TIPS | APRIL 2019

TISCO Investment Portfolio Strategy

- ภาพเศรษฐกิจโลกปี 2019 มีแนวโน้มชะลอตัวลงอย่างพร้อมเพรียงกัน (Global Synchronized Slowdown) หลังเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านทั้งนโยบายทางการเงินและการคลังมีอย่างจำกัด
- แรงฟื้นตัวของตลาดหุ้นโลกในรอบนี้เริ่มจำกัด หลังตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีไปมากแล้ว โดยเฉพาะการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และสถานการณ์ความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่เริ่มคลี่คลายลง
- ดังนั้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้น Rebound ทยอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อช่วยลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง
- เรายังคง Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่ม Health Care ซึ่งกำไรของหุ้นในกลุ่มนี้มีแนวโน้มเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง แม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว
- เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นเอเชียเหนือจาก Neutral เป็น Underweight เนื่องจากระดับ Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวันที่ตึงตัวมากขึ้น ประกอบกับมีความเสี่ยงที่คาดการณ์ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในปีนี้จะถูกปรับลดลงอีก
- ด้านตลาดน้ำมัน เรามองว่าราคาน้ำมันดิบ WTI อาจ Overshoot ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ในระยะสั้น 1-2 เดือนข้างหน้า จากแนวโน้มตลาดน้ำมันดิบโลกที่ตึงตัวมากขึ้น

TISCO Economic Strategy Unit

Contents

- Executive Summary 3
- Global Investment Strategy 4
  - Special Issue: Fed พัก หุ้นพุ่ง...ตลาดเหลือ Upside อีกแค่ไหน? 7
  - ตลาดหุ้น 9
  - ตลาดตราสารหนี้ 14
  - ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 16
- Global Economic Insights 20
  - เศรษฐกิจสหรัฐฯ 21
  - เศรษฐกิจยุโรป 25
  - เศรษฐกิจจีน 29
  - เศรษฐกิจญี่ปุ่น 34
  - เศรษฐกิจไทย 37

TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสรเตติวัฒน์
ชาร่า ผลพิบูลย์
วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล
สุชานันท์ ภิภพสุขาวดี

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

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมาย ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ภาพเศรษฐกิจโลกปี 2019 มีแนวโน้มชะลอตัวลงอย่างพร้อมเพรียงกัน (Global Synchronized Slowdown) หลังเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านทั้งนโยบายทางการเงินและการคลังมีอย่างจำกัด ซึ่งต่างจากในช่วงปี 2016 ที่รัฐบาลและธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ทั่วโลกยังมีกระสุนเพียงพอในการกระตุ้นเศรษฐกิจให้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว และหนุนให้ตลาดหุ้นโลกกลับมาเป็นขาขึ้นได้อีกระลอกใหญ่

เรามองว่าแรงฟื้นตัวของตลาดหุ้นโลกในรอบนี้เริ่มจำกัดแล้ว หลังตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีจากความคลี่คลายลงของความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ประกอบกับการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว และถึงแม้ Fed จะส่งสัญญาณชัดเจนว่าจะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไปก่อน แต่ Fed ก็ยังไม่ได้ปิดประตูการขึ้นดอกเบี้ยไปเสียเลยทีเดียว ดังนั้นเมื่อใดที่ Fed กลับมาส่งสัญญาณว่าจะขึ้นดอกเบี้ยต่อ เมื่อนั้นตลาดก็จะมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้ง

ดังนั้น เราแนะนำให้นักลงทุนทยอยอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้นรีบาวด์ ทยอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง สำหรับน้ำหนักการลงทุน เราคงคำแนะนำให้เน้นลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะหุ้นกลุ่ม Defensive ขณะที่เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นเอเชียเหนือจาก Neutral เป็น Underweight

ในส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เรามีมุมมองที่เป็นบวกต่อราคาน้ำมันดิบในระยะสั้น 1-2 เดือนข้างหน้า โดยคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI อาจ Overshoot ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ จากความตึงตัวของตลาดน้ำมันดิบโลกซึ่งเป็นผลมาจากการเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC+ ประกอบกับผลกระทบจากมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ต่ออิหร่านและเวเนซุเอลา และมากไปกว่านั้นปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากทางฝั่งสหรัฐฯ มีแนวโน้มพลิกกลับมาลดลงในระยะสั้นเช่นเดียวกัน

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- ภาพเศรษฐกิจโลกปี 2019 มีแนวโน้มชะลอตัวลงอย่างพร้อมเพรียงกัน (Global Synchronized Slowdown) หลังเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านทั้งนโยบายทางการเงินและการคลังมีอย่างจำกัด
- แรงฟื้นตัวของตลาดหุ้นโลกในรอบนี้เริ่มจำกัด หลังตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีไปมากแล้ว โดยเฉพาะการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และสถานการณ์ความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่เริ่มคลี่คลายลง
- ดังนั้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้น Rebound ทยอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อช่วยลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง
- ยังคง Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่ม Health Care ซึ่งกำไรของหุ้นในกลุ่มนี้มีแนวโน้มเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง แม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว
- ปรับลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นเอเชียเหนือจาก Neutral เป็น Underweight เนื่องจากระดับ Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวันที่ตึงตัวมากขึ้น ประกอบกับมีความเสี่ยงที่คาดการณ์ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในปีนี้จะถูกปรับลดลงอีก
- ด้านตลาดน้ำมัน เรามองว่าราคาน้ำมันดิบ WTI อาจ Overshoot ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ได้ในระยะสั้น 1-2 เดือนข้างหน้า จากแนวโน้มตลาดน้ำมันดิบโลกที่ตึงตัวมากขึ้น

TISCO Economic Strategy Unit

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,636	0.2%	-0.1%	1.6%	-5.0%	4.6%	-9.9%
Philippines PCOMP	7,750	-1.7%	-2.0%	3.0%	4.5%	3.8%	-5.4%
Indonesia JCI	6,413	-0.7%	0.4%	3.9%	8.1%	3.5%	1.4%
Singapore STI	3,198	-1.0%	-1.3%	3.9%	1.2%	4.2%	-9.1%
Malaysia KLCI	1,675	-0.7%	-0.8%	0.8%	-7.2%	-0.9%	-9.3%
Asia	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	28,851	0.2%	3.4%	10.6%	5.7%	11.6%	-8.5%
China H HSCEI	11,447	-0.1%	4.7%	10.5%	8.2%	13.1%	-10.0%
MSCI China	83	2.3%	5.0%	12.3%	5.8%	16.2%	-15.7%
China CSI300	3,698	-2.9%	10.8%	16.8%	14.1%	22.8%	-9.7%
Taiwan TWSE	10,349	0.4%	2.8%	5.9%	-4.8%	6.4%	-6.1%
Korea KOSPI	2,161	1.1%	-1.6%	4.4%	-6.8%	5.9%	-13.3%
MSCI Korea	641	0.6%	-2.6%	4.9%	-7.1%	6.2%	-15.6%
India SENSEX	37,755	2.8%	5.4%	5.0%	-0.9%	4.7%	12.1%
MSCI India	1,314	2.1%	5.8%	4.5%	-3.5%	4.0%	7.0%
Developed Market	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	6,178	-0.4%	1.8%	10.3%	0.2%	9.4%	4.3%
Japan TOPIX	1,599	1.7%	1.4%	0.4%	-7.5%	7.0%	-8.3%
Japan Nikkei 225	21,415	1.9%	2.5%	0.2%	-7.3%	7.0%	-1.8%
Europe STOXX600	379	1.2%	2.6%	9.0%	0.2%	12.1%	0.4%
Euro STOXX50	3,342	1.0%	3.1%	8.1%	-0.1%	11.3%	-2.1%
US Dow Jones	25,710	0.9%	-0.7%	6.7%	-1.7%	10.2%	3.4%
US S&P500	2,808	2.2%	1.2%	8.0%	-3.3%	12.0%	2.2%
MSCI US REITs	1,207	2.4%	0.6%	6.0%	3.2%	14.1%	14.6%
J-REITs	1,876	2.3%	2.2%	3.1%	7.0%	5.7%	11.0%
Europe	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK FTSE 100	7,185	0.4%	-0.7%	5.0%	-1.6%	6.8%	0.6%
Germany DAX	11,587	0.6%	2.5%	6.6%	-4.4%	9.7%	-6.1%
France CAC 40	5,350	1.6%	3.8%	10.2%	-0.1%	13.1%	1.6%
Switzerland SMI	9,482	1.7%	2.6%	8.8%	5.7%	12.5%	6.8%
Portugal PSI 20	5,272	0.6%	2.5%	9.7%	-0.3%	11.4%	-3.1%
Spain IBEX 35	9,210	-0.4%	0.9%	3.6%	-1.7%	7.8%	-4.9%
Italy FTSE MIB	20,877	0.9%	3.3%	10.4%	0.0%	13.9%	-8.1%
Latin America	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	98,605	4.5%	1.1%	12.8%	30.7%	12.2%	16.1%
Chile IPSA	5,301	0.8%	-1.8%	2.6%	-1.0%	3.8%	-5.1%
Mexico MEXBO	41,778	0.3%	-2.8%	1.1%	-15.8%	0.3%	-12.6%
Regional	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	521	1.3%	2.3%	8.3%	0.3%	9.3%	-11.4%
MSCI Latin America	2,820	3.9%	-2.2%	10.6%	15.8%	9.9%	-7.5%
MSCI All Country World	506	2.2%	1.5%	7.9%	-2.7%	10.9%	-3.2%
Commodities	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	58.55	4.4%	5.3%	14.4%	-15.1%	28.9%	-4.3%
Brent Spot	67.16	2.2%	1.4%	11.4%	-14.0%	24.8%	3.1%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	8.61	-1.06	-2.05	-0.47	-0.49	0.22	4.68
Gold Spot	1295.98	-0.2%	-2.0%	3.9%	7.8%	1.1%	-1.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2230.53	0.0%	-1.4%	3.1%	5.9%	0.9%	3.7%
Bloomberg Agri Subindex	40.54	0.9%	-3.8%	-5.6%	-2.9%	-2.4%	-17.9%
Thai Bond index	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	280.85	0.0%	0.0%	1.5%	3.2%	0.7%	1.8%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	203.67	0.1%	0.3%	0.8%	1.6%	0.6%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	284.23	0.2%	0.2%	1.4%	2.3%	0.7%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	367.10	-0.1%	-0.3%	1.8%	3.3%	0.4%	2.2%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	240.92	0.1%	0.1%	1.2%	2.2%	0.6%	1.5%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	1.81	0	4	8	9	5	46
2Y	1.74	-2	-5	-8	-20	-7	36
5Y	2.19	0	3	-9	-16	3	34
10Y	2.59	3	10	-9	-25	8	4
Spread 10Y-2Y	85	5	15	-2	-5	14	-32
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	2.63	0	-3	-26	-37	-6	-20
Japan 10Y	(0.05)	-1	-2	-8	-16	-5	-9
UK 10Y	1.22	5	7	-2	-31	-5	-21
German 10Y	0.09	2	-2	-17	-36	-16	-51
Spain 10Y	1.19	15	-5	-22	-30	-23	-21
Italy 10Y	2.50	3	-30	-44	-48	-24	49
Others	**Last**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	13.50	-3.1	-1.4	-8.1	1.4	-11.9	-3.1
Dollar index	96.73	-0.6%	-0.2%	-0.7%	1.9%	0.6%	7.3%
USD/THB	31.77	0.1%	1.6%	-3.1%	-2.5%	-1.7%	1.9%
EUR/USD	1.13	0.6%	0.1%	-0.4%	-3.3%	-1.3%	-8.3%
GBP/USD	1.32	1.8%	2.8%	5.0%	0.7%	3.9%	-5.2%
USD/JPY	111.79	0.6%	1.2%	-0.9%	-0.2%	1.9%	5.5%
USD/CNY	6.72	0.1%	-0.7%	-2.7%	-2.1%	-2.3%	6.4%
USD/CNH	6.72	-0.1%	-0.7%	-2.5%	-2.0%	-2.1%	6.3%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 3/15/2019 7:06:25 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting					Themes
	Underweight		Neutral	Overweight		
ตราสารหนี้		■				- เราคาดว่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน						
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				■		- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก - ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังคงเติบโตดีอยู่ ซึ่งคาดว่าจะเฉลี่ย +7% ทั้งปี 2019 (vs. +22% 2018E) - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย		■				- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากทั้งภาคต่างประเทศและในประเทศ เช่น การส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงจากผลกระทบของสงครามการค้า และการลงทุนภาครัฐที่เสี่ยงล่าช้าออกไป ฯลฯ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน			■			- Valuation ลดลงมาสู่ระดับต่ำ ประกอบกับแนวโน้มการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายของ PBoC อย่างต่อเนื่องไปจนถึงปี 2019 ซึ่งคาดว่าจะทำการลด RRR ลงอีก 3 ครั้งในปี 2019 - แต่ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		■	■			- Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวันเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2016 และ 2018 ตามลำดับ - คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนในเกาหลีและไต้หวันเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจ โลก และอุปสงค์ที่อ่อนแอลงของสินค้าประเภท Smartphone, PCs และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ - ลดน้ำหนักเป็น Underweight
ตลาดหุ้นอินเดีย			■			- การเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูง มากไปกว่านั้นยังได้รับปัจจัยบวกเพิ่มขึ้นจากการปรับฐานของราคาน้ำมันดิบ - แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			■			- เศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคในช่วงเดือน ต.ค. นี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป		■				- ความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลี และอังกฤษ (Brexit) ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป - Earnings Growth อยู่ในระดับต่ำ ขณะเดียวกันยูโรมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	■					- โครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก						
ทองคำ				■		- ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในปีนี้ - การส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			■	■		- ปัจจัยบวกระยะสั้นจากการเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC และสถานการณ์ในเวเนซุเอลาที่อาจรุนแรงขึ้น - แต่คาดว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ จะทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight
US REITs			■			- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ - แต่ Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs			■			- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral
Europe REITs	■					- โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ *Current Recommendation* ■ *Previous Recommendation*
■ *Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน* ■ *Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน* ■ *Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน*

Special Issue: Fed พัก หุ้นพุ่ง...ตลาดเหลือ Upside อีกแค่ไหน?

ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาการส่งสัญญาณการดำเนินนโยบายของ Fed มีการเปลี่ยนทิศทางอย่างรวดเร็วชนิดที่นักวิเคราะห์หลายคนเรียกว่าเป็น “Policy U-Turn” ที่รุนแรงที่สุดในรอบหลายปี โดยประธาน Fed นาย Jerome Powell ได้เปลี่ยนท่าทีจากเดิมที่เคยกล่าวในช่วงต้นเดือน ต.ค. ปีที่แล้วว่า ดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าปกติมากเกินไป และยังมีความจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยต่อไป แต่หลังจากนั้นไม่นานในช่วงต้นปี นาย Powell กลับให้สัมภาษณ์ว่าดอกเบี้ยนโยบายได้กลับเข้าใกล้ระดับปกติแล้ว และ Fed ยังไม่มีความจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยในช่วงนี้ เนื่องจากเงินเฟ้อยังต่ำ (“...with inflation low and under control, we have the ability to be patient”) ซึ่งทำให้ตลาดปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยตาม จากเดิมที่คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งในปี 2019 เป็นคาดว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจากระดับปัจจุบันอีกแล้ว ยิ่งไปกว่านั้นยังคาดว่า Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยในปี 2020 อีกด้วย

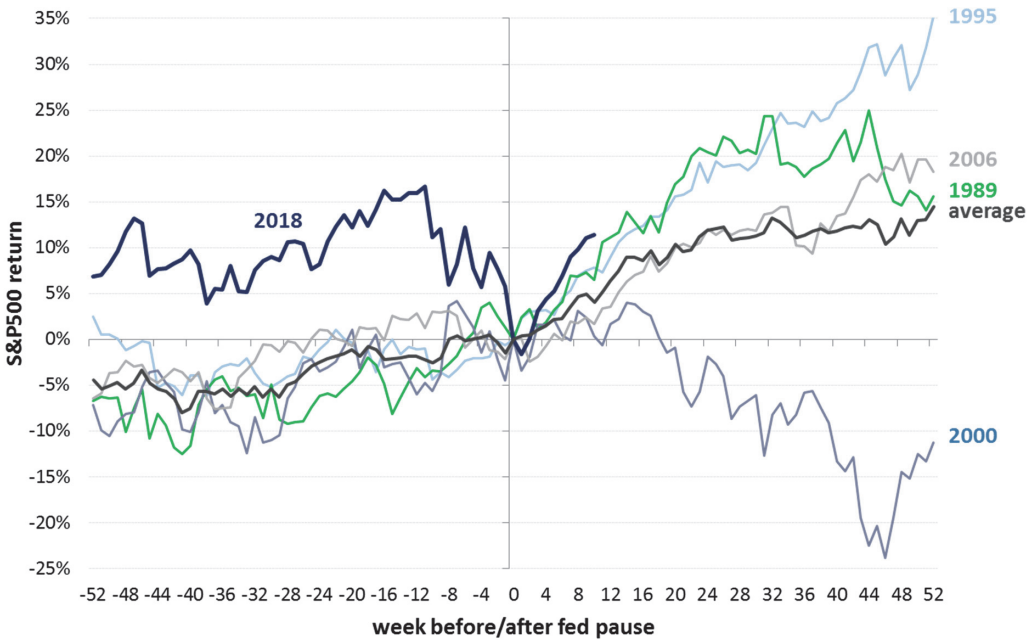
การส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ได้จุดชนวนให้ตลาดหุ้นพุ่งขึ้นทั่วโลก โดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นราว 12% นับจากต้นปี ในขณะที่ตลาดหุ้นจีน (CSI300) เพิ่มขึ้นถึงกว่า 20% ส่วนตลาดหุ้นไทยบวกราว 6%

เพื่อประเมินแนวโน้มของตลาดหุ้นโลกต่อจากนี้ เราได้ทำการศึกษาพฤติกรรมของตลาดหุ้นในช่วงที่ Fed มีการ “หยุด” การขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้งล่าสุด ได้แก่ ในปี 1989, 1995, 2000, และ 2006 โดยเราได้ข้อสังเกตดังนี้

หนึ่ง **ตลาดหุ้นมักปรับตัวขึ้น “หลัง” Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย** โดยดัชนี S&P500 มีการปรับตัวขึ้น 3 ใน 4 ครั้ง ยกเว้นแต่เพียงในปี 2000 เท่านั้นที่ตลาดมีการปรับตัวลดลง ผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาดหุ้นในช่วง 1 ปีหลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยอยู่ที่ 14.5% ซึ่งหากพิจารณาถึงการฟื้นตัวของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในรอบนี้ที่บวกขึ้นมา 11.4% นับจากที่ Fed ขึ้นในเดือน ธ.ค. เราก็อาจประเมินได้ว่า Upside ต่อจากนี้เหลืออีกค่อนข้างน้อยเพียงประมาณ 3% เท่านั้น

ส่วนในช่วงปี 2000 ตลาดมีการปรับตัวลดลงราว 10% เนื่องจากในช่วงนั้นตลาดหุ้นที่อยู่ในช่วงพีคของฟองสบู่ Dot-com ที่ตลาดเทรดที่ P/E สูงถึงราว 30 เท่า ก็ถือว่าไม่น่าแปลกใจนักที่ตลาดจะปรับตัวลดลงในช่วงดังกล่าว

แผนภาพที่ 1: ดัชนี S&P500 มีการปรับตัวขึ้นโดยเฉลี่ย 14.5% ในช่วง 1 ปีหลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย



สอง **ตลาดหุ้นมักปรับตัวขึ้น "ก่อน" Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย** ในช่วง 1 ปีก่อนที่ Fed จะหยุดขึ้นดอกเบี้ย ตลาดหุ้นมีการปรับตัวขึ้นทั้งหมดในช่วง 4 ครั้งที่ผ่านมา โดยปรับขึ้นในอัตราประมาณ 5-10% ซึ่งแตกต่างจากในครั้งนี้ ที่ตลาดปรับตัวลดลงมาประมาณ 7% ในช่วงหนึ่งปีก่อนการขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ธ.ค.

