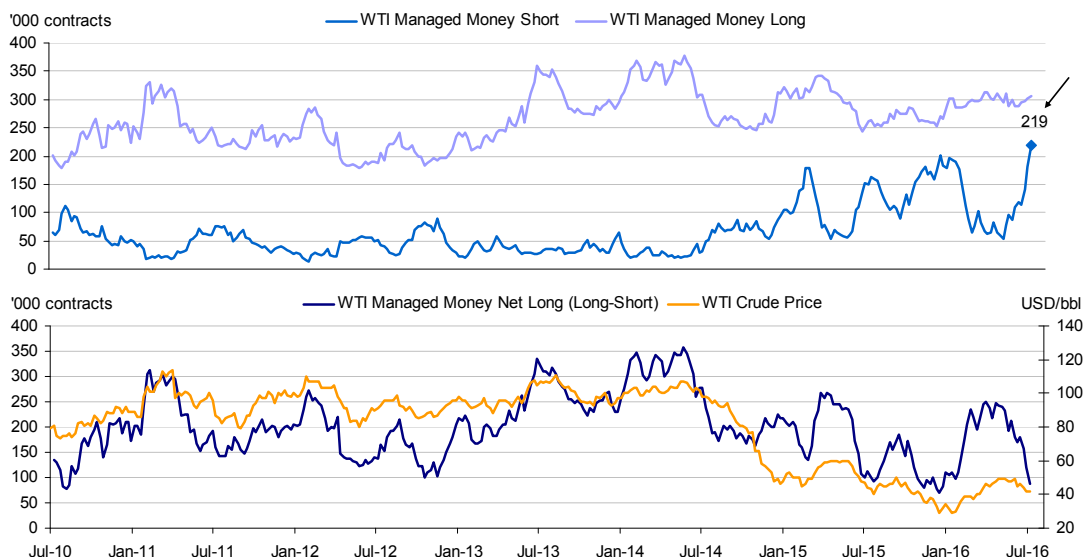
Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดสัญญาน้ำมันดิบล่วงหน้า ชั่วโอกาสที่ราคาน้ำมันจะลดลงต่อจากนี้ (Downside) มีน้อย

ณ ต้นเดือน ส.ค. จำนวนสัญญาขายน้ำมันดิบ WTI ล่วงหน้า (Short Positions) โดยกองทุน (Money Manager) ซึ่งซื้อขายสัญญาล่วงหน้าเพื่อทำกำไร เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2.19 แสนสัญญา แสดงถึงมุมมองของตลาดที่เป็นลบมากเกินไป ทำให้เรามองว่า ราคาน้ำมันจะไม่ลดลงต่ำกว่าระดับปัจจุบันมากนัก เนื่องจากหากราคาน้ำมันลดต่ำลงก็จะได้รับแรงซื้อคืน (Short Coverings) เพื่อทำกำไร และหนุนให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ ในส่วนของน้ำมันดิบ Brent ก็สะท้อนภาพเดียวกัน โดยจำนวนสัญญาขายน้ำมันดิบ Brent ล่วงหน้าก็อยู่ในระดับสูงใกล้จุดสูงสุดในปีนี้ ทำให้ความเสี่ยงที่ราคาจะลดลงมีน้อยแล้วเช่นกัน

แผนภาพที่ 18: จำนวนสัญญาขายน้ำมันดิบ WTI ล่วงหน้าของ Manage money สูงสุดเป็นประวัติการณ์ (เส้นฟ้า)



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราปรับคำแนะนำเป็น Overweight น้ำมัน

เราปรับคำแนะนำเป็น Overweight น้ำมัน เนื่องจากมองว่า ตลาดน้ำมันจะสามารถเข้าสู่สมดุลได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป จากปริมาณอุปทานน้ำมันในตลาดที่ยังลดลงต่อเนื่อง การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่มีโอกาสลดลงหากราคาน้ำมันใกล้ 40 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล รวมทั้ง โอกาสที่ราคาน้ำมันจะลดลงต่ำกว่าระดับปัจจุบันมีน้อย

Global Economic Insights

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2/2016 ขยายตัว +1.2%QoQ, saar แยกว่าตลาดคาด**
จากการลดลงของปริมาณสินค้าคงคลังเป็นสำคัญ แต่การบริโภคยังคงขยายตัวได้ดีอยู่ โดยในระยะข้างหน้าเราคาดว่าปริมาณสินค้าคงคลังจะฟื้นตัวขึ้น ตามอุปสงค์โลก ทั้งนี้ ความน่าจะเป็นที่จะขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค. เข้าใกล้ 50% หลังรายงานการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่เพิ่มขึ้นมากกว่าคาด
- **เศรษฐกิจยุโรป ไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +0.3% QoQ จากความไม่แน่นอนจากการทำประชามติ Brexit ที่ชะลอการค้าและการลงทุน**
โดยในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง จากภาคการผลิต และตลาดสินเชื่อที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว รวมถึงปัจจัยเสี่ยงจากความไม่แน่นอนในการเจรจาออกจาก EU ของอังกฤษ และการทำประชามติเพื่อการปฏิรูปรัฐสภา (Senate Reform) ของอิตาลีในช่วงเดือน ต.ค. นี้
- **เศรษฐกิจจีนจะชะลอตัวลง จากการชะลอตัวของการลงทุน โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์และปัญหาหนี้เสีย (NPLs) ส่งผลให้ทางการออกมาตรการต่างๆ เพื่อแก้ไข และควบคุมการปล่อยสินเชื่อให้มีความเข้มงวดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจจะได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ 2) ภาคการบริการที่แข็งแกร่ง และ 3) การใช้จ่ายของผู้บริโภคที่เริ่มฟื้นตัว**
- **เศรษฐกิจญี่ปุ่น ไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +0.2% QoQ, saar จากเงินเยนที่แข็งค่าไปกดดันการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชน**
มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมของภาครัฐฯ จะเข้ารัฐสภาในเดือน ก.ย. และ BoJ จะประกาศผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่ใช้อยู่ปัจจุบันต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 20-21 ก.ย. นี้
- **เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นนักลงทุนหลังการผ่านประชามติ แต่การฟื้นตัวของการลงทุนภาครัฐและเอกชนค่อนข้างจำกัด**
เนื่องจากการส่งออกยังคงอ่อนแอและภาคอุตสาหกรรมยังมีอัตราการใช้กำลังการผลิตส่วนเกินเหลืออยู่มาก ส่วนการลงทุนภาครัฐน่าจะสามารถดำเนินได้อย่างต่อเนื่องหลังการเมืองมีเสถียรภาพมากขึ้น ทั้งนี้ GDP ไตรมาส 2 เติบโตขึ้นเป็น +3.5% YoY จาก +3.2% ในไตรมาสแรก จากการบริโภคภาคเอกชนเป็นสำคัญ

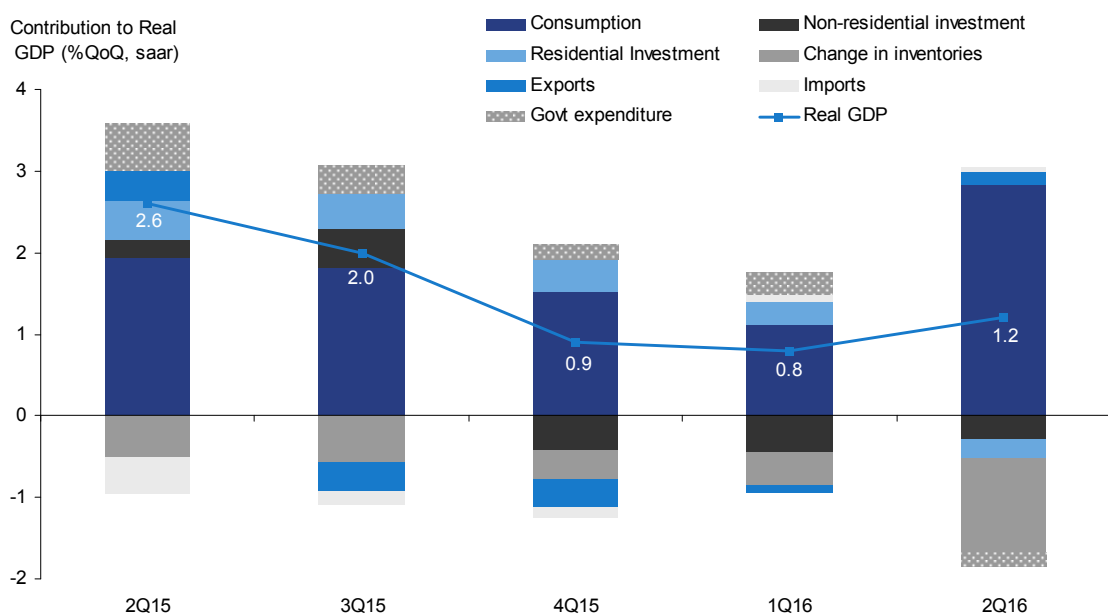
เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจไตรมาส 2/2016 ขยายตัว +1.2%QoQ, saar แย่กว่าตลาดคาด จากการลดลงของปริมาณสินค้าคงคลังและการลงทุนภาคเอกชน แต่การบริโภคยังคงขยายตัวได้ดีอยู่ โดยในระยะข้างหน้า เราคาดว่าปริมาณสินค้าคงคลังจะฟื้นตัวขึ้น ตามอุปสงค์โลกที่เริ่มฟื้นตัว ขณะที่การลดลงของการลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์จะเป็นเพียงชั่วคราว เนื่องจากดัชนีความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้านและความสามารถในการซื้อบ้านของผู้ซื้อยังคงอยู่ในระดับสูง ทั้งนี้ความน่าจะเป็นที่จะขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค. เข้าใกล้ 50% หลังรายงานการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่ออกมาเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด

เศรษฐกิจขยายตัว +1.2%QoQ, saar แย่กว่าตลาดคาด จากการลดลงของปริมาณสินค้าคงคลังและการลงทุนภาคเอกชน ส่วนการบริโภคยังคงขยายตัวได้ดีอยู่

GDP ไตรมาส 2/2016 เบื้องต้น ขยายตัว +1.2%QoQ, saar ใกล้เคียงกับที่ DB คาดที่ +1.0%QoQ, saar แต่แย่ตลาดคาดเป็นอย่างมากที่ +2.5%QoQ, saar โดย GDP ถูกฉุดลงจากปริมาณสินค้าคงคลัง (Change in Inventories) -1.16 percentage point (pp.) แต่การบริโภคยังคงแข็งแกร่งโดย Real Final Sales of Domestic Product (GDP ไม่นับรวมการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง) เพิ่มขึ้นเป็น +2.4%QoQ saar จากไตรมาสก่อนที่ +1.2%QoQ saar

แผนภาพที่ 19: เศรษฐกิจขยายตัว +1.2%QoQ, saar แย่กว่าตลาดคาด
จากการลดลงของปริมาณสินค้าคงคลังและการลงทุนภาคเอกชน



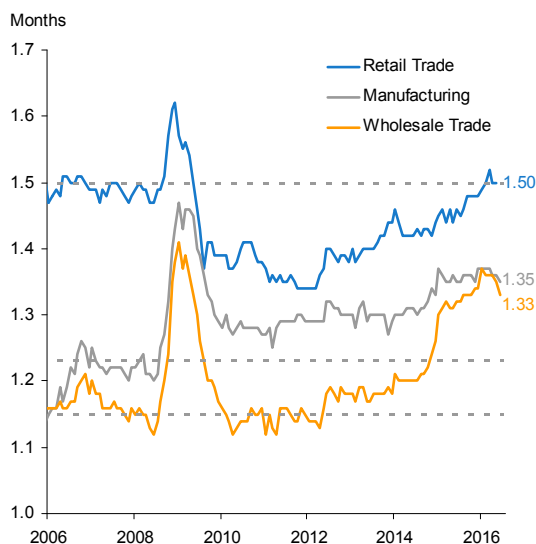
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปัจจัยจุดจากสต็อกสินค้าจะบรรเทาแรง ตามการฟื้นตัวของการค้า

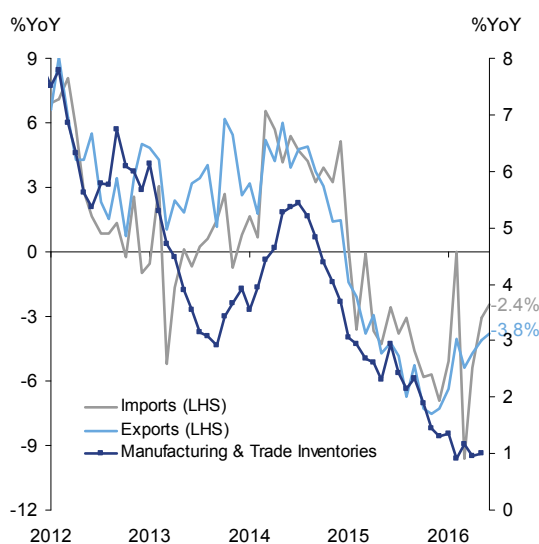
สัดส่วนสต็อกสินค้าต่อยอดขาย (Inventory-to-sales) เริ่มชะลอตัว จากทั้งปริมาณสินค้าที่ลดลงและยอดขายที่เพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อภาคการผลิตในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ ยอดนำเข้าและส่งออกที่เริ่มฟื้นตัวตามอุปสงค์โลก จะช่วยหนุนให้การระบายสินค้าออกเร่งตัวขึ้น โดยยอดส่งออกเดือน มิ.ย. ฟื้นตัวดีขึ้น โดยหดตัว -3.8%YoY ลดลงจากเดือน พ.ย. 2015 ที่หดตัว -7.5%YoY

อย่างไรก็ดี สัดส่วนสต็อกสินค้าต่อยอดขายยังคงอยู่ในระดับสูง เมื่อเทียบกับช่วงปี 2006-2007 หรือช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ จะยังคงกดดันภาคการผลิตในระยะข้างหน้าให้ฟื้นตัวได้ไม่มากนัก โดยสัดส่วนสต็อกสินค้าต่อยอดขายของภาคการผลิตเพิ่มขึ้นจากระดับ 1.23 เดือน มาอยู่ที่ 1.35 เดือน และภาคค้าส่งเพิ่มขึ้นจากระดับ 1.15 เดือน มาอยู่ที่ 1.33 เดือน ขณะที่ภาคค้าปลีกกลับมาอยู่ในระดับปกติที่ 1.50 เดือน

แผนภาพที่ 20: สต็อกสินค้าภาคการผลิตและภาคค้าส่งลดลง แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับยอดขาย



แผนภาพที่ 21: ยอดส่งออกและนำเข้าที่ฟื้นตัวขึ้น จะเพิ่มปริมาณสต็อกสินค้า ผ่านการผลิตที่มากขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

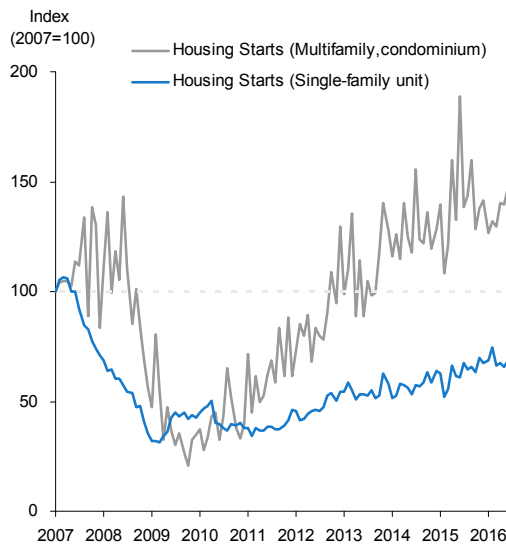
การลดลงของการลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์น่าจะเป็นเพียงชั่วคราว เนื่องจากดัชนีความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้านและความสามารถในการซื้อบ้านของผู้ซื้อยังคงอยู่ในระดับสูง

การลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ (Residential Investment) พลิกกลับมาหดตัวในไตรมาส 2 และจุด GDP ลง -0.24 pp. น่าจะเป็นเพียงชั่วคราว เนื่องจากดัชนีวัดความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้าน และดัชนีวัดความสามารถในการซื้อบ้านของผู้ซื้อยังคงอยู่ในระดับสูง

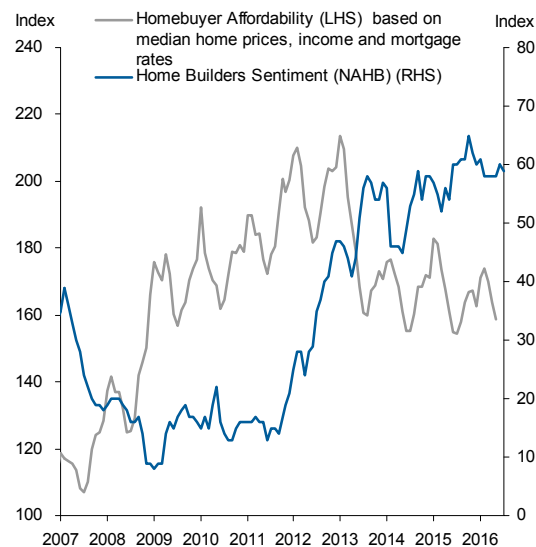
โดยดัชนีวัดความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้าน โดยสมาคมผู้สร้างบ้านแห่งชาติ (NAHB) เดือน ก.ค. อยู่ที่ 59 จุด เพิ่มขึ้นมาจากช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 ที่ระดับ 15 จุด และดัชนีวัดความสามารถในการซื้อบ้านของผู้ซื้อ (Homebuyer Affordability) ซึ่งคำนวณจากราคาบ้านเฉลี่ย รายได้เฉลี่ย และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ซื้อบ้านยังคงอยู่ระดับดี มากกว่า 100 จุด

สาเหตุที่การลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ลดลง มาจากการชะลอตัวของยอดสร้างบ้านเดี่ยวหลังใหม่ (Housing Starts: Single-family Unit) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนถึง 65% ของจำนวนบ้านใหม่ ขณะที่ยอดสร้างคอนโดฯ ใหม่ (Housing Starts: Multifamily unit) เพิ่มขึ้นมาอยู่สูงกว่าระดับก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008

แผนภาพที่ 22: ยอดสร้างบ้านใหม่ลดลง โดยเฉพาะบ้านเดี่ยว



แผนภาพที่ 23: ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้สร้างบ้าน และความสามารถในการซื้อบ้านของผู้ซื้อยังคงอยู่ในระดับสูง



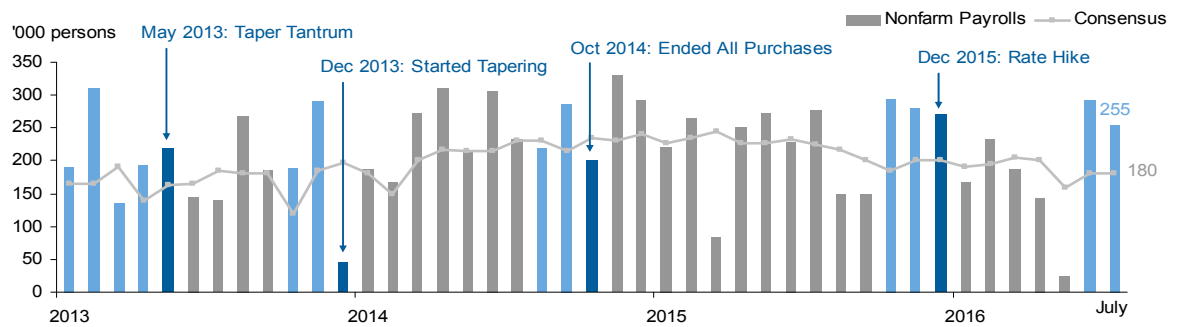
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การจ้างงานนอกภาคเกษตรยังคงเพิ่มขึ้นมากกว่าตลาดคาด ช่วยผลักดันให้ความน่าจะเป็นในการขึ้นดอกเบี้ยภายในเดือน ธ.ค. เพิ่มขึ้นเข้าใกล้ 50%

การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm payroll Employment) เดือน ก.ค. เพิ่มขึ้น +2.55 แสนราย มากกว่าตลาดคาดที่ +1.80 แสนรายเป็นอย่างมาก ส่งผลให้ความน่าจะเป็นที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยภายในเดือน ธ.ค. (คำนวณโดย Fed Fund Futures) เพิ่มขึ้นจาก 37% ก่อนรายงานการจ้างงานเป็น 47% เท่ากับระดับก่อนการทำประชามติ Brexit

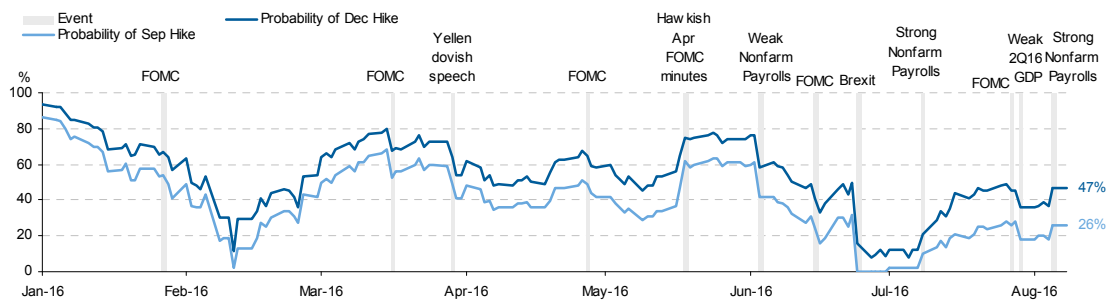
การเพิ่มขึ้นมากกว่าคาดของยอดการจ้างงานนอกภาคเกษตร จะเป็นปัจจัยหนุนให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยได้ในปีนี้ โดยเมื่อดูจากการตัดสินใจในอดีต Fed จะรอให้รายงานยอดการจ้างงานออกมาสูงกว่าตลาดคาดอย่างน้อย 2 เดือน ก่อนที่จะชะลอการกระตุ้นเศรษฐกิจ ดังนี้ เดือน ธ.ค. 2013 Fed เริ่มชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Started Tapering) เดือน ต.ค. 2014 Fed หยุดการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Ended all Purchases) และเดือน ธ.ค. 2015 Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก ทั้งนี้ Janet Yellen ผู้ว่าการ Fed อาจกล่าวถึงความเป็นไปได้ของการขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมนโยบายการเงิน Jackson Hole Symposium ในวันที่ 26 ส.ค.นี้ เพื่อเพิ่มการคาดการณ์ของตลาดให้สอดคล้องกับตัวเลขเศรษฐกิจที่ดีขึ้น

แผนภาพที่ 24: การจ้างงานนอกภาคเกษตรเดือน ก.ค. สูงกว่าตลาดคาดเป็นอย่างมาก



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 25: ความน่าจะเป็นที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ยกลับมาอยู่ระดับเดียวกับก่อน Brexit โดยเรายังคงคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

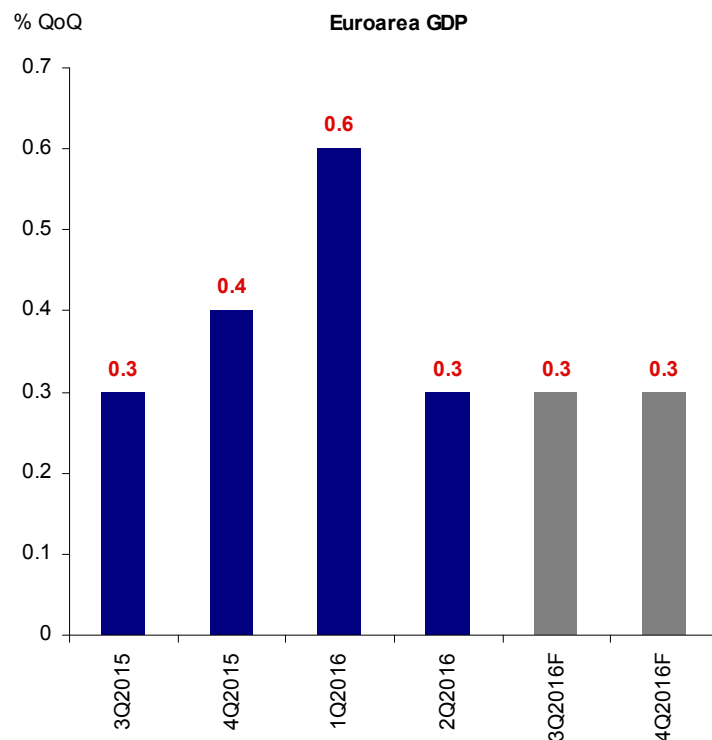
เศรษฐกิจไตรมาส 2 ขยายตัว +0.3% QoQ ตามคาด ชะลอตัวลงจาก +0.6% QoQ ในไตรมาสแรก ตามแรงกดดันจากความไม่แน่นอนจากการทำประชามติ Brexit ที่ชะลอการค้าและการลงทุน และภาคการผลิตที่ขยายตัวดีเกินคาดในไตรมาสแรกจากปัจจัยชั่วคราว

โดยเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามความเสี่ยงในช่วงครึ่งหลังของปีที่ยังคงมีอยู่ได้แก่ 1) ความไม่แน่นอนในกระบวนการเจรจาเพื่อออกจาก EU ของอังกฤษ และ 2) การทำประชามติเพื่อการปฏิรูปรัฐสภา (Senate Reform) ของอิตาลีในช่วงเดือน ต.ค.นี้ ประกอบกันนี้ ภาคการผลิตได้เริ่มอ่อนกำลังลง และตลาดสินเชื่อเริ่มชะลอตัวลงแม้ว่าธนาคารจะได้ผ่อนคลายเงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อ

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ชะลอตัวลงตามคาด

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ขยายตัว +0.3% QoQ ชะลอตัวลงจาก +0.6% QoQ ในไตรมาสแรก ตามแรงกดดันจากความไม่แน่นอนในการทำประชามติ Brexit และการขยายตัวดีเกินคาดในไตรมาสแรกจากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติหนุนผลผลิตในภาคก่อสร้าง

แผนภาพที่ 26: GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว +0.3% QoQ

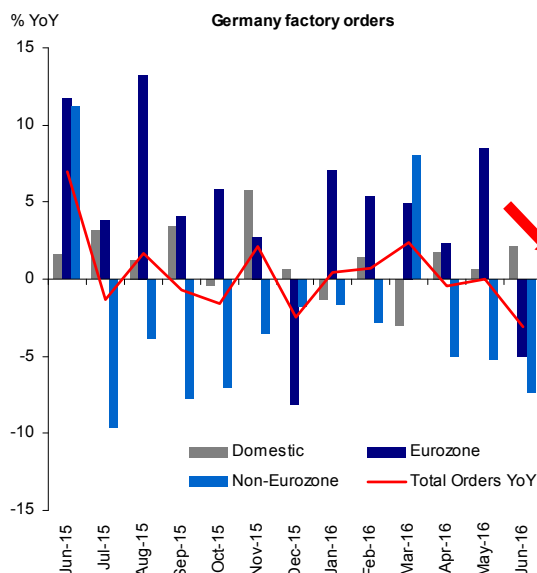


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

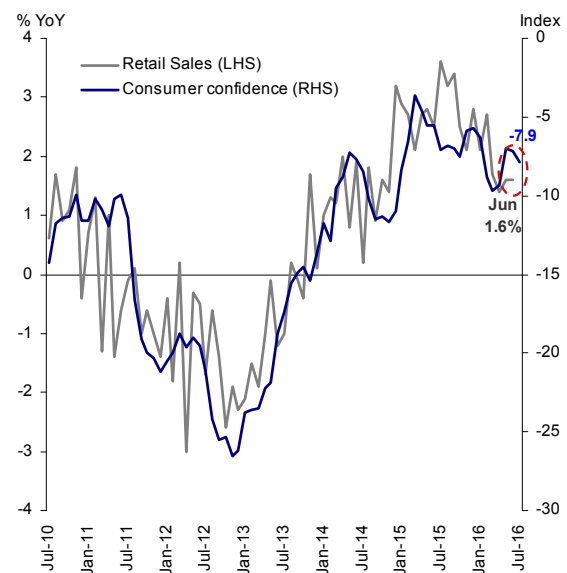
การผลิตเริ่มอ่อนกำลังลงจากที่ได้ขยายตัวดีเกินคาดในไตรมาส กอปรกับการทำประชามติ Brexit ที่ส่งผลให้ภาคธุรกิจชะลอการลงทุนและการผลิตออกไป โดยยอดคำสั่งซื้อของโรงงาน (Factory Orders) ของเยอรมนีได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยในเดือน มิ.ย. ยอดคำสั่งซื้อหดตัว -3.1% YoY จากที่ทรงตัวในเดือนก่อนหน้า (+0.0%) ทั้งนี้ แม้ว่ายอดคำสั่งซื้อภายในประเทศ (Domestic) จะเร่งตัวขึ้นเป็น +2.1% YoY แต่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศยังคงหดตัว โดยยอดคำสั่งซื้อนอกยูโรโซน (Non-Eurozone) ได้หดตัวเพิ่มขึ้น (-7.3% YoY) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อในยูโรโซน (Eurozone) พลิกกลับมาหดตัวครั้งแรกนับแต่เดือน ธ.ค. 2015 (-5.0% YoY) ซึ่งได้ว่าผลผลิตภาคอุตสาหกรรมในระยะข้างหน้าจะอ่อนแอ

การบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อย แม้ว่ายอดค้าปลีกเดือน มิ.ย. จะขยายตัว +1.6% YoY คงที่จากเดือนก่อนหน้า แต่ภายหลัง Brexit ความเชื่อมั่นผู้บริโภคได้ปรับลดลง -0.9 จุด เป็น -7.9 จุด (เดือน ก.ค.) ทำให้เรามองว่าความเชื่อมั่นที่ลดลงนี้อาจกดดันยอดค้าปลีกในระยะข้างหน้าได้

แผนภาพที่ 27: ยอดคำสั่งซื้อลดลงต่อเนื่อง
ซึ่งผลผลิตภาคอุตสาหกรรมอ่อนแอในระยะ
ข้างหน้า



แผนภาพที่ 28: ความเชื่อมั่นผู้บริโภค
ลดลงเล็กน้อยหลัง Brexit แต่อาจ
กดดันยอดค้าปลีกในระยะข้างหน้า



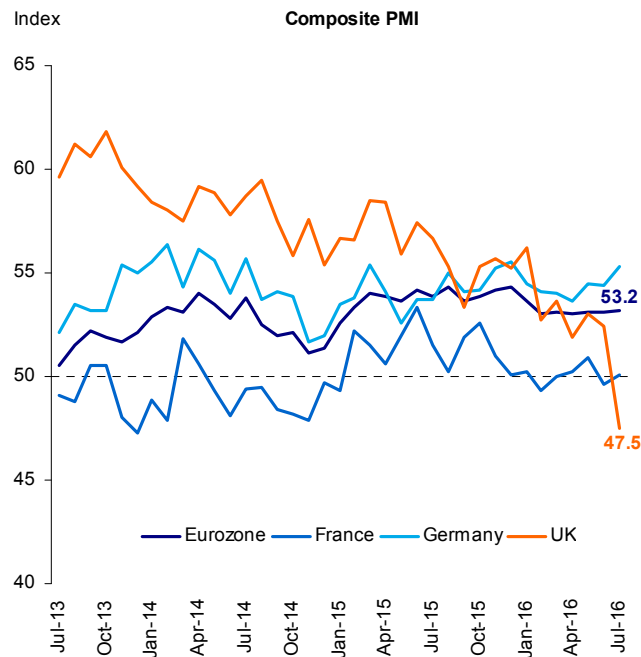
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบจาก Brexit ยังมีจำกัด แต่คาดจะชัดเจนขึ้นในระยะข้างหน้า