การปรับตัวลดลงของตลาดในช่วงปีที่ผ่านมา สะท้อนว่าตลาดหุ้นในปีที่แล้วนั้นมีคาดหวังสูงว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวดีต่อเนื่องมาจนถึงปีนี้ แต่เมื่อเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลงในไตรมาส 4 ตลาดหุ้นจึงมีการปรับฐานแรง และต่อมาค่อยเริ่มทยอยฟื้นตัวหลังจากที่ Fed ส่งสัญญาณว่าจะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไป

สาม **อัตราดอกเบี้ยมีผลต่อ Valuation** เราพบว่าค่า P/E ของตลาดจะทยอยลดลงเรื่อยๆ ในช่วงที่ Fed มีการขึ้นดอกเบี้ย แต่หลังจากที่ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยค่า P/E จะเริ่มฟื้นตัวขึ้น ยกเว้นแต่ในช่วงปี 2000 ที่ P/E ของตลาดได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่องแม้ Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งสาเหตุก็เป็นดังเช่นที่กล่าวไปแล้วข้างต้นว่าช่วงนั้นเป็นช่วงที่ฟองสบู่ Dot- com เริ่มแตก

นอกจากนั้น เรายังพบว่าระดับของอัตราดอกเบี้ย ณ วันที่ Fed ตัดสินใจหยุดขึ้นดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ชัดเจนกับค่า P/E ของตลาด ยกตัวอย่างเช่นในปี 1989 ดอกเบี้ยขึ้นไปพีคที่ 9.75% และตลาดหุ้นเทรดที่ P/E 12.8 เท่า ส่วนในปี 2006 ดอกเบี้ยขึ้นไปจนหยุดที่ 5.25% ในขณะที่ตลาดหุ้นเทรดที่ P/E 16.5 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีทางการเงินที่ชี้ว่าดอกเบี้ย (ซึ่งใช้เป็น Discount Rate ในการคำนวณราคาสินทรัพย์) ที่ต่ำลง จะทำให้การคำนวณราคาสินทรัพย์ที่เหมาะสมสูงขึ้น

หากเราวิเคราะห์ความสัมพันธ์ (Linear Regression) ระหว่างดอกเบี้ยและค่า P/E ของตลาด โดยตัดช่วงปี 2000 ที่ตลาดอยู่ในภาวะฟองสบู่ออกไป เราจะพบว่าค่า P/E ของตลาดที่เหมาะสมหาก Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยที่ระดับปัจจุบัน (ที่ 2.5%) จะอยู่ที่ 18.5 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับ Valuation ของตลาดในปัจจุบันซึ่งเทรดที่ P/E 18.4 เท่า ซึ่งนั่นหมายความว่า Upside ของตลาดนั้นเหลือไม่มากแล้วเช่นกัน

โดยสรุป เรามองว่าตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีจากการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว และถึงแม้ Fed จะส่งสัญญาณชัดเจนว่าจะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยออกไปก่อน แต่ Fed ก็ยังไม่ได้ปิดประตูการขึ้นดอกเบี้ยไปเสียเลยทีเดียว ดังนั้นความเสี่ยงสำคัญที่นักลงทุนจะต้องจับตามองก็คือเมื่อใดที่ Fed กลับมาส่งสัญญาณว่าจะขึ้นดอกเบี้ยต่อ เมื่อนั้นตลาดก็จะมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้ง

ตลาดหุ้น

เรามองว่าแรงฟื้นตัวของตลาดหุ้นในรอบนี้เริ่มจำกัด และตลาดหุ้นจะไม่สามารถกลับไปแตะระดับสูงสุดของปี 2018 ได้ เนื่องจากในปี 2019 นี้ เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอตัวลงอย่างพร้อมเพรียงกัน (Global Synchronized Slowdown) หลังเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านทั้งนโยบายทางการเงินและการคลังมีอย่างจำกัด ซึ่งต่างจากในช่วงปี 2016 ที่รัฐบาลและธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ทั่วโลกยังมีกระสุนเพียงพอในการกระตุ้นเศรษฐกิจให้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว และหนุนให้ตลาดหุ้นโลกกลับมาเป็นขาขึ้นได้อีกระลอกใหญ่

ดังนั้น เราแนะนำให้นักลงทุนทยอยอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้นรีบาวด์ ทยอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง

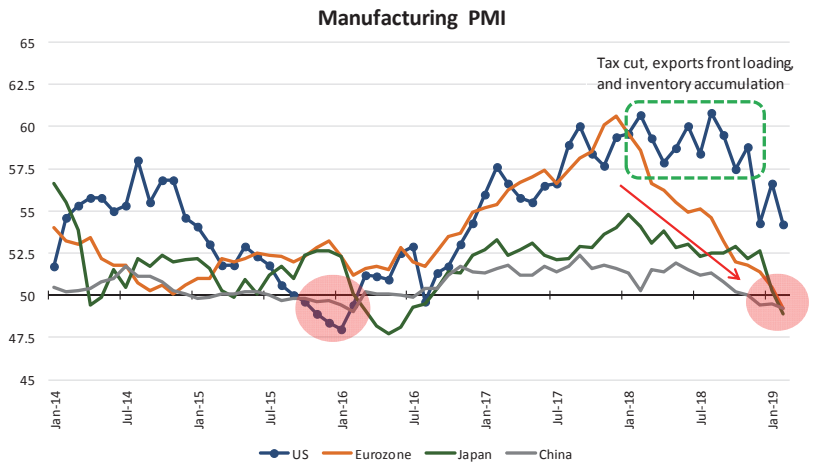
ภาพจำยังชัดเจน ... เศรษฐกิจโลกชะลอ ปี 2016 vs ปี 2019

หากย้อนไปในปี 2016 เชื่อว่านักลงทุนยังคงจำได้ว่า เศรษฐกิจโลกในปีนั้นได้ส่งสัญญาณชะลอตัวลง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ที่หดตัวอย่างต่อเนื่อง (ดัชนีอยู่ในระดับต่ำกว่า 50 จุด) เนื่องจากการค้าและการส่งออกโลกที่หดตัวลง โดยมีสาเหตุหลักมาจากการชะลอตัวของการบริโภคในตลาดเกิดใหม่ซึ่งเกิดจากสภาพเงินอ่อนค่า และรายได้ที่ลดลงตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ตกต่ำ

ตัดภาพมาในปี 2018 แม้ว่าเศรษฐกิจโลกดูเหมือนจะเติบโตได้ในระดับสูงอยู่ที่ 3.8% YoY เท่ากับในปี 2017 แต่นั่นเป็นเพราะมีเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เติบโตในระดับสูงเพียงประเทศเดียว คอยพยุงเศรษฐกิจของทั้งโลกอยู่ จากการที่รัฐบาลสหรัฐฯ ได้กระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายลดภาษีและเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ ประกอบกับผลกระทบการเร่งส่งออกไปยังจีน และการสะสมสินค้าคงคลัง ก่อนการขึ้นภาษีนำเข้าของจีนจะมีผลบังคับใช้

อย่างไรก็ตาม แรงส่งจากปัจจัยหนุนดังกล่าวต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้แผ่วลงเรื่อยๆ และจะกลับเป็นแรงฉุดต่อเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า ตามเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ เช่น ยุโรป ญี่ปุ่น และจีน ซึ่งชะลอตัวลงแรงไปแล้วตั้งแต่ปี 2018 ดังนั้น เราจึงมองว่าเศรษฐกิจของทุกประเทศทั่วโลกจะชะลอตัวลงอย่างพร้อมเพรียงกัน (Global Synchronized Slowdown) ในปี 2019 นี้

แผนภาพที่ 2: ในปี 2019 ดัชนีภาคการผลิตของสหรัฐฯ มีแนวโน้มหดตัวลง ตามยุโรป ญี่ปุ่น และจีน หลังหมดอานิสงส์จากการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลัง ประกอบกับการเร่งส่งออกไปยังจีน และการสะสมสินค้าคงคลังในปีที่แล้ว

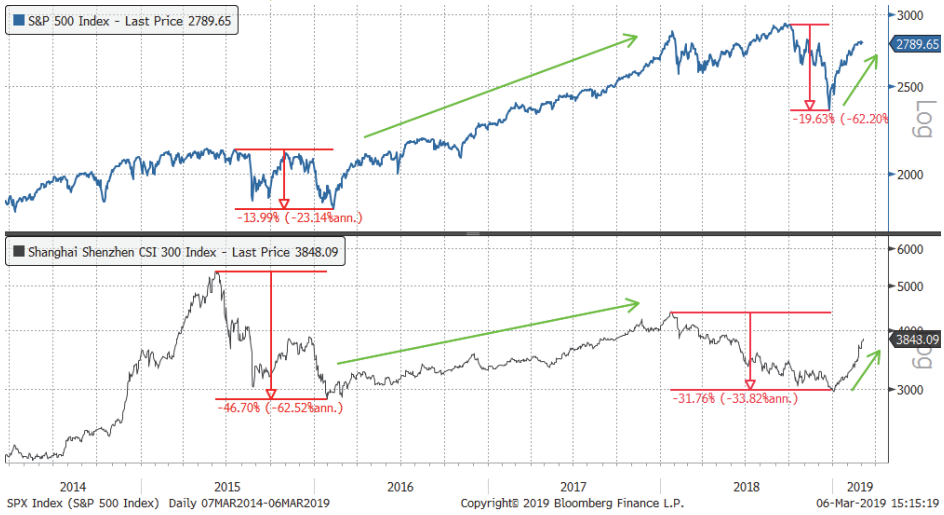


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

... ตลาดหุ้นปรับฐานแรง ปี 2015 vs ปี 2018

เช่นเดียวกันนั้น ตลาดหุ้นได้สะท้อนภาพเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงก่อนล่วงหน้า โดยปรับฐานอย่างรุนแรงในทั้ง 2 ช่วงเวลา โดยในปี 2015 ตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) และจีน (CSI300) ปรับฐานลงแรงราว 14% และ 47% ตามลำดับ และต่อมาในปี 2018 ตลาดหุ้นสหรัฐฯ และจีนปรับตัวลงอีกครั้งราว 20% และ 32% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 3: ในปี 2018 ตลาดหุ้นปรับฐานจากการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลก ซึ่งคล้ายกับในช่วงปี 2015

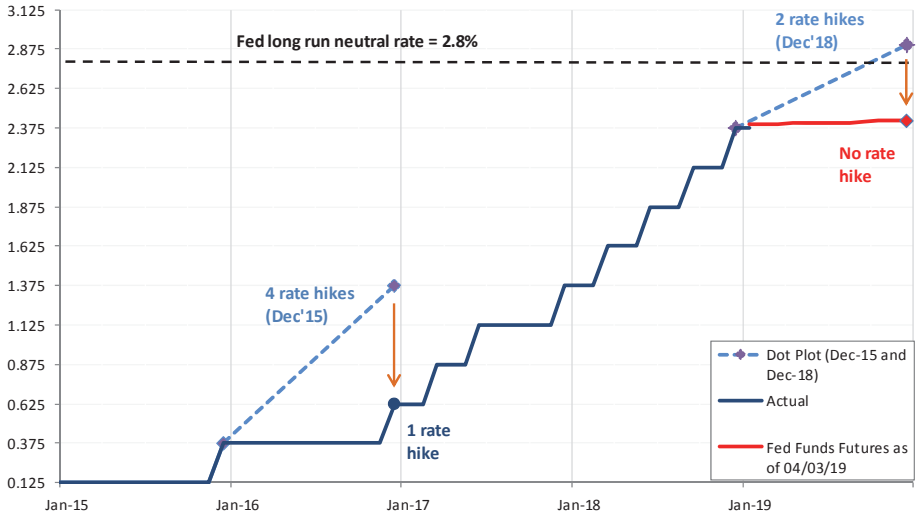


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นปี 2016 พลิกกลับเป็นขาขึ้น จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจแบบสุดโต่ง ...

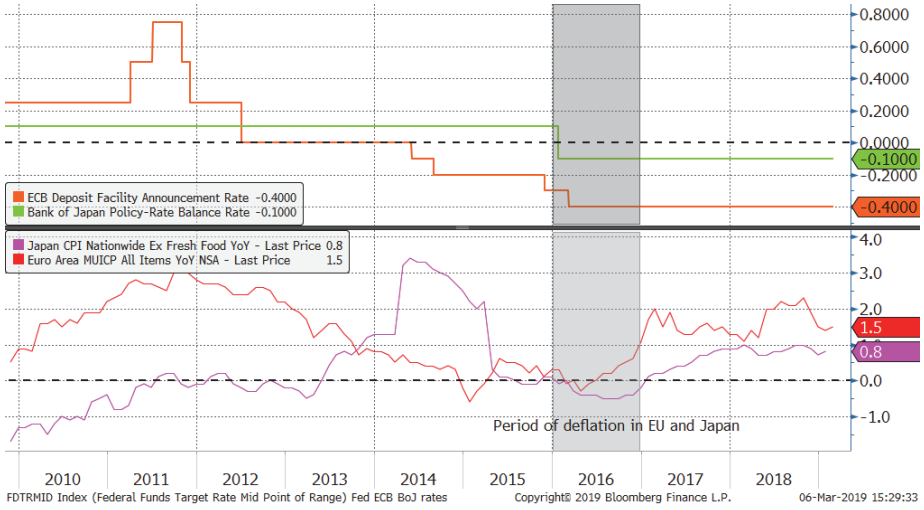
ในปี 2016 ตลาดหุ้นดีดกลับขึ้นมาเป็นขาขึ้นอย่างชัดเจนจนถึงช่วงต้นปี 2018 จากการผ่อนคลายทั้งนโยบายทางการคลังและการเงินของรัฐบาลและธนาคารต่างๆทั่วโลก โดยในส่วนของนโยบายการเงิน ทางธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ผ่อนคลายนโยบายการเงิน ผ่านการชะลอการขึ้นดอกเบี้ย โดยในปี 2016 Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย 0.25% เพียงครั้งเดียวเท่านั้น ทั้งๆที่ประมาณการดอกเบี้ยนโยบาย (Dot Plot) ของ Fed ในปี 2016 ได้ชี้ว่าจะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยถึง 4 ครั้ง ในช่วงเดียวกัน ทางธนาคารกลางยุโรป (ECB) และธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบ และมาตรการ QE เพื่อเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจ หลังเผชิญกับภาวะเงินฝืด (Deflation)

แผนภาพที่ 4: Fed เปลี่ยนท่าที Dovish มากขึ้นทั้งในปี 2016 และ 2019 โดยชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

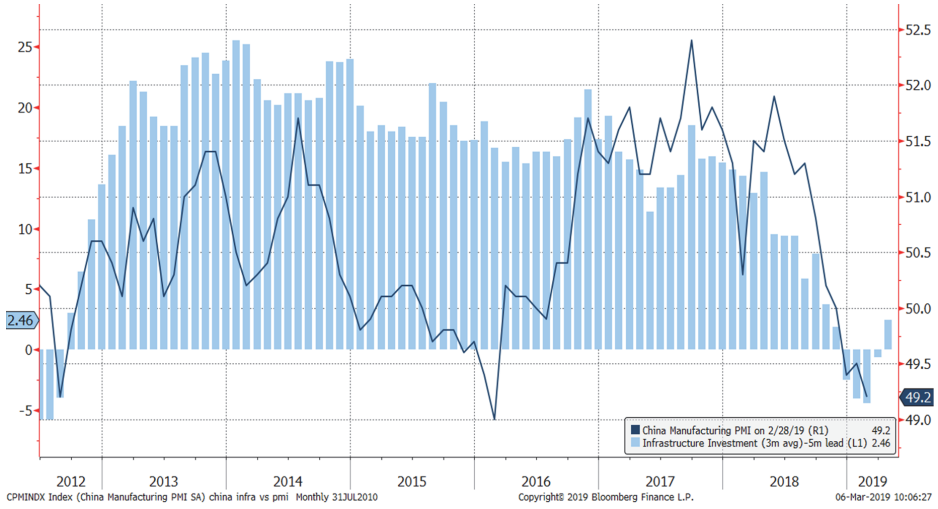
แผนภาพที่ 5: ในปี 2016 ทาง ECB และ BoJ ใช้นโยบายดอกเบี้ยติดลบเพื่อสู้กับภาวะเงินฝืด (Deflation)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

และในช่วงปลายปี 2016 การชนะการเลือกตั้งของนาย Donald Trump รวมถึงชัยชนะของพรรค Republican ซึ่งครองเสียงข้างมากในสภา Congress เป็นปัจจัยหนุนให้ตลาดหุ้นปรับขึ้นระลอกใหญ่อีกครั้งหนึ่งจนตลาดหุ้นของหลายๆ ประเทศทำจุดสูงสุดใหม่ (New Highs) ในช่วงต้นปี 2018 จากความคาดหวังในการใช้นโยบายการคลัง เช่น มาตรการลดภาษี และการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งเป็น ปัจจัยสำคัญที่คอยขับเคลื่อนเศรษฐกิจสหรัฐฯ รวมถึงเศรษฐกิจโลกให้เติบโตได้อย่างร้อนแรงในช่วงที่ผ่านมา และนอกจากสหรัฐฯ แล้ว ประเทศจีนยังเป็นอีกประเทศที่ใช้นโยบายการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการลงทุนใน โครงสร้างพื้นฐานที่เพิ่มมากขึ้น เพื่อชดเชยการส่งออกที่ฟื้นตัวช้าในขณะนั้น

แผนภาพที่ 6: ในช่วงปี 2013-2017 รัฐบาลจีนกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน แต่เริ่มใช้น้อยลงตั้งแต่ปี 2018 เนื่องจากระดับหนี้ของจีนที่พุ่งสูงขึ้นจนเป็นที่น่ากังวล



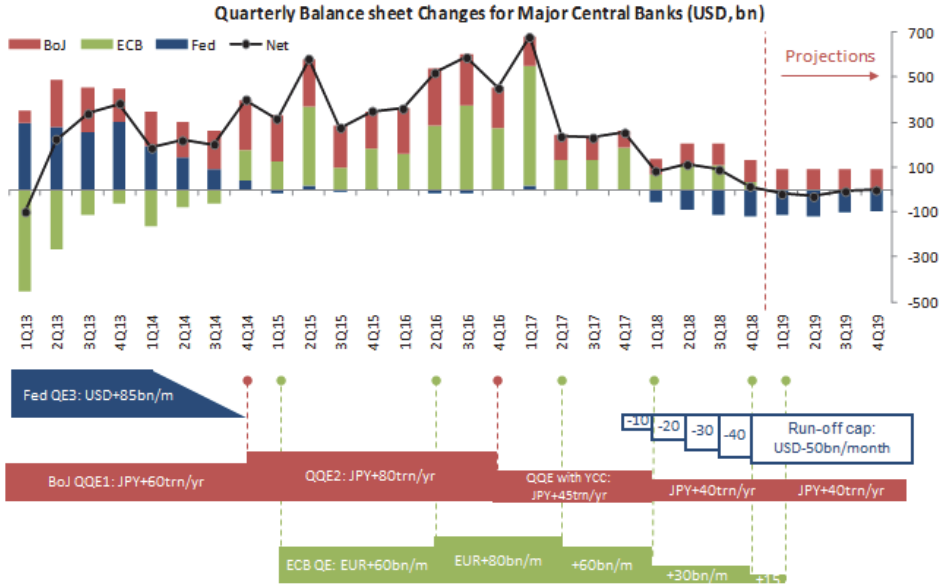
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

... แต่ภาพตลาดหุ้นปี 2016 จะไม่เกิดกับซ้ำอีกในปี 2019 เนื่องจากเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจมีจำกัด

แต่ในรอบนี้ (ปี 2019) เรามองว่าภาพดังกล่าวจะต่างออกไป โดยคาดว่าแรงฟื้นตัวของตลาดหุ้นเริ่มจำกัด และตลาดหุ้นจะไม่สามารถกลับไปแตะระดับสูงสุดของปี 2018 ได้ เนื่องจากภาครัฐและธนาคารกลางมีเครื่องมือจำกัดที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจให้ฟื้นตัวขึ้น เริ่มที่**นโยบายการเงิน** แม้ว่าล่าสุดทางธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะกลับมาเปลี่ยนท่าทีที่ Dovish มากขึ้น โดยกล่าวชะลอการขึ้นดอกเบี้ย จนทำให้ตลาดปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยตาม จากเดิมที่คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งในปี 2019 เป็นคาดว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจากระดับปัจจุบันอีกแล้ว

แต่ทางเรามองว่า ยังมีความเสี่ยงที่ Fed จะกลับมาส่งสัญญาณปรับขึ้นดอกเบี้ย 1 ครั้งในช่วงปลายปีนี้ เนื่องจากแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นตามอัตราค่าจ้าง จากตลาดแรงงานที่ตึงตัวมากขึ้น ในส่วนของ ECB และ BoJ เรามองว่าธนาคารกลางทั้งสองไม่มีท่าทีที่จะปรับลดดอกเบี้ยลงต่ำกว่านี้ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่ยังเป็นบวก มากไปกว่านั้นทาง Fed ยังคงเดินหน้าลดงบดุลต่อเนื่อง และ ECB ได้หยุดมาตรการ QE ไปแล้วในสิ้นปี 2018 ที่ผ่านมา

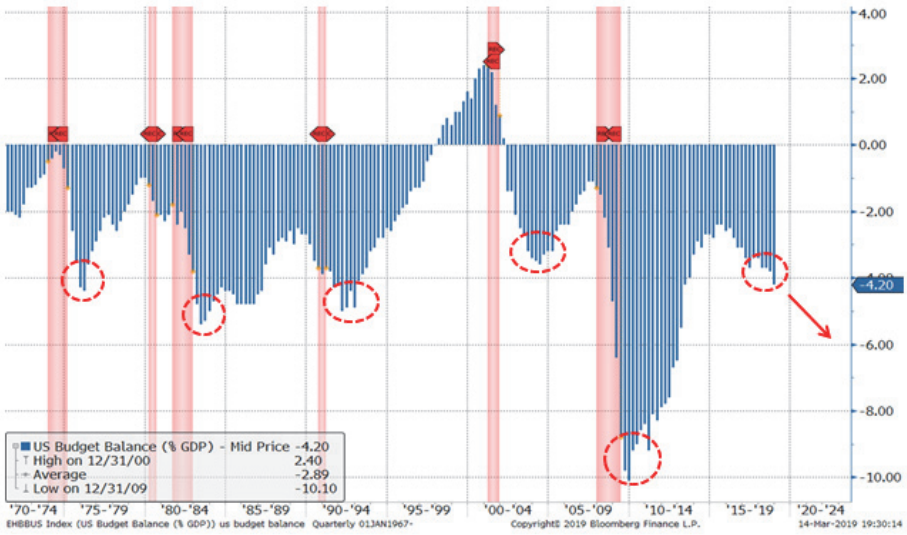
แผนภาพที่ 7: สภาพคล่องที่ล้นโลกเริ่มถูกทยอยดึงออกทีละน้อยในปีนี้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); assume fixed exchange rates: USDJPY = 114, EURUSD = 1.16

ด้าน**นโยบายการคลัง** พูดได้ว่ารัฐบาลทั่วโลกแทบจะไม่เหลือกระสุนในการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลังแล้ว เนื่องจากข้อจำกัดจากหนี้ภาครัฐที่อยู่ในระดับสูง โดยทางสหรัฐฯ ได้ใช้กระสุนนัดสุดท้ายโดยการลดภาษีไปแล้วในปีที่แล้ว ในขณะที่จีนยังคงลังเลที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเต็มที่ เนื่องจากกลัวปัญหาหนี้ที่จะตามมาในระยะยาว ดังนั้นเรามองว่าในปี 2019 รัฐบาลจีนจะทำการกระตุ้นเพียงแค่ระยะสั้นๆ เท่าที่จำเป็น โดยมีจุดประสงค์ให้การเติบโตของเศรษฐกิจอยู่ในกรอบเป้าหมาย 6.0-6.5% เท่านั้น และมองว่าอัตราการขยายตัวของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานจะไม่สูงเท่าในอดีต (ในช่วงปี 2013-2017)

แผนภาพที่ 8: การลดภาษีและเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ ทำให้สหรัฐฯ ขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นและเผชิญกับข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

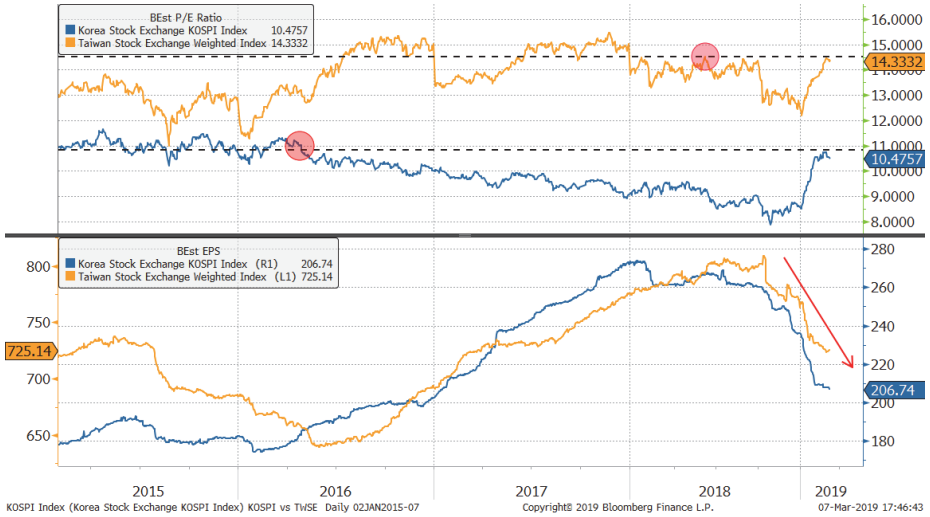
คงคำแนะนำทยอยขายทำกำไร

หลังการส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่มีแนวโน้มคลี่คลายลง ตลาดหุ้นโลกได้รีบาวด์ขึ้นแรงตอบรับปัจจัยบวกอย่างรวดเร็ว นำโดยตลาดหุ้นจีน (CSI300) เพิ่มขึ้นราว 24% นับจากต้นปี 2019 ในขณะที่ตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) เพิ่มขึ้นกว่า 11 % ซึ่งเรามองว่าตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีไปหมดแล้ว (อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ใน Special Issue: Fed พัก หุ้นพุ่ง...ตลาดเหลือ Upside อีกแค่ไหน? ซึ่งอยู่ในหมวดก่อนหน้า) ดังนั้นเราแนะนำให้นักลงทุนทยอยอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้นรีบาวด์ ทยอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง

ปรับ UW ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ ... คง OW ตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Health care

สำหรับน้ำหนักการลงทุน เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นเอเชียเหนือจาก Neutral เป็น Underweight หลังระดับ Valuation (FWD P/E Ratio) ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวันได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2016 และ 2018 ตามลำดับ ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลก และอุปสงค์ที่อ่อนแอของสินค้าประเภท Smartphone, PCs และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกหลักของประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือ ดังนั้น คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนในเกาหลีและไต้หวันจึงเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก

แผนภาพที่ 9: P/E Ratio ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวัน เพิ่มขึ้นมาที่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2016 และ 2018 ตามลำดับ ในขณะที่คาดการณ์ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในทั้งสองตลาดถูกปรับลดลงต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในขณะที่คงคำแนะนำลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เนื่องจากการเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก โดยให้เน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรที่ไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก โดยเฉพาะกลุ่ม Health Care ซึ่งได้ประโยชน์จาก Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ ดังนั้นกำไรของหุ้นในกลุ่มนี้จึงมีแนวโน้มเติบโตได้อย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว

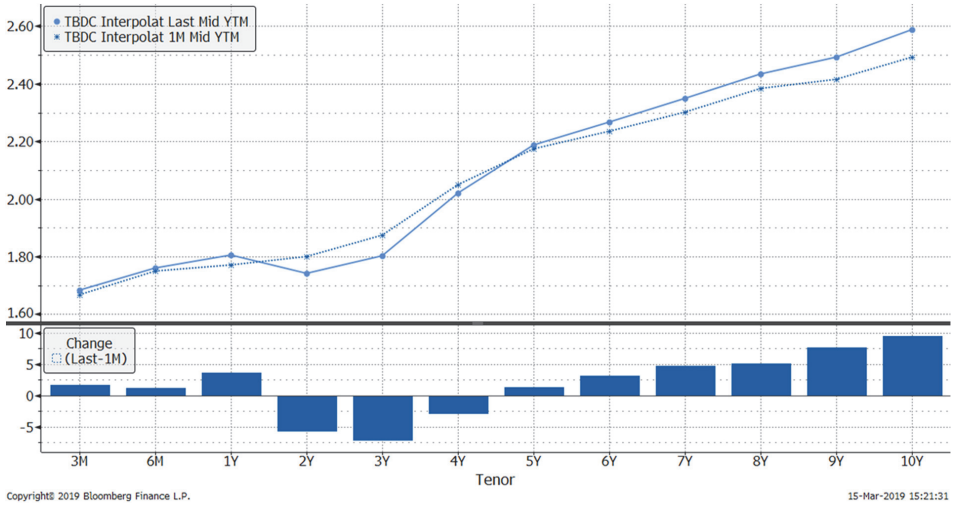
ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว จากแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของไทยที่จะเพิ่มขึ้นต่อในระยะข้างหน้า ทั้งจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ ที่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอยู่มาก และความเสี่ยงที่ Fed จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม ในขณะที่เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75% ตลอดทั้งปี 2019

Bond Yield ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน ถึง 1 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1-4bps และพันธบัตรระยะยาวอายุ 5 ปี ถึง 10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1-9bps ขณะที่พันธบัตรระยะกลางอายุ 2 ปี ถึง 4 ปี ปรับตัวลดลง 3-7bps

แผนภาพที่ 10: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยมีเพียงพันธบัตรระยะกลางอายุ 2 ถึง 4 ปี ที่อัตราผลตอบแทนปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg

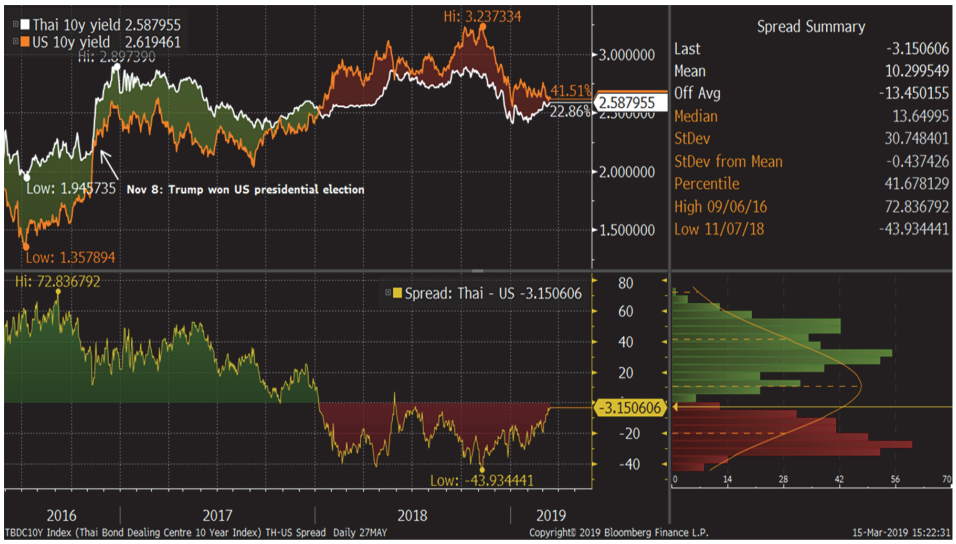
เราคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปี ของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น 9bps สู่ระดับ 2.59% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา สวนทางกับ Bond Yield อายุ 10 ปีของสหรัฐฯ ที่ปรับตัวลดลงราว 3bps โดยการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ไทยเป็นผลจากการอ่อนค่าของเงินบาท (อ่อนค่าลงราว 0.9% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา) ซึ่งส่งผลให้เกิดกระแสเงินไหลออกจากตลาดพันธบัตรไทย หลังอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน ก.พ. ของไทยออกมาเร่งตัวขึ้นมากกว่าที่คาด (0.73% YoY vs. 0.27% ในเดือนก่อน; 0.59% YoY ตลาดคาด) ประกอบกับตัวเลขส่งออกเดือน ม.ค. ที่ออกมาก่อนหน้านี้ หดตัวมากสุดในรอบ 2.5 ปี

ในระยะข้างหน้า Bond Yield อายุ 10 ปี ของไทยยังมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ ตาม Bond Yield อายุ 10 ปี ของสหรัฐฯ โดยเรามองว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ จากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งและแรงกดดันเงินเฟ้อที่จะเพิ่มขึ้นตามการเร่งตัวของค่าจ้าง ประกอบกับเศรษฐกิจโลกที่คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีหลังความเสี่ยงต่างๆ ทยอยหมดไป ซึ่งจะส่งผลให้ Bond Yield อายุ 10 ปี ของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ยังคงหดแคบลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก โดยปัจจุบันอยู่ที่ -0.03% ทำให้ Bond Yield ไทยยังมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ

แผนภาพที่ 11: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ยังอยู่ในระดับต่ำ (-0.03%) ทำให้พันธบัตรไทยยังมีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะปรับตัวสูงขึ้นในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg

แผนภาพที่ 12: เงินบาทอ่อนค่าลง 0.9% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามีมุมมองที่เป็นบวกต่อราคาน้ำมันดิบในระยะสั้น 1-2 เดือนข้างหน้า โดยคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI อาจ Overshoot ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ จากความตึงตัวของตลาดน้ำมันดิบโลก ซึ่งเป็นผลมาจากการเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอย่างรวดเร็วและต่อเนื่องของกลุ่ม OPEC+ ประกอบกับผลกระทบจากมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ต่ออิหร่านและเวเนซุเอลา และปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะพลิกกลับมาลดลง ตามการลดลงของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว

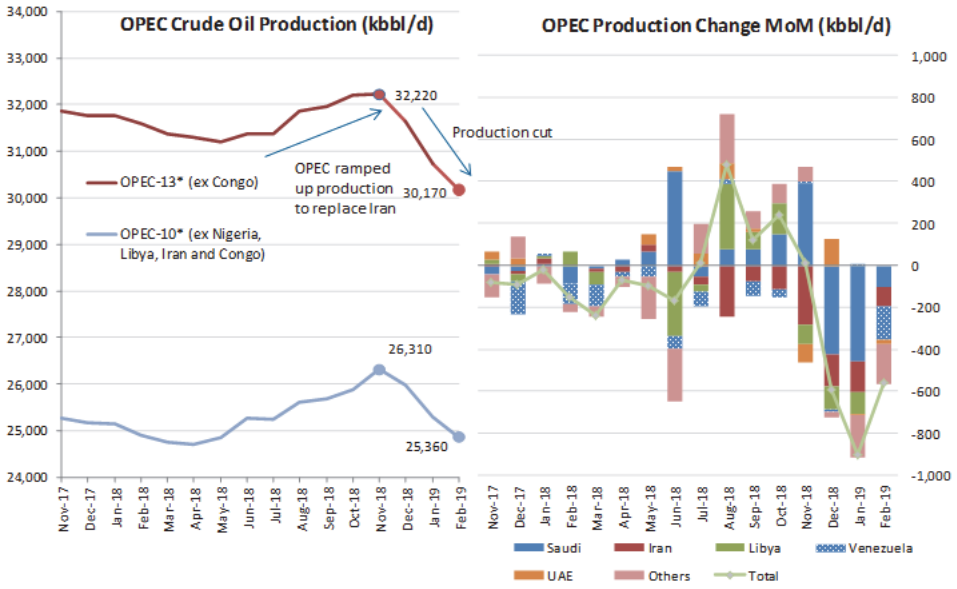
น้ำมัน

ราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีเกือบ 30% มายืนเหนือระดับ 58 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล หลังตลาดน้ำมันดิบโลกตึงตัวมากขึ้น โดยเรามีมุมมองที่เป็นบวกต่อราคาน้ำมันดิบในระยะสั้น 1-2 เดือน โดยคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI อาจ Overshoot ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ จากปัจจัยสนับสนุนดังต่อไปนี้

1) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC ลดลงมากกว่า 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ...และมีแนวโน้มลดลงอีกจำนวนมาก

ผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC (ไม่รวมประเทศคองโก ซึ่งเป็นสมาชิกใหม่) เร่งลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบไปมากกว่า 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ภายในช่วงเวลาเพียงแค่ 3 เดือนเท่านั้น (ธ.ค. 2018 – ก.พ. 2019) นำโดยซาอุฯ คูเวต และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ที่ลดปริมาณการผลิตไปมากกว่าที่กำหนดไว้ในข้อตกลง แถมล่าสุดนาย Khalid Al-Falih รัฐมนตรีกระทรวงพลังงานของซาอุฯ ได้ออกมาให้สัมภาษณ์อีกครั้งว่า ทางซาอุฯ จะยังคงเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่ออีก 3 แสนบาร์เรลต่อวัน ให้ลดลงมาที่ระดับ 9.8 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มี.ค.และจะคงปริมาณการผลิตน้ำมันดิบไว้ที่ระดับดังกล่าวจนถึงเดือน เม.ย. เป็นอย่างน้อย ซึ่งต่ำกว่าปริมาณการผลิตในข้อตกลงถึง 5.31 แสนบาร์เรลต่อวัน ดังนั้นเราประเมินว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของกลุ่ม OPEC (ไม่รวมประเทศอิหร่าน ลิเบีย และเวเนซุเอลา ซึ่งได้รับการยกเว้นจากข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ) จะลดลงอีกราว 4.54 แสนบาร์เรลต่อวันเป็นอย่างน้อย จนกระทั่งข้อตกลงสิ้นสุดในเดือน มิ.ย. นี้

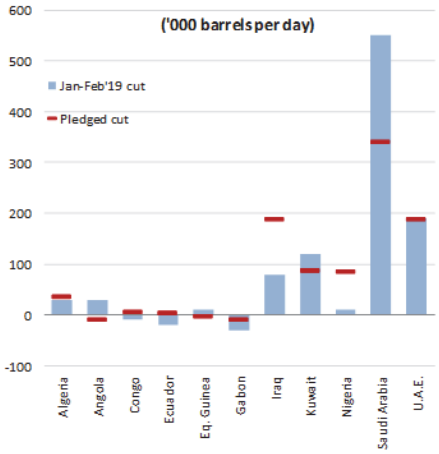
แผนภาพที่ 13: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของกลุ่ม OPEC (ไม่รวมประเทศคองโก ซึ่งเป็นสมาชิกใหม่) ลดลงไปแล้วมากกว่า 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา



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

แผนภาพที่ 14: ซาอุฯ คูเวต และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบไปมากกว่าที่กำหนดไว้ในข้อตกลง

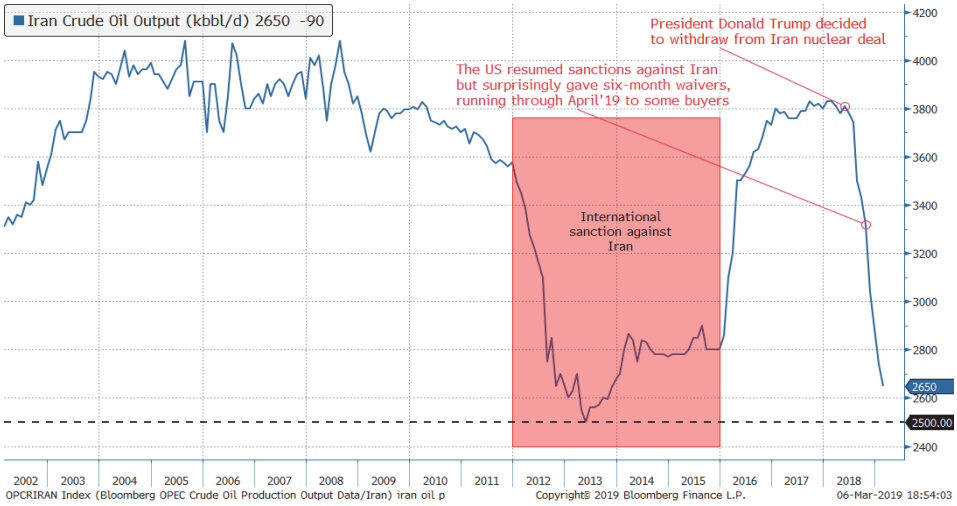
(kbbl/day)	Jan'19 output	Feb'19 cut	Feb'19 output	Output target	Expected further cut
Algeria	1,050	-20	1,030	1,025	-5
Angola	1,410	30	1,440	1,481	41
Congo	330	0	330	315	-15
Ecuador	520	10	530	508	-22
Eq. Guinea	110	0	110	123	13
Gabon	210	-10	200	181	-19
Iraq	4,690	-70	4,620	4,512	-108
Kuwait	2,750	-60	2,690	2,724	34
Nigeria	1,690	70	1,760	1,685	-75
Saudi Arabia	10,200	-100	10,100	9,800	-300*
U.A.E.	3,150	-80	3,070	3,072	2
Iran**	2,740	-90	2,650	N/A	N/A
Libya**	900	0	900	N/A	N/A
Venezuela**	1,270	-200	1,070	N/A	N/A
Total OPEC-14	31,020	-520	31,020		-454



Source: OPEC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)
**Saudi Arabia promised deeper cuts to pump 9.8 mb/d in March 2019, well below its target at 10.311 mb/d*
***Iran, Libya and Venezuela are exempt from OPEC production cut*

อีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC ลดลงจำนวนมากคือ ผลกระทบจากมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ต่ออิหร่านและเวเนซุเอลา โดยในส่วนของอิหร่าน ได้ถูกจำกัดการส่งออกน้ำมันดิบให้เพียง 8 ประเทศ ในปริมาณที่กำหนดโดยสหรัฐฯ เท่านั้น ซึ่งส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่กลางปี 2018 รวมแล้วมากถึง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ขณะเดียวกันเวเนซุเอลาที่เพิ่งถูกสหรัฐฯ คว่ำบาตรไม่นำเข้าน้ำมันดิบในวันที่ 28 ม.ค. 2019 ที่ผ่านมาได้ลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจำนวนมากถึง 1.6 แสนบาร์เรลต่อวัน ภายในเดือนเดียว (ก.พ. 2019) และมากไปกว่านั้นปัญหาทางเศรษฐกิจและการเมืองภายในประเทศเวเนซุเอลาที่รุนแรงมากขึ้น จะยิ่งฉุดให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของเวเนซุเอลาเสี่ยงที่จะลดลงอีกเป็นจำนวนมาก