ผลกระทบจาก Brexit ต่อเศรษฐกิจยูโรโซนยังคงมีอยู่จำกัด จากความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ออกมาดีว่าการคาดการณ์

โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน ก.ค. ของประเทศหลักอย่างเยอรมนี ฝรั่งเศส และของยูโรโซนได้เพิ่มขึ้นดีกว่าการคาดการณ์ของตลาด ขณะที่ค่าดัชนีฯ ของอังกฤษได้ปรับลดลง -5.0 จุด เป็น 47.5 จุด และอยู่ในแนวหดตัวครั้งแรกในรอบ 7 ปี

แผนภาพที่ 29: ดัชนี PMI รวมของยูโรโซนเพิ่มขึ้น ขณะที่ดัชนีของอังกฤษลดลง อยู่ในแนวหดตัวครั้งแรกในรอบ 7 ปี ภายหลัง Brexit



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

ด้านความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ก.ค. ได้เพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 104.6 จุด สวนทางกับการคาดการณ์ของตลาดที่จะลดลงเป็น 103.5 จุด

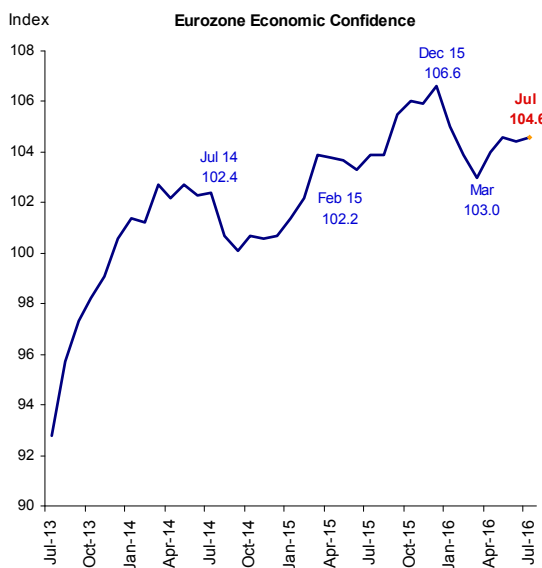
จากค่าดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจซึ่งนับรวมผลจาก Brexit เข้าไป ซึ่งได้ว่า Brexit ยังคงไม่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจยูโรโซนมากนัก

อย่างไรก็ดี เรามองว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะต้องใช้ระยะเวลาสักพักหนึ่งจึงจะเห็นผลตามที่นาย Mario Draghi ผู้ว่าการ ECB ได้กล่าวไว้ในการประชุม ECB เมื่อวันที่ 21 ก.ค. ที่ผ่านมา โดยดัชนีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจ ในอนาคตของสถาบัน ZEW (ZEW Survey Expectations) ซึ่งเป็นดัชนีคาดการณ์เศรษฐกิจล่วงหน้า 6 เดือน ได้ปรับลดลงค่อนข้างมากในเดือน ก.ค. ของทั้งยูโรโซน และเยอรมนี

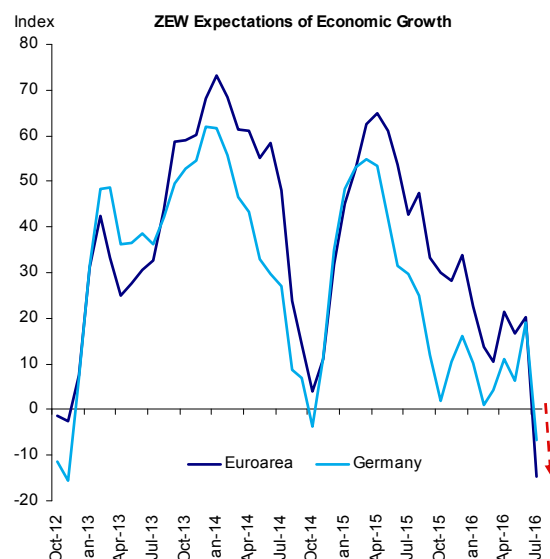
โดยค่าดัชนีฯ ได้ปรับลดลง -34.9 จุด เป็น -14.7 จุด ในกลุ่มยูโรโซน ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับแต่เดือน ส.ค. 2012 ส่วนของประเทศเยอรมนีได้ปรับลดลง -26.0 จุด เป็น -6.38 จุด ต่ำสุดนับแต่เดือน พ.ย. 2012 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 9.0 จุด

เราคาดว่าความไม่แน่นอนจากการดำเนินกระบวนการเพื่อที่จะออกและการเจรจาต่อรองด้านการค้าใหม่ จะกดดันการลงทุนและการค้าในระยะข้างหน้า โดยคาดว่าผลกระทบจะชัดเจนขึ้นในปี 2017 ซึ่ง DB ได้ปรับลดประมาณการ GDP ปี 2017 ลงเป็น 1.1% YoY จากเดิมที่ 1.5% YoY

แผนภาพที่ 30: ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ
ยูโรโซนเพิ่มขึ้นในเดือน ก.ค.



แผนภาพที่ 31: ความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจใน
อนาคตของ ZEW ลดลงแรง ชี้ผลกระทบจาก
Brexit จะชัดเจนขึ้นในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

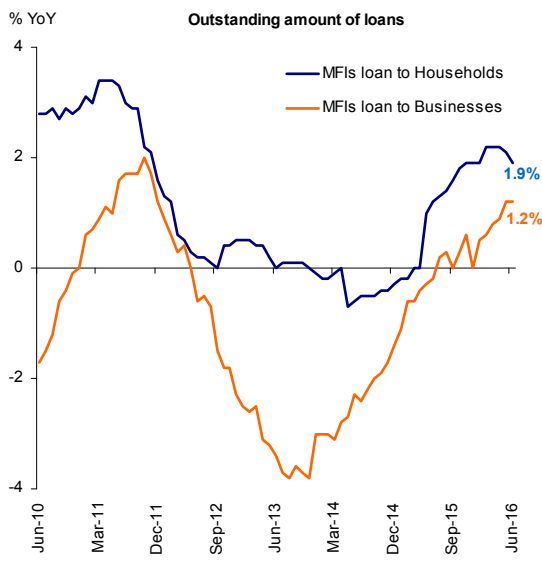
ภาวะทางการเงินยังคงผ่อนคลาย แต่ยอดขอสินเชื่อในระบบเริ่มชะลอตัวลง

ผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลางยุโรป (ECB Bank Lending Survey) ไตรมาส 2/2016 ชี้ว่า ภาวะทางการเงินยังคงผ่อนคลายสอดคล้องกับนโยบายทางการเงินของ ECB

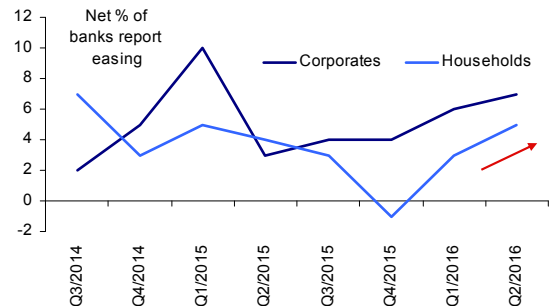
โดยธนาคารส่วนใหญ่ได้ผ่อนคลายเงื่อนไขในการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจและครัวเรือน รวมถึงสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Mortgage Loans) และคาดว่าเงื่อนไขในการปล่อยสินเชื่อจะยังคงอยู่ในระดับที่ผ่อนคลายต่อเนื่องในไตรมาส 3

อย่างไรก็ดี ยอดสินเชื่อคงค้างในระบบ (Outstanding Loans) เดือน มิ.ย.เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง โดยสินเชื่อภาคธุรกิจ (MFI Loans to Non-Financial Corporations) ได้ขยายตัว +1.2% YoY คงที่จากเดือน พ.ค. ขณะที่ภาคครัวเรือน (MFI Loans to Households) ชะลอตัวลงเป็น +1.9% YoY จาก +2.1% YoY ในเดือนก่อน โดยเรามองว่า ในระยะข้างหน้ายอดสินเชื่อจะชะลอตัวลง โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากความไม่แน่นอนของ Brexit ที่กีดกันการลงทุน และการใช้จ่ายของผู้บริโภค ส่งผลให้ความต้องการขอสินเชื่อลดลง อีกทั้งภาคธนาคารที่ยังอ่อนแอจะส่งผลกระทบต่อ การปล่อยสินเชื่อในระยะข้างหน้าได้

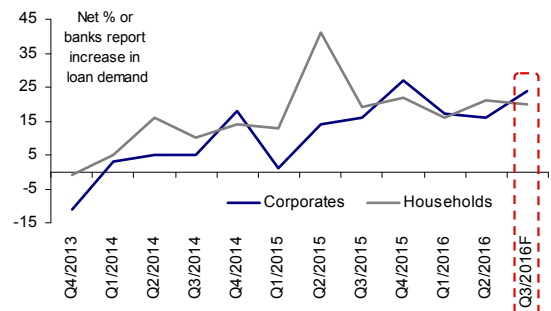
แผนภาพที่ 32: ยอดสินเชื่อคงค้างในระบบของภาคครัวเรือนชะลอตัวลง ขณะที่ภาคธุรกิจทรงตัว



แผนภาพที่ 33: ผลสำรวจการปล่อยสินเชื่อของ ECB ซึ่ง ธนาคารผ่อนคลายนโยบายในการปล่อยสินเชื่อ



..และคาดว่าความต้องการขอสินเชื่อของภาคธุรกิจจะสูงขึ้นในไตรมาส 3 แต่ความต้องการสินเชื่อของภาคครัวเรือนจะชะลอตัวลง



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

ผลการทำ Stress test ธนาคารในยุโรปออกมาดีกว่าคาด

ผลการทำ Stress test ของธนาคารยุโรปจำนวน 51 แห่งชี้ว่า มีเพียงธนาคาร Monte dei Paschi ของอิตาลี และธนาคาร Allied Irish ของไอร์แลนด์เท่านั้น ที่จะมีเงินกองทุนชั้นที่ 1 (Common Equity Tier 1: CET1) ไม่เพียงพอตามกฎหมายที่ทาง ECB กำหนดไว้หากเกิดภาวะวิกฤตเป็นระยะเวลา 3 ปี โดยสัดส่วนเงินกองทุนชั้นที่ 1 ของธนาคาร Monte dei Paschi จะลดลงติดลบ -2.4% และของธนาคาร Allied Irish เป็น 4.3% ซึ่งน้อยกว่าสัดส่วนที่ ECB กำหนดไว้ที่ 4.5%

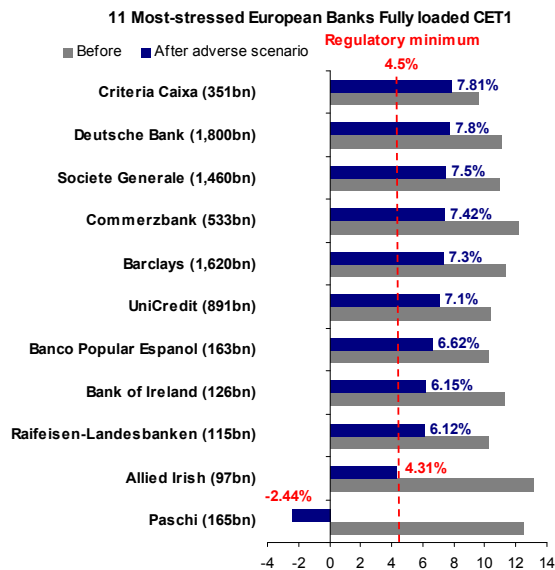
โดยธนาคารส่วนใหญ่กว่า 75% ที่เข้ารับการทดสอบ สามารถดำรงอัตราส่วน CET1 ได้เกิน 8% หากเกิดภาวะวิกฤต

ผลการทำ Stress Test ออกมาดีกว่าที่เราและตลาดคาด ทำให้เรามองว่าความกังวลเกี่ยวกับสถานะที่ย่ำแย่ของภาคธนาคารในยุโรปจะลดลงไป อย่างไรก็ตามก็ยังมีประเด็นของธนาคาร Monte dei Paschi ซึ่งมีหนี้เสียเยอะ และจะต้องเพิ่มทุนให้มีเงินกองทุนชั้นที่ 1 เพียงพอหากเกิดเหตุวิกฤต

โดยล่าสุดธนาคาร Paschi ได้เตรียมแผนการกำจัดหนี้เสีย (NPLs) ด้วยการขายหนี้เสียทั้งหมดที่มีอยู่รวม 27.7 พันล้านยูโร ให้กับผู้ซื้อในราคา 9.1 พันล้านยูโร หรือที่ 33% ของยอดหนี้รวม (Gross Value) ซึ่งยังอยู่ในระหว่างการหาผู้สนใจซื้อ และหากประสบความสำเร็จ ก็จะขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่กลุ่มทุนมูลค่า 5 พันล้านยูโร ซึ่งนับเป็นครั้งที่ 3 ในรอบ 2 ปี

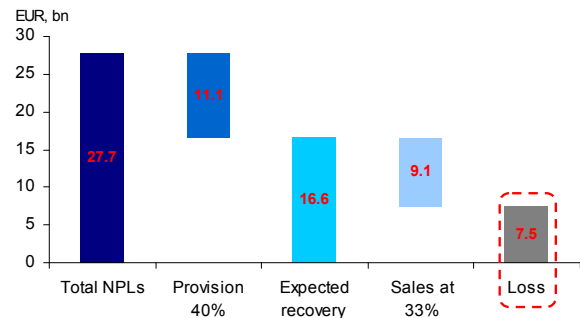
อย่างไรก็ดี แม้แผนการขายหนี้เสียจะประสบความสำเร็จ แต่ธนาคาร Paschi ก็ยังคงมีความจำเป็นต้องเพิ่มทุนอีกอยู่ดี เนื่องจากธนาคารได้ตั้งสำรองกันหนี้เสีย (Provision for Loan Loss) ที่ 40% (11.08 พันล้านยูโร) ซึ่งหมายความว่า ธนาคารหวังว่าจะสามารถเรียกเก็บหนี้คืนได้ 60% (16.6 พันล้านยูโร) ซึ่งในกรณีที่ธนาคารขายหนี้เสียในราคา 33% ของยอดหนี้รวมนั้น (9.2 พันล้านยูโร) น้อยกว่ายอดที่คาดว่าจะสามารถเรียกเก็บได้ในตอนแรก ส่งผลให้ธนาคารต้องรายงานผลขาดทุนเป็นจำนวน 7.5 พันล้านยูโร จากการทำธุรกรรมดังกล่าว ซึ่งจะกระทบต่อเงินกองทุนของธนาคาร กอปรกับแผนการขายหุ้นมูลค่า 5 พันล้านยูโรนั้น สูงกว่ามูลค่าตามราคาตลาดถึง 5 เท่า

แผนภาพที่ 34: ผลการทำ stress test ของธนาคารในยุโรป ซึ่งมีเพียง 2 ธนาคารเท่านั้น ที่จะมีเงินกองทุน CET1 ไม่เพียงพอหากเกิดวิกฤตเป็นเวลา 3 ปี



*Note: (...) represent total assets in EUR (as of 1Q16)

แผนภาพที่ 35: แผนการเพิ่มทุนของธนาคารอิตาลี Monte dei Paschi ก่อนช่วงซบซ้น



- Paschi plans to offload entire NPLs portfolio (EUR 27.7bn) at 33% of face value (EUR 9.2bn)
- The bank currently sets provision for bad loan at 40% of face value, i.e. 60% recovery rate is expected
- Since selling price (33%) is lower than expected recovery rate (60%), the transaction will cause the bank to immediately book loss of around EUR 7.5bn, which will in turn reduce the bank's equity
- Paschi plans to raise equity of EUR 5bn which is 5 times of its current market cap