แผนภาพที่ 15: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านลดลงมากถึง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตั้งแต่กลางปีที่แล้ว จากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ



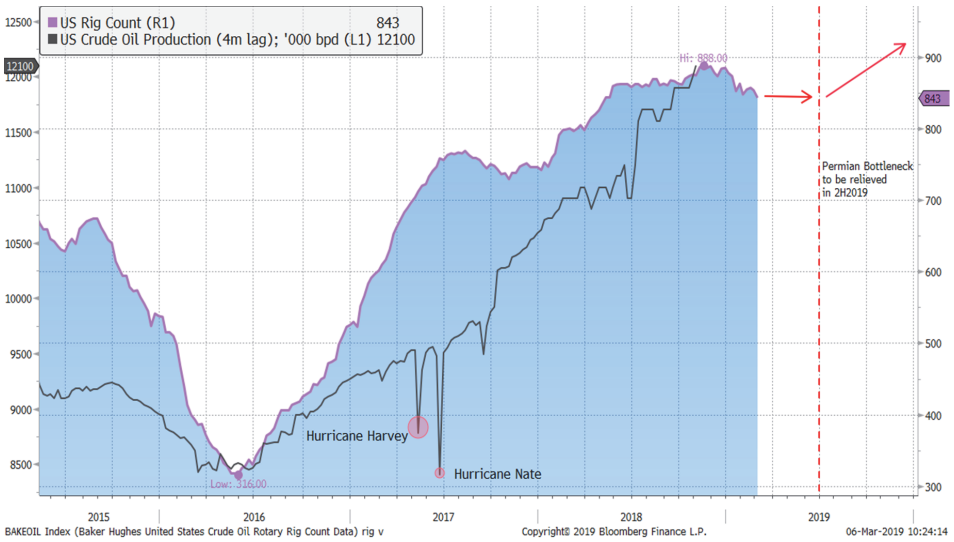
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

และ 2) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯมีแนวโน้มพลิกกลับมาลดลงในช่วงสั้นๆ

ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2018 จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบของสหรัฐฯลดลงต่อเนื่องมากกว่า 50 แท่น เนื่องจากข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบผ่านท่อ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian ซึ่งส่งผลให้ผู้ผลิตชะลอการลงทุนในการผลิตน้ำมันดิบ

จากการศึกษาพบว่าจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบเป็น Leading Indicator ของปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอยู่ราว 4 เดือน ดังนั้นเราจึงประเมินว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯมีแนวโน้มที่จะพลิกกลับมาลดลงในช่วงสั้นๆที่เหลือของครึ่งแรกของปี 2019

แผนภาพที่ 16: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯมีแนวโน้มพลิกกลับมาลดลงตามการลดลงของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบตั้งแต่ปลายปี 2018



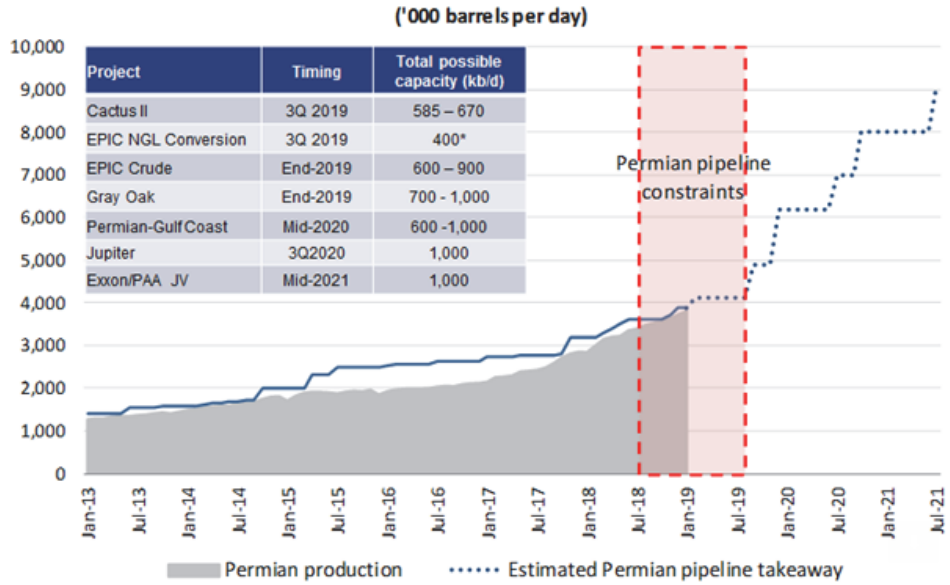
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แต่ยังคงมุมมองว่าราคาน้ำมันดิบจะปรับฐานในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

ปัจจัยบวกทั้งสองต่อราคาน้ำมันดิบในช่วงครึ่งแรกของปีจะกลับมาเป็นปัจจัยลบที่ฉุดให้ราคาน้ำมันดิบปรับฐานลงแรงในช่วงครึ่งหลัง โดยเราคาดว่าผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ จะกลับมาเร่งลงทุนสร้างแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบเพื่อที่จะเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ หลังท่อขนส่งน้ำมันในแหล่ง Permian จะเริ่มทยอยสร้างเสร็จตั้งแต่ไตรมาส 3 ของปีนี้ไปจนถึงสิ้นปีหน้า ดังนั้น Supply น้ำมันดิบของสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้น และไหลทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลก และในขณะเดียวกัน คาดว่าผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC จะกลับมาเร่งผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น เพื่อรักษาไม่ให้สัดส่วนทางการตลาด (Market Share) ลดลงไปมากกว่านี้

ภาพของอุปทานน้ำมันดิบล้นตลาด (Oil Supply Surplus) จะกลับมาอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ดังนั้นเราจึงคงเป้าราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent ณ สิ้นปี 2019 ที่ระดับ 50 และ 57 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ตามลำดับ

แผนภาพที่ 17: ข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่ง Permian คาดว่าจะคลี่คลายลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้



Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU);
**Service will be temporary until EPIC Crude Pipeline enters service*

TISCO TIPS | April 2019
TISCO Investment Portfolio Strategy

Global Economic Insights

Key Recommendation

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 1 มีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 1.5% QoQ, saar จากผลกระทบของ Government** Shutdown และปริมาณสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งหลังปีก่อนที่จะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันการผลิต ด้าน Fed เรายังคาดจะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในเดือน ก.ย. และคาดว่าจะยุติการปรับลดงบดุลลงสิ้นปีนี้

- **เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเป็น +0.1% QoQ ในไตรมาส 1 จากโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่ยัง** อ่อนแอ อย่างไรก็ดี เรามองความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession มีจำกัด เนื่องจากปัจจัยชั่วคราว ที่กดดันเศรษฐกิจเริ่มมีสัญญาณที่ดีขึ้น นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังจะได้รับแรงหนุนจากทั้งนโยบายการเงินและ การคลังที่ผ่อนคลาย

- **เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +6.1% YoY ในไตรมาส 1 โดยภาคการผลิต ส่งออก และการ** บริโภคยังคงอ่อนแอ โดยมีเพียงการลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้นต่อจากแรงหนุนของนโยบายภาครัฐ ส่งผลให้รัฐบาล เร่งออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเรามองว่าเป็นเพียงเพื่อรักษาเสถียรภาพทาง เศรษฐกิจให้ขยายตัวตามเป้าเท่านั้น

- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มที่จะหดตัว -0.3% QoQ, saar ในไตรมาส 1 จากตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแย่** กว่าที่คาดอย่างต่อเนื่อง ทั้งภาคการผลิต ส่งออก และการบริโภค อย่างไรก็ดี เราคาดว่ารัฐบาลจะเดินหน้า ขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. ตามกำหนดการ และว่าคาด BoJ จะคงนโยบายการเงินเดิมต่อไปจากข้อ จำกัดของเครื่องมือทางการเงินที่มี

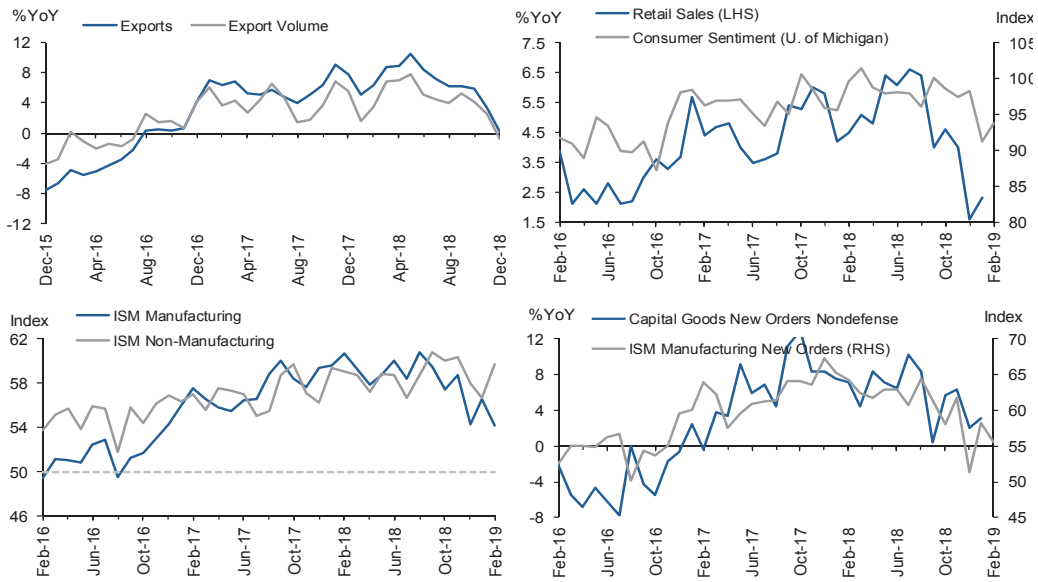
- **เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากทั้งภายในและภายนอกประเทศ โดยส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงจาก** ผลกระทบของสงครามการค้า ส่วนการท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอลงตามนักท่องเที่ยวจีนและกลุ่มที่มีรายจ่าย ต่อหัวสูง ขณะที่การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มล่าช้าจากโครงการใน EEC ที่ใช้เวลาประมูลนานกว่าที่คาด

TISCO Economic Strategy Unit

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 ของสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงต่อเป็น 1.5% QoQ, saar จากผลกระทบของ Government Shutdown ปริมาณสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งหลังปีก่อนที่จะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันการผลิต และโมเมนตัมการบริโภคที่อ่อนแอลง
ด้านนโยบายการเงิน เรายังคาดว่า Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกครั้งในเดือน ก.ย. โดยคาดว่าเงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวเกินเป้า 2% ของ Fed อีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี จากตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งซึ่งจะยังคงผลักดันค่าจ้าง นอกจากนี้ เราคาดว่า Fed จะยุติการปรับลดงบดุลลงในสิ้นปีนี้และประเมินว่างบดุลจะยังมีขนาดที่ใหญ่ ซึ่งจะทำให้ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องในตลาดมีจำกัด

แผนภาพ 18: ดัชนี ISM Manufacturing เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลงตามผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อส่งออกชะลอตัวลงต่อเนื่อง ขณะที่ยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาค่อนข้างอ่อนแอ สะท้อนภาพรวมเศรษฐกิจที่ชะลอลงในไตรมาส 1

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. พลิกกลับมาขยายตัว +0.2% MoM ดีกว่าตลาดคาดที่ +0.0% MoM แต่ตัวเลขเดือนก่อนถูกปรับลดลงเพิ่มเติม -0.4ppt เป็น -1.6% MoM ซึ่งนับเป็นการหดตัวมากสุดนับตั้งแต่ปี 2009 โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกฟื้นตัวขึ้นเป็น +2.3% YoY (vs. +1.6% เดือนก่อน) อย่างไรก็ดี แม้ยอดค้าปลีกจะฟื้นตัวขึ้นในเดือน ม.ค.แต่โมเมนตัมโดยรวมอ่อนแอลง

ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Consumer Sentiment) เดือน ก.พ. ปรับเพิ่มขึ้น +2.6 จุด เป็น 93.8 จุด ฟื้นตัวขึ้นหลังปรับลดลงแรงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี ในเดือนก่อน จากความกังวลเรื่อง Government Shutdown

การลงทุน: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้นำการลงทุนเร่งตัวขึ้นเป็น +3.1% YoY ในเดือน ม.ค. จาก +2.1% YoY ในเดือนก่อน อย่างไรก็ดี ดัชนี ISM Manufacturing New Orders เดือน ก.พ. ได้ปรับตัวลดลง -2.7 จุด เป็น 55.5 จุด สะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่ยังอ่อนแอ

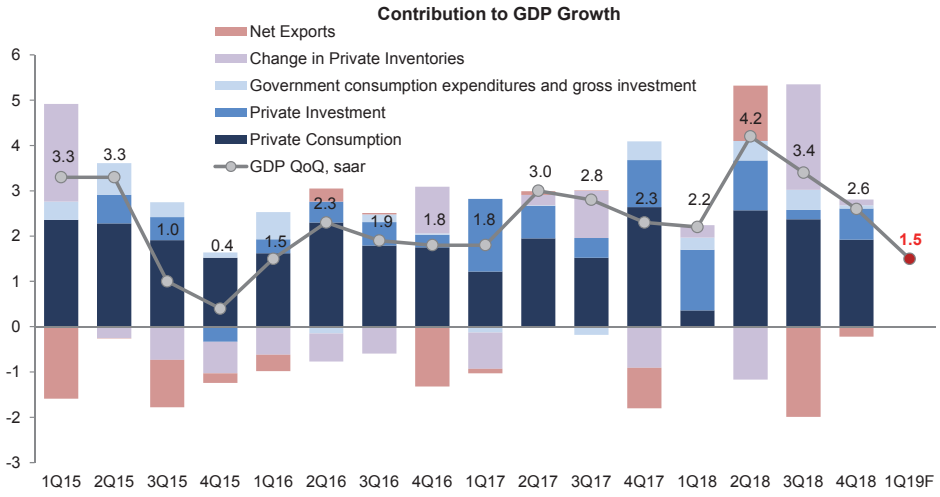
ภาคการผลิต: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -2.4 จุด เป็น 54.2 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 55.8 จุด จากผลผลิต (-5.7, 54.8 จุด) และยอดคำสั่งซื้อ (-2.7, 55.5 จุด) ที่ปรับลดลงมาก โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากสินค้าคงคลังที่อยู่ในระดับสูงจากการเร่งนำเข้าสินค้าในช่วงครึ่งหลังปีก่อนได้ส่งผลให้ผู้ผลิตชะลอการผลิตสินค้า

การส่งออก: ส่งออกยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่องนับตั้งแต่ไตรมาส 3/2018 โดยในเดือน ธ.ค. มูลค่าส่งออกขยายตัวเพียง +0.1% YoY เท่านั้น ซึ่งนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2016 โดยชะลอตัวลงจาก +3.3% YoY ในเดือนก่อน โดยมูลค่าส่งออกไปจีนได้หดตัวแรงต่อเนื่อง (-32.7% YoY ในเดือน ธ.ค. vs. -32.1% เดือนก่อน) ขณะที่ปริมาณการส่งออกหดตัว -0.8% YoY จากที่ขยายตัว +2.6% YoY ในเดือนก่อน

เราคาด GDP ไตรมาส 1 จะชะลอตัวลงต่อเป็น 1.5% QoQ, saar

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในไตรมาส 1 มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเป็น 1.5% QoQ, saar จาก 2.6% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน จากการปิดหน่วยงานภาครัฐบางส่วนเป็นการชั่วคราว (Government Shutdown) ซึ่งกินระยะเวลารวม 5 สัปดาห์ (22 ธ.ค.- 25 ม.ค. 2019) ส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งหลังของปีที่แล้ว ซึ่งเราคาดว่าจะกลับมากดดันการผลิตในไตรมาส 1 นี้

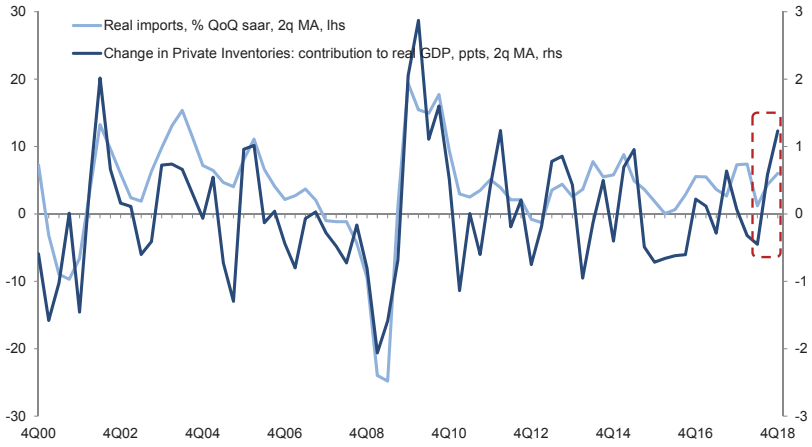
แผนภาพ 19: GDP ไตรมาส 1/2019 มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเป็น 1.5% QoQ, saar โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากสินค้าคงคลัง (แท่งสีม่วง) ที่เพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งหลังของปี 2018



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

โดยสินค้าคงคลัง (แท่งสีม่วงในแผนภาพ 19) ได้เพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งหลังของปี 2018 โดยคิดเป็น 2.3ppt และ 0.1ppt ของการเติบโตของเศรษฐกิจในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ ซึ่งเมื่อพิจารณาถึงสาเหตุจะพบว่าการเพิ่มขึ้นของสินค้าคงคลังนั้น สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของยอดนำเข้าสินค้าในช่วงเวลาเดียวกัน (แผนภาพ 20 ด้านล่าง) ดังนั้นจึงสะท้อนได้ว่าการเพิ่มขึ้นของสินค้าคงคลังเป็นผลจากที่ภาคธุรกิจได้เร่งกักตุนสินค้าก่อนหน้าภาษีนำเข้าสินค้าจะถูกปรับขึ้นเพิ่มเติม (ในเดือน ก.ย. 2018 สหรัฐฯ กล่าวว่าภาษีนำเข้าสินค้าจีนในกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะถูกปรับขึ้นจาก 10% เป็น 25% ในปีนี้) ซึ่งเราคาดว่าจะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจในไตรมาส 1/2019 หลังสินค้าคงคลังดังกล่าวถูกทยอยเบิกจ่ายออกไป

แผนภาพ 20: สินค้าคลังที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2018 สอดคล้องกับยอดนำเข้าที่เพิ่มขึ้น



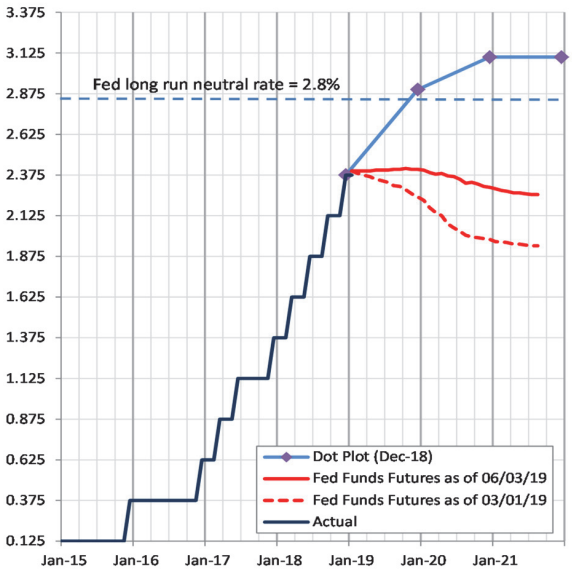
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดอาจกลับมาปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในปีนี้อีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี

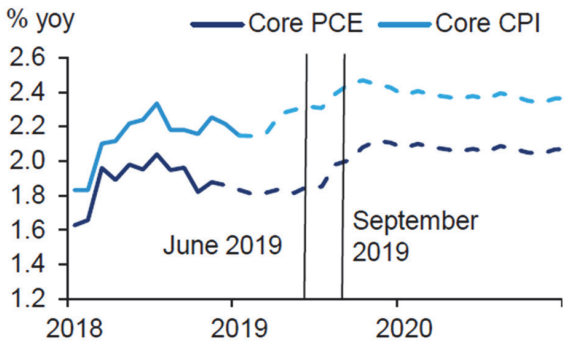
ในช่วงที่ผ่านมา ปัจจัยเสี่ยงหลายๆอย่างเริ่มมีพัฒนาการไปในทิศทางบวกมากขึ้น โดยเฉพาะความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่มีความผ่อนคลายลงนับตั้งแต่สหรัฐฯ เลื่อนการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมออกไปจากวันที่ 1 มี.ค. และหลังจากนั้นก็มีรายงานออกมาอย่างต่อเนื่องว่าทั้งสองฝ่ายกำลังเร่งให้ได้ข้อตกลงการค้าร่วมกัน อีกทั้งสหรัฐฯ อาจตัดสินใจยุติการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติม ส่งผลให้จากที่ก่อนหน้านี้ตลาด (ประเมินจาก Fed Funds Futures) คาดว่า Fed จะเริ่มปรับลดดอกเบี้ยลงในปี 2020 ก็กลับมาคาดว่า Fed จะคงอัตราดอกเบี้ยที่ระดับปัจจุบัน (2.25-2.5%) ต่อไปในปี 2020 ซึ่งสะท้อนได้ว่าตลาดมีมุมมองต่อสภาวะทางเศรษฐกิจดีขึ้น

ในช่วงครึ่งของปี หากความเสี่ยงโดยเฉพาะสงครามการค้าทยอยหมดไปและเศรษฐกิจโลกกลับมาฟื้นตัวขึ้นอีกครั้ง โดยเฉพาะเศรษฐกิจจีนและยุโรป ประกอบกับตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะยังแข็งแกร่ง ค่าจ้างยังเร่งตัวขึ้น ซึ่งจะสร้างแรงกดดันให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเกินเป้า 2% ของ Fed อีกครั้ง เราคาดว่าตลาดจะกลับมาปรับคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ในปีนี้อีกครั้ง โดยเรายังคงมุมมองเดิมว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกหนึ่งครั้งในปีนี้ ในการประชุมเดือน ก.ย.

แผนภาพ 21: ตลาด Fed Funds Futures ชี้ว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจากระดับปัจจุบันอีกตลอดทั้งปีนี้..



แผนภาพ 22:..แต่อาจกลับมาคาดว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งหากเงินเฟ้อพื้นฐานเร่งตัวเกินเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ในช่วงครึ่งหลังของปี



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

เราประเมินว่า Balance Sheet ของ Fed ณ สิ้นปีนี้จะอยู่ที่ 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งนับว่าสูงมากเมื่อเทียบกับ Trend ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ดังนั้นจึงไม่น่ามีปัญหาด้านสภาพคล่อง

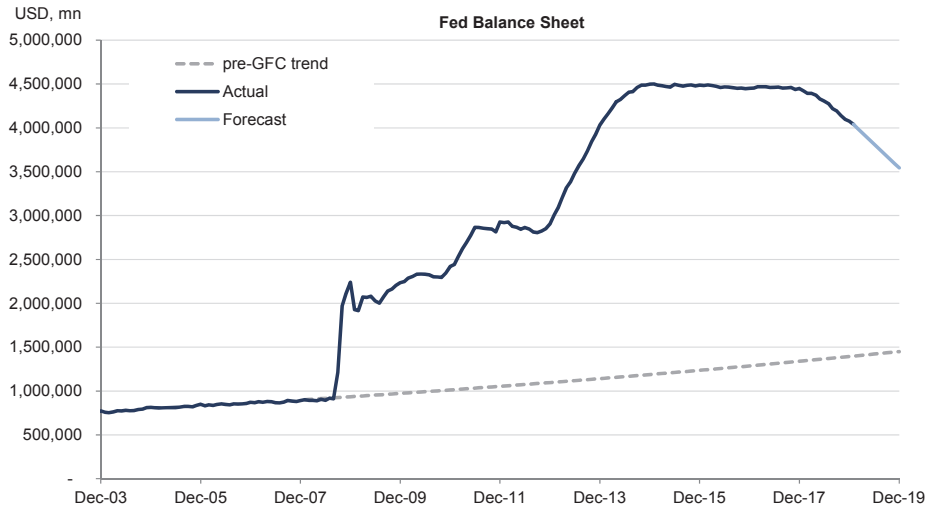
Fed ได้เริ่มกระบวนการลดขนาดงบดุลลงในเดือน ต.ค. 2017 ซึ่งในกระบวนการดังกล่าว Fed จะทยอยรับเงินคืนจากสินทรัพย์ที่ครบอายุ (Mature) ซึ่งจะทำให้เงินที่ Fed "พิมพ์" ออกไปในช่วงที่ทำ QE ไหลออกจากระบบและกลับคืนมาสู่ Fed อีกครั้ง ซึ่งกระบวนการดังกล่าวได้ส่งผลให้สภาพคล่องในตลาดปรับตัวลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่ไตรมาส 4/2017

ในปลายปี 2018 หลังจากเศรษฐกิจโลกได้ส่งสัญญาณชะลอตัวลงมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ (PMI ภาคการผลิตของหลายๆ ประเทศหลักเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) รวมทั้งหลายๆ สำนัก เช่น IMF, OECD ได้ออกมาประกาศลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงต่อเนื่อง) อีกทั้งเศรษฐกิจยังเผชิญปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ เช่น ความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและการเจรจา Brexit ทำให้นโยบายด้านงบดุลได้มีการพูดถึงกันมากขึ้นว่า Fed ควรที่จะยุติการปรับลดขนาดงบดุลลงในระยะใกล้นี้เพื่อช่วยหนุนสภาพคล่องให้กับตลาด

โดยในรายงานการประชุม Fed รอบเดือน ม.ค. ได้ระบุว่าคณะกรรมการ Fed ส่วนใหญ่เห็นว่าควรที่จะยุติการปรับลดขนาดงบดุลลงในสิ้นปีนี้และมองว่านโยบายด้านงบดุลควรมีความยืดหยุ่น กล่าวคือสามารถปรับเปลี่ยนขนาดและสัดส่วนสินทรัพย์ต่างๆ ในงบดุลให้สอดคล้องกับสภาวะเศรษฐกิจและพัฒนาการในตลาดการเงินได้

หาก Fed ยุติการปรับลดขนาดงบดุลลง ณ สิ้นปีนี้ เราประเมินว่าขนาดงบดุลของ Fed จะลดลงเหลือราว 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากระดับสูงสุดที่ราว 4.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปี 2015-2017 ซึ่งขนาดงบดุลดังกล่าวนั้นถือว่าสูงมาก โดยเมื่อเทียบกับ Trend ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ซึ่งงบดุลขยายตัวในอัตราเฉลี่ยเพียงปีละ 4% เท่านั้น ซึ่งจะเท่ากับว่างบดุลจะมีขนาดเพียง 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เท่านั้นในปัจจุบัน ดังนั้นเรามองว่าความเสี่ยงด้านสภาพคล่องนั้นมีค่อนข้างจำกัด

แผนภาพ 23: เราประเมินขนาด Balance Sheet ของ Fed ณ สิ้นปีนี้จะอยู่ที่ 3.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งถือว่าสูงมากเมื่อเทียบกับ Trend ในช่วงก่อนวิกฤตปี 2008 (เส้นประสีเทา)

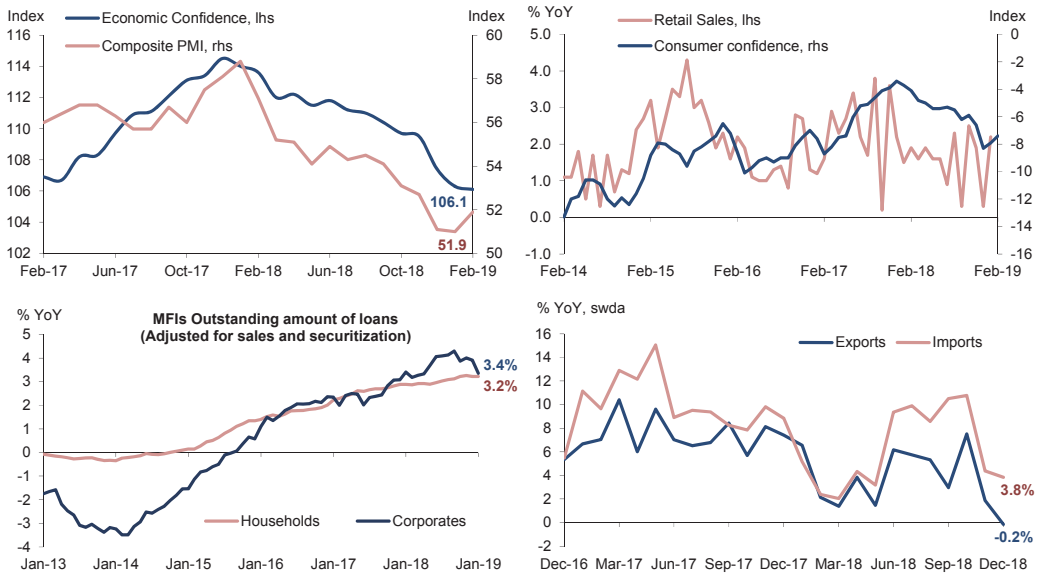


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเป็น 0.1% QoQ ในไตรมาส 1 จากโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ อย่างไรก็ดี เรามองความเสี่ยงที่เศรษฐกิจยูโรโซนจะอ่อนแอต่อเข้าสู่ภาวะ Recession มีค่อนข้างจำกัด เนื่องจากปัจจัยชั่วคราวที่กดดันเศรษฐกิจตั้งแต่ครึ่งหลังของปีที่แล้ว เช่น การปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์และการประท้วงของกลุ่มเสื้อกั๊กเหลือง เริ่มมีสัญญาณที่ดีขึ้น นอกจากนี้เศรษฐกิจยูโรโซนยังจะได้รับแรงหนุนจากทั้งนโยบายการเงินและการคลังที่ผ่อนคลาย

แผนภาพ 24: ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นตามภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังอ่อนแอ ยอดส่งออกและยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจชะลอตัวลง ส่วนยอดค้าปลีกฟื้นตัวขึ้นตามความเชื่อมั่นผู้บริโภค



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

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยตามภาคบริการ แต่ตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมยังอ่อนแอ

เรายังคงคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 จะชะลอตัวลงเป็น +0.1% QoQ จาก +0.2% QoQ ในไตรมาส 4/2018 จากภาพรวมเศรษฐกิจที่ยังอ่อนแอ ขณะที่ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยตามภาคบริการ ช่วยคลายความกังวลว่าเศรษฐกิจอาจเข้าสู่ภาวะ Recession

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.9 จุด เป็น 51.9 จุด ระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือน จากภาคการบริการที่ฟื้นตัวขึ้น (+1.6, 52.8 จุด) ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ยังอ่อนแอและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (-1.2, 49.3 จุด)

ส่วนความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) ปรับตัวลดลง -0.2 จุด เป็น 106.1 จุด อย่างไรก็ดี ในรายละเอียดระบุว่าความเชื่อมั่นในภาคอุตสาหกรรมได้ปรับลดลงต่อเนื่อง (-1.0, -0.4 จุด) ขณะที่ความเชื่อมั่นในภาคบริการฟื้นตัวขึ้น (+1.1, 12.1 จุด) โดยสัดส่วนภาคอุตสาหกรรมของดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจนั้นสูงกว่าของดัชนี Composite PMI ทำให้ค่าดัชนีออกมาสวนทางกัน

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +2.2% YoY จาก +0.3% YoY ในเดือนก่อน สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ก.พ. ที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเป็นเดือนที่สอง เป็น -7.4 จุด

ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคเอกชนเดือน ม.ค. ชะลอตัวลงเป็น +3.0% YoY จาก +3.4% YoY ในเดือนก่อน จากยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ที่ชะลอตัวลงมากเป็น +3.3% YoY จาก +3.9% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบ 9 เดือน ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ทรงตัวที่ +3.2% YoY เท่ากับเดือนก่อน

โดยการชะลอตัวลงของยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจเป็นผลจากที่ธนาคารเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น เนื่องจากสภาวะทางเศรษฐกิจที่ไม่ดี นอกจากนี้ ประเทศที่เศรษฐกิจมีความเสี่ยงสูงอย่างอิตาลี ซึ่งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลได้อยู่ในระดับสูง ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับตัวสูงขึ้นตาม ทำให้ความต้องการขอสินเชื่อลดลง

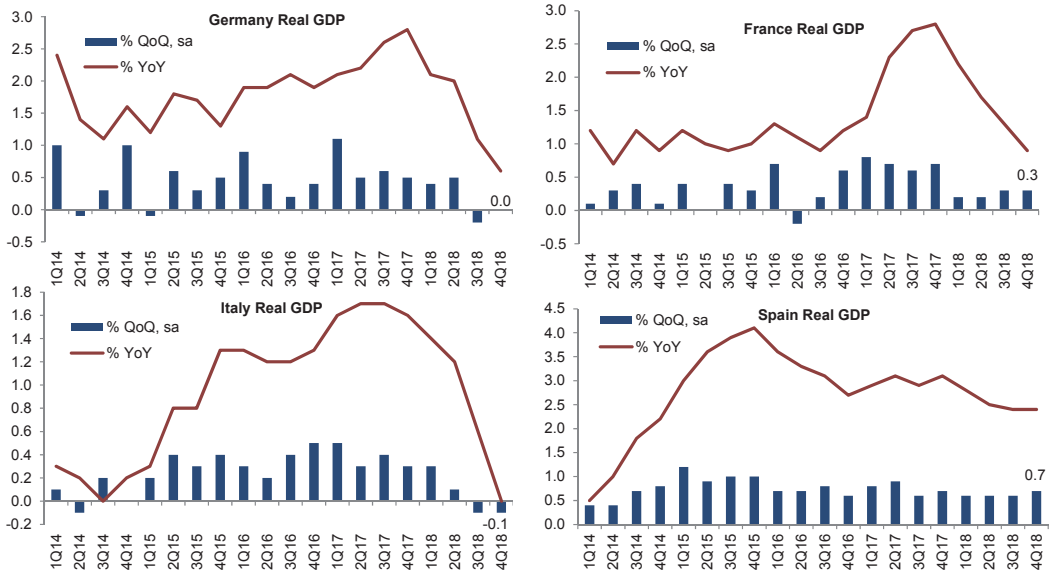
อย่างไรก็ดี เราคาดว่าโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำระลอกใหม่ (TLTRO3) ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ซึ่งจะเริ่มในเดือน ก.ย.นี้ จะช่วยสนับสนุนให้ธนาคารพาณิชย์กลับมาปล่อยสินเชื่อมากขึ้น

ส่วนภาคต่างประเทศชะลอตัวลงต่อเนื่อง โดยในเดือน ธ.ค. ยอดส่งออก (Exports) หดตัว -0.2% YoY จาก +1.9% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปตลาดหลักชะลอตัวลงมาก ได้แก่ สหรัฐฯ (+2.1% YoY vs. +8.8% เดือนก่อน) จีน (-4.6% YoY vs. +7.2% เดือนก่อน) และตุรกี (-26.6% YoY vs. -33.4% เดือนก่อน) ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น +3.8% YoY จาก +4.3% เดือนก่อน

เรามองความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ Recession มีจำกัด หลังผลกระทบจากปัจจัยชั่วคราวในปลายปีก่อนทยอยหมดไป

เศรษฐกิจยูโรโซนอ่อนแอลงต่อเนื่องนับตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2018 โดยประเทศอิตาลีได้เข้าสู่ภาวะถดถอยทางเทคนิค (Technical Recession: หดตัวต่อเนื่อง 2 ไตรมาส) ประเทศเยอรมนีรอดพ้นภาวะถดถอยอย่างหวุดหวิด ประเทศฝรั่งเศสโมเมนตัมทางเศรษฐกิจอ่อนแอลงมากจากปี 2017 โดยมีเพียงประเทศสเปนเท่านั้นที่เศรษฐกิจยังขยายตัวแข็งแกร่งอยู่

แผนภาพ 25: เศรษฐกิจของประเทศหลักอ่อนแอลงนับตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2018 โดยเพียงสเปนที่ยังขยายตัวได้ดี

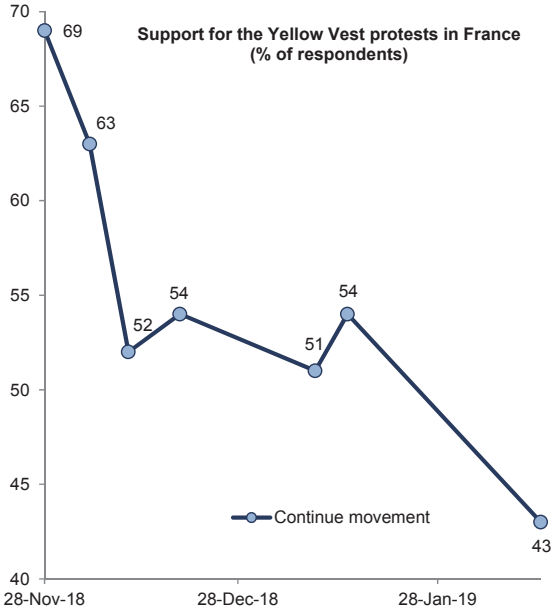


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี เรามองว่าโอกาสที่เศรษฐกิจยูโรโซนจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในปีนี้นั้นมีค่อนข้างจำกัด โดยเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงมากในช่วงครึ่งหลังของปีก่อนนั้นส่วนใหญ่เป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวทั้งการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์เป็นแบบ WLTP ซึ่งบังคับใช้ในเดือน ก.ย. 2018 ซึ่งส่งผลกระทบรุนแรงต่ออุตสาหกรรมรถยนต์ และความไม่แน่นอนทางการเมือง ทั้งความตึงเครียดเรื่องงบประมาณของอิตาลีกับสหภาพยุโรป (EU) และการประท้วงของกลุ่มเสื้อกั๊กเหลืองในฝรั่งเศสที่ไม่พอใจนโยบายของนาย Emmanuel Macron ประธานาธิบดีฝรั่งเศส เนื่องจากมองว่าเอื้อประโยชน์ให้กับกลุ่มคนร่ำรวยมากเกินไป ประกอบกับแผนการขึ้นภาษีเชื้อเพลิงของรัฐบาลท่ามกลางเศรษฐกิจที่ไม่ดี (ตอนแรกรัฐบาลกำหนดจะขึ้นเดือน ม.ค. 2019 แต่ได้ถูกเลื่อนออกไป)

โดยผลกระทบจากปัจจัยชั่วคราวต่างๆ ได้เริ่มเบาบางลงไป โดยยอดคำสั่งซื้อรถยนต์ของเยอรมนีเริ่มมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นมาในเดือน ธ.ค. หลังจากลดลงแรงในไตรมาส 3/2018 จากการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์ ส่วนเสียงสนับสนุนการประท้วงของกลุ่มเสื้อกั๊กเหลืองในฝรั่งเศสก็ได้ปรับลดลงมากจากปลายเดือน พ.ย. 2018 ที่ได้เริ่มต้นการประท้วง หลังจากที่ ประธานาธิบดี Macron ได้ออกมาตรการช่วยเหลือกลุ่มคนมีรายได้น้อย เช่น การเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำ และประกาศเลื่อนการขึ้นภาษีเชื้อเพลิงออกไป

แผนภาพ 26: เสียงสนับสนุนการประท้วงของกลุ่ม 'เสื้อกั๊กเหลือง' ในฝรั่งเศสมีลดลง



แผนภาพ 27: ยอดคำสั่งซื้อรถยนต์ของเยอรมนีเริ่มฟื้นตัว หลังได้รับผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียในเดือน ก.ย. 2018

Source: Bloomberg, Deutsche Bank, ELABE survey for BFMTV (13 Feb 2019), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

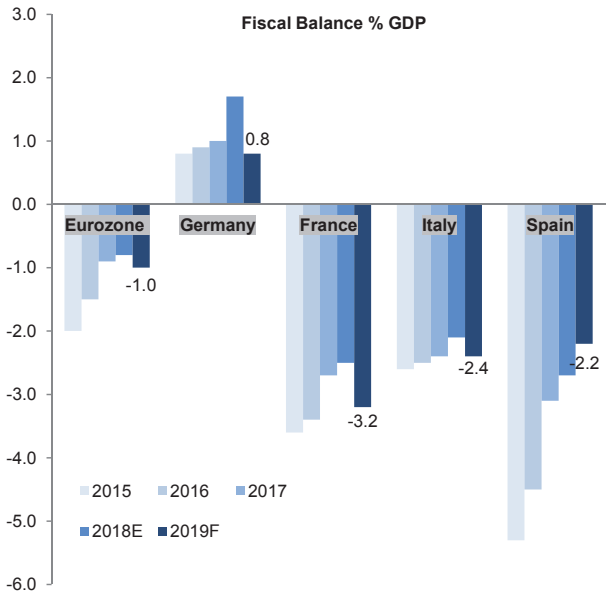
เศรษฐกิจปีนี้จะได้รับแรงหนุนจากนโยบายการเงินและการคลังที่ผ่อนคลาย