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

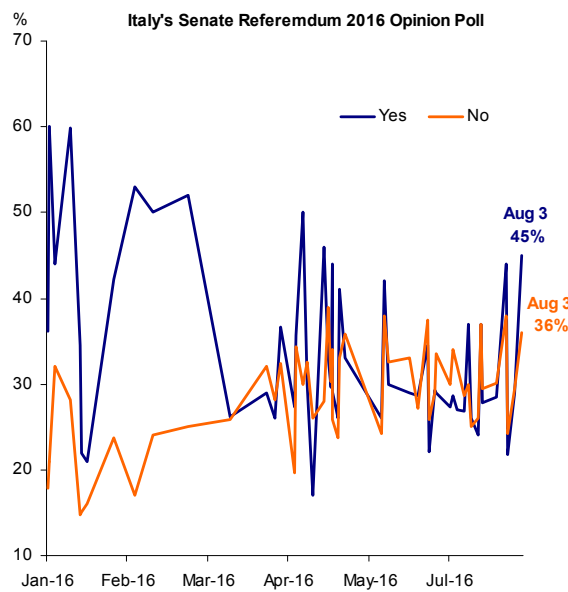
การทำประชามติเพื่อการปฏิรูปรัฐสภาของอิตาลีในเดือน ต.ค. ยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญในปี

นาย Matteo Renzi นายกรัฐมนตรีของอิตาลี จะจัดให้มีการทำประชามติแก้ไขร่างรัฐธรรมนูญ เพื่อลดอำนาจของวุฒิสภาในการพิจารณาร่างกฎหมายและการถอดถอนนายกรัฐมนตรี เพื่อให้รัฐบาลมีเสถียรภาพ และการผ่านร่างกฎหมายที่จำเป็นต่อการปฏิรูปประเทศเป็นไปอย่างง่ายดายและรวดเร็วมากขึ้น

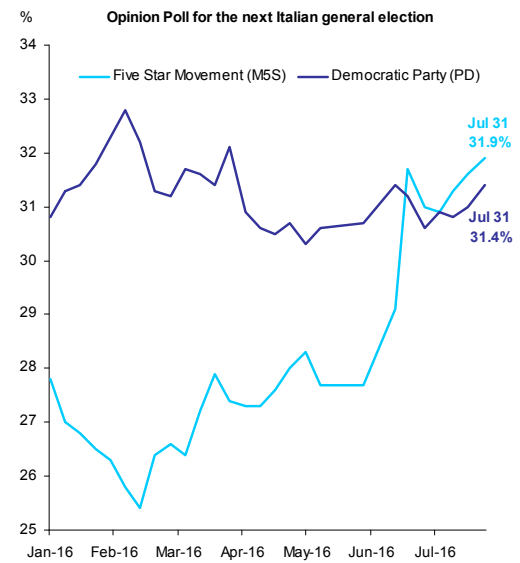
โดยผลของการทำประชามติในเดือน ต.ค. นี้ อาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญของการเมืองอิตาลี เนื่องจากนาย Renzi จะลาออกจากการเป็นนายกรัฐมนตรีหากการทำประชามติไม่ผ่าน จุดชนวนให้เกิดการเลือกตั้งใหม่ และเปิดโอกาสให้กับพรรคที่มีนโยบายต่อต้านยุโรปอย่าง Five Star Movement (M5S) ขึ้นมาเป็นแกนนำในการจัดตั้งรัฐบาล

ผลสำรวจการทำประชามติล่าสุดชี้ว่า ประชาชนเริ่มเห็นด้วยมากขึ้น แต่อย่างไรก็ดี ผลสำรวจจะเน้นความนิยมล่าสุดได้ชี้ว่า พรรค M5S มีคะแนนสูสีกับพรรค Democratic Party (PD) ของนาย Renzi ทำให้โอกาสที่พรรค M5S จะขึ้นมาเป็นรัฐบาลในการเลือกตั้งปี 2018 เพิ่มขึ้น แม้ว่าประชามติเพื่อการปฏิรูปรัฐสภาในเดือน ต.ค. นี้ จะผ่านก็ตาม

แผนภาพที่ 36: ผลสำรวจการทำประชามติเพื่อการปฏิรูป
รัฐสภาล่าสุด ประชาชนเห็นด้วยมากขึ้น



แผนภาพที่ 37: ผลสำรวจการเลือกตั้งชี้คะแนนเสียง
ค่อนข้างเสมอกันระหว่างพรรค euro-skeptic M5S
และพรรค PD ของนาย Renzi



Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Demos & Pi, EMG, Ipsos, IPR, Piepoli, Sondaggi Politico Elettorali, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจะชะลอตัวลงในช่วงครึ่งหลังของปี จาก 1) การลงทุนที่ชะลอตัวลงต่อเนื่อง 2) กิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เริ่มอ่อนกำลังลง และ 3) ปัญหาหนี้ในระบบ และหนี้เสีย (NPLs) ในภาคธนาคารที่ก่อตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 11 ปี (1.4 ล้านล้านหยวน) ส่งผลให้ทางการต้องออกมาตรการต่างๆ เพื่อแก้ไข รวมทั้งควบคุมการปล่อยสินเชื่อให้มีความเข้มงวดมากยิ่งขึ้น

โดยเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีคาดว่าจะได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก 1) การลงทุนภาครัฐ โดยเฉพาะในส่วนของโครงสร้างพื้นฐาน 2) ภาคบริการที่แข็งแกร่ง และ 3) การใช้จ่ายของผู้บริโภคที่เริ่มฟื้นตัว

เศรษฐกิจชะลอตัวลงต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปีตามการลงทุนที่อ่อนแอ

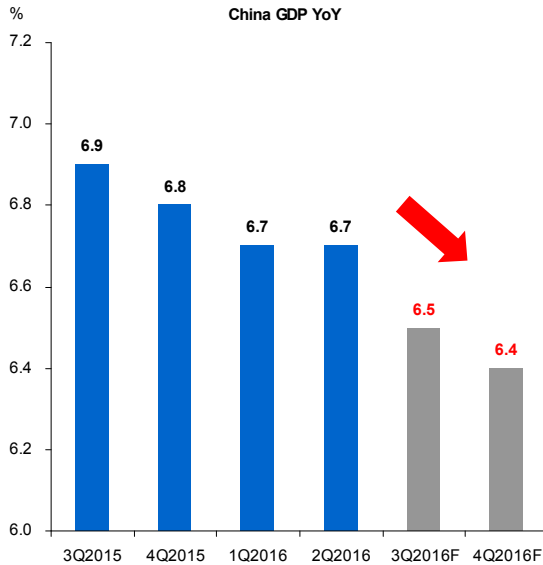
เราคาดว่าเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 3 และ 4 จะขยายตัว 6.5% YoY และ 6.4% YoY ตามลำดับ ชะลอตัวลงจาก 6.7% YoY ในช่วงครึ่งแรกของปี ภายหลังจากการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐเริ่มหมดไป และการลงทุนที่ชะลอตัวลงต่อเนื่อง

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) เดือน ก.ค. ขยายตัว +8.1% YoY YTD ชะลอตัวลงจาก +9.0% ในเดือนก่อน โดยเป็นการชะลอตัวลงต่อเนื่องนับแต่เดือน มี.ค. ที่ขยายตัว +10.7% โดย:

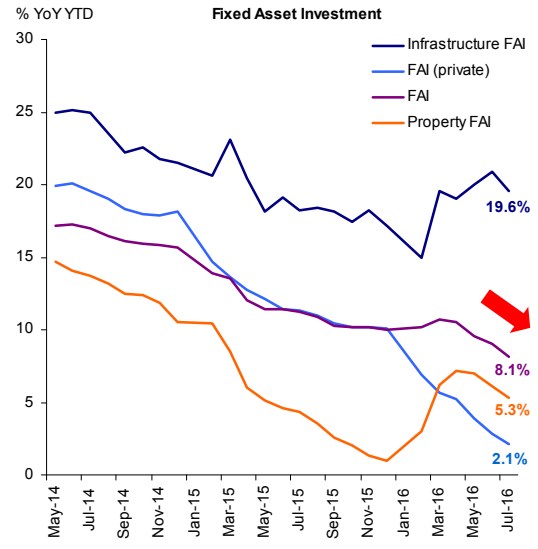
- การลงทุนภาคเอกชน (Private FAI) ได้ชะลอตัวลงค่อนข้างแรงตั้งแต่ช่วงต้นปี โดยในเดือน ก.ค. ขยายตัว +2.1% YoY YTD ชะลอตัวลงจาก +10.1% ในปี 2015 โดยก่อนหน้านี้ การลงทุนภาคเอกชนมักจะขยายตัวได้ดีกว่าหรือขยายตัวในระดับที่ใกล้เคียงกันกับการลงทุนรวมเสมอ แต่นับแต่ช่วงต้นปีที่ผ่านมา การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวต่ำกว่าการลงทุนรวมค่อนข้างมาก โดยในเดือน ก.ค. นี้ ได้ขยายตัวต่างกันมากถึง 6.0 จุด ซึ่งได้ว่าภาคธุรกิจยังไม่มั่นใจต่อสภาวะเศรษฐกิจของจีน และการลงทุนรวมอาจชะลอตัวลงเร็วกว่านี้ หากไม่ได้รับแรงหนุนจากการลงทุนภาครัฐ
- การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ภายหลังจากที่ราคาบ้านได้ปรับสูงขึ้นอย่างร้อนแรง โดยเฉพาะในกลุ่มเมืองหลัก (Tier-1 cities) และกลุ่มเมืองรองลำดับ 2 (Tier-2 cities) บางเมือง ก่อปรกับปัญหาหนี้ในระบบที่ก่อตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ทางการต้องออกมาตรการที่เข้มงวดมากขึ้นเพื่อควบคุม โดยล่าสุดธนาคารอาจไม่สามารถทำการปล่อยกู้เพื่อให้นำไปลงทุนพัฒนาอสังหาฯในพื้นที่ที่มีราคาสูงเกินไปได้ โดยเฉพาะในปักกิ่งและเซี่ยงไฮ้ ทั้งนี้ แม้ว่าการลงทุนในภาคอสังหาฯ จะขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่ง โดยในเดือน ก.ค. ขยายตัว +6.1% YoY YTD ซึ่งสูงกว่าการขยายตัวทั้งปี 2015 ที่ +1.0% ค่อนข้างมาก แต่อย่างไรก็ดี เราคาดว่า การลงทุนภาคอสังหาฯ ได้ขยายตัวทำจุดสูงสุดไปแล้วในเดือน เม.ย. ที่ +7.2% จากแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐในช่วงต้นปี ทั้งนี้ เรามองว่ากิจกรรมภาคอสังหาฯ ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักในช่วงครึ่งแรกของปีจะเริ่มอ่อนกำลังลง

อย่างไรก็ดี การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่องตามการเร่งลงทุนเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ โดยในเดือน ก.ค. ได้ขยายตัว +19.6% YoY YTD ชะลอตัวลงเล็กน้อยจาก +20.9% ในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 38: คาด GDP ไตรมาส 3 และ 4
ชะลอตัวลงจากช่วงครึ่งแรกของปี



แผนภาพที่ 39: การลงทุนชะลอตัวลง โดยเฉพาะในภาคเอกชน และภาคอสังหาริมทรัพย์



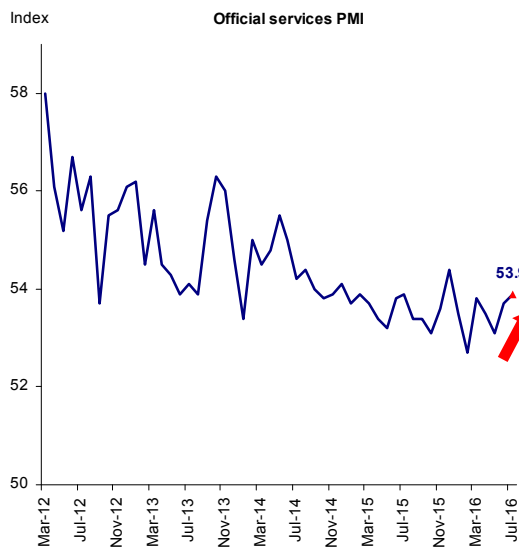
Source: Bloomberg, CEIC, Deutsche Bank, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาคการบริการที่แข็งแกร่งและการบริโภคที่เริ่มฟื้นตัวคาดว่าจะช่วยชดเชยการลงทุนที่ชะลอตัวลง

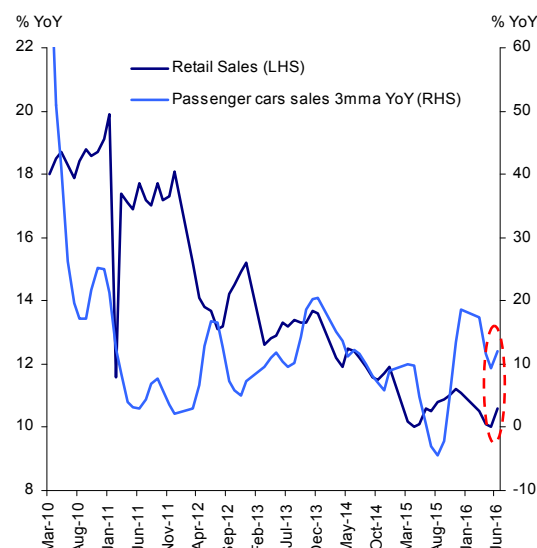
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการบริการ (Official Non-manufacturing PMI) ยังคงแข็งแกร่งและยืนเหนือระดับ 50 จุดซึ่งเป็นแนวการขยายตัวมาอย่างต่อเนื่อง โดยในเดือน ก.ค. ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการบริการของทางการจีน (Official services PMI) ได้ปรับเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 53.9 จุด ตามแรงหนุนของอุปสงค์ภายในประเทศที่เริ่มฟื้นตัว โดยทางสำนักสถิติแห่งชาติจีน (National Bureau of Statistics of China) กล่าวว่าค่าดัชนีที่เพิ่มขึ้นนี้ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการบริการทางการเงินและภาคการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่ง

ด้านการบริโภคเริ่มฟื้นตัวขึ้น โดยยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. ขยายตัว +10.6% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +10.0% YoY ในเดือนก่อน ดีกว่าตลาดคาดว่าจะชะลอตัวลงเป็น +9.9% และเป็นการขยายตัวสูงสุดนับแต่เดือน ธ.ค. 2015 กอปรกับยอดจดทะเบียนรถยนต์ใหม่ที่ขยายตัว +18.03% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +11.42% ในเดือน พ.ค. โดยส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลจากมาตรการลดภาษีบริโภคในกลุ่มรถยนต์โดยสารขนาดเล็ก (ลดลงครึ่งหนึ่งเป็น 5%) ของทางการจีนเมื่อเดือน ต.ค.ปีที่แล้ว โดยคาดว่าจะลดลงจนถึงปลายปีนี้ ทั้งนี้ มีรายงานว่ายอดขายรถยนต์เดือน ก.ค. ได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 17 เดือน โดยเพิ่มขึ้น +23.0% MoM จากเดือนก่อนหน้า ช่วยคลายความกังวลเรื่องจำนวนรถยนต์ค้างในสต็อกจากการเร่งผลิตในช่วงที่ผ่านมาได้

แผนภาพที่ 40: ภาคการบริการเร่งตัวขึ้นต่อสู่ระดับสูงสุดของปีนี้ที่ 53.9 จุด ในเดือน ก.ค.