นอกจากผลกระทบจากปัจจัยชั่วคราวในปีก่อนที่เริ่มทยอยหมดไป เรามองว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะได้รับแรงหนุนจากทั้งนโยบายการเงินและการคลังที่ผ่อนคลายด้วย โดยในด้านการคลัง ยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นเป็น -1.0% ของ GDP ในปีนี้ เนื่องจากประเทศหลักมีแผนที่จะเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ

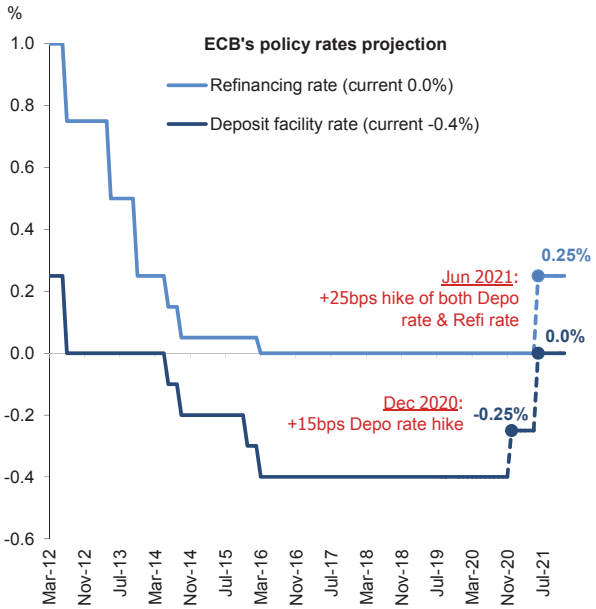
โดยเฉพาะประเทศหลักอย่างเยอรมนีที่ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาได้ใช้นโยบายการคลังที่ค่อนข้างตึงตัว ซึ่งส่งผลให้ดุลการคลังของเยอรมนีเกินดุลเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 1.7% ของ GDP ในปี 2018 ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์โดยมาในปีนี้ จากดุลการคลังที่อยู่ในระดับสูง ประกอบกับโมเมนตัมเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง ทำให้รัฐบาลประกาศเตรียมแผนลงทุนภาครัฐมูลค่ารวมกว่า 1.5 แสนล้านยูโรในช่วง 5 ปีข้างหน้า (2019-2023) ในส่วนของโครงสร้างพื้นฐานการศึกษา อสังหาริมทรัพย์ รวมถึง Digital Technology นอกจากนี้ ยังมีแผนที่จะลดสัดส่วนเงินสมทบเข้ากองทุนประกันสังคมและลดภาษี เพื่อกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ โดยเราคาดว่าดุลการคลังของเยอรมนีจะเกินดุลลดลงเป็น 0.8% ของ GDP ในปีนี้

ส่วนประเทศฝรั่งเศสก็มีแนวโน้มที่จะขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นเป็น -3.2% ของ GDP (vs. -2.5% ในปี 2018) จากการเร่งออกมาตรการต่างๆ เช่น การเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำและการลดภาษี ซึ่งรัฐบาลได้ประกาศออกมาเพื่อให้กลุ่มเสื้อกั๊กเหลืองยุติการประท้วง ขณะที่ประเทศอิตาลี ดุลการคลังมีแนวโน้มขาดดุลเพิ่มขึ้นแน่นอน (เราคาด -2.4% ของ GDP) ตามนโยบายของรัฐบาลประชานิยม ซึ่งได้สร้างความตึงเครียดกับ EU ในช่วงครึ่งหลังของปี 2018 จากร่างงบประมาณที่จะส่งผลให้อิตาลีขาดดุลการคลังเกินกว่าที่ EU กำหนดไว้

แผนภาพ 28: ดุลการคลังมีแนวโน้มขาดดุลเพิ่มขึ้นในปีนี้



แผนภาพ 29: เราคาดอัตราดอกเบี้ยจะคงอยู่ที่ระดับต่ำตลอดปีนี้เป็นอย่างน้อย



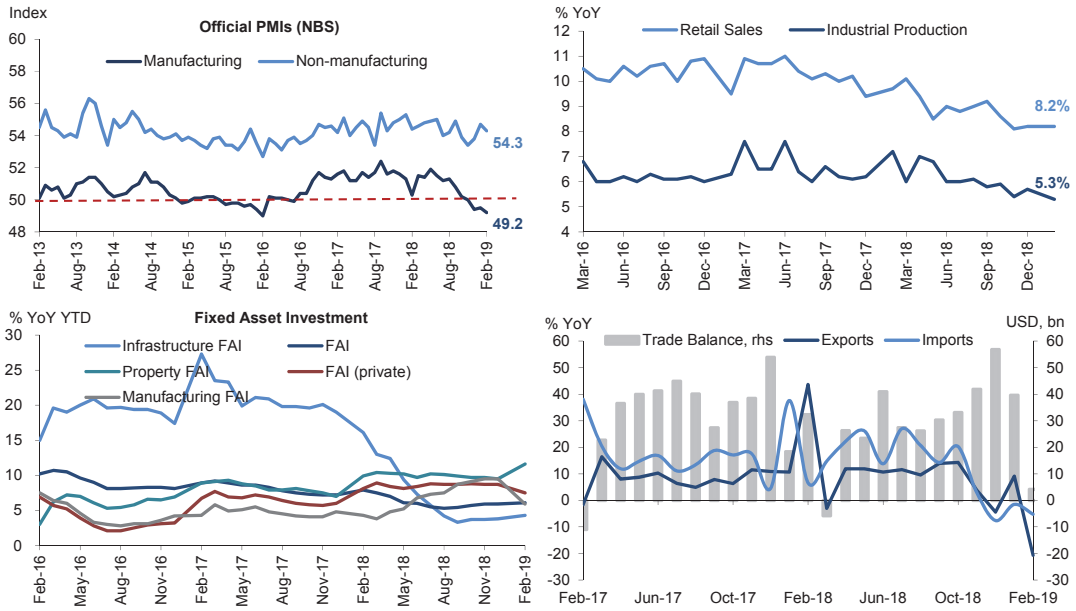
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีท่าที Dovish มากขึ้นในการประชุมล่าสุดเมื่อต้นเดือน มี.ค. โดยส่งสัญญาณชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกออกไปจากเดิมที่กล่าวว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Refinancing Rate ที่ 0.0% และ Deposit Facililty Rate ที่ -0.4%) จะคงอยู่ที่ระดับต่ำไปจนถึง “ไตรมาส 3 เป็นอย่างน้อย” ชะลอออกไปเป็นจนถึง “สิ้นปีนี้เป็นอย่างน้อย” ขณะที่เราคาดว่า ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน ธ.ค. 2020 (คาดปรับ Deposit Rate ขึ้น 15bps เป็น -0.25%) นอกจากนี้ ECB ยังได้ออกโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำระลอกใหม่ให้กับธนาคารพาณิชย์ (TLTRO3) ซึ่งจะเริ่มเปิดประมูลในเดือน ก.ย. เพื่อสนับสนุนให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อมากขึ้น เพื่อเป็นอีกปัจจัยหนุนเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจจีน

เราคาดเศรษฐกิจจีนจะชะลอตัวลงเป็น 6.1% และ 5.9% ในไตรมาส 1 และ 2 ตามลำดับ โดยภาคการผลิต ส่งออก และการบริโภคยังคงอ่อนแอต่อเนื่องเข้าสู่ปี 2019 มีเพียงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเท่านั้นที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากแรงหนุนของนโยบายภาครัฐนับตั้งแต่ปลายไตรมาส 3/2018 เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงทำให้รัฐบาลเร่งออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งการลดภาษี เพิ่มโควต้าการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ และส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมในช่วงที่ผ่านมา แต่อย่างไรก็ดี เรามองการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลในครั้งนี้เป็นเพียงเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจให้ขยายตัวตามเป้า 6-6.5% ที่ตั้งไว้เท่านั้น ซึ่งแตกต่างจากการกระตุ้นเศรษฐกิจในอดีตที่เร่งการขยายตัวของเศรษฐกิจ

แผนภาพ 30: PMI ภาคการผลิตของทางการหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ภาคการผลิตและการบริโภคอ่อนแอ ส่งออกหดตัวแรง ขณะที่การลงทุนเร่งตัวขึ้นจากแรงหนุนของนโยบายภาครัฐ



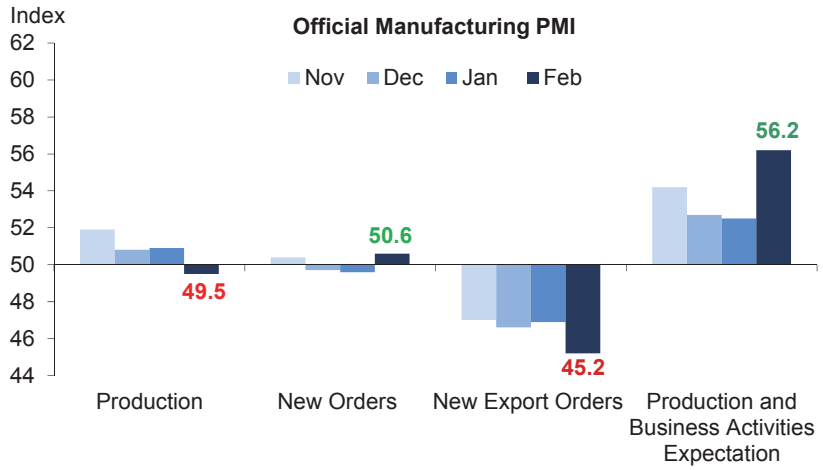
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตัวเลขเศรษฐกิจอ่อนแอเข้าสู่ไตรมาส 1 โดยเฉพาะภาคการผลิตและส่งออก ขณะที่การลงทุนเร่งตัวขึ้นจากแรงหนุนของนโยบายภาครัฐ

ตัวเลขเศรษฐกิจจีนในเดือน ม.ค.-ก.พ. สะท้อนภาพรวมที่ยังอ่อนแอเข้าสู่ปี 2019 โดยเรายังคงคาด GDP ในไตรมาส 1 และ 2 จะชะลอตัวลงเป็น 6.1% และ 5.9% ตามลำดับ (vs. 6.4% ไตรมาส 4/2018) โดยเฉพาะจากภาคการผลิตและส่งออกที่อ่อนแอ ขณะที่ยอดค้าปลีกขยายตัวในระดับต่ำ โดยมีเพียงการลงทุนเท่านั้นที่ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากนโยบายสนับสนุนของภาครัฐ

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการ (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลง -0.3 จุด เป็น 49.2 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 โดยยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศปรับตัวลดลงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง (-1.7, 45.2 จุด) และผลผลิตปรับตัวลดลงเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (-1.4, 49.5 จุด) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายในประเทศฟื้นตัวขึ้น (+1.0, 50.6 จุด) และมุมมองต่อภาคการผลิตในอนาคตปรับตัวดีขึ้น (+3.7, 56.2 จุด) โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาโภคภัณฑ์และสินทรัพย์เสี่ยงที่เพิ่มขึ้นตามข่าวความคืบหน้าของการเจรจาการค้ากับสหรัฐฯ ในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับการทยอยออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล

แผนภาพ 31: ดัชนียอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศและผลผลิตหดตัว ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อในประเทศฟื้นตัว และมุมมองต่อภาคการผลิตในอนาคตปรับตัวดีขึ้นมาก



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค.-ก.พ. ชะลอตัวลงเป็น +5.3% YoY จาก +5.7% YoY ในเดือนก่อนและต่ำกว่าตลาดคาดที่ +5.6% YoY โดยผลผลิตรถยนต์ (-15.1% YoY vs. -14.9% เดือนก่อน) โทรศัพท์มือถือ (-12.3% YoY vs. -9.4% เดือนก่อน) และ Integrated Circuit (-15.9% YoY vs. -2.4% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น

โดยเรามองว่าภาคการผลิตยังมีแนวโน้มอ่อนแอต่อตามภาคส่งออก เนื่องจากในช่วงครึ่งหลังของปีที่แล้วได้มีการเร่งผลิตและส่งออกไปเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ เรามองว่ามาตรการลดภาษี VAT ของรัฐบาลซึ่งเน้นช่วยเหลือภาคการผลิตเป็นหลักจะเริ่มเห็นผลในช่วงครึ่งหลังของปี

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค.-ก.พ. ขยายตัว +8.2% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนตามที่ตลาดคาด โดยยอดขายรถยนต์ (-2.8% YoY vs. -8.5% เดือนก่อน) และอุปกรณ์สื่อสาร (+8.2% YoY vs. -0.9% เดือนก่อน) ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ยอดขายเครื่องใช้ไฟฟ้าในครัวเรือน (+3.3% YoY vs. +13.9% เดือนก่อน) และเฟอร์นิเจอร์ (+0.7% YoY vs. +12.7% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงมาก

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เร่งตัวขึ้นเป็น +6.1% YoY YTD ตามที่ตลาดคาด จาก +5.9% ในเดือนก่อน โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (+4.3% vs. +3.8% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (+11.6% vs. +9.5% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนในภาคการผลิตชะลอตัวลงมาก (+5.9% vs. +9.5% เดือนก่อน)

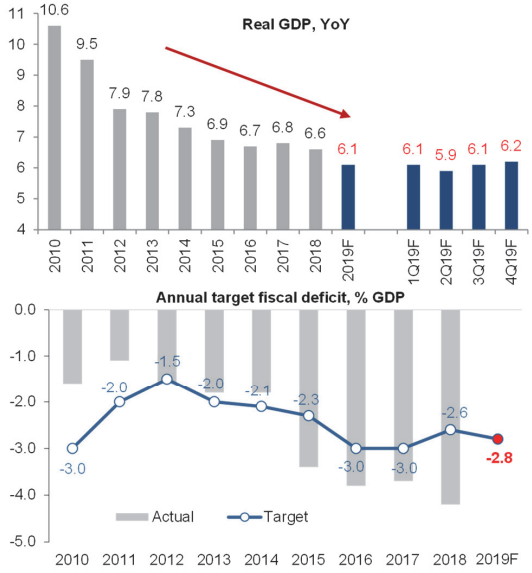
เรามองว่าการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะเร่งตัวขึ้นต่อจากมาตรการสนับสนุนของรัฐบาลและเป็นแรงหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีนี้ ช่วยให้เศรษฐกิจเติบโตได้ตามเป้า 6-6.5% ที่รัฐบาลตั้งไว้

รัฐบาลลดเป้า GDP ปีนี้ลงเป็น ‘ 6.0-6.5% ’ และออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อเนื่องเพื่อรักษาเสถียรภาพ

รัฐบาลตั้งเป้า GDP ปีนี้ที่ ‘6.0-6.5%’ ลดลงจากเป้าปีก่อนที่ ‘ประมาณ 6.5%’ ซึ่งจะนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบเกือบ 30 ปี ในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติจีน (National People’s Congress: NPC) และได้ส่งสัญญาณกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจชัดเจน หลังเศรษฐกิจชะลอตัวลงต่อเนื่องตั้งแต่ครึ่งหลังของปีก่อน จากผลกระทบของความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ

โดยรัฐบาลได้ปรับเพิ่มเป้าขาดดุลการคลัง (Fiscal Deficits) ขึ้นเป็น -2.8% ของ GDP จาก -2.6% ในปีก่อน และได้เพิ่มโควต้าการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ (Special Local Government Bonds) เพื่อใช้ในการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในปีนี้ขึ้นเป็น 2.15 ล้านล้านหยวน (vs. 1.35 ล้านล้านหยวนในปี 2018) ซึ่งคาดว่าจะหนุนให้การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเร่งตัวขึ้นต่อเนื่องในปีนี้และเป็นแรงหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญ

แผนภาพ 32: รัฐบาลประกาศเพิ่มโควต้าการออกพันธบัตรรัฐบาลฉบับพิเศษ ปรับเพิ่มเป้าขาดดุลการคลัง และออกมาตรการลดภาษีมูลค่า 2 ล้านล้านหยวน ในขณะที่ปรับลดเป้า GDP ปีนี้ลงเป็น ‘6-6.5%’



	2019 target	2018 target	2017 target
GDP growth	6% - 6.5%	Around 6.5%	6.5% or higher if possible
Fiscal target:			
Tax cut (RMB)	2.0 trn	1.1 trn	0.5 trn
Local government special bond (RMB)	2.15 trn	1.35 trn	0.8 trn
Central government investment spending (RMB)	578 bn	538 bn	508 bn
Monetary target:			
Monetary Policy Stance	Prudent	Prudent & neutral	Prudent & neutral
M2 and TSF	In line with nominal GDP growth (9.7% in 2018)	No target	12%

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

นอกจากนี้ รัฐบาลได้ประกาศมาตรการลดภาษีมูลค่ารวม 2 ล้านล้านหยวน (ราว 2% ของ GDP) ตามที่ได้คาดการณ์ไว้ เพื่อช่วยลดภาระให้กับภาคธุรกิจและกระตุ้นการบริโภค โดยแบ่งเป็น:

ภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) มูลค่ารวม 6 แสนล้านหยวน: รัฐบาลได้ปรับลดภาษี VAT ขั้นสูงสุดลง 3% เป็น 13% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นภาคการผลิต และปรับขั้นที่สองลง 1% เป็น 9% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นภาคบริการ เช่น ขนส่ง, ก่อสร้าง โดยคงขั้นต่ำสุดไว้ที่ 6% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริการทางการเงิน โดยการปรับลดภาษีดังกล่าวคาดว่าจะหนุนรายได้ภาคธุรกิจและคาดว่าผลดีจะส่งผ่านสู่ผู้บริโภคด้วย

ภาษีส่วนบุคคลมูลค่ารวม 5 แสนล้านหยวน: รัฐบาลได้เผยมาตรการลดภาษีดังกล่าวในปลายเดือน ต.ค. 2018 โดยแบ่งเป็น 1) การปรับเปลี่ยนฐานภาษี (3.2 แสนล้านหยวน) ซึ่งได้มีผลบังคับใช้นับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2018 และ 2) เพิ่มรายการลดหย่อนภาษี (2-3 แสนล้านหยวน) ซึ่งได้มีผลบังคับใช้ในปีนี้ โดยรายการที่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีได้ เช่น ค่าเลี้ยงดูเด็กและผู้สูงอายุ สินเชื่อบ้านและค่าเช่า ค่าการศึกษา และค่ารักษาพยาบาล

DB ประเมินว่ามาตรการลดภาษีดังกล่าวจะส่งผลให้จำนวนประชากรที่เสียภาษีลดลงเหลือเพียงราว 45 ล้านคนในปีนี้ จาก 187 ล้านคนที่เสียภาษีในปี 2017

ปรับลดสัดส่วนเงินสมทบเข้ากองทุนประกันสังคม (Social Security Contribution) ในส่วนของนายจ้างลง 4% เป็น 16% เพื่อช่วยลดภาระให้กับภาคธุรกิจ โดยคาดว่าจะทำให้เงินสมทบเข้ากองทุนดังกล่าวลดลงราว 5 แสนล้านหยวน

นอกจากนี้ เราคาดว่ารัฐบาลจะประกาศมาตรการลดภาษีอื่นๆ ในระยะข้างหน้า เช่น ภาษีนิติบุคคล และอาจปรับลดภาษีที่เกี่ยวเนื่องกับสินค้าบริโภค เช่น รถยนต์ เพื่อช่วยกระตุ้นการบริโภคอีกแรงหนึ่ง

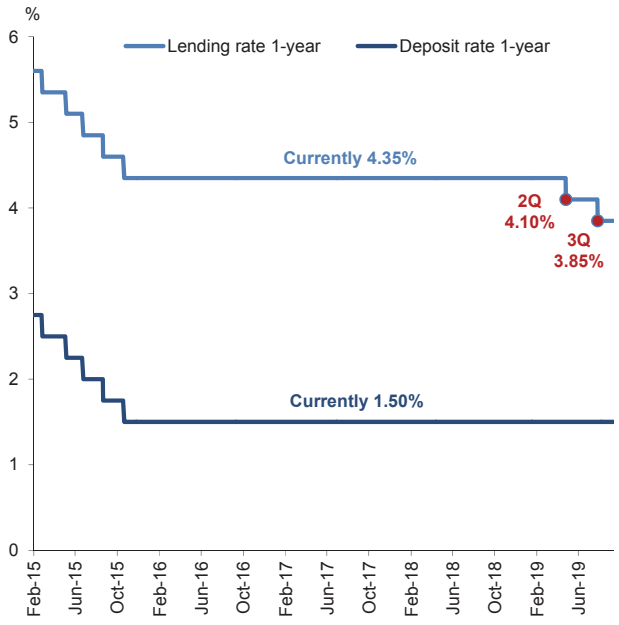
แผนภาพ 33: รายละเอียดมาตรการลดภาษีของรัฐบาล

	2018 Tax rates	2019 Tax rates	2018 Revenue (RMB)	2019F Revenue (RMB)	Impact on economy
Value Added Tax (33.6% of govt. revenue)	• 16% (Manufacturing) • 10% (Services) • 6% (lowest bracket)	• 13% (Manufacturing) • 9% (Services) • 6% (lowest bracket)	6.15 trn	5.55 trn	• Benefits manufacturing sector • Some pass-through to consumers
Personal Income Tax (7.6% of govt. revenue)	5-45% progressively on income more than RMB5000/mth	• Raised tax brackets, effective Oct 2018 • New tax allowances, effective Jan 2019	1.4 trn	0.9 trn	• Higher consumption spending • Tax payers reduced to around 45mn from 187mn in 2017
Corporate Income Tax (19.3% of govt. revenue)	• 25% statutory • 15-20% for favored sector, SMEs	Expect 0-5ppts cut later	3.5 trn	2.7-3.5 trn	Benefits profitable, high R&D expense industries
Employers Social Security contribution rate	20%	16%	-	Reduce social security contributions by 500bn	• Ease corporates burdens • Encourage consumption
Total				Government Revenue down by 2.0 trn	Estimated to boost the economy by 1% of GDP

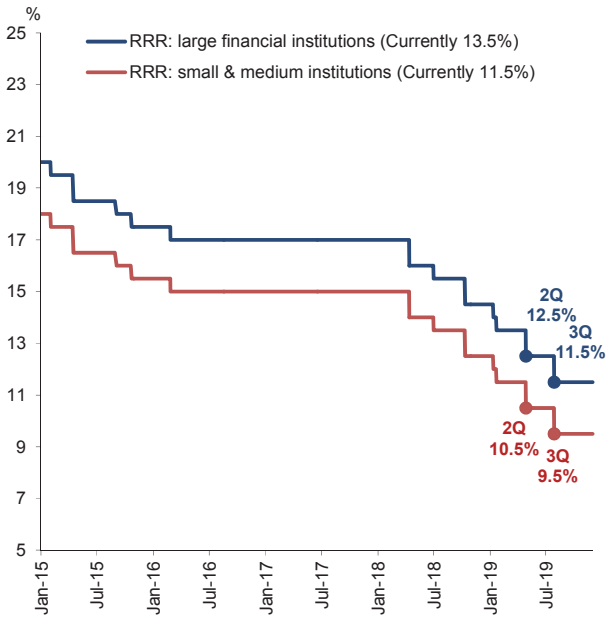
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ด้านนโยบายการเงิน รัฐบาลมีท่าทีผ่อนคลายมากขึ้น โดยกล่าวว่าจะใช้เครื่องมือทางการเงินทั้งการลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ (RRR) และการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ตามความเหมาะสม เพื่อหนุนการขยายตัวของสินเชื่อและลดค่าใช้จ่ายในการกู้ยืม ซึ่งนับเป็นครั้งแรกตั้งแต่การกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งก่อน (ปี 2015-2016) ที่รัฐบาลเอ่ยถึงการลดอัตราดอกเบี้ย ทำให้ตอนนี้เราคาดว่า PBoC จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง 2 ครั้งๆ ละ 25bps ในไตรมาส 2 และ 3 ปีนี้ จากเดิมที่คาดว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยตลอดทั้งปี และยังคงคาดว่าจะปรับลด RRR ลงอีก 2 ครั้งๆ ละ 100bps ในไตรมาส 2 และ 3 ปีนี้ เช่นเดียวกัน

แผนภาพ 34: เราคาด PBoC จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง 2 ครั้งๆละ 25bps ในปีนี้



แผนภาพ 35: และคาดจะปรับลด RRR ลงอีก 2 ครั้งๆละ 100bps ในปีนี้

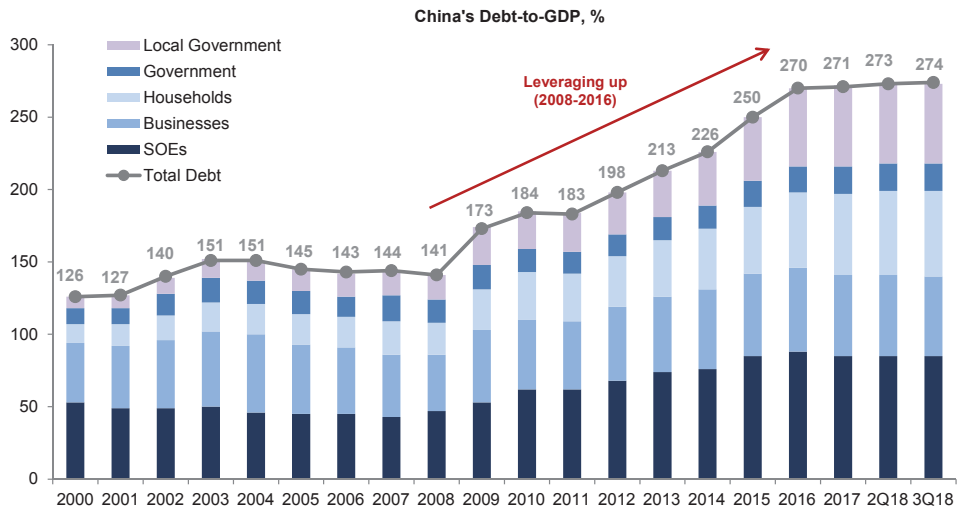


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงคาดว่าเศรษฐกิจปี 2019 ของจีนจะชะลอตัวลงเป็น 6.1% YoY จาก 6.6% YoY ในปีก่อน โดยเรามองว่าแม้ในกรณีที่จีนกับสหรัฐฯ จะสามารถได้ข้อตกลงการค้าร่วมกันและระงับการขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างกัน แต่ส่งออกของจีนในปีนี้ก็ยังมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงมาก (คาดขยายตัว 5-7% จาก 9.9% ในปีก่อน) ทั้งจากการส่งออกไปแล้วในช่วงครึ่งหลังปีก่อนและอุปสงค์โลกที่ชะลอลง

นอกจากนี้ เรามองว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลในครั้งนี้ไม่ได้เน้นเร่งการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างเช่นในอดีต แต่เพียงเพื่อรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจเท่านั้น ซึ่งสะท้อนได้จากการปรับลดเป้า GDP ปีนี้ลง อีกทั้งหนี้ในระบบของจีนได้อยู่ในระดับที่สูงมาก (274% ของ GDP ในไตรมาส 3/2018 ตามการประเมินของ DB) ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่สำคัญ และเป็นปัจจัยที่จะจำกัดขีดความสามารถในการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล

แผนภาพ 36: หนี้ในระบบของจีนสูงมากอยู่ที่ราว 274% ของ GDP ณ ไตรมาส 3/2018



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจไตรมาส 1 มีแนวโน้มที่จะหดตัว -0.3% QoQ, saar จากตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแย่กว่าที่คาดอย่างต่อเนื่อง ทั้งภาคการผลิต ส่งออก และการบริโภค อย่างไรก็ดี เราคาดว่ารัฐบาลจะเดินหน้าขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. ตามกำหนดการเนื่องจากภาคธุรกิจและรัฐบาลได้เตรียมแผนรับมือไว้แล้ว ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า BoJ จะไม่ผ่อนคลายนโยบายลงเพิ่มเติมหากไม่มีความจำเป็นจริงๆ จากข้อจำกัดของเครื่องมือทางการเงินที่มี นอกจากนี้ การผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมจะส่งผลให้เงินเยนอ่อนค่า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการเจรจาการค้ากับสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะเริ่มในระยะใกล้นี้

แผนภาพ 37: ดัชนี PMI ภาคการผลิตลดลงเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2017 จากผลผลิตที่ลดลงตามยอดส่งออกที่อ่อนแอต่อเนื่องและผลกระทบจากสงครามการค้าที่ชัดเจนขึ้นส่วนยอดค้าปลีกอ่อนแอตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ลดลงต่อเนื่อง

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

ตัวเลขเศรษฐกิจชะลอตัวลงมากเข้าสู่ปี 2019 โดยเราคาด GDP ไตรมาส 1 จะหดตัว -0.3% QoQ, saar

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. พลิกกลับมาหดตัว -2.3% MoM จาก +0.8% MoM ในเดือนก่อน และแย่กว่าตลาดคาดที่ -0.8% MoM จากยอดขายในกลุ่มรถยนต์ (-6.6% MoM) และเครื่องจักรกล (-0.6% MoM) ที่พลิกกลับมาหดตัว ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น +0.6% YoY ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2018 โดยยอดค้าปลีกที่อ่อนแอสอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็น 41.5 จุดในเดือน ก.พ. ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2016 จากความกังวลต่อสภาวะทางเศรษฐกิจที่ไม่ดีและการขึ้นภาษีการบริโภคของรัฐบาลในเดือน ต.ค.นี้

ส่งออก: ยอดส่งออกในรูปเงินเยนเดือน ม.ค. หดตัว -8.4% YoY เพิ่มขึ้นจาก -3.9% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี และแย่กว่าตลาดคาดที่ -5.7% YoY โดยส่งออกไปจีนหดตัวแรง -17.4% YoY (vs. -7.0% เดือนก่อน) มากที่สุดในรอบ 2 ปี ส่งออกไป EU พลิกกลับมาหดตัว -2.5% YoY (vs. +3.9% เดือนก่อน) ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นเป็น +6.8% YoY (vs. +1.6% เดือนก่อน)

การลงทุน: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ม.ค. พลิกกลับมาหดตัว -0.4% YoY, 3mma (vs. +2.1% เดือนก่อน) จากยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิตที่หดตัวมาก (-2.43% YoY, 3mma vs. +1.1% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อในภาคบริการฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย (+0.4% YoY, 3mma vs. -2.2% เดือนก่อน)

ความเชื่อมั่นภาคการผลิตและการบริการ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลง -1.4 จุด เป็น 48.9 จุด เข้าสู่เกณฑ์หดตัวตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2017 จากผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อที่ปรับตัวลดลงมาก โดยเฉพาะอุปสงค์จากจีนที่ชะลอลง ขณะที่ภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 52.3 จุด ระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือน

เราคาดว่า GDP ไตรมาส 1 จะหดตัว -0.3% QoQ, saar จากที่ขยายตัว +1.9% QoQ, saar ในไตรมาส 4/2018 จากภาพรวมเศรษฐกิจที่อ่อนแอ โดยเฉพาะภาคส่งออก นอกจากนี้ เศรษฐกิจไตรมาส 1 ยังจะได้รับแรงกดดันจากปริมาณสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้นมากในไตรมาสก่อนด้วย

ทั้งนี้ แม้โมเมนตัมทางเศรษฐกิจจะอ่อนแอลงมาก แต่เรามองว่ารัฐบาลญี่ปุ่นจะยังเดินหน้าปรับขึ้นภาษีการบริโภค (จาก 8% เป็น 10%) ในเดือน ต.ค. ตามกำหนดการ เนื่องจากภาคธุรกิจและรัฐบาลได้มีการเตรียมแผนรับมืออยู่แล้ว โดยเราคาดว่ารัฐบาลจะประกาศอย่างเป็นทางการอีกครั้งในเดือน เม.ย.นี้ ตามแบบแผนการปรับขึ้นภาษีครั้งก่อนหน้า (เม.ย. 2014) ซึ่งรัฐบาลได้ประกาศอย่างเป็นทางการก่อนหน้านั้น 6 เดือน (เดือน ต.ค. 2013)

BoJ มีเครื่องมือในการผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมค่อนข้างจำกัด หากเศรษฐกิจชะลอตัวลงแรง

เศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงมากในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้เริ่มมีการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะต้องกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า เนื่องจากเศรษฐกิจยังมีความเสี่ยงจากการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค.นี้ด้วย

นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าการ BoJ ได้ให้สัมภาษณ์กับสื่อเมื่อปลายเดือน ก.พ. ว่าพร้อมที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมหากโมเมนตัมทางเศรษฐกิจอ่อนแอลงและส่งผลให้เงินเฟ้อไม่เร่งตัวขึ้นเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% โดยนาย Kuroda ย้ำเพียงแต่ว่าอาจปรับลดเป้าอัตราดอกเบี้ยของมาตรการ Yield Curve Control: YCC ลง (ปัจจุบัน BoJ คงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% และคงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ “ประมาณ 0% โดยกำหนดให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ +/- 0.2%) เพิ่มการเข้าซื้อสินทรัพย์เสี่ยง (เช่น ETF, REITs หรือ RMBSs) หรืออาจเพิ่มการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (ทำ QQE)

อย่างไรก็ดี เรามองว่ามาตรการผ่อนคลายทางการเงินต่างๆ ที่กล่าวมาข้างต้น ไม่น่าจะส่งผลกระตุ้นเศรษฐกิจได้มากนัก ทั้งยังผลกระทบข้างเคียงที่จะเพิ่มมากขึ้นจากการใช้นโยบายผ่อนคลายทางการเงินติดต่อกันเป็นระยะเวลานาน โดยหาก BoJ ปรับลดเป้าอัตราดอกเบี้ยลง ก็จะส่งผลกระทบโดยตรงต่อผลกำไรของสถาบันการเงินและผลตอบแทนของบริษัทประกัน ซึ่งผลกระทบดังกล่าวได้มีการพูดถึงกันมากขึ้น หรือหาก BoJ ตัดสินใจเพิ่มการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลก็จะส่งผลให้สภาพคล่องในตลาดพันธบัตรลดลง เนื่องจากปัจจุบัน BoJ ได้ถือครองพันธบัตรรัฐบาลเป็นจำนวนมาก คิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึงกว่า 40% ของพันธบัตรรัฐบาลในตลาดทั้งหมด ซึ่งมากกว่าธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่ 30% และธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่ 20% ทำให้การดำเนินมาตรการดังกล่าวไม่น่าที่จะทำได้อย่างยั่งยืน

แผนภาพ 38: BoJ มีเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ค่อนข้างจำกัด

Additional easing action	Rates market impact	FX market impact	Likelihood	Constraints	Side effects
(1) Lowering of Tier 3 policy rate (currently -0.1%)	Bull-steepening, then bull-flattening	Yen should theoretically weaken	Low	Weak Yen may undermine trade talks with US	Impact on Financial Institutions
(2) Lowering of 10y JGB yield target	Bull-flattening	Yen should theoretically weaken	Low	Weak Yen may undermine trade talks with US	Impact on pensions and life insurers
(3) Increased risk asset purchases: • ETFs, REITs	Bear-steepening if stock prices rise	Yen should weaken	High	Weak Yen may undermine trade talks with US	Some may be critical of distortionary ramifications for the stock market
• RMBSs (Residential Mortgage-backed Security)	Decline in yields on concerns over short supply of bonds	Yen should theoretically weaken	Low	Weak Yen may undermine trade talks with US	Investors might be willing to use RMBSs as collateral, but will probably be reluctant to sell
(4) Renewed acceleration of monetary base expansion	Decline in yields on increase in BoJ JGBs purchases	Yen should theoretically weaken	Low	• Weak Yen may undermine trade talks with US • BoJ already holds large amount of JGBs	Sustainability to be questioned as JGBs grow scarcer

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

นอกจากนี้ BoJ ยังต้องเผชิญกับอีกหนึ่งอุปสรรคซึ่งก็คือการเจรจาการค้ากับสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะเริ่มขึ้นในระยะใกล้นี้ โดยประธานาธิบดี Donald Trump ของสหรัฐฯ ได้ออกมาพูดถึงเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่ามากเกินไปอย่างต่อเนื่อง และเริ่มหมายตาหลายๆ ประเทศว่ามีการแทรกแซงค่าเงินให้อ่อนค่าเพื่อเพิ่มความได้เปรียบทางการค้า โดยเฉพาะกับประเทศจีน และญี่ปุ่นซึ่งในปีนี้ เงินเยนได้อ่อนค่าลงราว 2% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งหาก BoJ ผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติม ย่อมส่งผลให้เงินเยนอ่อนค่าลงอย่างแน่นอน ซึ่งจะเพิ่มความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ

ดังนั้น จากขีดจำกัดที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้เรามองว่า BoJ จะไม่ผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมหากเศรษฐกิจไม่หดตัวแรงจริงๆ หรือในกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าคาด หรือความเสี่ยงกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันให้เงินเยนแข็งค่าขึ้นแรง

แผนภาพ 39: เงินเยนอ่อนค่าลงราว 2% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ นับตั้งแต่ต้นปี ซึ่งจะทำให้สหรัฐฯ หมายตาว่าญี่ปุ่นลดค่าเงินเพื่อเพิ่มความได้เปรียบทางการค้า ซึ่งจะเพิ่มความตึงเครียดทางการค้าระหว่างทั้งสองฝ่าย

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

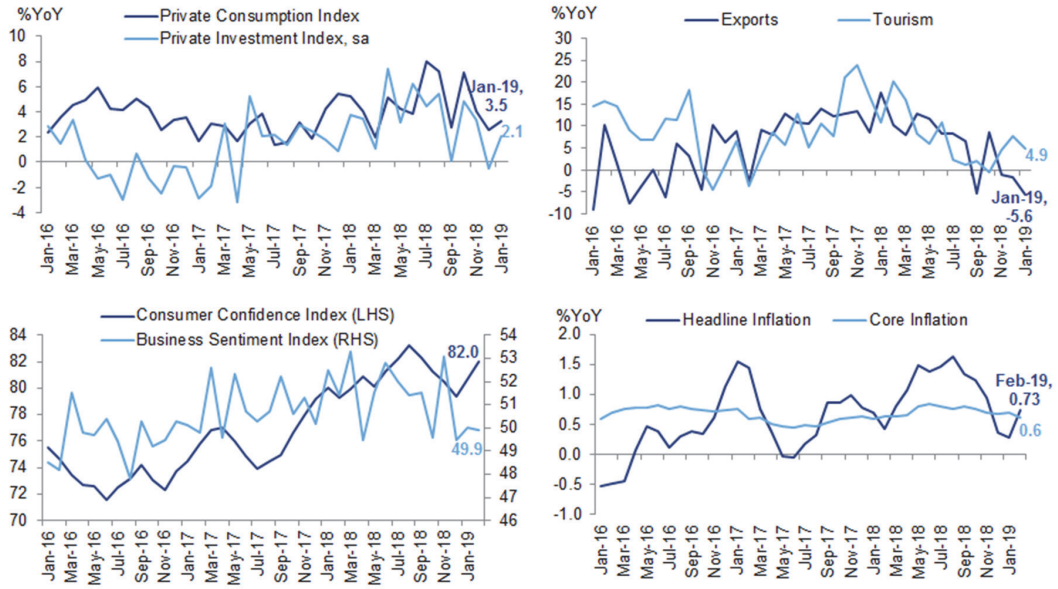
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากทั้งภาคต่างประเทศและในประเทศ สำหรับภาคต่างประเทศ การส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงจากผลกระทบของสงครามการค้า ส่วนการท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอลงตามนักท่องเที่ยวจีน และรายรับจากการท่องเที่ยวมีความเสี่ยงที่จะชะลอลงตามนักท่องเที่ยวที่มีรายจ่ายต่อหัวในระดับสูง สำหรับอุปสงค์ในประเทศ การลงทุนภาครัฐมีความเสี่ยงที่จะล่าช้าจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน EEC ซึ่งอาจกดดันให้การลงทุนภาคเอกชนชะลอลงตาม มีเพียงการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวดีต่อเนื่อง ด้านอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มทรงตัวในระดับต่ำที่ +1.1% YoY จากปัจจัยเสี่ยงที่ได้กล่าวมาข้างต้น เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ +1.75% ตลอดทั้งปีนี้

อุปสงค์ในประเทศช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่ชะลอลง

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากภาคต่างประเทศ โดยมูลค่าการส่งออกเดือน ม.ค. หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สามจากการส่งออกสินค้าในกลุ่มที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้ากับจีน ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวเดือน ม.ค. ชะลอลงเป็น +4.9% YoY (vs. +7.7% เดือนก่อน) สำหรับอุปสงค์ในประเทศ การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นสูงสุดในรอบ 5 เดือน ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มชะลอลงตามการลงทุนภาครัฐที่มีแนวโน้มล่าช้าจากโครงสร้างพื้นฐานใน EEC เป็นหลัก

แผนภาพที่ 40: อุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัว ช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่ชะลอลง