แผนภาพที่ 41: ยอดค้าปลีกและยอดขายรถยนต์เร่งตัวขึ้น ชีการบริโภคเริ่มฟื้นตัว



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

การเร่งตัวขึ้นของภาคการบริการและการบริโภคที่เริ่มฟื้นตัวนี้ สอดคล้องกับแผนการปฏิรูปเศรษฐกิจของทางการจีนที่ต้องการเน้นให้เศรษฐกิจหันมาพึ่งพิงการบริการและการบริโภคในประเทศมากขึ้น เพื่อทดแทนการลงทุนและการส่งออกที่เป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในช่วงก่อนหน้านี้ ทั้งนี้ แม้ว่าจะส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง แต่ในระยะข้างหน้าคาดว่าเศรษฐกิจจะมีเสถียรภาพมากขึ้น

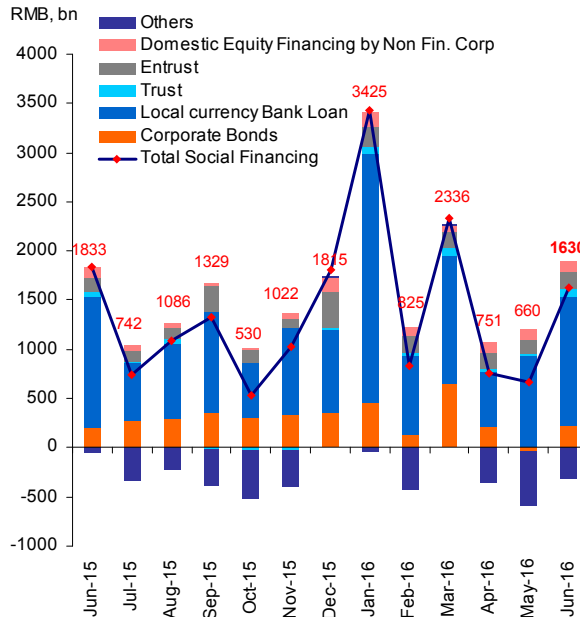
การลงทุนภาครัฐจะเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปี

เรามองว่าโอกาสที่ PBoC จะใช้นโยบายทางการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีเริ่มมีลดลง เนื่องจาก รายงานนโยบายการเงินไตรมาส 2 ของธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ชี้ว่า PBoC มีความกังวลในเรื่องเสถียรภาพของค่าเงินหยวน โดย PBoC ได้กล่าวในรายงานว่า การลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลง จะส่งผลให้สภาพคล่องในตลาดการเงินสูงเกินไป ส่งผลลบต่อเสถียรภาพของเงินหยวน และเพิ่มการคาดการณ์ให้ตลาดว่าเงินหยวนจะอ่อนค่าลงต่อเนื่อง โดยได้เน้นย้ำการใช้นโยบายทางการเงินอย่างระมัดระวังมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี และจะใช้เครื่องมือทางการเงินต่างๆ ที่มีอยู่เพื่อรักษาอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

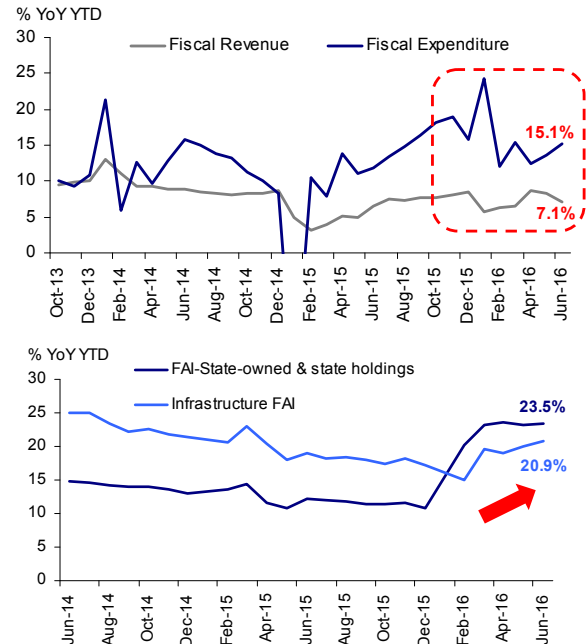
เราคาดว่าทางการจะเน้นการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายทางการคลังมากขึ้น ผ่านการลงทุนในส่วนของการสร้างพื้นฐาน โดยเรามองว่าจีนยังคงสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายทางการคลังได้อีก เนื่องจาก:

1. หนี้ภาครัฐยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำ (44% ของ GDP) เมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐฯ (97% ของ GDP) ยุโรป (91% ของ GDP) และญี่ปุ่น (212% ของ GDP)
2. ภาวะการปล่อยสินเชื่ออยู่ในระดับที่ผ่อนคลายนับแต่ช่วงต้นปีจากการดำเนินนโยบายผ่อนคลายทางการเงิน ช่วยสนับสนุนการลงทุนภาครัฐ โดยยอดสินเชื่อรวมในระบบ (Total Social Financing) เดือน มิ.ย.ได้เร่งตัวขึ้นอยู่ที่ 1.63 ล้านล้านหยวน จาก 6.6 แสนล้านหยวนในเดือนก่อนหน้า จากการเพิ่มขึ้นของยอดปล่อยสินเชื่อเงินหยวน (New Yuan Loans) ที่เพิ่มขึ้นมากกว่าคาดเป็น 1.38 ล้านล้านหยวน ซึ่งเราคาดว่า ยอดขอสินเชื่อส่วนหนึ่งมาจากบริษัทรัฐวิสาหกิจ (State-owned enterprises) ที่มีภาครัฐเป็นผู้กำกับดูแล เพื่อนำไปลงทุนในส่วนของการสร้างพื้นฐาน

แผนภาพที่ 42: สินเชื่อเร่งตัวขึ้นในเดือน มิ.ย.
แต่อาจชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า



แผนภาพที่ 43: ภาครัฐใช้จ่ายเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง
แม้ว่ารายรับจะชะลอตัวลง

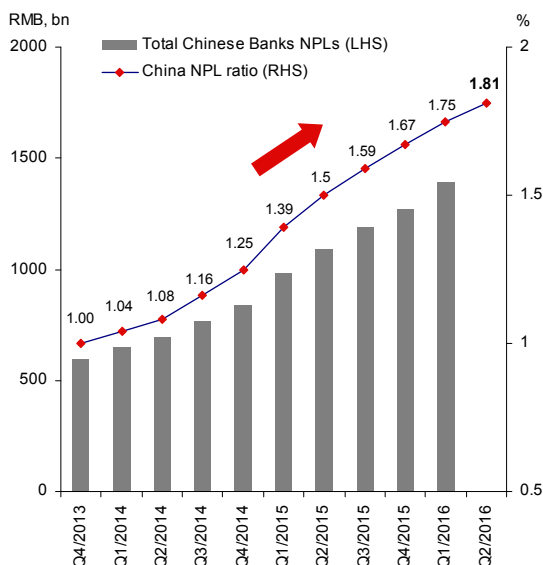


Source: Bloomberg, CEIC, Deutsche Bank, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทางการเงินออกมาตรการต่างๆเพื่อแก้ปัญหาหนี้เสียที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

หนี้เสีย (NPLs) ภาคธนาคารได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในไตรมาสแรกหนี้เสียอยู่ที่ 1.75% ของยอดปล่อยกู้ทั้งหมด หรือประมาณ 1.4 ล้านล้านหยวน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 11 ปี และในไตรมาสที่ 2 หนี้เสียได้เร่งตัวขึ้นเป็น 1.81% ส่งผลให้ทางการเงินเร่งออกมาตรการต่างๆเพื่อแก้ไขปัญหาหนี้ที่อยู่ในระดับสูง โดยมีมาตรการที่สำคัญได้แก่:

แผนภาพที่ 44: หนี้เสีย (NPLs) เพิ่มขึ้น
ต่อเนื่องอยู่ที่ 1.81% ในไตรมาส 2



แผนภาพที่ 45: มาตรการต่างๆ เพื่อแก้ปัญหาหนี้เสีย

Municipal bonds Swap:

- Began in 2015
- Allow local govt to swap their high-cost debts into cheaper municipal bonds
- Targeted issuance of RMB 6.2trn this year

Debt-to-Equity Swap:

- Allow banks to exchange overdue loans for equity
- Used in 1999 during the 3-year reform plan
- Still in debate as it will increase capital requirement for banks

NPL-Backed Securities:

- Packaging bad debt into asset backed securities (ABS)
- ABS are complex securities and may be hard for banks to find qualified buyers, hence, ABS may end up in other banks balance sheet

New draft rules on Wealth Management Product

- Limit the involvement of smaller banks and ensure that lenders have adequate capital for potential loss
- In 2013, CBRC already put cap on WMPs' investment in "non-standard" credit assets to restrict lending amount and that WMPs sold to retail investors couldn't invest in equities or in NPLs

Source: Bloomberg, China Banking Regulatory Commission, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

- **โครงการ Municipal Bonds Swap:** การสับเปลี่ยนหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นให้เป็นพันธบัตรหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องนับแต่ปี 2008 ที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจทางการเงินซึ่งทางการเงินได้กระตุ้นให้ภาคท้องถิ่นต่างๆเร่งลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน โดยหนี้ส่วนใหญ่ของรัฐบาลท้องถิ่นนั้นอยู่ในระบบธนาคารเงา (Shadow Banking) ซึ่งเสมือนหนึ่งนอกระบบที่คิดอัตราดอกเบี้ยสูง ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นมีปัญหาในการใช้หนี้คืน
รัฐบาลจึงได้ริเริ่มโครงการนี้เพื่อสับเปลี่ยนหนี้นอกระบบให้เป็นพันธบัตรท้องถิ่นเพื่อช่วยลดภาระดอกเบี้ยที่สูงและลดความเสี่ยงในระบบการเงิน
โดยทางการได้ช่วยเหลือนับแต่ปี 2015 ซึ่งมียอดออกพันธบัตรท้องถิ่นรวม 3.8 ล้านล้านหยวน และในปี 2016 นี้ ทางการเงินได้ตั้งเป้าการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นที่ 6.2 ล้านล้านหยวน
นับแต่ต้นปี 2016 นี้ ได้มีการออกพันธบัตรแล้วประมาณ 4 ล้านล้านหยวน โดยความต้องการซื้อได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากนักลงทุนมองว่าเป็นสินทรัพย์ที่ค่อนข้างปลอดภัยเทียบเท่ากับพันธบัตรรัฐบาลกลาง กอปรกับสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ทำให้นักลงทุนหันเข้าหาสินทรัพย์ปลอดภัยมากขึ้น
- **มาตรการ NPL-Backed Securities:** การขายหนี้เสียในรูปของหลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อนหนุนหลัง (Asset-backed securities) เพื่อกำจัดหนี้เสียออกจากงบดุล และเป็นการลดความเสี่ยงต่อสถานะทางการเงินของธนาคารพาณิชย์ โดยทางการเงินได้เริ่มทดลองใช้มาตรการนี้ในช่วงปี 2006-2008 แต่ได้ยกเลิกไปเนื่องจากเกิดวิกฤต Subprime ในสหรัฐฯ เมื่อปี 2008-2009
ในเดือน ก.พ.ที่ผ่านมา ทางการเงินได้อนุมัติโควตามูลค่า 5 หมื่นล้านหยวนให้กับ 6 ธนาคารหลัก ซึ่งปัจจุบันได้มีการเริ่มขายแล้วใน 3 ธนาคาร และอีกหนึ่งธนาคารมีแผนที่จะขายในเดือน ก.ย. นี้

RMB, bn	Issuance date	Principal amount	Face value	% of NPL
Bank of China	May 26	0.30	1.24	1%
China Merchants Bank	May 30	0.23	1.58	3%
Agricultural Bank of China	July 29	3.1	10.7	5%
China Construction Bank	Sept	7.5	30	17%

อย่างไรก็ดี โควตาจำนวน 5 หมื่นล้านหยวนของทางการนั้น ถือได้น้อยมาก โดยคิดเป็นเพียง 3.6% ของหนี้เสียรวมในระบบทั้งหมด (1.4 ล้านล้านหยวน) เท่านั้น อีกทั้ง หลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อนหนุนหลังนั้น ค่อนข้างมีความซับซ้อน ทำให้ธนาคารหาผู้ซื้อได้ยาก ดังนั้น โครงการนี้อาจนำไปสู่การขายหนี้เสียระหว่างธนาคารกันเอง ซึ่งจะไม่ช่วยลดความเสี่ยงโดยรวมในภาคการเงินลดลง

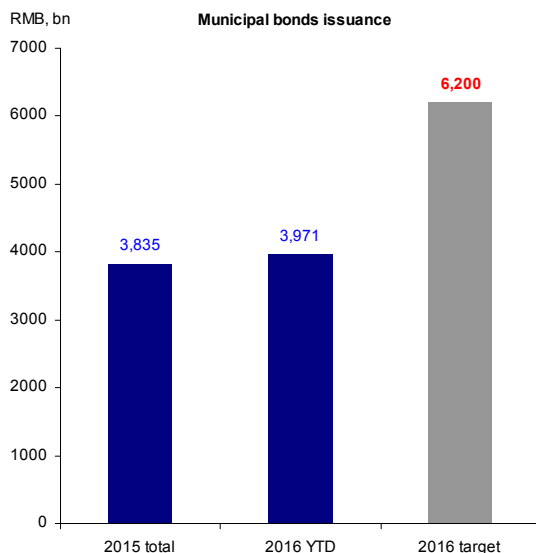
- **มาตรการ Debt-to-Equity Swap:** การแปลงหนี้เป็นทุน โดยให้ธนาคารสับเปลี่ยนหนี้ค้างชำระ (Overdue Loans) เป็นการเข้าถือหุ้นของบริษัทนั้นๆ แทน
มาตรการนี้ ได้มีการใช้ครั้งแรกในปี 1999 ตามแผนการปฏิรูปเศรษฐกิจระยะ 3 ปี (3-year Reform) และยังคงอยู่ในระหว่างการพิจารณาว่าเหมาะสมที่จะประกาศใช้ในปีนี้หรือไม่ เนื่องจากมาตรการนี้ จะส่งผลให้สินทรัพย์เสี่ยง (Risk Weighted Assets) ของธนาคารเพิ่มขึ้น และอาจกระทบต่ออัตราส่วนเงินกองทุนของธนาคาร
หากมาตรการนี้ ได้รับการเห็นชอบ ทางกรมมีแผนที่จะดำเนินการจำนวน 1 ล้านล้านหยวนภายในเวลา 3 ปี ในระยะแรกของการดำเนินมาตรการ

- มีแผนเพิ่มความเข้มงวดในการใช้ **Wealth Management Products**

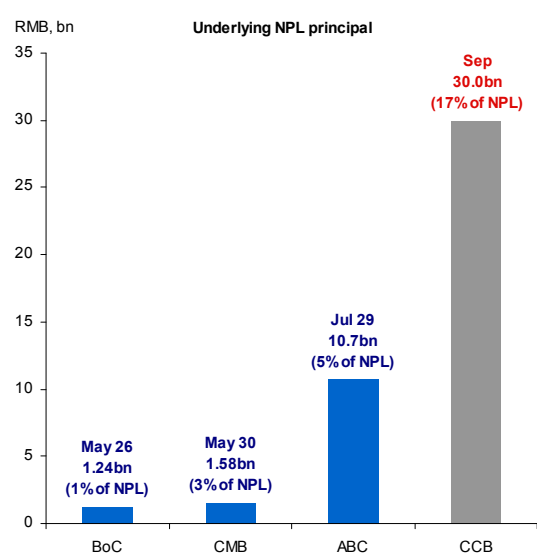
Wealth Management Products (WMP) เป็นการนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ตั้งแต่พันธบัตร ไปจนถึงการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยธนาคารไม่จำเป็นต้องรายงานการลงทุนส่วนนี้ลงในงบดุล ทำให้เป็นหนึ่งในช่องทางที่ธนาคารปล่อยกู้ให้กับผู้ที่มีความเสี่ยงสูง หรือการทำ Shadow credit banking โดยทางการเงินได้เริ่มเห็นว่าการใช้ WMP นั้นเป็นการเพิ่มความเสี่ยงให้กับตลาดการเงิน เนื่องจาก 1) ธนาคารอาจประสบปัญหาตลาดแคลนสภาพคล่องหากนักลงทุนเล็กให้ความสนใจ 2) ธนาคารสามารถใช้ WMP ในการหลบหลีกข้อจำกัดในการปล่อยกู้ และหลีกเลี่ยงการเพิ่มทุน และ 3) WMP มีแนวโน้มที่จะลงทุนกันเอง ซึ่งเป็นความเสี่ยงอย่างมาก เนื่องจากหาก WMP อันหนึ่งกลายเป็นหนี้เสียขึ้นมา ก็จะส่งผลกระทบต่อ WMP อันอื่นๆ ตามไปด้วย

ทางการจึงมีแผนเตรียมร่างกฎในการออกและซื้อขาย WMP ให้มีความเข้มงวดมากขึ้น โดยกฎหมายนี้ คาดว่าจะลดความสามารถในการออก WMP ของธนาคารที่มีขนาดเล็ก และลดสัดส่วนการลงทุนของรายย่อยทั่วไป เพื่อให้มั่นใจได้ว่าจะมีเงินทุนเพียงพอในกรณีที่เกิดปัญหาขึ้น

แผนภาพที่ 46: ทางการจัดตั้งเป้าการออกพันธบัตรท้องถิ่นปี 2016



แผนภาพที่ 47: ปริมาณการขายหนี้เสียในรูปแบบของหลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อนานหลังในปี



Source: Bloomberg, Deutsche Bank, China Banking Regulatory Commission, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

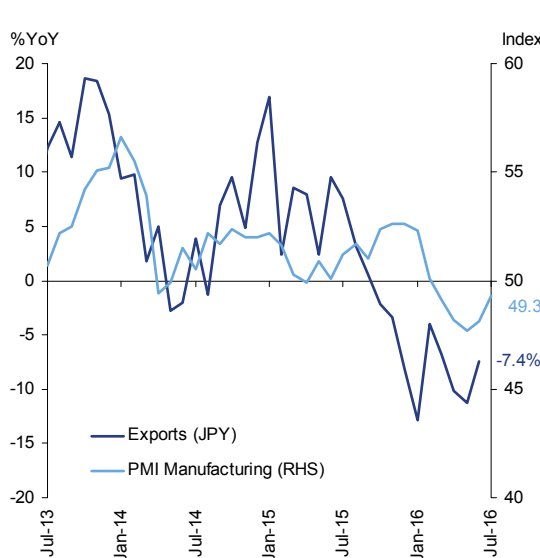
GDP ไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +0.2% QoQ, saar จากเงินเยนที่แข็งค่าไปกดดันการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชน โดยตลาดยังคงคาดการณ์กระตุ้นเศรษฐกิจจากทั้งด้านการเงินและการคลัง โดยมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมของภาครัฐฯ ระลอก 2 จะเข้าสู่รัฐสภาเดือน ก.ย. และธนาคารกลางจะประกาศผลการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่ใช้อยู่ปัจจุบันต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 20-21 ก.ย. นี้

ปริมาณการส่งออกและการผลิตภาคอุตสาหกรรมเริ่มฟื้นตัว ภายหลังผลกระทบจากเหตุแผ่นดินไหว Kumamoto หมดไป

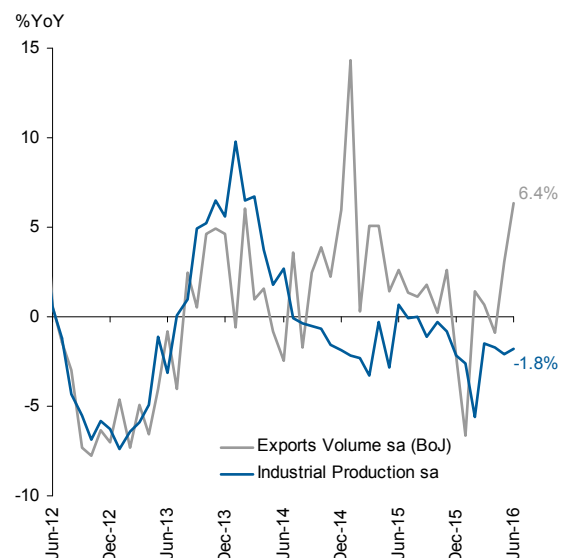
ภาคการผลิตและส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นหลังผลกระทบจากเหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto หมดไป ดังนี้ 1) ปริมาณการส่งออก (Exports Volume) เดือน มิ.ย. ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ที่ +6.4%YoY จากเดือน เม.ย. ที่หดตัว -0.8%YoY 2) ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มิ.ย. ฟื้นตัวขึ้นเป็น -1.8%YoY จากเดือนก่อนที่ -2.6%YoY และ 3) ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรม ของ Nikkei (Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. ฟื้นตัวขึ้น +1.2 จุด มาอยู่ที่ 49.3 จุด เข้าใกล้ 50 จุด ซึ่งบ่งชี้การขยายตัวของภาคการผลิต

อย่างไรก็ดี เงินเยนที่แข็งค่าในช่วงที่ผ่านมา ยังคงกดดันยอดส่งออก (ในรูปเงินเยน) ให้ไม่ฟื้นตัวเท่าที่ควร โดยยอดส่งออกเดือน มิ.ย. หดตัว -7.4%YoY จากเดือนก่อนที่ -11.3%YoY ทั้งนี้ ยอดส่งออกไปหลายภูมิภาคปรับตัวดีขึ้น ดังนี้ จีน -10.0%YoY จากเดือนก่อนที่ -14.9%YoY และสหรัฐฯ -6.5%YoY จากเดือนก่อนที่ -10.7%YoY บ่งชี้การฟื้นตัวของอุปสงค์โลก

แผนภาพที่ 48: ยอดส่งออกและดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมเริ่มฟื้นตัว



แผนภาพที่ 49: ปริมาณการส่งออกพลิกกลับมาขยายตัว บ่งชี้การฟื้นตัวของภาคการผลิตภาคอุตสาหกรรม

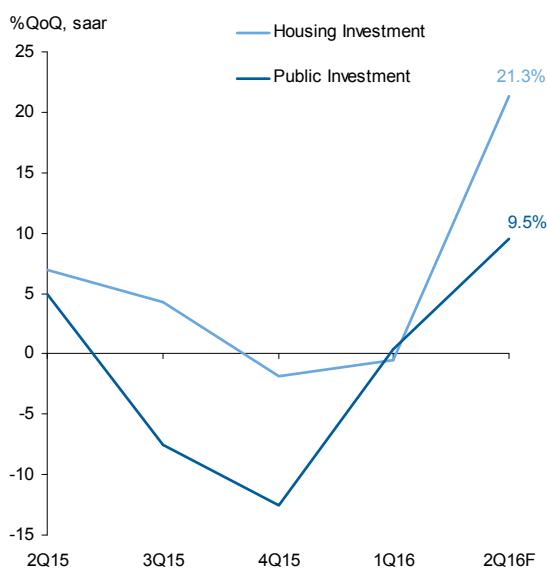


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

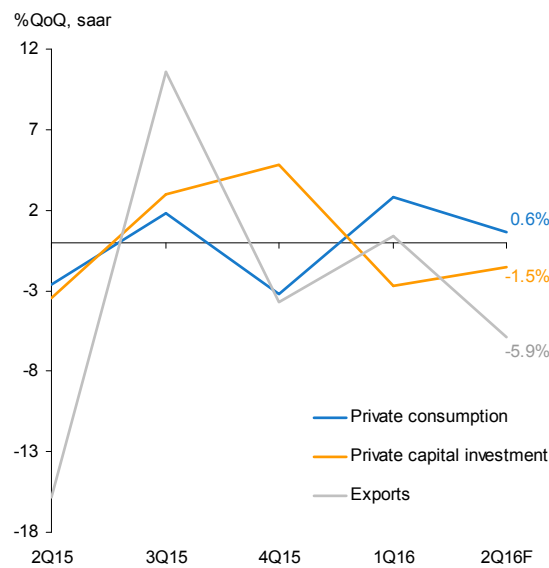
GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว +0.2% QoQ, saar แยกว่าตลาดคาด

รายงาน GDP ไตรมาส 2/2016 จะลดตัวลงเป็น +0.2%QoQ saar จากไตรมาสก่อนที่ +2.0%QoQ saar และแยกว่าตลาดคาดที่ +0.7%QoQ saar จากเงินเยนที่แข็งค่า กดดันการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์กลับขยายตัวค่อนข้างมาก จากการเริ่มใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบตั้งแต่เดือน ก.พ. ขณะที่การใช้จ่ายและการลงทุนของภาครัฐเพิ่มขึ้น โดยส่วนหนึ่งมาจากเงินช่วยเหลือเหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto

แผนภาพที่ 50: การลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ขยายตัวดีขึ้นตามดอกเบี้ยที่ลดต่ำลง



แผนภาพที่ 51: เงินเยนที่แข็งค่าในช่วงที่ผ่านมากดดันการลงทุนภาคอุตสาหกรรมและการส่งออก



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

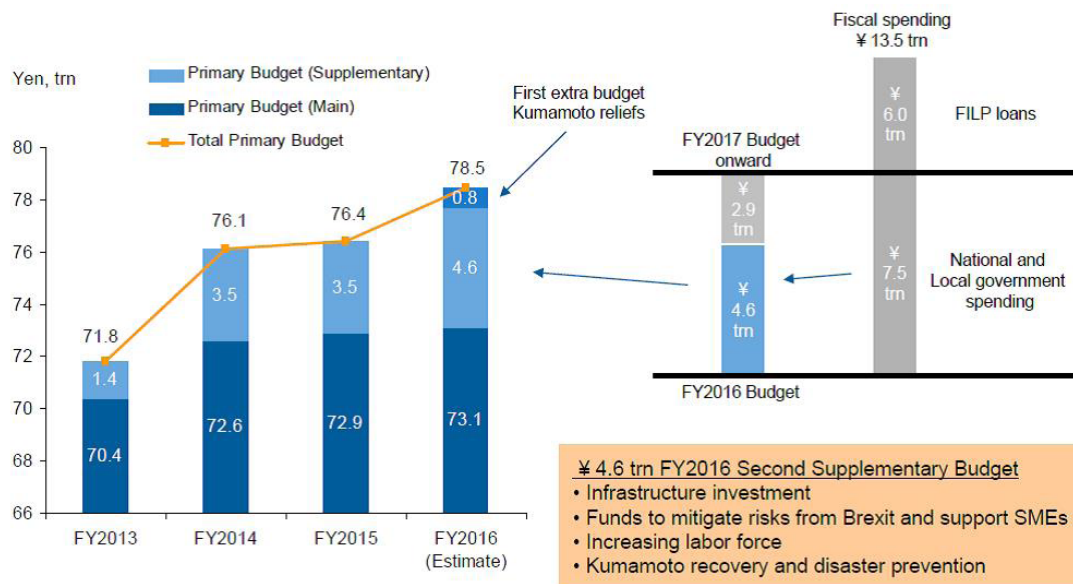
งบประมาณเพิ่มเติมระลอกที่ 2 สูงกว่าครั้งก่อน แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาด

ครม. อนุมัติงบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม (Supplementary Budget) ระลอก 2 จำนวน 13.5 ล้านล้านเยน ซึ่งหากนับรวมเฉพาะงบประมาณของปี 2016 (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2017) และหักเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำออกไป การลงทุนของภาครัฐโดยตรง (Government Expenditure) จะมีมูลค่าประมาณ 4.6 ล้านล้านเยน หรือคิดเป็นประมาณ 0.9% ของ GDP ซึ่งค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับคาดการณ์ของตลาดที่ 4-6 ล้านล้านเยน (0.8-1.2% ของ GDP)

เมื่อนับรวมงบประมาณนี้ เข้ากับงบประมาณหลักและงบฯ ช่วยเหลือแผ่นดินไหว Kumamoto (มูลค่า 0.8 ล้านล้านเยน) ก่อนหน้านี้ งบประมาณรวมของปีงบประมาณ 2016 จะเพิ่มขึ้น 78.5 ล้านล้านเยน จากปีงบประมาณก่อนที่ 76.4 ล้านล้านเยน โดยรายละเอียดงบประมาณเพิ่มเติมระลอก 2 มีดังนี้

- 1) เพื่อลงทุนก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน ได้แก่ รถไฟความเร็วสูง (Shinkansen)
- 2) เพื่อสนับสนุน SMEs และลดความเสี่ยงจาก Brexit
- 3) เพื่อเพิ่มจำนวนแรงงานในระบบ โดยการเพิ่มค่าจ้างขั้นต่ำ สร้างสถานเลี้ยงดูเด็กและผู้สูงอายุ สนับสนุนค่าจ้างที่เท่าเทียมในอาชีพเดียวกัน และ
- 4) เพื่อฟื้นฟูพื้นที่ประสบเหตุแผ่นดินไหวที่จังหวัด Kumamoto และป้องกันภัยธรรมชาติที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ รัฐบาลจะเสนอแผนเข้าที่ประชุมรัฐสภา (Diet) ในเดือน ก.ย. และคาดว่าจะสามารถเบิกจ่ายได้ในเดือน ธ.ค.

แผนภาพที่ 52: งบประมาณเพิ่มเติมระลอกที่ 2 สำหรับปีงบประมาณ 2016 ไม่นับรวมเงินกู้ มีมูลค่า 4.6 ล้านล้านเยน ซึ่งคาดว่าจะผ่านมติรัฐสภาในเดือน ก.ย. และจะเบิกจ่ายได้ในเดือน ธ.ค.



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

BoJ จะประกาศผลการศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายการเงินที่ใช้อยู่ปัจจุบันต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 20-21 ก.ย.

การประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) รอบที่ผ่านมาในเดือน ก.ค. มีมติ 8-1 ให้คงอัตราดอกเบี้ยที่ 0% และให้คงการใช้อัตราดอกเบี้ย -0.1% กับเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ส่วนเกิน (Excess Reserves) บางส่วน และมีมติ 7-2 ให้เพิ่มอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ ETF เป็น 6 ล้านล้านเยนต่อปี จากเดิมที่ 3.3 ล้านล้านเยนต่อปี ซึ่งน้อยกว่าที่ตลาดคาด โดยตลาดคาดว่า BoJ จะลดอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้สำรอง (Interest on Excess Reserve: IOER) เพิ่มเติม -10bps เป็น -0.2% และเพิ่มอัตราดอกเบี้ยของเงินกู้ ETF จากปัจจุบัน 3.0-3.3 ล้านล้านเยน เป็น 6 ล้านล้านเยนต่อปี

นอกจากนี้ BoJ มีมติเอกฉันท์ให้เพิ่มวงเงินกู้ยืมในรูปสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 2.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากเดิม 1.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นระยะเวลา 4 ปี เพื่อสนับสนุนบริษัทที่ประกอบกิจการอยู่ต่างประเทศ ผ่านสถาบันการเงิน เพื่อลดความเสี่ยงจาก Brexit

ทั้งนี้ นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าการ BoJ แถลงหลังการประชุมว่า BoJ กำลังทำการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินที่ใช้อยู่ปัจจุบันต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ และจะประกาศผลในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 20-21 ก.ย.

ตลาดส่วนใหญ่คาดว่า BoJ จะประเมินว่านโยบายที่ใช้อยู่ปัจจุบัน สามารถกระตุ้นเศรษฐกิจและผลักดันเงินเฟ้อให้เข้าสู่ 2% ได้ ซึ่งจะทำให้เครื่องมือเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีดังนี้

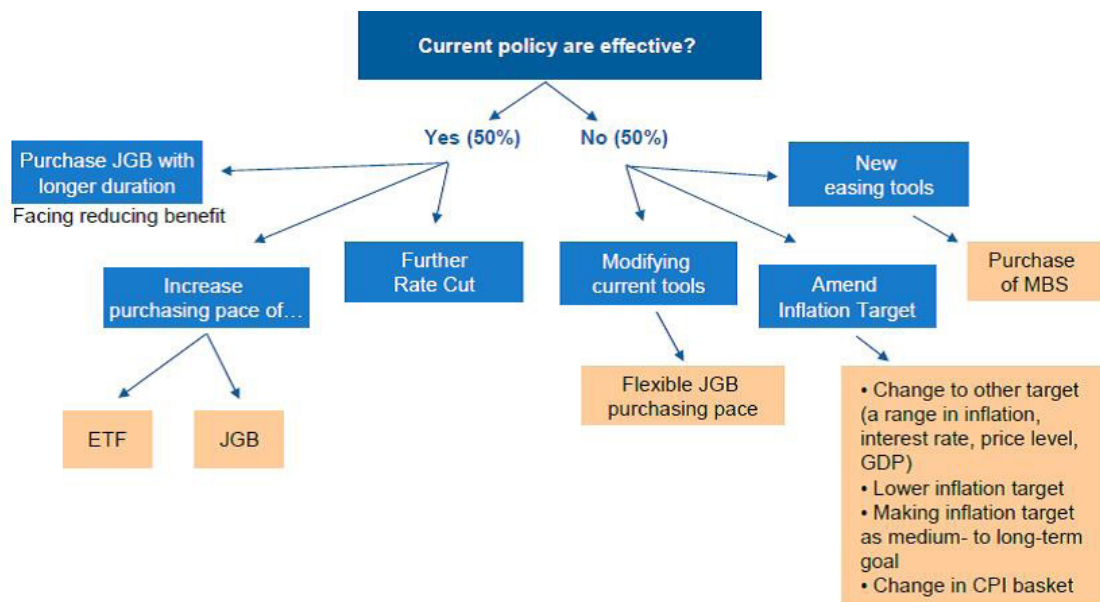
- 1) เพิ่มการซื้อสินทรัพย์ ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล (JGB) และกองทุนหุ้น ETF
- 2) ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมจากปัจจุบันที่ติดลบ -0.10% และ
- 3) ซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุมากขึ้น อย่างไรก็ดี คณะกรรมการนโยบายการเงินบางท่านไม่เห็นด้วย เนื่องจาก

ผู้ซื้อพันธบัตรระยะยาวส่วนมากเป็นบริษัทประกันชีวิต หรือกองทุนเพื่อการเกษียณ การซื้อ JGB ของ BoJ ทำให้สภาพคล่องของการซื้อขายน้อยลง และอาจทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลงมากเกินไป จนผลตอบแทนไม่เพียงพอต่อประชากรที่จะเกษียณในระยะข้างหน้า

อย่างไรก็ดี ตลาดมองว่าหาก BoJ เห็นว่านโยบายที่ใช้อยู่ไม่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจเท่าที่ควร BoJ อาจเพิ่ม หรือปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินดังนี้

- 1) ปรับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลจากปัจจุบันที่ 80 ล้านล้านเยน เป็น 70-90 ล้านล้านเยน
- 2) เพิ่มการเข้าซื้อสินทรัพย์อื่น เช่น ตราสารที่ใช้องหาริมทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Mortgage-backed Securities: MBS) หรือ
- 3) ปรับเปลี่ยนเป้าหมายเงินเฟ้อจากปัจจุบันที่ 2% ดังนี้
 - เปลี่ยนเป็นกรอบเงินเฟ้อ 1-2%
 - เปลี่ยนไปใช้อัตราดอกเบี้ย หรือ GDP แทนเป้าหมายเงินเฟ้อ
 - ลดเป้าหมายเงินเฟ้อลงเป็น 1%
 - ปรับเปลี่ยนสินค้าที่นำมาคำนวณเป้าหมายเงินเฟ้อ
 - เปลี่ยนกำหนดเป้าหมายจากปัจจุบันภายใน 2 ปี ให้นานขึ้น

แผนภาพที่ 53: BoJ จะประกาศผลการประเมินผลกระทบของนโยบายการเงินที่ใช้อยู่ปัจจุบันต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ในการประชุมครั้งถัดไป เดือน ก.ย.



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

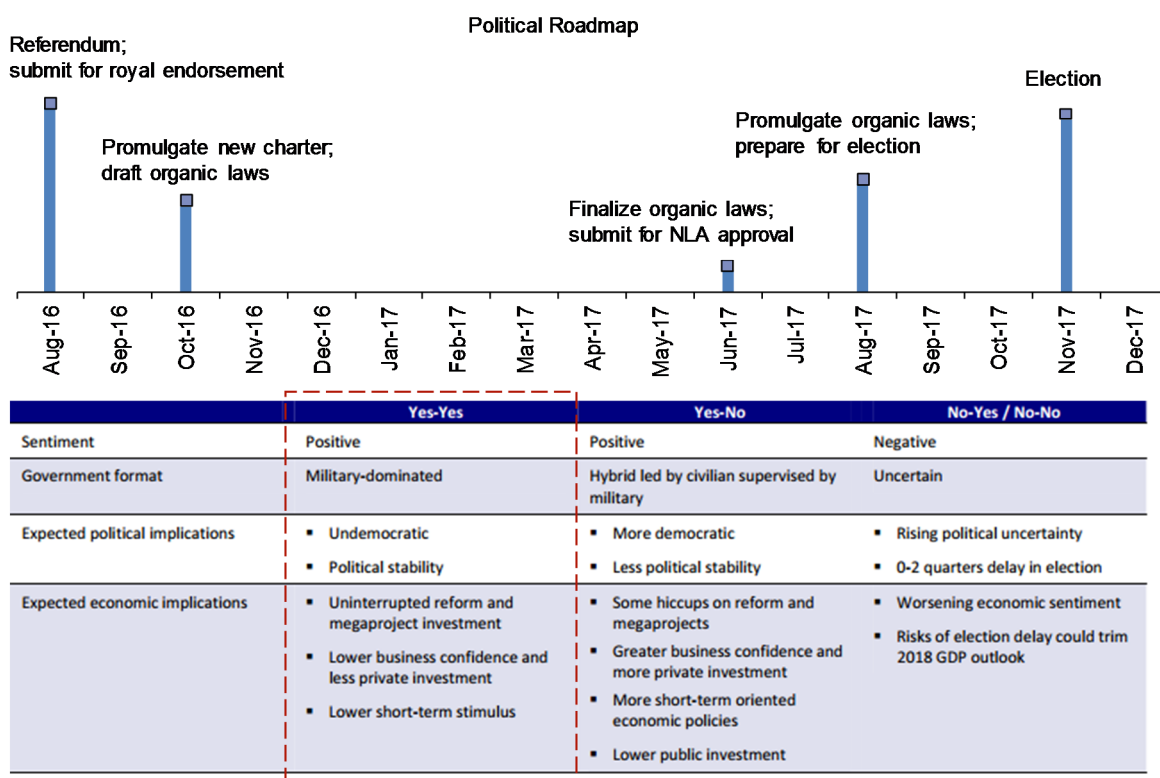
เศรษฐกิจไทย

ผลโหวตประชามติรับร่างรัฐธรรมนูญและคำถามพ่วงในวันที่ 7 ส.ค. จะส่งผลให้การเมืองมีเสถียรภาพมากขึ้น และปูทางไปสู่การเลือกตั้งในไตรมาส 4 ปีหน้า สำหรับนัยยะด้านเศรษฐกิจ คาดว่าผลโหวตจะส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นนักลงทุน อย่างไรก็ตามแรงกระตุ้นต่อการลงทุนภาคเอกชนจะมีค่อนข้างจำกัด เนื่องจากการส่งออกยังคงอ่อนแอและภาคอุตสาหกรรมยังมีอัตราการใช้กำลังการผลิตส่วนเกินเหลืออยู่มาก ส่วนการลงทุนภาครัฐน่าจะสามารถดำเนินได้อย่างต่อเนื่องหลังการเมืองมีเสถียรภาพมากขึ้น ทั้งนี้ GDP ไตรมาส 2 เร่งตัวขึ้นเป็น +3.5% YoY จาก +3.2% ในไตรมาสแรกจากการบริโภคภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดีขึ้นเป็นสำคัญ

ผลโหวตรับร่างรัฐธรรมนูญและคำถามพ่วงปูทางไปสู่การเลือกตั้งในไตรมาส 4 ปีหน้า

ผลการลงคะแนนเสียงประชามติรับร่างรัฐธรรมนูญอย่างเป็นทางการ พบว่า ประชาชนส่วนใหญ่เห็นชอบกับร่างรัฐธรรมนูญ (61%-39%) และคำถามพ่วง (58%-42%) ส่งผลให้การเมืองมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยเราคาดว่าจะสามารถจัดการเลือกตั้งได้ภายในไตรมาส 4 ปีหน้า สำหรับนัยต่อเศรษฐกิจ เรามองว่าผลโหวตรับร่างรัฐธรรมนูญและคำถามพ่วงจะเป็นปัจจัยบวกต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุนในระยะสั้น และทำให้แผนปฏิรูปประเทศและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่สามารถดำเนินต่อไปได้อย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 54: คาดเลือกตั้งไตรมาส 4 ปีหน้า



Source: Interim Constitution B.E. 2557, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 55: คัดแผนการลงทุนในโครงการเร่งด่วนจะสามารถดำเนินการได้ต่อเนื่องในสภาวะการเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้น (A= ครม. อนุมัติแล้ว, B= อยู่ระหว่างการประกวดราคา, C= อยู่ระหว่างการดำเนินการก่อสร้าง)

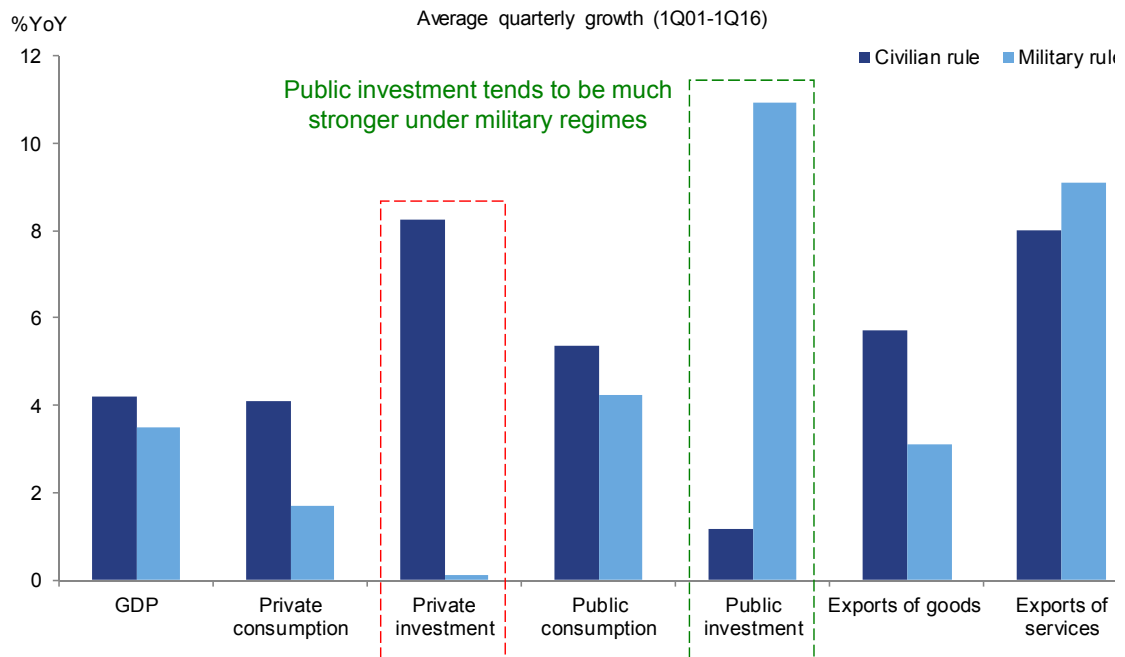
20 Priority Projects	Budget (bt, bn)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1H17	Progress
Airport / Seaport	56						
Suvarnabhumi Airport Phase II	52	A	B	C	C	C	Construction expected in Aug
Terminal A, Laem Chabang	2	B/C	C	C	C	C	6% progress, completion in 2017
Single Rail Transfer Operator I, Laem Chabang	2	B	B/C	C	C	C	N/A
Motorway	160						
Pattaya-Map Ta Phut	20	C	C	C	C	C	8% progress, completion in 2020
Bang Pa In-Nakhon Ratchasima	85	B	B	B/C	B/C	C	Bidding (all 40 contracts) by Nov; construction in 3Q
Bang Yai-Ban Pong- Kanchanaburi	56	A	B	B	B	C	Bidding (all 25 contracts) by Nov
Meter-gauge railway	118						
Jira Junction-Khon Kaen	26	C	C	C	C	C	2% progress
Prachuap Khiri Khan - Chumphon	17	A	A	B	B	B/C	Bidding expected in 4Q
Map Kabao - Jira Junction	30	A	A	A	B	B/C	Cabinet approval expected in Aug, bidding in 4Q
Nakhon Pathom - Hua Hin	20	A	A	A	B	B/C	Cabinet approval expected in Aug, bidding in 4Q
Lopburi- Pak Nam Pho	25	A	A	A	B	B/C	Cabinet approval expected in Aug, bidding in 4Q
Standard-gauge railway	867						
Bangkok-Nong Khai, Kaeng Koi-Mab Taphut	170	A	A	A	A	A	Phase I construction scheduled for 3Q16 (unlikely)
Thai-Japanese: Bangkok-Phitsanulok-Chiang Mai	449	A	A	A	A	A	Memorandum of Cooperation signed in Aug
Bangkok-Hua Hin	95	A	A	A	A	B	Bidding expected in 1H17
Bangkok-Rayong	153	A	A	A	B	B/C	Cabinet approval expected in 3Q, bidding in 4Q
Urban Mass Rapid Transit	352						
Orange Line: Thailand Cultural Center-Minburi	92	A	A	A	B	C	Tender submission on 31 Oct
Pink Line: Kae Rai-Minburi	57	A	A	A	B	C	Tender submission on 7 Nov
Yellow Line: Lad Praow-Sam Rong	55	A	A	A	B	C	Tender submission on 7 Nov
Red Line: Bang Sue-Hua Mak, Bang Sue-Hua Lampong	44	A	A	A	B	C	Cabinet approved in Jul, bidding expected in Aug
Purple Line: Tao Poon-Ratburana	104	A	A	A	A	B	Cabinet approval expected in Sep
Total 20 Priority Projects	1,552						

Source: Ministry of Transport, Office of Transport and Traffic Policy and Planning, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดการณ์การลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวได้จำกัด แม้ได้รับปัจจัยบวกจากผลประชามติ

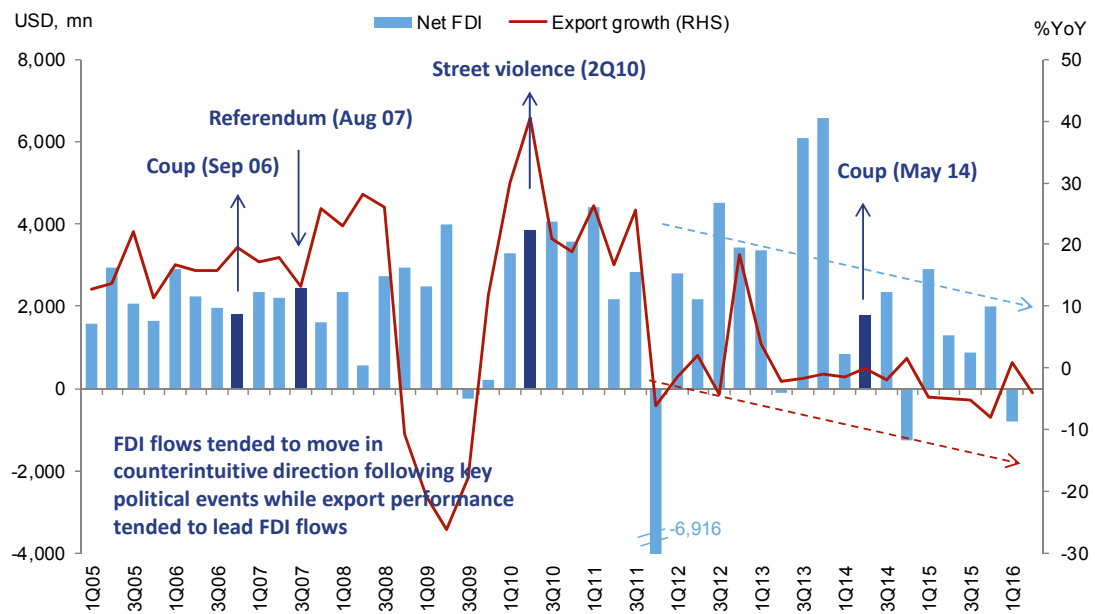
เราคาดว่า การลงทุนภาคเอกชนและการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) จะยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในครึ่งหลังของปี แม้ว่าจะได้รับปัจจัยสนับสนุนจากผลประชามติ เนื่องจากภาคการส่งออกยังคงหดตัวต่อเนื่อง ขณะที่ภาคอุตสาหกรรมยังมีกำลังการผลิตส่วนเกินเหลืออยู่ นอกจากนี้ การลงทุนภาคเอกชนในอดีตมีแนวโน้มขยายตัวได้ต่ำภายใต้การนำของรัฐบาลทหารเทียบกับรัฐบาลที่มาจากการเลือกตั้ง ตรงกันข้ามกับการลงทุนภาครัฐที่มักขยายตัวแข็งแกร่ง สำหรับ FDI เราพบว่าในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา การส่งออกยังเป็นปัจจัยหลักในการกำหนดทิศทางของ FDI ขณะที่เหตุการณ์ทางการเมืองไม่ได้ส่งผลกระทบต่อ FDI มากนัก

แผนภาพที่ 56: การลงทุนภาคเอกชนมีความอ่อนไหวต่อรูปแบบการปกครองและการส่งออกค่อนข้างสูง



Source: National Economic and Social Development Board (NESDB),
TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 57: การส่งออกเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทาง FDI ขณะที่เหตุการณ์ทางการเมืองไม่ได้มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ

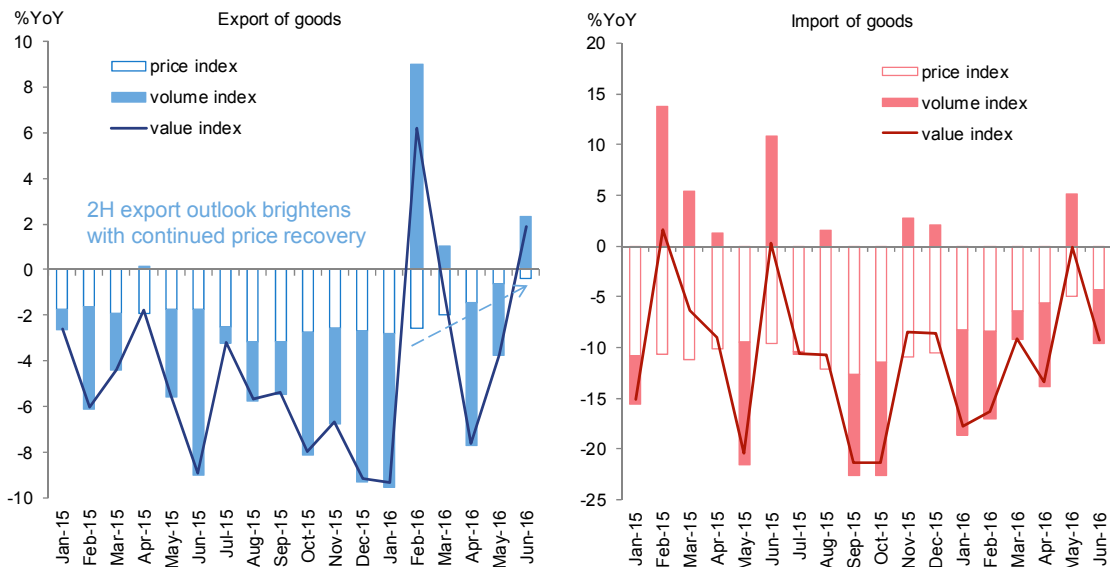


Source: Bank of Thailand (BoT), Ministry of Commerce (MoC),
TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดการณ์การส่งออกจะพลิกกลับมาขยายตัวได้ในไตรมาส 4 ปีนี้

มูลค่าการส่งออกพลิกกลับมาขยายตัวในเดือน มิ.ย. จากฐานต่ำปีก่อนซึ่งเป็นปัจจัยชั่วคราว ทำให้มูลค่าการส่งออกอาจพลิกกลับมาหดตัวได้ต่อในไตรมาส 3 อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของราคาสินค้าจะส่งผลให้มูลค่าการส่งออกในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มสดใสขึ้นและมีแนวโน้มขยายตัวอย่างต่อเนื่องในไตรมาสสุดท้ายของปี สอดคล้องกับการนำเข้าที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง แม้จะผันผวนและหดตัวแรงขึ้นในเดือนล่าสุด การส่งออกและการนำเข้าที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงท้ายปีคาดว่าจะจะเป็นปัจจัยส่งเสริมให้การลงทุนภาคเอกชนสามารถฟื้นตัวได้ในปีหน้า

แผนภาพที่ 58: ราคาสินค้าส่งออกมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น ส่วนการนำเข้าผันผวนลงชั่วคราว

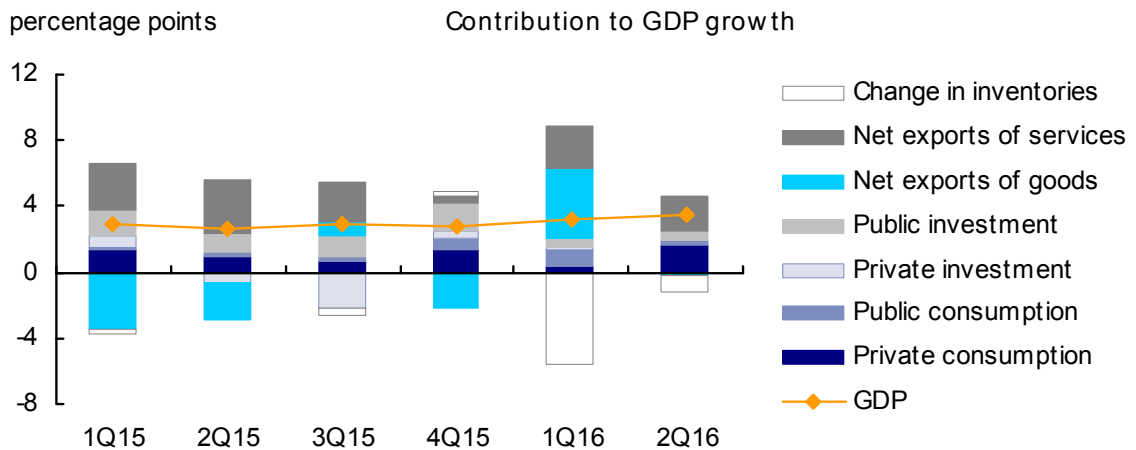


Source: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

GDP ไตรมาส 2 ขยายตัวสูงกว่าคาด จากการบริโภคภาคเอกชนที่เร่งตัวขึ้น

สำหรับแนวโน้มเศรษฐกิจภาพรวมยังปรับดีขึ้นต่อเนื่อง โดย GDP ไตรมาส 2 ขยายตัวสูง +3.5% YoY มากกว่าเราและตลาดคาดที่ +3.2% และ +3.3% ตามลำดับ โดยการบริโภคภาคเอกชนฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ +3.8% YoY (เทียบกับ +2.3% ไตรมาสก่อน) จากยอดขายรถยนต์ที่เร่งตัวขึ้นและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยเฉพาะมาตรการภาษีในช่วงสงกรานต์ ทั้งนี้ ในช่วงครึ่งปีแรก เศรษฐกิจไทยขยายตัวสูง +3.4% YoY และมีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้นต่อเนื่องในครึ่งปีหลัง โดยเราจะปรับประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจปี 2016 ขึ้นจากเดิมที่เคยประเมินไว้ที่ +3.0% และจะเผยแพร่ผลประมาณการในวันที่ 31 ส.ค. นี้

แผนภาพที่ 59: GDP ขยายตัว +3.5% ในไตรมาส 2 จากการฟื้นตัวของการบริโภคภาคเอกชนเป็นสำคัญ

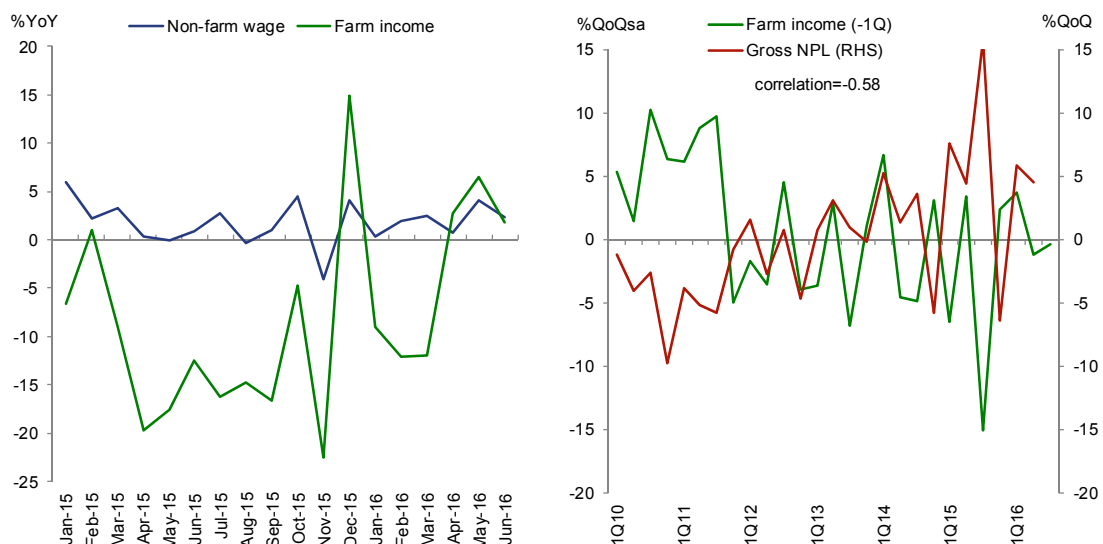


Source: BoT, MoC, Office of Agricultural Economics (OAE), OIE, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กำลังซื้อฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ชะลอการเพิ่มขึ้นของหนี้เสีย

รายได้ภาคเกษตรขยายตัวต่อเนื่องในไตรมาส 2 และกดดันให้รายได้นอกภาคเกษตรปรับสูงขึ้นจากไตรมาสแรก สะท้อนกำลังซื้อของครัวเรือนในประเทศที่เริ่มกระเตื้องขึ้นและเป็นปัจจัยบวกต่อแนวโน้มการบริโภคในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ รายได้ภาคเกษตรที่ขยายตัวจะสามารถชะลอการเพิ่มขึ้นของหนี้เสีย (NPL) ในระยะข้างหน้า โดยเราพบว่า NPL มีแนวโน้มชะลอตัว หากรายได้ภาคเกษตรหลังหักปัจจัยด้านฤดูกาลปรับเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ = -0.58)

แผนภาพที่ 60: รายได้ภาคครัวเรือนขยายตัวต่อเนื่อง ลดแรงกดดันการก่อหนี้เสีย NPL

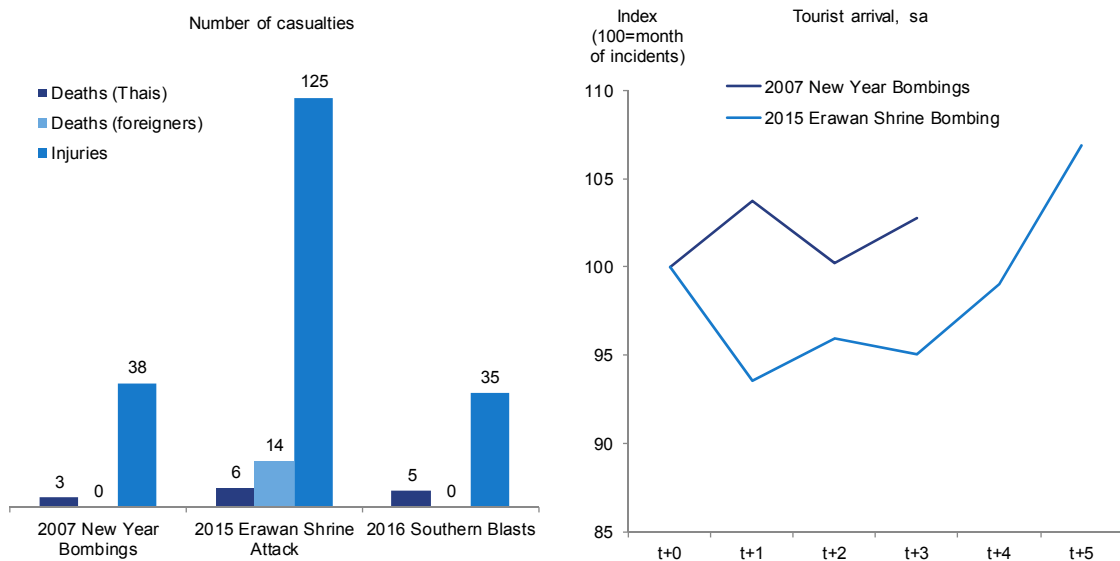


Source: BoT, OAE, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดเหตุระเบิดใน 7 จังหวัดภาคใต้ ส่งผลกระทบจำกัดต่อเศรษฐกิจและการท่องเที่ยว

เหตุการณ์ระเบิดใน 7 จังหวัดภาคใต้ในช่วงวันที่ 10-12 ส.ค.ที่ผ่านมา มีผู้เสียชีวิต 5 ราย บาดเจ็บ 35 ราย น้อยกว่าเหตุการณ์ระเบิดที่แยกราชประสงค์ปีก่อนที่มีผู้เสียชีวิต 20 คน บาดเจ็บ 125 คน โดย 14 ใน 20 ผู้เสียชีวิตเป็นชาวต่างชาติเชื้อสายจีน อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้สูญเสียในครั้งนี้ใกล้เคียงกับตัวเลขในเหตุระเบิดในช่วงวันปีใหม่ปี 2007 ที่ 3 รายและบาดเจ็บ 38 ราย ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่าผลกระทบต่อภาคการท่องเที่ยวจะน้อยกว่าเหตุระเบิดปีที่แล้ว แต่ใกล้เคียงกับปี 2007 ทั้งนี้ จำนวนนักท่องเที่ยวหลังหักปัจจัยด้านฤดูกาลออกยังคงเพิ่มขึ้นหลังเหตุการณ์ในปี 2007 ซึ่งสะท้อนว่าผลกระทบต่อการท่องเที่ยวและเศรษฐกิจน่าจะมีค่อนข้างจำกัด โดยเรายังคงประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวปี 2016 อยู่ที่ 34 ล้านคน หรือขยายตัว +13.8% YoY จากปีก่อน

แผนภาพที่ 61: จำนวนผู้เสียชีวิตจากเหตุการณ์ระเบิดในอดีต และยอดนักท่องเที่ยวหลังเหตุระเบิด



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



TISCO Economic Strategy Unit

คณิศร ประกอบผล

Head of Strategy Unit

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์โท วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ชานนท์ บุญนุษ

Senior Economist

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

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

วรุฒม์ เตชะจินดา

Strategist

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

ชาวรา ผลพิบูลย์

Economist

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

ทิพย์รัตน์ นันทปรีชาวัฒน์

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แทนไท เสริมศิริมานนท์

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	สยามสแควร์ วัน ชั้น 6	: 02 252 2922	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934
	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571
	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 2	: 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080
	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161
	เซ็นทรัลรามอินทรา ชั้น 3	: 02 970 6006	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636
	แฟชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดีไอเอสสยาม ชั้น 1	: 02 623 9141	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820
	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998				
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกิ้งก่า	: 02 633 4333	ศรีนครินทร์	: 02 758 6269
	รัตนาธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166	วรจักร	: 02 621 0141
	เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220	บางลำพู	: 02 629 3009

สาขานาครในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 212 277	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 811 383	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 235 155	จันทบุรี	: 039 346 688	ชลบุรี	: 038 784 522	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