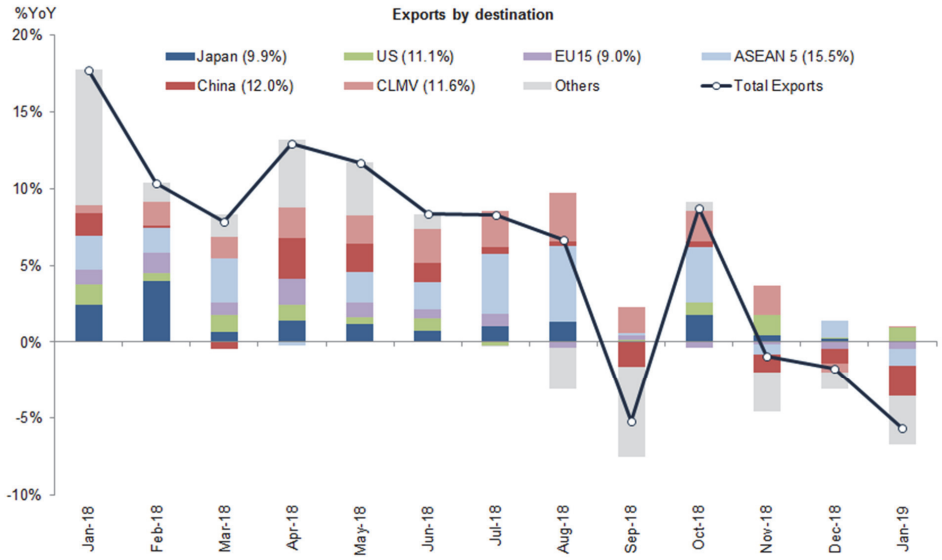
Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มูลค่าส่งออกหดตัวต่อเนื่องตามคาด จากผลกระทบของสงครามการค้าที่ชัดเจนขึ้น

มูลค่าส่งออกของไทย เดือน ม.ค. หดตัวต่อเนื่องที่ -5.7% (vs. -1.7% เดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นการหดตัวติดต่อกันเป็นเดือนที่สาม โดยเป็นผลมาจากการส่งออกของไทยไปจีนที่หดตัวสูงถึง -16.7% YoY เราประเมินว่าผลกระทบของสงครามการค้าต่อการส่งออกของไทยชัดเจนขึ้น หลังจากที่ผลบวกจากการเร่งส่งออกสินค้าได้หมดไปเมื่อสหรัฐฯ เก็บภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนครบทุกกลุ่มในเดือน ก.ย. สะท้อนจากมูลค่าส่งออกสินค้าของไทยไปจีนในกลุ่มที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้ามูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หดตัวต่อเนื่อง ขณะที่การส่งออกสินค้าที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้ามูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขยายตัวอยู่ในระดับต่ำ

นอกจากสงครามการค้าจะส่งผลกระทบทางลบทำให้การส่งออกของไทยไปจีนชะลอลง เราเริ่มเห็นผลกระทบทางบวกจากการที่สหรัฐฯ นำเข้าสินค้าจากไทยเพิ่มขึ้นเพื่อทดแทนการนำเข้าจากจีนใน 2 กลุ่ม ได้แก่ รถแทรกเตอร์และจักรยานยนต์ และยางรถยนต์ อย่างไรก็ดี มูลค่าส่งออกสินค้าที่ไทยส่งออกไปสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น คิดเป็นสัดส่วนเพียง 1.3% ของมูลค่าส่งออกรวมเท่านั้น

แผนภาพที่ 41: มูลค่าส่งออกไปตลาดสำคัญหลายแห่งหดตัวในเดือน ม.ค. ยกเว้นสหรัฐฯ ที่อาจได้ประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิต

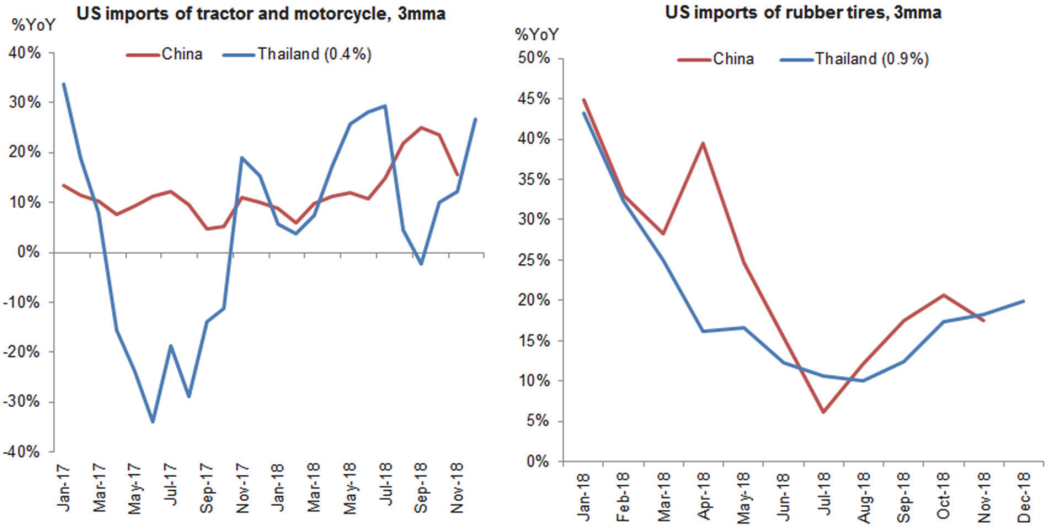


Source: Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 42: สงครามการค้าเริ่มส่งผลกระทบต่อการส่งออกชัดเจนขึ้น หลังจากที่ผลบวกจากการเร่งนำเข้าหมดไป

Source: Trade Map, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 43: สหรัฐฯ นำเข้ารถแทรกเตอร์ มอเตอร์ไซค์และยางรถยนต์จากไทยเพิ่มขึ้น แทนการนำเข้าจากจีนที่ลดลง



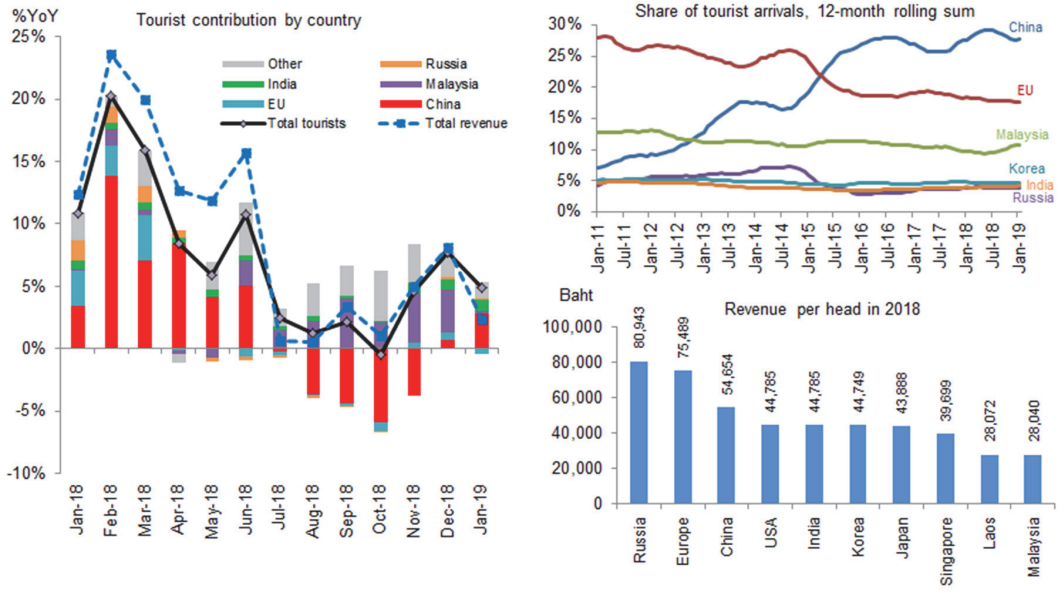
Note: number in () indicates share of Thailand's total exports
Source: Trade Map, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นักท่องเที่ยวจีนฟื้นตัวตามคาด แต่นักท่องเที่ยวที่มีรายจ่ายต่อหัวสูงชะลอตัว

นักท่องเที่ยวจีนในเดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +10.3% YoY (vs. +2.8% เดือนก่อน) หลังจากที่หดตัวติดต่อกันเป็นระยะเวลา 5 เดือน จากเหตุการณ์เรือล่มที่ภูเก็ต โดยส่วนหนึ่งได้อานิสงส์จากมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียมนักท่องเที่ยว ณ ด่านตรวจคนเข้าเมือง (VOA) และอาจเป็นผลของนักท่องเที่ยวจีนที่ชะลอการมาท่องเที่ยวในไทย (Pending Demand) อย่างไรก็ดี เรายังมองว่านักท่องเที่ยวจีนในปีนี้จะชะลอลงตามเศรษฐกิจจีนและเงินหยวนที่อ่อนค่า

แม้ว่านักท่องเที่ยวจีนจะฟื้นตัวตามคาด แต่นักท่องเที่ยวรัสเซีย และ EU ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีรายจ่ายต่อหัวสูงสุดสองอันดับแรกกลับชะลอลง โดยนักท่องเที่ยวรัสเซียชะลอลงเป็น +1.2% YoY (vs. +4.0% เดือนก่อน) ส่วนนักท่องเที่ยว EU พลิกกลับมาหดตัว -1.7% YoY (vs. +2.7% เดือนก่อน) ส่งผลให้รายรับจากการท่องเที่ยวชะลอลงมากกว่าจำนวนนักท่องเที่ยว

แผนภาพที่ 44: นักท่องเที่ยวจีนฟื้นตัวตามคาดในเดือน ม.ค. แต่นักท่องเที่ยวที่มีรายจ่ายต่อหัวสูง อาทิ EU และรัสเซียชะลอลง

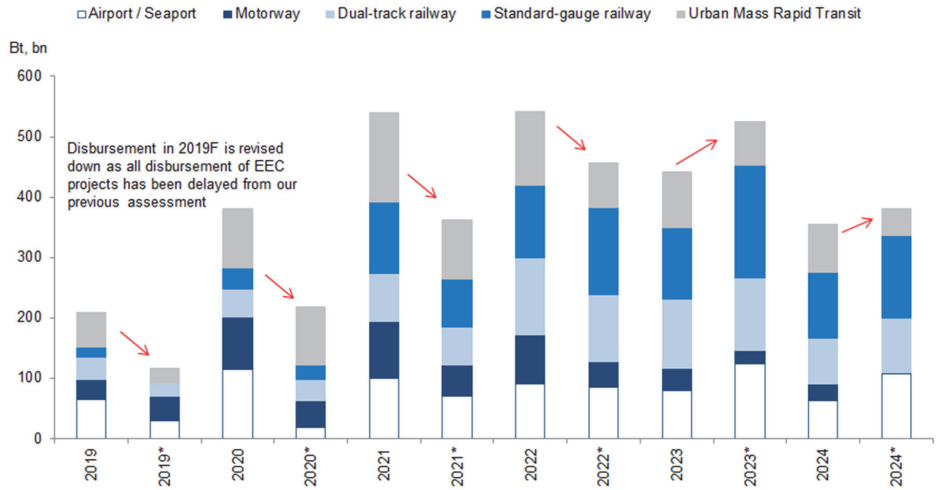


Source: Ministry of Tourism and Sports (MOTS), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มล่าช้าจากโครงการใน EEC ที่ใช้ระยะเวลาในการประมูลนานกว่าที่คาด

การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน EEC ที่คาดว่าจะเป็นตัวขับเคลื่อนการลงทุนภาครัฐในปีนี้ มีความเสี่ยงที่จะล่าช้าจากกระบวนการการประมูลที่ใช้เวลานานกว่าที่คาด โดยโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อมสามสนามบินที่เปิดขายซองประมูลเป็นโครงการแรกตั้งแต่เดือน พ.ย. 18 ยังอยู่ในขั้นตอนของการเจรจาระหว่างคณะกรรมการคัดเลือกฯและกลุ่ม CP ซึ่งยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน เราประเมินว่าการลงทุนในพื้นที่ EEC ทั้ง 4 โครงการหลัก ได้แก่ 1) โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อมสามสนามบิน 2) โครงการท่าเรือแหลมฉบัง 3) โครงการท่าเรือมาบตาพุด และ 4) โครงการสนามบินอู่ตะเภา อาจไม่สามารถเริ่มก่อสร้างได้ทันในปี 2019 ตามที่เคยคาดไว้ก่อนหน้านี้ ส่งผลให้การเบิกจ่ายเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐลดลงราว 9 หมื่นล้านบาทในปีนี้ ทั้งนี้ การลงทุนภาครัฐที่ล่าช้าอาจบั่นทอนความเชื่อมั่นนักลงทุนและส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนชะลอลงตามไปด้วย

แผนภาพที่ 45: การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มล่าช้า จากกระบวนการการประมูลโครงการใน EEC ใช้เวลานานกว่าที่คาด

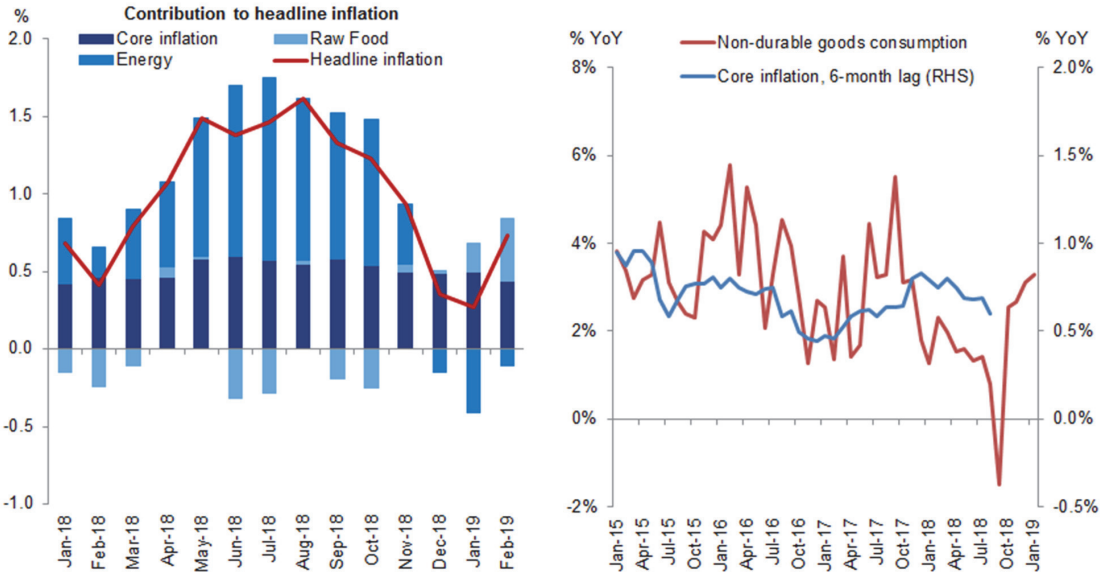


*Note: * indicate new forecast*
Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเร่งตัวขึ้น สวนทางกับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ชะลอลง

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน ก.พ. เร่งตัวขึ้นเป็น +0.73% YoY (vs.+0.27% เดือนก่อน) สูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ +0.59% ค่อนข้างมาก โดยมีแรงสนับสนุนจากราคาอาหารสดที่เร่งตัวขึ้นและราคาพลังงานที่หดตัวลดลง อย่างไรก็ดี อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวต่อเนื่องเป็น +0.60% YoY จาก +0.69% เดือนก่อน แม้ว่าการบริโภคภาคเอกชนจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง แต่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานกลับมีแนวโน้มชะลอตัวตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2018 เราประเมินว่ามีสาเหตุมาจากการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวดีกระจุกอยู่ในกลุ่มสินค้าคงทนเป็นหลัก ขณะที่สินค้าไม่คงทนและกึ่งคงทนทยอยฟื้นตัว นอกจากนี้ เราพบว่าการบริโภคสินค้าไม่คงทนเป็น Leading Indicator ของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ราว 6 เดือน ดังนั้น การบริโภคสินค้าไม่คงทนที่ทยอยฟื้นตัวในช่วงปลายปี 2018 จะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเริ่มปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2019

แผนภาพที่ 46: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเร่งตัวขึ้น ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอลงต่อเนื่อง



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

เราปรับลดคาดการณ์ GDP เป็น +3.5% YoY ต่ำกว่าตลาดคาดที่ +3.8%

เราปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2019 เป็น +3.5% YoY จากการคาดการณ์ครั้งก่อนที่ +4.0% โดยทั้งภาคต่างประเทศและอุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มชะลอลง เราปรับลดคาดการณ์มูลค่าการส่งออกเป็น +3.3% YoY จากผลกระทบของสงครามการค้าที่ฉุดให้มูลค่าการส่งออกหดตัวมากกว่าคาด นอกจากนี้ การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงเป็น +4.8% YoY จากการประมูลของโครงการใน EEC ที่ใช้ระยะเวลานานกว่าที่คาด ประกอบกับการเมืองที่ยังมีความไม่แน่นอนสูงและมีความเสี่ยงที่การจัดตั้งรัฐบาลหลังการเลือกตั้งอาจไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งจะกดดันให้การลงทุนภาคเอกชนชะลอลงในทิศทางเดียวกัน

นอกจากนี้ เราปรับลดคาดการณ์เงินบาทเฉลี่ยทั้งปีให้แข็งค่าขึ้นเป็น 32.2 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยค่าเงินบาทในช่วงที่ผ่านมาแข็งขึ้นจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ในการประชุมเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา ประกอบกับธนาคารกลางสหรัฐฯ มีท่าที Dovish มากขึ้น สำหรับค่าเงินบาท ณ สิ้นปี เราคาดว่าจะอ่อนค่าลงจากปีก่อนเล็กน้อยที่ 32.7 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ตามดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลง

แผนภาพที่ 47: เราปรับลดคาดการณ์ GDP ลงเหลือ +3.5% YoY จากการส่งออกที่ชะลอลงและการลงทุนภาครัฐที่ล่าช้า

Economic Forecasts		2018	2019F				
			FPO Jan'18	NESDB Feb'18	BoT Dec'18	TISCO ESU Dec'18	TISCO ESU Feb'19
Real GDP	YoY (%)	4.1	4.0	3.5-4.5	4.0	4.0	3.5
Real Private Consumption	YoY (%)	4.6	4.3	4.2	4.0	4.1	4.0
Real Public Consumption	YoY (%)	1.8	2.3	2.2	2.6	2.4	2.1
Real Private Investment	YoY (%)	3.9	4.5	4.7	4.5	4.3	2.6
Real Public Investment	YoY (%)	3.3	5.3	6.2	6.6	6.3	4.8
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	7.7	4.5	4.1	3.8	4.5	3.3
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	14.3	5.4	6.1	3.8	6.5	5.0
Trade Balance	US$, bn	23.6	19.6	20.0	20.6	18.5	20.5
Tourist Arrivals	million	38.3	40.0	n.a	40.0	39.7	39.7
Current Account Balance	US$, bn	37.7	36.3	33.5	34.5	34.8	30.3
Current Account	% GDP	7.5	6.8	6.2	n.a	6.7	5.5
Brent crude price - period average	US$/bbl	71.2	n.a.	n.a	n.a	62.0	62.0
Headline Inflation	YoY (%)	1.1	1.0	0.5-1.5	1.0	1.1	1.1
Core Inflation	YoY (%)	0.7	0.9	n.a	0.9	0.9	0.8
Thai Baht - period average	Bt/USD	32.3	32.3	31.5-32.5	n.a.	34.0	32.2
Thai Baht - period end	Bt/USD	32.4	n.a.	n.a	n.a	33.5	32.7
Policy rate - period end	%	1.75	n.a	n.a	n.a	1.75	1.75

Source: Fiscal Policy Office (FPO), Bank of Thailand (BoT), National Economic and Social Development board (NESDB), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
Head of Economic Strategy Unit
- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
  สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
  สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทิสโก้ กว่า 5 ปี

มานะ นิมิตรวานิช
Head of Economic Unit
- ปริญญาเอก เศรษฐศาสตร์
  Claremont Graduate University
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  University of Illinois at Urbana Champaign
- ปริญญาตรี รัฐศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: 6 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์นโยบายและแผน สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ
1 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรชำนาญการ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
1 ปี ในตำแหน่งผู้บริหารงานวิจัย

วิลันดา ดิสรเตติวัฒน์
Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์
  มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

ชาร่า ผลพิบูลย์
Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  Clemson University
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล
Strategist
- ปริญญาโท Investment Management (Award of Distinction & Beta Gamma Sigma Honor)
  Cass Business School
- ปริญญาตรี บริหารธุรกิจภาคภาษาอังกฤษ ภาคการเงิน (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- สอบผ่าน CFA Exam Level III
- สอบผ่าน FRM Exam Part I

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

สุชานันท์ ภิภพสุขาวดี
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาตร์ภาคภาษาอังกฤษ (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

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	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	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์	: 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2	: 02 416 0811
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998	เทสโก้โลตัส พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เทสโก้โลตัส รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315	ไอคอนสยาม	: 02 056 4168		
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่	: 02 633 7094	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกคินท์	: 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	ทองหล่อ	: 02 712 5099	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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	พัทยา	: 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	โลตัส 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	ถนนรัษฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่			: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมาย ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว