



# TIPS

March  
2018

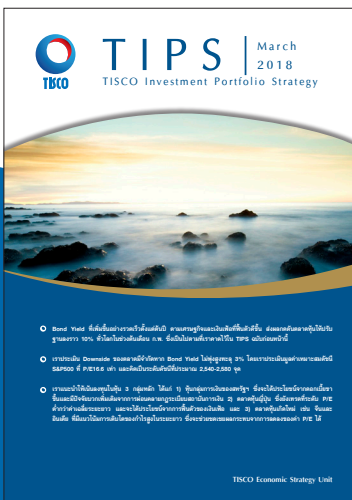
TISCO Investment Portfolio Strategy



- Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นปี ตามเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่ฟื้นตัวดีขึ้น ส่งผลกดดันตลาดหุ้นให้ปรับฐานลงราว 10% ทั่วโลกในช่วงต้นเดือน ก.พ. ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ใน TIPS ฉบับก่อนหน้า
- เราประเมิน Downside ของตลาดมีจำกัดหาก Bond Yield ไม่พุ่งสูงทะลุ 3% โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมดัชนี S&P500 ที่ P/E 16.6 เท่า และคิดเป็นระดับดัชนีที่ประมาณ 2,540-2,580 จุด
- เราแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) หุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน 2) ตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ และ 3) ตลาดหุ้นเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้

## Contents

○ Executive Summary	3
○ Global Investment Strategy	4
Special Topic: Bond Yield สหรัฐฯ...ปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางตลาดหุ้นปี 2018	7
ตลาดหุ้น	11
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	15
○ Global Economic Insights	19
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	20
เศรษฐกิจยุโรป	26
เศรษฐกิจจีน	33
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	38
เศรษฐกิจไทย	41



### TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล  
ชานนทร์ บุญนุษ  
วิลันดา ดิสรเดตีวัฒน์  
ซาร่า ผลพิบูลย์

ทิพย์รัตน์ นันทปริดาวัฒน์  
วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล  
สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

**ธนาคารเกสโกล์ จำกัด (มหาชน)**  
48/2 อาคารเกสโกล์ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ  
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500  
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0  
โทรสาร : (66) 2633-6800  
E-mail : [wealth@tisco.co.th](mailto:wealth@tisco.co.th)  
[www.tiscowealth.com](http://www.tiscowealth.com)

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สละไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ที่ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

# Executive Summary

Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นปี ตามเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่ฟื้นตัวดีขึ้น ส่งผลกดดันตลาดหุ้นให้ปรับฐานลงราว 10% ทั่วโลกในช่วงต้นเดือน ก.พ. เราประเมิน Downside ของตลาดมีจำกัดหาก Bond Yield ไม่พุ่งสูงทะลุ 3% โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมของตลาดจาก Earning Yield Gap Model ซึ่งเราสมมติให้ Bond Yield เพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3% และ Earning Yield Gap ที่ 3% ซึ่งให้ค่า Forward P/E ที่เหมาะสมของดัชนี S&P500 ที่ 16.6 เท่า และคิดเป็นระดับดัชนีที่ประมาณ 2,540-2,580 จุด

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจะปรับฐานแรงหาก Bond Yield พุ่งขึ้นเกินกว่าระดับ 3.0% โดยเราประเมินว่าทุก 10 bps ของ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลกดดันให้มูลค่าเหมาะสมของดัชนี S&P500 ลดลง 1.5% และหาก Bond Yield เข้าใกล้ระดับ 3.5% จะเป็นระดับที่เริ่มส่งผลให้ภาคเศรษฐกิจจริงชะลอตัวลง เราจึงแนะนำให้นักลงทุนจับตา Bond Yield อย่างใกล้ชิด และทยอยขายลดความเสี่ยงหาก Bond Yield เข้าใกล้ระดับอันตราย

แม้ตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มผันผวนจากความกังวลต่อนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งส่งผลกดดันให้ตลาดปรับฐานลงเป็นระยะตลอดทั้งปี 2561 แต่ปัจจัยดังกล่าวก็จะส่งผลกดดันแต่ในด้าน Valuation (หรือค่า P/E) เท่านั้น ในขณะที่ปัจจัยพื้นฐานของตลาด ซึ่งก็คือกำไรของบริษัทจดทะเบียนยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีตามเศรษฐกิจโลกที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง และจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนให้ตลาดหุ้นอยู่ในขาขึ้นต่อไป ดังนั้น เราจึงมองตลาดที่ปรับฐานลงในปีนี้ถือเป็นโอกาสในการเข้าลงทุน

ความเสี่ยงที่สำคัญของตลาดหุ้นในปีนี้ได้แก่ การเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ซึ่งจะกดดันตลาดหุ้นในด้าน Valuation ดังนั้น เราจึงแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) หุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้นและมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน (Financial Deregulation) ซึ่งประธานาธิบดี Trump จะผลักดันให้เกิดขึ้นในปีนี้ 2) ตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ และ 3) ตลาดหุ้นเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้

# Global Investment Strategy

## Key Recommendations

- เราประเมิน Downside ของตลาดมีจำกัดหาก Bond Yield ไม่พุ่งสูงทะลุ 3% โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมดัชนี S&P500 ที่ P/E16.6 เท่า และคิดเป็นระดับดัชนีที่ประมาณ 2,540-2,580 จุด
- เราแนะนำในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้นและมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน
- เราแนะนำในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ
- เราแนะนำในตลาดหุ้นเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้
- อย่างไรก็ตาม ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจะปรับฐานแรงหาก Bond Yield พุ่งขึ้นเกินกว่าระดับ 3.0% โดยเราประเมินว่าทุก 10bps ของ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าเหมาะสมของดัชนี S&P500 ลดลง 1.5% และหาก Bond Yield เข้าใกล้ระดับ 3.5% จะเป็นระดับที่เริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริงชะลอตัวลง เราจึงแนะนำให้นักลงทุนจับตา Bond Yield อย่างใกล้ชิด และทยอยขายลดความเสี่ยงหาก Bond Yield เข้าใกล้ระดับอันตราย

## Past Performance

	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
<b>ASEAN</b>							
Thailand SET	1,806	1.1%	-0.8%	5.6%	15.3%	3.0%	14.5%
Philippines PCOMP	8,612	-0.4%	-2.9%	4.9%	7.0%	0.6%	18.2%
Indonesia JCI	6,592	0.7%	2.5%	9.2%	11.9%	3.7%	22.6%
Singapore STI	3,444	0.8%	-3.0%	3.1%	5.0%	1.2%	11.2%
Malaysia KLCI	1,838	-0.1%	0.7%	7.0%	3.6%	2.3%	7.7%
<b>Asia</b>							
HK HSI	31,115	2.2%	-2.5%	7.2%	13.5%	4.0%	29.1%
China H HSCEI	12,536	1.3%	-2.0%	8.7%	15.9%	7.1%	19.9%
MSCI China	95	6.3%	-3.2%	5.6%	19.0%	6.0%	45.1%
China CSI300	3,967	-2.1%	-6.1%	-2.6%	7.0%	-1.6%	15.9%
Taiwan TWSE	10,421	-4.8%	-4.3%	-2.5%	0.9%	-2.1%	7.3%
Korea KOSPI	2,438	1.3%	-2.6%	-3.2%	4.5%	-1.2%	17.0%
MSCI Korea	734	1.6%	-3.8%	-4.3%	6.4%	-2.0%	22.3%
India SENSEX	34,011	-1.2%	-4.2%	2.0%	7.9%	-0.1%	19.5%
MSCI India	1,240	-1.0%	-4.8%	1.3%	6.4%	-2.0%	17.4%
<b>Developed Market</b>							
Australia AS 200	5,930	1.9%	-1.3%	-0.5%	3.2%	-2.2%	2.1%
Japan TOPIX	1,765	1.9%	-6.6%	0.1%	10.5%	-2.9%	14.3%
Japan Nikkei 225	22,008	2.9%	-7.6%	-1.7%	13.0%	-3.3%	14.4%
Europe STOXX600	381	3.3%	-5.1%	-0.8%	1.7%	-2.2%	2.8%
Euro STOXX50	3,427	3.0%	-6.1%	-3.4%	-0.6%	-2.2%	3.6%
US Dow Jones	25,219	4.3%	-3.3%	8.0%	16.4%	2.0%	22.3%
US S&P500	2,732	4.3%	-2.8%	5.9%	12.6%	2.2%	16.2%
MSCI US REITs	1,047	1.3%	-4.6%	-10.6%	-7.9%	-9.5%	-9.9%
J-REITs	1,675	0.6%	-3.8%	1.5%	-1.6%	0.7%	-6.7%
<b>Europe</b>							
UK FTSE 100	7,295	2.9%	-5.6%	-1.2%	-0.4%	-5.1%	-0.1%
Germany DAX	12,452	2.8%	-7.3%	-4.2%	2.4%	-3.6%	5.9%
France CAC 40	5,282	4.0%	-4.4%	-0.7%	3.3%	-0.6%	8.5%
Switzerland SMI	8,987	3.5%	-5.5%	-2.1%	1.3%	-4.2%	5.6%
Portugal PSI 20	5,505	4.0%	-3.2%	4.7%	6.2%	2.2%	18.6%
Spain IBEX 35	9,832	2.0%	-6.2%	-1.8%	-5.3%	-2.1%	3.5%
Italy FTSE MIB	22,798	2.8%	-4.0%	3.2%	4.5%	4.3%	19.9%
<b>Latin America</b>							
Brazil BOVESPA	84,525	2.1%	4.1%	15.1%	23.0%	10.6%	24.8%
Chile IPSA	5,622	1.3%	-4.0%	4.3%	9.9%	1.0%	29.2%
Mexico MEXBO	48,883	2.3%	-1.6%	2.1%	-4.3%	-1.0%	3.6%
<b>Regional</b>							
MSCI Asia Pac ex Japan	577	3.3%	-3.7%	3.1%	10.2%	1.2%	23.7%
MSCI Latin America	3,110	5.4%	1.2%	12.1%	11.2%	10.0%	18.5%
MSCI All Country World	523	3.1%	-3.1%	5.2%	11.0%	1.9%	17.7%
<b>Commodities</b>							
WTI Spot	62.29	5.1%	-1.7%	10.2%	28.4%	3.1%	16.6%
Brent Spot	65.39	4.5%	-4.7%	4.3%	24.0%	-2.2%	17.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.10	-0.20	-2.14	-3.07	-1.11	-3.35	0.69
Gold Spot	1350.09	1.9%	1.4%	5.8%	4.5%	3.6%	9.1%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2241.20	0.4%	0.6%	1.0%	5.0%	0.8%	7.0%
Bloomberg Agri Subindex	48.87	1.8%	3.8%	1.0%	0.6%	2.9%	-13.2%
<b>Thai Bond index</b>							
ThaiBMA Govt Bond index	275.65	0.1%	-0.5%	0.3%	1.5%	0.0%	5.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.26	0.0%	0.1%	0.5%	0.9%	0.3%	2.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	279.46	0.1%	0.0%	0.7%	1.1%	0.3%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	357.77	0.1%	-0.3%	0.4%	1.1%	-0.1%	4.8%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	236.69	0.0%	0.0%	0.6%	1.0%	0.2%	3.2%
<b>Thai Bond Yields (bps)</b>							
1Y	1.41	0	0	-2	-3	-2	-11
2Y	1.40	0	-1	-4	-9	-7	-20
5Y	1.85	0	4	-6	3	-1	-28
10Y	2.56	-1	7	7	9	2	-18
Spread 10Y-2Y	116	0	8	11	18	8	3
<b>Foreign Bond Yields (bps)</b>							
US 10Y	2.87	2	22	53	68	47	46
Japan 10Y	0.06	0	-2	3	3	1	-3
UK 10Y	1.58	1	28	27	48	39	32
German 10Y	0.71	-4	14	33	26	28	36
Spain 10Y	1.46	-2	-4	-8	0	-11	-14
Italy 10Y	1.99	-6	1	15	-6	-3	-17
<b>Others</b>							
VIX index	19.46	-9.6	8.2	8.0	5.2	8.4	8.0
Dollar index	89.02	-1.3%	-1.7%	-5.0%	-4.7%	-3.4%	-11.8%
USD/THB	31.27	-1.2%	-1.8%	-4.7%	-5.9%	-4.0%	-10.7%
EUR/USD	1.24	1.2%	1.7%	5.8%	5.1%	3.5%	17.1%
GBP/USD	1.40	1.7%	1.3%	6.1%	8.8%	3.9%	12.8%
USD/JPY	106.29	-2.2%	-4.0%	-5.6%	-2.3%	-5.7%	-6.1%
USD/CNY	6.34	1.0%	-1.5%	-4.4%	-4.9%	-2.5%	-7.7%
USD/CNH	6.30	-0.5%	-1.6%	-5.3%	-5.6%	-3.3%	-8.2%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 2/19/2018

7:35:25 AM

## Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาคาด Bond Yield 10 ปี เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 3.0%</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
<b>ตราสารทุน</b>				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง</li> <li>- การปรับฐานทำให้เริ่มมี Upside เพิ่มขึ้น</li> <li>- เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่อง</li> <li>- Valuation เริ่มแพงเมื่อเทียบกับภูมิภาค</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> <li>- นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นจนถึงไตรมาส 2</li> <li>- ตลาดปรับฐานลงมาแรงถือเป็นโอกาสซื้อ</li> <li>- เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fund Flow น่าจะไหลเข้าช่วงไตรมาส 1 จากดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่า</li> <li>- ได้ประโยชน์จากการเติบโตของหุ้นกลุ่ม Tech</li> <li>- เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป</li> <li>- การปรับฐานทำให้ตลาดมี Upside เพิ่มขึ้น</li> <li>- เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังคงอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผล</li> <li>- ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ความเสี่ยงการเมืองมีแนวโน้มกลับมาอีกครั้งในปีหน้า จากการเลือกตั้งอิตาลี</li> <li>- ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจฟื้น แต่ยุโรปแข็งค่า กดดันกำไรบริษัทจดทะเบียน</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> <li>- กำไรยังถูกกดดันจากราคาลินค้าโภคภัณฑ์</li> <li>- มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
<b>การลงทุนทางเลือก</b>				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ความเสี่ยงที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าจะกดดันราคาทองคำ</li> <li>- ความเสี่ยงจากเกาหลีเหนือจะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้น</li> <li>- แนะนำขายทำกำไรระยะสั้น</li> </ul>
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> <li>- การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง ทำให้ตลาดน่าจะกลับมา Oversupplied ปีหน้า</li> <li>- ปริมาณการส่งออกน้ำมันของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นแรง หลังส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบ Brent กับ WTI กว้างขึ้นเป็น 6 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล</li> <li>- แนะนำทยอยขายทำกำไรที่ระดับสูงกว่า 55 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล (WTI)</li> </ul>
US REITs				<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs</li> <li>- การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มีความเสี่ยงที่จะกดดันราคาให้ลดลง</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
J-REITs				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน</li> <li>- Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> <li>- โศกนาฏภัยจากราคาลินทรัพย์ในอังกฤษ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>

■ Current Recommendation    ■ Previous Recommendation

■ Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน    ■ Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน    ■ Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

# Special Topic: Bond Yield สหรัฐฯ...ปัจจัยสำคัญ ในการกำหนดทิศทางตลาดหุ้นปี 2018

Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นปี ส่งผลกดดันตลาดหุ้นให้ปรับฐานลงราว 10% ทั่วโลก เราประเมิน Downside ของตลาดมีจำกัดหาก Bond Yield ไม่พุ่งสูงทะลุ 3% อย่างไรก็ตามตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงปรับฐานอีกหาก Bond Yield พุ่งขึ้นเกิน 3.0% โดยเราประเมินว่าทุก 10bps ของ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่าเหมาะสมของดัชนี S&P500 ลดลง 1.5% แม้ตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มผันผวน แต่ปัจจัยดังกล่าวก็จะส่งผลกดดันแต่ในด้าน Valuation เท่านั้น ในขณะที่ถ้าไครยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ดี และจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนให้ตลาดหุ้นอยู่ในขาขึ้นต่อไป ดังนั้นเราจึงมองตลาดที่ปรับฐานลงในปีนี้เป็นโอกาสในการเข้าลงทุน

## ปีนี้คงไม่ง่ายเหมือนปีที่แล้ว

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา การลงทุนในตลาดหุ้นค่อนข้างจะง่าย เพราะตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นตลอดไม่ว่าเศรษฐกิจจะเป็นอย่างไร ในยามที่เศรษฐกิจโลกดี ตลาดหุ้นก็ขึ้นตามความคาดหวังของการเติบโตของกำไรที่ดีขึ้น ส่วนในยามที่เศรษฐกิจโลกประสบปัญหา ตลาดก็คาดหวังว่าธนาคารกลางจะออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ซึ่งก็ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีกในที่สุด

เพื่อให้เห็นภาพชัดเจน เราขอยกตัวอย่างตลาดหุ้นโลกในช่วงปี 2014 ซึ่งเศรษฐกิจโลกเผชิญกับความผันผวนของราคาน้ำมันที่ลดลงจาก 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลมาเหลือเพียง 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงสิ้นปี การลงทุนทั่วโลกหดตัว บริษัทน้ำมันทั่วโลกขาดทุนและส่งผลให้ผลกำไรบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกหดตัวในปีนั้น แต่ผลข้างเคียงของการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันก็ไปกดดันให้เงินเฟ้อติดลบในหลายประเทศ ซึ่งทำให้ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) และยุโรป (ECB) ตัดสินใจเพิ่ม QE ในช่วงปลายปี 2014 และต้นปี 2015 ตามลำดับ ซึ่งผลักดันให้ตลาดหุ้นขึ้นในที่สุด หรืออีกตัวอย่างหนึ่งคือในช่วงปี 2016 ซึ่งความกังวลจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนในช่วงต้นปี ประกอบกับเหตุการณ์ Brexit ในช่วงกลางปี ทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ตัดสินใจชะลอการขึ้นดอกเบี้ยลงเหลือเพียงแค่ 1 ครั้งในปีนั้น (จากที่เคยคาดว่าจะขึ้น 4 ครั้ง) ส่วนธนาคารกลางอังกฤษที่ตลาดคาดว่าจะเริ่มขึ้นดอกเบี้ย ก็กลับต้องมาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นหลังจากเกิด Brexit ซึ่งก็ทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวขึ้นได้ในที่สุด

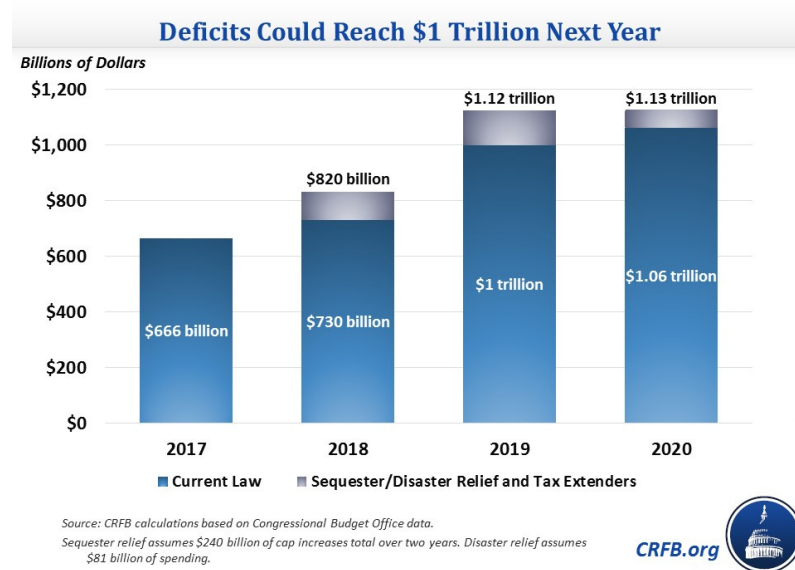
แต่ภาพในปีนี้อาจจะเป็นตรงกันข้ามกับที่ผ่านมา นั่นคือหากเศรษฐกิจไม่ดี ตลาดหุ้นก็จะลงเพราะในปีนี้ตลาดคงไม่คาดหวังแล้วว่าธนาคารกลางจะกลับมาลดดอกเบี้ยหรือเพิ่ม QE หรือถึงแม้เศรษฐกิจจะดี ก็มีความเสี่ยงว่าจะดีเกินไป ซึ่งจะไปทำให้เงินเฟ้อกลับมาเร็วกว่าคาด และกดดันให้ธนาคารกลางต้องขึ้นดอกเบี้ยหรือลด QE เร็วกว่าคาด ซึ่งก็เป็นความกังวลที่ทำให้ตลาดปรับฐานในช่วงต้นเดือน ก.พ.

## ดอกเบี้ยขาขึ้น จับตา Bond Yield สหรัฐฯ

ตามทฤษฎีการเงิน ดอกเบี้ยหรือ Bond Yield ในตลาดถือเป็นอัตราคิดลด หรือ Discount Rate ที่ใช้คำนวณมูลค่าเหมาะสมของสินทรัพย์ทางการเงินทุกชนิด ซึ่ง Discount Rate ที่สูงขึ้น ก็จะส่งผลให้มูลค่าเหมาะสมของสินทรัพย์ลดลง หรือกล่าวโดยสรุปก็คือ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกดดันให้ค่า P/E ที่เหมาะสมของตลาดหุ้นลดลงนั่นเอง ซึ่ง P/E ของตลาดจะถูกกดดันมากหรือน้อย ก็ขึ้นอยู่กับแนวโน้มการเคลื่อนไหวของ Bond Yield ของสหรัฐฯ ต่อจากนี้ ซึ่งเรามองว่า Bond Yield ของสหรัฐฯ จะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นโดยมีแรงผลักดันจาก 3 ปัจจัยได้แก่

ปัจจัยด้านอุปทาน (Supply) ความสำเร็จในการผลักดันกฎหมายปฏิรูปภาษีของประธานาธิบดี Trump ซึ่งลดอัตราภาษีนิติบุคคลจาก 35% ลงเหลือ 21% รวมทั้งลดอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา และเพิ่มค่าลดหย่อนภาษีสำหรับบุคคลธรรมดาขึ้นสองเท่า การลดภาษีดังกล่าวคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อทุนและการบริโภคในประเทศเป็นอย่างมาก แต่ในทางกลับกันก็จะทำให้รายได้ของรัฐบาลลดลง ซึ่งก็ทำให้รัฐบาลต้องกู้เงินผ่านการออกพันธบัตรเพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อรัฐบาลกู้เงินตลาดพันธบัตรเพิ่มขึ้น รัฐบาลก็จำเป็นต้องให้ดอกเบี้ยสูงขึ้นเพื่อจูงใจให้นักลงทุนมาซื้อพันธบัตร ซึ่งก็จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้นนั่นเอง

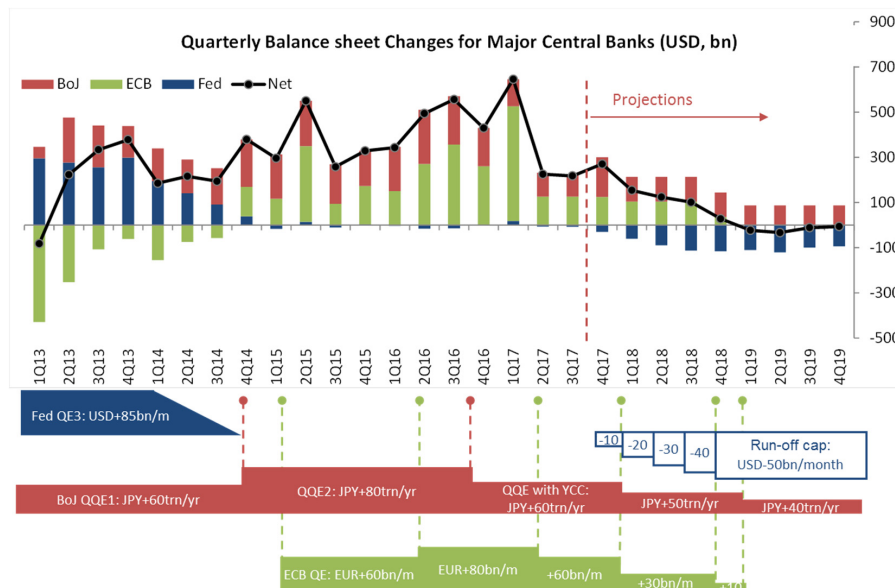
แผนภาพที่ 1 : สหรัฐฯ จะขาดดุลงบประมาณและต้องออกขายพันธบัตรเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมากเพื่อชดเชยรายได้จากการลดภาษี



Source: committee for a Responsible Federal Budget

ส่วนปัจจัยในด้านอุปสงค์ (Demand) ธนาคารกลางทั่วโลกที่เคยเป็นผู้รับซื้อพันธบัตรรายใหญ่ผ่านมาตรการ QE ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ก็จะเริ่มซื้อน้อยลงเรื่อยๆ ในปีนี้ โดยเราประเมินว่าเงินอัดฉีด QE (ซึ่งทำโดยการซื้อพันธบัตรในตลาด) จากธนาคารกลางหลัก 3 แห่งได้แก่ Fed, BoJ และ ECB จะลดลงเรื่อยๆ ในปีนี้ จนเหลือ 0 ในช่วงไตรมาส 4

แผนภาพที่ 2 : เงินอัดฉีด QE จากธนาคารกลางหลัก 3 แห่งจะลดลงจนเหลือ 0 ในช่วงไตรมาส 4



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



ส่วนธนาคารกลางเงิน ก็มีแนวโน้มจะซื้อพันธบัตรสหรัฐฯ น้อยลงเช่นกัน เนื่องจากดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ของจีนซึ่งมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ จากความพยายามของรัฐบาลจีนในการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจให้พึ่งพาการส่งออกน้อยและส่งเสริมการบริโภคในประเทศเพิ่มขึ้น

ซึ่งเมื่อธนาคารกลางซื้อพันธบัตรน้อยลง แต่ปริมาณการออกพันธบัตรกำลังจะเพิ่มขึ้นเนื่องจากการลดภาษีก็หมายความว่านักลงทุนในภาคเอกชน ต้องเข้าไปซื้อพันธบัตรแทน Demand จากธนาคารกลางที่ลดลง

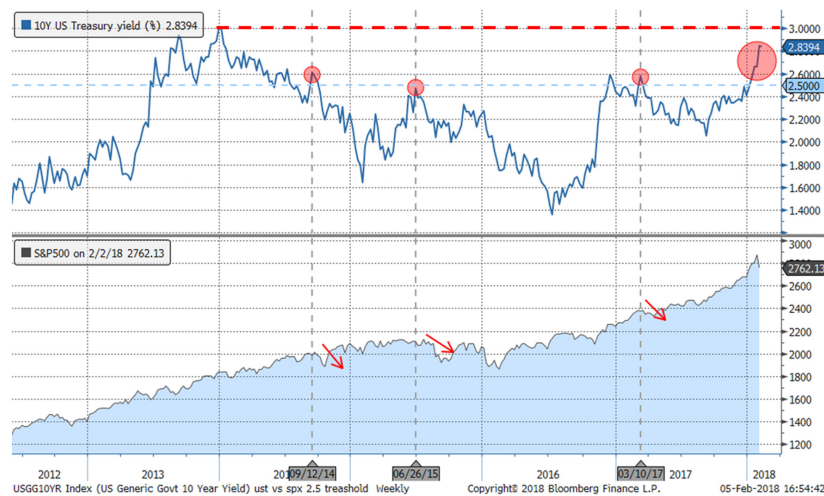
และปัจจัยกดดันที่ 3 ก็คือเงินเฟ้อที่เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้น โดยเราเห็นสัญญาณจากค่าจ้างในสหรัฐฯ ที่ล่าสุดขยายตัว 2.9% สูงสุดตั้งแต่วิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 และเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐฯ ในเดือน ม.ค. ซึ่งเร่งตัวขึ้นมากสุดในรอบ 7 ปี ซึ่งจะเป็นปัจจัยผลักดันให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น

### Bond Yield เพิ่มขึ้น กดดันตลาดหุ้น

ใน TIPS ฉบับเดือน ม.ค. 2018 เราเตือนนักลงทุนว่า “ความเสี่ยงที่จะเกิดการปรับฐานของตลาด น่าจะเกิดขึ้นจากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อที่เร็วกว่าคาด ซึ่งจะทำให้ดอกเบี้ยในตลาดกลับมาเพิ่มขึ้นเร็ว และส่งผลต่อเนื่องไปกดดันระดับ Valuation ที่ปรับตัวขึ้นมาสูงท่ามกลางภาวะดอกเบี้ยต่ำในช่วงหลายปีที่ผ่านมา” และ เราประเมินว่า “หาก Bond Yield ของสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นเกินกว่า 2.5% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี ตลาดหุ้นก็อาจถูกกดดันให้ปรับฐาน”

มาในต้นเดือน ก.พ. Bond Yield สหรัฐฯ ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น และทำจุดสูงสุดใหม่ในรอบ 4 ปีที่ 2.8% และกดดันให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับฐานลงราว 10% มองไปข้างหน้า เราคาดว่า Bond Yield จะยังปรับตัวสูงขึ้นไปทดสอบจุดสูงสุดในรอบ 5 ปีที่ 3.0% ซึ่งน่าจะยังคงกดดันตลาดหุ้นต่อไปในช่วงนี้

แผนภาพที่ 3 : ตลาดหุ้นอาจถูกกดดันอีกครั้งหาก Bond Yield ปรับขึ้นทะลุ 3.0%

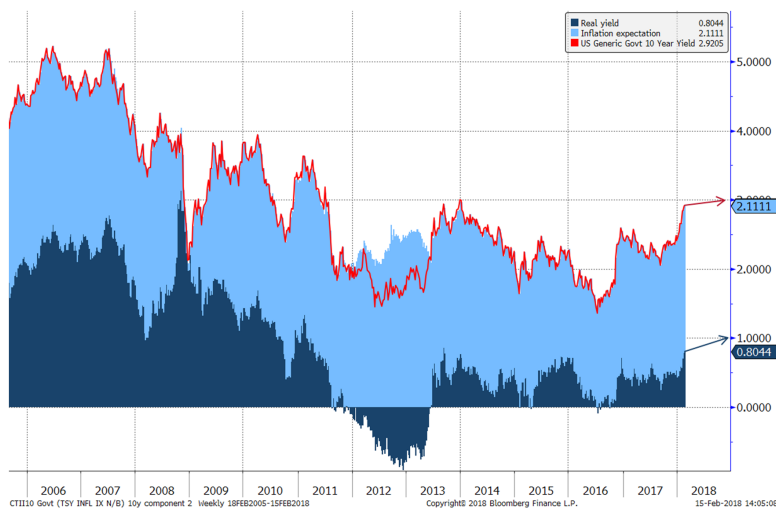


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### Downside จำกัด

เราประเมินว่า Bond Yield สหรัฐฯ ที่ระดับประมาณ 3.0% ถือเป็นระดับที่เหมาะสมในปีนี้ โดยประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Yield หรืออัตราผลตอบแทนของพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อ) ที่ก่อนหน้านี้ถูกกดดันจากมาตรการ QE ให้ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่า 1% มาโดยตลอดในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับประมาณ 1% ตามแนวโน้มการทยอยขึ้นดอกเบี้ยและลด QE ของธนาคารกลางหลักทั่วโลกในปีนี้ ในขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อของตลาด (Inflation Expectation) คาดว่าจะทรงตัวเท่ากับระดับปัจจุบันที่ประมาณ 2% ซึ่งทั้งสองส่วนรวมกันจะทำให้ Bond Yield ของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 3% (เราอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง Breakeven Inflation, Real Yield และ Nominal Yield ไว้ใน TIPS ฉบับเดือน พ.ค. 2017)

แผนภาพที่ 4 : เราประเมินว่า Bond Yield สหรัฐฯ ที่ระดับประมาณ 3.0% ถือเป็นระดับที่เหมาะสมในปีนี้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมิน Downside ของตลาดมีจำกัดหาก Bond Yield ไม่พุ่งสูงทะลุ 3% โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมของตลาดจาก Earning Yield Gap Model ซึ่งเราสมมติให้ Bond Yield เพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3% และ Earning Yield Gap ที่ 3% ซึ่งให้ค่า Forward P/E ที่เหมาะสมของดัชนี S&P500 ที่ 16.6 เท่า และคิดเป็นระดับดัชนีที่ประมาณ 2,540-2,580 จุด หรือมี Downside ประมาณ 5-6% จากระดับปัจจุบัน (2,698 จุด ณ เวลาที่เขียน) ซึ่งหาก Bond Yield ไม่พุ่งทะลุระดับ 3.0% ไปไกล เราก็คาดว่าตลาดหุ้นจะเริ่มเย็นและฟื้นตัวขึ้นได้หลังจากนั้น

แผนภาพที่ 5 : Downside ของตลาดมีจำกัดหาก Bond Yield ไม่พุ่งสูงทะลุ 3%

S&P500 earning yield gap comes back above bottom of post-crisis range of 3.0%



Downside risk to S&P500 is quite limited given that bond yield does not overshoots above 3.0%

Fair index level from EY gap model

Bond yield	EY Gap				
	2.50%	3%	3.50%	4%	4.50%
2.80%	2,925	2,672	2,460	2,279	2,123
2.90%	2,870	2,627	2,422	2,246	2,095
3.00%	2,818	2,583	2,385	2,214	2,067
3.10%	2,768	2,541	2,348	2,183	2,039
3.20%	2,719	2,500	2,313	2,153	2,013
3.30%	2,672	2,460	2,279	2,123	1,987
3.40%	2,627	2,422	2,246	2,095	1,962
3.50%	2,583	2,385	2,214	2,067	1,938
3.60%	2,541	2,348	2,183	2,039	1,914
3.70%	2,500	2,313	2,153	2,013	1,890
3.80%	2,460	2,279	2,123	1,987	1,867
3.90%	2,422	2,246	2,095	1,962	1,845
4.00%	2,385	2,214	2,067	1,938	1,824

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี ตลาดหุ้นยังมีความเสี่ยงจะปรับฐานแรงหาก Bond Yield พุ่งขึ้นเกินกว่าระดับ 3.0% โดยเราประเมินว่าทุก 10bps ของ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลกดดันให้มูลค่าเหมาะสมของดัชนี S&P500 ลดลง 1.5% และหาก Bond Yield เข้าใกล้ระดับ 3.5% จะเป็นระดับที่เริ่มส่งผลให้ภาคเศรษฐกิจจริงชะลอตัวลง เราจึงแนะนำให้นักลงทุนจับตา Bond Yield อย่างใกล้ชิด และทยอยขายลดความเสี่ยงหาก Bond Yield เข้าใกล้ระดับอันตราย

ตลาดหุ้นยังเป็นขาขึ้น ความผันผวนระหว่างทางนับเป็นโอกาสซื้อ

แม้ตลาดหุ้นจะมีแนวโน้มผันผวนจากความกังวลต่อนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ซึ่งจะส่งผลกดดันให้ตลาดปรับฐานลงเป็นระยะตลอดทั้งปี 2561 แต่ปัจจัยดังกล่าวก็จะส่งผลกดดันแต่ในด้าน Valuation (หรือค่า P/E) เท่านั้น ในขณะที่ปัจจัยพื้นฐานของตลาด ซึ่งก็คือกำไรของบริษัทจดทะเบียนยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ตามเศรษฐกิจโลกที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง และจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนให้ตลาดหุ้นอยู่ในขาขึ้นต่อไป ดังนั้นเราจึงมองตลาดที่ปรับฐานลงในปีนี้เป็นโอกาสในการเข้าลงทุน

แต่กลยุทธ์การลงทุนในปีนี้อาจต้องเพิ่มความระมัดระวังมากขึ้น โดยนักลงทุนอาจต้องจัดสัดส่วนของเงินสดมากขึ้น เพื่อรอจับจังหวะในการซื้อเมื่อตลาดกังวลต่อนโยบายทางการเงิน โดยสังเกตจาก Bond Yield สหรัฐฯ ซึ่งพุ่งขึ้นแรง และขายทำกำไรในช่วงที่ตลาดฟื้นตัวขึ้นเพื่อลดความเสี่ยง

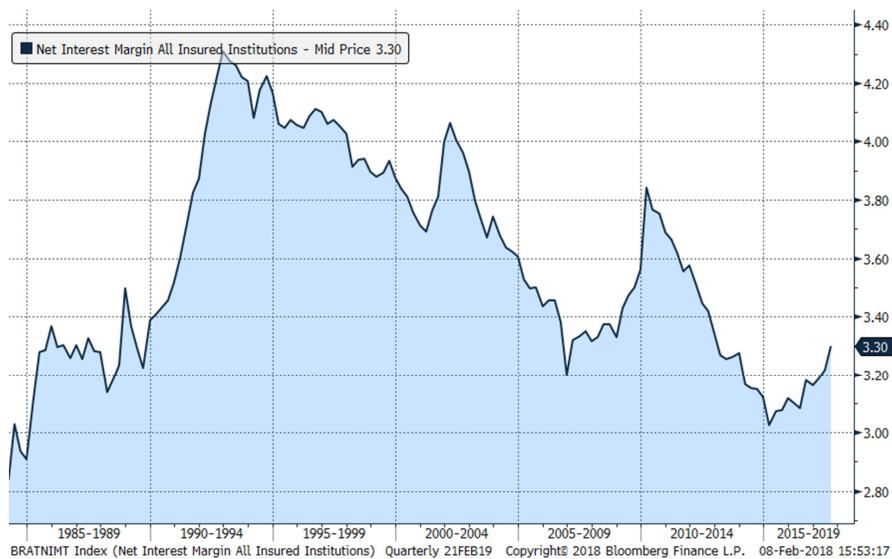
# ตลาดหุ้น

ตามที่เราได้กล่าวไปข้างต้นว่าความเสี่ยงที่สำคัญของตลาดหุ้นในปีนี้ได้แก่ การเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ซึ่งจะกดดันตลาดหุ้นในด้าน Valuation ดังนั้นเราจึงแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) หุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้นและมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน (Financial Deregulation) ซึ่งประธานาธิบดี Trump จะผลักดันให้เกิดขึ้นในปีนี้ 2) ตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ และ 3) ตลาดหุ้นเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้

## กลุ่มธุรกิจการเงินสหรัฐฯ

ส่วนกลุ่มธุรกิจการเงินในสหรัฐฯ จะได้ประโยชน์โดยตรงจากดอกเบี้ยขาขึ้น ซึ่งจะช่วยให้รายได้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Net Interest Margin: NIM) ของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 6 : ดอกเบี้ยขาขึ้น ทำให้รายได้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น



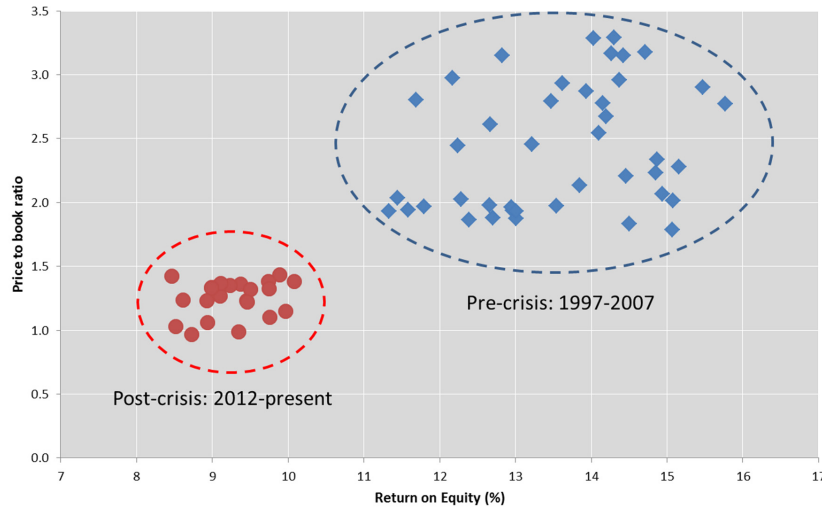
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยสนับสนุนจากการผ่อนคลายกฎระเบียบของสถาบันการเงิน ซึ่งจะช่วยเพิ่มอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และทำให้หุ้นสามารถกลับมาซื้อขายที่ระดับ Valuation (P/E ratio) สูงขึ้นได้ โดยหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 สหรัฐฯ ได้ออกกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดเพื่อควบคุมความเสี่ยงในภาคธนาคาร เพื่อป้องกันการไม่เกิดวิกฤตการเงินซ้ำรอยเดิม ซึ่งกฎระเบียบที่เข้มงวดขึ้น เช่น การเพิ่มอัตราเงินกองทุน (Capital Requirement) หรือการห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ตามกฎ Volcker Rule ก็เป็นปัจจัยกดดันให้ธนาคารในสหรัฐฯ มีผลกำไรลดลง ยิ่งไปกว่านั้นการกำกับดูแลที่เข้มงวดขึ้น เช่น การบังคับให้ธนาคารทำ Stress Test ก็เป็นการเพิ่มต้นทุนให้กับธนาคารอีกด้วย ซึ่งผลกระทบต่อธุรกิจธนาคารในช่วงที่ผ่านมาก็สามารถเห็นได้จากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return of Equity: ROE) ซึ่งลดลงมาจาก 10-15% ในช่วงก่อนวิกฤตลงมาอยู่ที่ต่ำกว่า 10% ในปัจจุบัน

นอกจากผลกระทบต่อกำไรของภาคธนาคารแล้ว กฎระเบียบที่เข้มงวดเกินไปยังเป็นอุปสรรคต่อการปล่อยกู้ของภาคธนาคาร รวมถึงทำลายสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งส่งผลต่อเนื่องไปกดดันเศรษฐกิจในภาพรวมด้วย ดังนั้นประธานาธิบดี Trump รวมถึงคณะกรรมการ Fed หลายท่าน จึงผลักดันนโยบายผ่อนคลายนโยบายกฎระเบียบดังกล่าว ซึ่งเราคาดว่าจะสำเร็จในปีนี้

กฎระเบียบที่ผ่อนคลายนโยบายจะส่งผลบวกต่อภาคธนาคารทั้งทางด้านการเติบโตของสินเชื่อ (Loan Growth) และอัตราผลกำไร (ROE) ซึ่งจะช่วยให้หุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินในสหรัฐฯ กลับมาซื้อขายที่ Valuation (P/B) สูงขึ้นได้

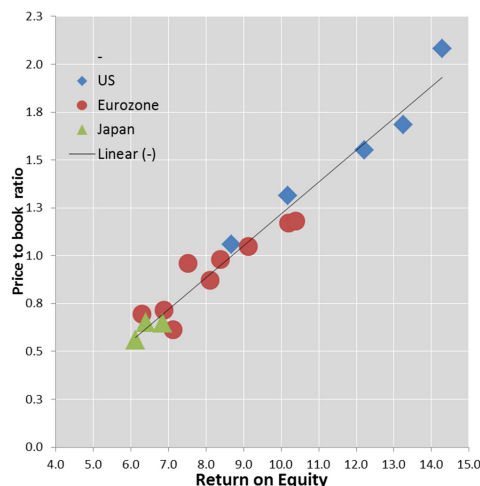
แผนภาพที่ 7 : กฎระเบียบที่ผ่อนคลายนโยบายจะส่งผลบวกต่อภาคธนาคารทั้งทางด้านการเติบโตของสินเชื่อ (Loan Growth) และอัตราผลกำไร (ROE) ซึ่งจะช่วยให้หุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินในสหรัฐฯ กลับมาซื้อขายที่ Valuation (P/B) สูงขึ้นได้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นักลงทุนบางส่วนกังวลว่าหุ้นกลุ่มธนาคารในสหรัฐฯ มีราคาแพงเกินไป เนื่องจากซื้อขายที่ระดับ Valuation (P/B) สูงกว่าธนาคารในตลาดพัฒนาแล้วอื่นๆ เช่น ยุโรป และญี่ปุ่น แต่หากพิจารณาควบคู่ไปกับอัตราผลกำไรต่อผู้ถือหุ้น (P/B – ROE Model) จะพบว่าหุ้นธนาคารในสหรัฐฯ นั้นซื้อขายที่ระดับ Valuation เหมาะสมเนื่องจากมีความสามารถในการทำกำไรให้ผู้ถือหุ้นได้มากกว่า ในขณะที่ธนาคารหลายแห่งในยุโรปยังมีปัญหาหนี้เสียที่ยังจัดการไม่เสร็จสิ้น (โดยเฉพาะธนาคารในอิตาลี) และบางแห่งยังมีปัญหาเรื่องค่าปรับและการฟ้องร้อง ซึ่งอาจนำไปสู่การเพิ่มทุน ในขณะที่ผลกำไรยังถูกกดดันจากนโยบายดอกเบี้ยติดลบของ ECB ส่วนธนาคารในญี่ปุ่นการฟื้นตัวของผลกำไรยังอาจไม่เต็มที่เท่าในสหรัฐฯ เนื่องจากดอกเบี้ยระยะสั้นยังติดลบ และดอกเบี้ยระยะยาวยังคงถูกกดดันให้อยู่ในระดับต่ำจากมาตรการ Yield Curve Control

แผนภาพที่ 8 : หุ้นธนาคารในสหรัฐฯ เทรดที่ P/E ที่เหมาะสม และมีปัจจัยบวกมากกว่าในยุโรป และญี่ปุ่น



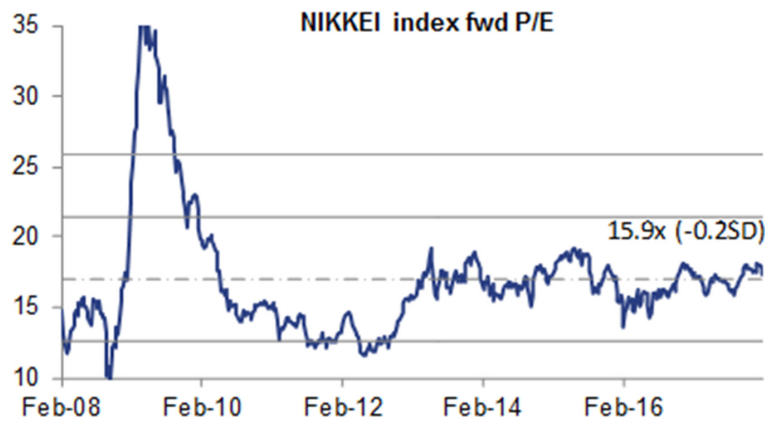
	US	Euro-zone	Japan
Negative interest rate	✗	✓	✓
Concern on capital raising	✗	✓	✗
Financial deregulation	✓	✗	✗

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## ตลาดหุ้นญี่ปุ่น

โดยตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังซื้อขายที่ระดับ Valuation ที่ยังดูสมเหตุสมผลกว่าตลาดอื่นๆ โดยค่า P/B ของดัชนี Nikkei 225 ยังอยู่ที่ระดับ 1.8 เท่า ต่ำกว่าตลาดหุ้นยุโรป (STOXX600) และสหรัฐฯ ซึ่งเทรดที่ P/B 1.9 เท่า และ 3.1 เท่า ตามลำดับ นอกจากนี้เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ เนื่องจากญี่ปุ่นเป็นประเทศที่เงินเฟ้อต่ำ ดังนั้นธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จึงยังไม่มีแนวโน้มที่จะต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นมากเท่ากับธนาคารกลางอื่นๆ ยิ่งไปกว่านั้น การที่เงินเฟ้อฟื้นตัวขึ้นจะส่งผลให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าลง ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในญี่ปุ่นอีกด้วย

แผนภาพที่ 9 : ตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังคงซื้อขายที่ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว

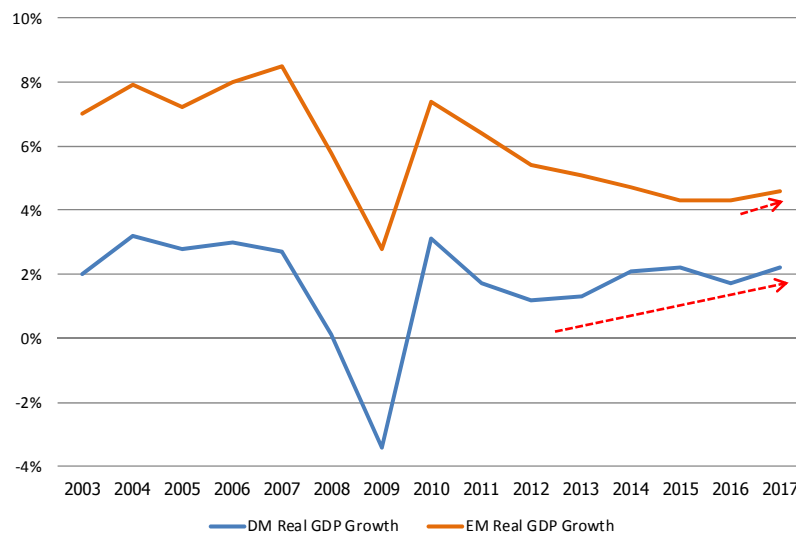


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## หุ้น Emerging Markets

ตลาดหุ้น Emerging Markets (EM) Underperform ตลาดหุ้นพัฒนาแล้ว (DM) เป็นอย่างมากในช่วงปี 2013 - 2015 เนื่องจาก GDP ของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ชะลอตัวลง โดยถูกกดดันจากผลกระทบของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับตัวลงแรงและความซบเซาของการค้าโลกที่กดดันการส่งออก แต่เมื่อเข้าสู่ปี 2017 เศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวเป็นวงกว้างช่วงผลักดันการค้าโลกและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ได้เริ่มฟื้นตัวขึ้น ทำให้ GDP ของกลุ่มตลาดเกิดใหม่เร่งตัวขึ้นตามมา ซึ่งทำให้หุ้นใน Emerging Markets เริ่มทยอยฟื้นตัวขึ้น

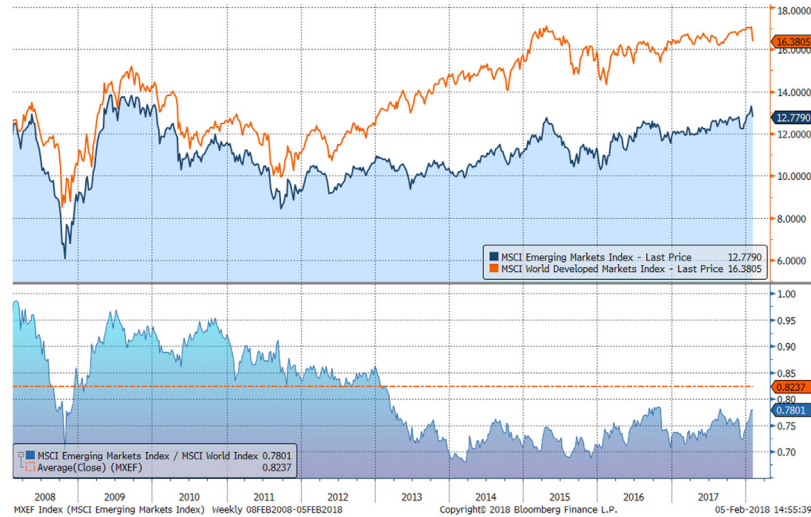
แผนภาพที่ 10 : GDP ของ EM กลับเร่งตัวขึ้นในปี 2017 หลังจากที่จะชะลอตัวลงมาตั้งแต่ 2013



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แต่หากเปรียบเทียบค่า P/E ระหว่างตลาด EM กับ DM เรายังพบว่าตลาด EM ยังคงเทรดที่ค่า P/E ถูกกว่า DM ค่อนข้างมาก และ P/E Discount ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ซึ่งชี้ว่าตลาด EM ยังมี Upside อยู่มากกว่า DM โดยรวม

แผนภาพที่ 11 : ตลาด EM ยังคงเทรดที่ค่า P/E ถูกกว่า DM ค่อนข้างมาก



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว จะช่วยชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้ โดยเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจนในปีนี้ ประกอบกับการฟื้นตัวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ น่าจะทำให้การขยายตัวของเศรษฐกิจในกลุ่ม Emerging Markets กลับมาเร่งตัวขึ้นต่อเนื่องจากปีที่แล้ว และช่วยสนับสนุนผลกำไรให้เติบโตได้ต่อไป

# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองว่าราคาน้ำมันและราคาทองคำมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัด เนื่องจากนโยบายการเงินที่ค่อยๆ เข้มงวดขึ้น จะทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงเพิ่มขึ้น และส่งผลกดดันราคาทองคำต่อไป ส่วนราคาน้ำมันจะถูกกดดันจาก 1) จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ และปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 2) อุปสงค์ (Demand) ของน้ำมันดิบสหรัฐฯ จากทั้งใน และต่างประเทศ มีแนวโน้มลดลงในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า และ 3) ระดับการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสูงสุดเป็นประวัติการณ์ จะส่งผลกดดันราคาน้ำมัน

## ทองคำ

การซื้อขายทองคำได้กลายมาเป็นอีกหนึ่งทางเลือกในการลงทุนตั้งแต่ปี 2004 ที่มีการจัดตั้งกองทุน ETF ทองคำ ซึ่งทำให้สภาพคล่องในตลาดทองคำเพิ่มขึ้น และทำให้นักลงทุนสามารถเปรียบเทียบผลตอบแทนจากทองคำกับสินทรัพย์อื่นได้ และเนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ได้รับผลตอบแทนเหมือนสินทรัพย์ประเภทอื่น การลงทุนในทองคำจะมีความน่าสนใจมากขึ้น หากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield) จากการลงทุนในสินทรัพย์อื่นลดลง ยกตัวอย่างเช่น ราคาทองคำมักจะเพิ่มขึ้น หากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ลดลง หรือพูดอีกนัยหนึ่งคือราคาทองคำมักจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง

โดยตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2009 การเคลื่อนไหวของราคาทองคำได้รับผลกระทบจากนโยบายทางการเงินของธนาคารกลางค่อนข้างมาก ยกตัวอย่างเช่น การทำ QE ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ในปี 2009 โดยการเข้าซื้อพันธบัตรสหรัฐฯ ได้ส่งผลให้ผลตอบแทนที่แท้จริงลดลง และทำให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นจนทำจุดสูงสุดที่ราว 1,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในปี 2011 และต่อมาตั้งแต่ปี 2013 Fed ได้ทยอยลดการผ่อนคลายนโยบายการเงินลง ได้แก่ การชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Taper) การขึ้นดอกเบี้ย และการค่อยๆ ลดขนาดงบดุล ส่งผลให้ผลตอบแทนที่แท้จริงเพิ่มขึ้น กดดันราคาทองคำให้ปรับตัวลดลง

โดยเรามองว่านโยบายการเงินที่ค่อยๆ เข้มงวดขึ้นจะยังคงส่งผลกดดันราคาทองคำต่อ โดยขณะนี้ Fed คาดว่า จะขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ 3 ครั้ง แต่เรามองว่าเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น จะทำให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ได้ 4 ครั้ง ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนที่แท้จริงเพิ่มขึ้น กดดันราคาทองคำต่อไป

แผนภาพที่ 12 : ตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2009 ราคาทองคำได้เคลื่อนไหวตามนโยบายการเงิน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## น้ำมัน

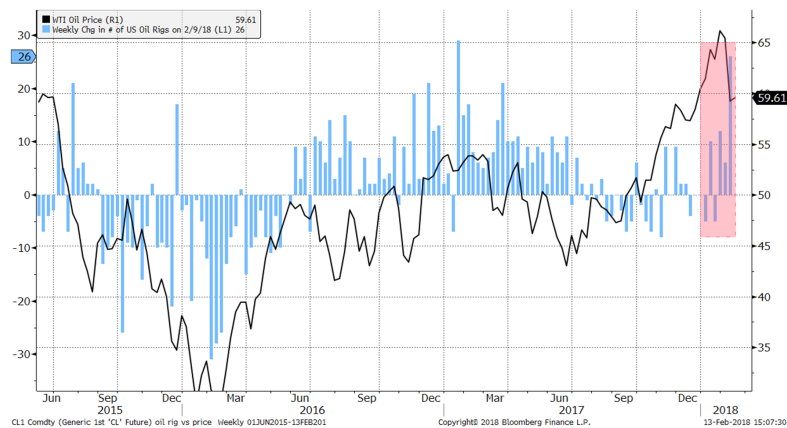
ตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา ราคาน้ำมันดิบได้ปรับฐานเกินกว่า 10% จาก 66.14 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งเป็นจุดสูงสุดตั้งแต่ปลายปี 2014 ลงมาที่ 59.20 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล (ณ วันที่ 9 ก.พ. 2018) เนื่องจาก 1) จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบสหรัฐฯ กลับมาเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง หากนับตั้งแต่ต้นปีจนถึงต้นเดือน ก.พ. จำนวนแท่นได้เพิ่มขึ้นทั้งหมด 44 แท่น 2) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และได้ทะลุ 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทำจุดสูงสุดใหม่ในประวัติการณ์ไปแล้ว และ 3) สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ กลับมาเพิ่มขึ้น หลังลดลงต่อเนื่องมาถึง 11 สัปดาห์ติด

แม้ราคาน้ำมันดิบจะปรับฐานไปแล้ว แต่ในอีก 1-2 เดือนข้างหน้า เรายังมองว่าความเสี่ยงขาลงยังคงมีอยู่ จากปัจจัยดังต่อไปนี้

### 1) จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ และปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ กลับมาเพิ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา เป็น 791 แท่น (ณ วันที่ 9 ก.พ. 2018) โดยเพิ่มขึ้นรวม 44 แท่น นับตั้งแต่ต้นปี 2018 ซึ่งเรามองว่าจำนวนแท่นขุดเจาะยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อ หลังราคาน้ำมันดิบได้ปรับตัวขึ้นมาอย่างรวดเร็วราว 40% ตั้งแต่เดือน มิ.ย. ปีที่แล้ว และยังคงเทรดอยู่เหนือ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งเรามองว่าเป็นจุดคุ้มทุนของผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ

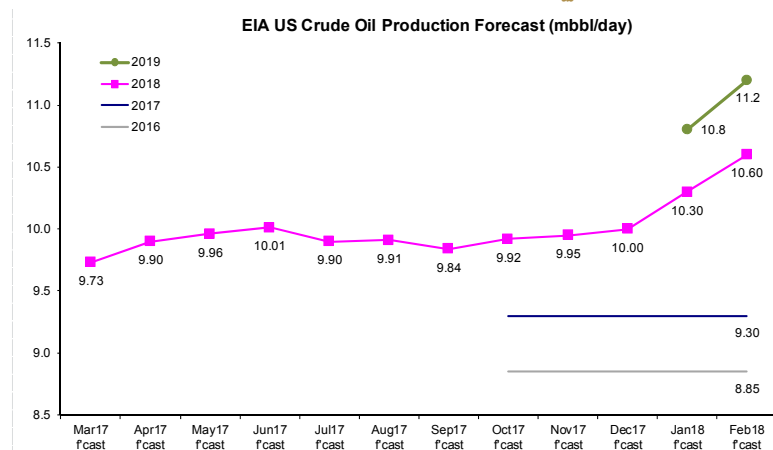
แผนภาพที่ 13: ตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันกลับมาเพิ่มขึ้น 3 สัปดาห์ติด ทำให้จำนวนแท่นเพิ่มขึ้นรวม 44 แท่น นับตั้งแต่ต้นปี 2018



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันเป็นปัจจัยชี้นำ (Leading Indicator) ปริมาณการผลิตน้ำมันอยู่ราว 4 เดือน ดังนั้น ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ จึงมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อไปอีกในปีนี้ ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของทางกระทรวงพลังงานของสหรัฐฯ (EIA) ที่ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ของทั้งปี 2018 และ 2019 ขึ้น 300,000 และ 400,000 บาร์เรลต่อวัน เป็น 10.6 และ 11.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ

แผนภาพที่ 14: EIA ปรับเพิ่มคาดการณ์การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ของทั้งปี 2018 และ 2019

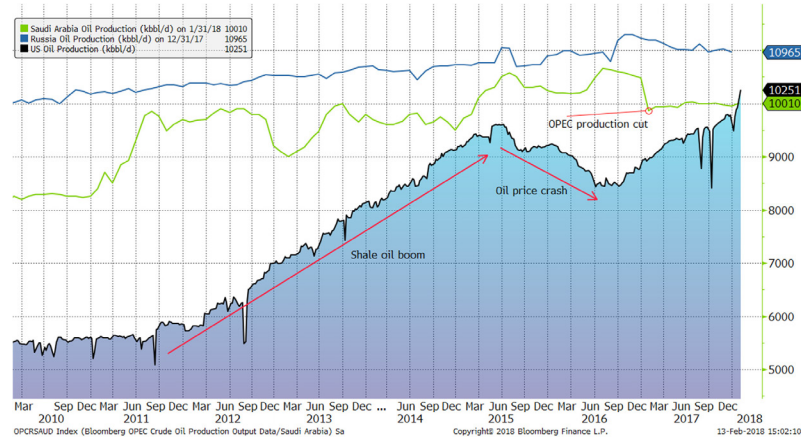


Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



ขณะนี้ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 1970 ที่ระดับ 10.25 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ข้อมูล ณ ต้นเดือน ก.พ.) ทำให้สหรัฐฯ เป็นผู้ผลิตน้ำมันดิบอันดับที่ 2 ของโลก แข่งหน้าทางซาอุดีอาระเบียเป็นครั้งแรก หลังทางซาอุดีอาระเบียได้ตกลงลดปริมาณการผลิตตั้งแต่เดือน ม.ค. ปีที่แล้ว และหากเป็นไปตามการคาดการณ์ของทาง EIA ในปี 2019 สหรัฐฯ จะกลายเป็นผู้ผลิตน้ำมันดิบอันดับ 1 ของโลก แข่งหน้ารัสเซีย

แผนภาพที่ 15: ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาที่ระดับ 10.25 ล้านบาร์เรลต่อวัน สูงสุดตั้งแต่ปี 1970 และแข่งหน้าทางซาอุดีอาระเบียเป็นครั้งแรก



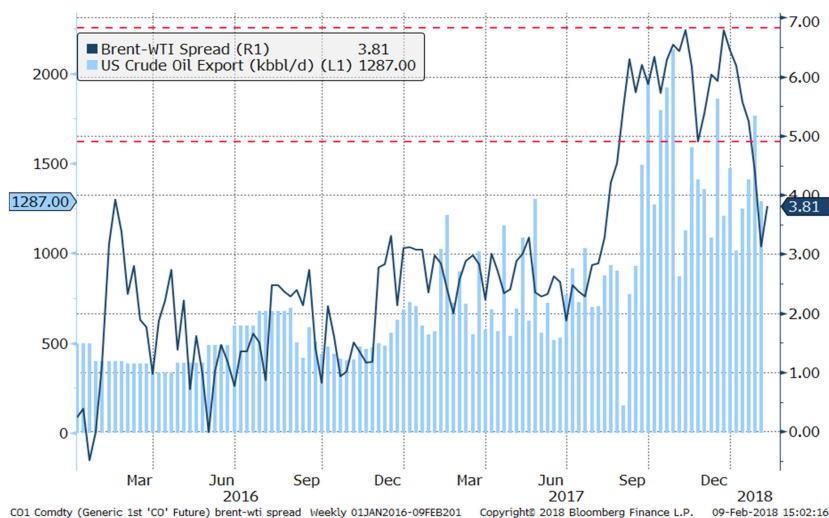
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**2) อุปสงค์ (Demand) ของน้ำมันดิบสหรัฐฯ จากทั้งใน และต่างประเทศ มีแนวโน้มลดลงในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า**

อุปสงค์ของน้ำมันดิบสหรัฐฯ จากในประเทศมีแนวโน้มลดลง ในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า เนื่องจากโรงกลั่นน้ำมันในสหรัฐฯ เข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุง (Maintenance Period) ในช่วงเดือน ก.พ. ถึง มี.ค. ทำให้โรงกลั่นน้ำมันชะลอการดึงน้ำมันดิบออกจากสต็อกเพื่อไปกลั่นเป็นน้ำมันสำเร็จรูป

ในขณะที่อุปสงค์ของน้ำมันดิบสหรัฐฯ จากต่างประเทศเริ่มมีสัญญาณชะลอลง เนื่องจากส่วนต่างราคากระหว่างน้ำมันดิบ Brent กับ WTI แคบลงอย่างรวดเร็วจาก 7 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล มาที่ต่ำกว่า 4 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งจะทำให้น้ำมันดิบ WTI ของสหรัฐฯ เป็นที่ต้องการของต่างชาติน้อยลง เราคาดว่าปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบจะลดลงจากระดับ 1.45 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ปริมาณเฉลี่ยตั้งแต่ไตรมาส 4/2017 ถึงเดือน ม.ค. 2018) สู่ระดับ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ปริมาณส่งออกเฉลี่ยทั้งปี 2018)

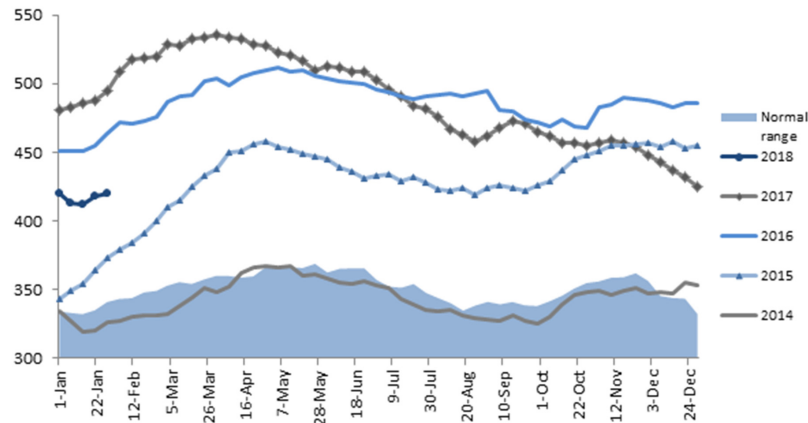
แผนภาพที่ 16: ส่วนต่างราคากระหว่างน้ำมันดิบ Brent กับ WTI แคบลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งน่าจะส่งผลให้ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ลดลงในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากปัจจัยในข้อ (1) และ(2) เราจึงมองว่าสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจนถึงช่วงต้นไตรมาส 2/2018

แผนภาพที่ 17: สต็อกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ กลับมาเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นสัปดาห์ที่ 2 หลังลดลงต่อเนื่องถึง 11 สัปดาห์ติด

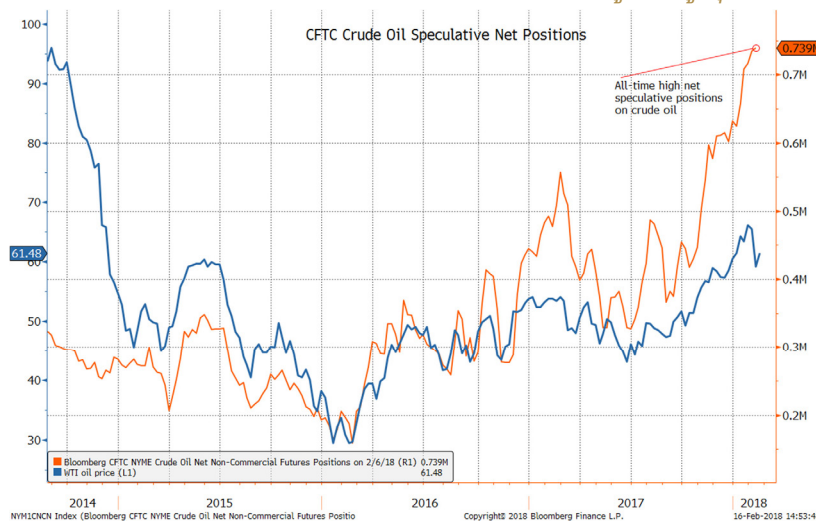


Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### 3) ระดับการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง สูงสุดเป็นประวัติการณ์

ระดับการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปลายเดือน มิ.ย. 2017 มาสู่ระดับสูงสุดใหม่ในประวัติการณ์ ซึ่งทำให้ราคาน้ำมันมีความเสี่ยงจากแรงขายของนักเก็งกำไร

แผนภาพที่ 18: ระดับการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดใหม่ในประวัติการณ์



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่าราคาน้ำมันดิบจะยังคงถูกกดดันต่อในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า และเทรดอยู่ในกรอบ 57-62 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แม้ปัจจัยที่คอยสนับสนุนราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมาอย่างการควบคุมปริมาณการผลิตน้ำมันของผู้ผลิตทั้งในและนอกกลุ่ม OPEC นำโดยซาอุดีอาระเบียและรัสเซียจะยังคงอยู่ในระดับสูงอยู่ แต่ปัจจัยจากทางฝั่งสหรัฐฯ ที่ได้กล่าวไปในข้อ (1) และ(2) น่าจะทำให้ความพยายามของกลุ่ม OPEC ที่จะลดอุปทานส่วนเกินในตลาดน้ำมันดิบโลกเกิดขึ้นช้าลงกว่าที่คาด ประกอบกับความเสี่ยงจากแรงเทขายของนักเก็งกำไรที่ดูรุนแรงมากขึ้นเรื่อยๆ ดังนั้นเราจึงมองว่าราคาน้ำมันดิบน่าจะถูกลงกดดันต่อในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า และคาดว่าจะเทรดอยู่ในกรอบ 57-62 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงเวลาดังกล่าว

# Global Economic Insights

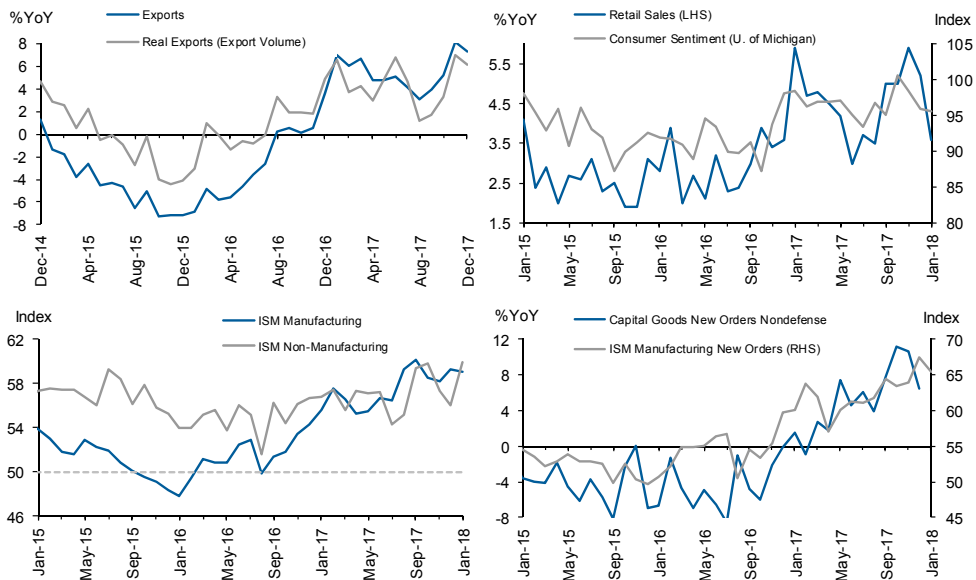
## Key Recommendation

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวได้ดี ยกเว้นภาคการบริโภคที่ชะลอตัวลงแรง ซึ่งน่าจะเกิดจากอากาศหนาวช่วงต้นปี** สำหรับมุมมองด้านนโยบายการเงิน เรามองว่าตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งมาก และค่าจ้างที่ฟื้นตัวขึ้น จะกดดันให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น และทำให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ 4 ครั้ง เร็วกว่าที่คาดไว้ที่ 3 ครั้ง
- **เศรษฐกิจยุโรปปี 2017 ขยายตัว +2.5% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2008 เรคาด GDP ไตรมาส 1 จะยังคงขยายตัวได้ดี**  
จากการบริโภคและการลงทุน ส่วนความเสี่ยงทางการเมืองมีลดลง เนื่องจากการจัดตั้งรัฐบาลในเยอรมนีใกล้ได้ข้อสรุป และการเลือกตั้งในอิตาลีในต้นเดือน มี.ค.นี้ ไม่น่าจะทำให้เกิดการทำประชามติออกจาก EU
- **เศรษฐกิจจีนปี 2017 ขยายตัว +6.9% YoY เร่งตัวขึ้นครั้งแรกในรอบ 7 ปี แต่ GDP ครึ่งปีแรกปีนี้ อาจชะลอลง**  
จาก 1) การใช้นโยบายที่เข้มงวดในภาคการเงิน และการคลัง ซึ่งจะกดดันการลงทุน 2) มาตรการควบคุมมลภาวะช่วงฤดูหนาว (เดือน ต.ค. -มี.ค.) ที่จะกดดันภาคการผลิต และ 3) การส่งออกมีแนวโน้มที่จะอ่อนกำลังลงในระยะข้างหน้า
- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงฟื้นตัวขึ้นได้ต่อเนื่อง โดยเฉพาะจากภายในประเทศ ขณะที่การส่งออกและการลงทุนลดลง** โดยเรามองว่า BoJ จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อเนื่องในปีี้ จากเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่ทาง BoJ ก็ได้ส่งสัญญาณกับตลาด โดยการประกาศใช้มาตรการ Fixed-Rate Operation ในช่วงต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา
- **เศรษฐกิจไทยมีแรงสนับสนุนหลักจากการส่งออกและการท่องเที่ยวที่ขยายตัวต่อเนื่อง**  
ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังฟื้นตัวช้า โดยเฉพาะภาคการบริโภค เนื่องจากเกษตรกรยังเผชิญกับปัญหาราคาลินค้าเกษตรที่อยู่ในระดับต่ำ ส่วนการลงทุนภาครัฐที่ตลาดคาดหวังให้เป็นแรงกระตุ้นสำคัญกลับมีสัญญาณล่าช้าในหลายโครงการ

# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดี ยกเว้นภาคการบริโภคที่ชะลอลงแรง ซึ่งเราคาดว่าน่าจะมาจากปัจจัยชั่วคราว จากสภาพอากาศที่เป็นอุปสรรคต่อการใช้จ่ายใช้สอย สำหรับมุมมองด้านนโยบายการเงิน เรามองว่าตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งมาก และค่าจ้างที่ฟื้นตัวขึ้น จะกดดันให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น และทำให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยในปี 4 ครั้ง เร็วกว่าที่คาดไว้ที่ 3 ครั้ง

แผนภาพที่ 19: ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดี ยกเว้นภาคการบริโภคที่ชะลอลงแรง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดี แม้จะชะลอลงเล็กน้อยจากเดือนก่อน**

**การส่งออกชะลอลงเล็กน้อย:** มูลค่าส่งออก เดือน ธ.ค. ชะลอลงลงเป็น +7.3% YoY จากเดือนก่อนที่ +8.1% YoY และปริมาณการส่งออก (Exports Volume) ชะลอลงลงเป็น +6.1% YoY จากเดือนก่อนที่ +7.0% YoY

**ภาคการผลิตชะลอลงเล็กน้อย:** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ม.ค. ลดลงเล็กน้อย -0.2 จุด เป็น 59.1 จุด

**การลงทุนชะลอลง:** ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุน เดือน ธ.ค. ชะลอลงลงเป็น +6.5% YoY จากเดือนก่อนที่ +10.7% YoY โดยยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุนในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า ยังคงขยายตัวได้ดีอยู่ นอกจากนี้ สภาพะตลาทางการเงิน (Financial Conditions) ยังคงผ่อนคลาย

**การบริโภคชะลอลงแรง:** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. ชะลอลงลงเป็น +3.6% YoY จากเดือนก่อนที่ +5.2% YoY ซึ่งเราคาดว่าน่าจะได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่เป็นอุปสรรคต่อการใช้จ่ายใช้สอย และน่าจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นได้ ตามปัจจัยหนุนจากการลดภาษีส่วนบุคคล ขณะที่ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน ม.ค. ยังทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 95.7 จุด

## เงินเฟ้อที่ฟื้นตัวขึ้นจะผลักดันให้ Fed ปรับ Dot plot ปี 2018 ขึ้นเป็น 4 ครั้ง

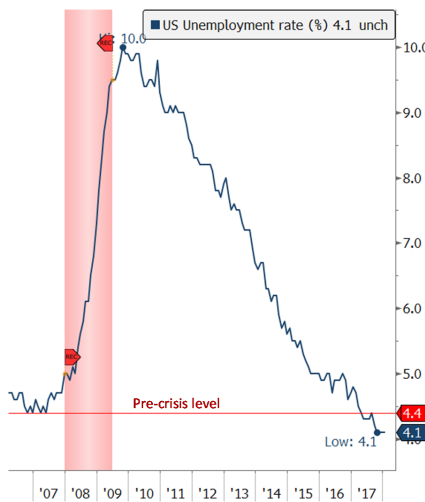
การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะพิจารณาจากตลาดแรงงานและเงินเฟ้อเป็นหลัก ซึ่งหากตลาดแรงงานตึงตัว และเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น ก็จะสามารถถึงเศรษฐกิจที่ดี ซึ่งจะทำให้ Fed ต้องลดภาวะการผ่อนคลายทางการเงินลง โดยการขึ้นดอกเบี้ย เพื่อป้องกันไม่ให้เศรษฐกิจเร่งตัวขึ้นมากเกินไป

โดยตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2009 อัตราว่างงาน (Unemployment Rate) ได้ลดลงต่อเนื่อง มาอยู่ที่ 4.1% ซึ่งต่ำกว่าระดับก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งตลาดแรงงานที่ตึงตัวขึ้นจะผลักดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้น โดยค่าจ้าง (Average Hourly Earnings) เดือน ม.ค. ได้เร่งตัวขึ้นเป็น 2.9% YoY มากสุดนับตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งจะผลักดันให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น

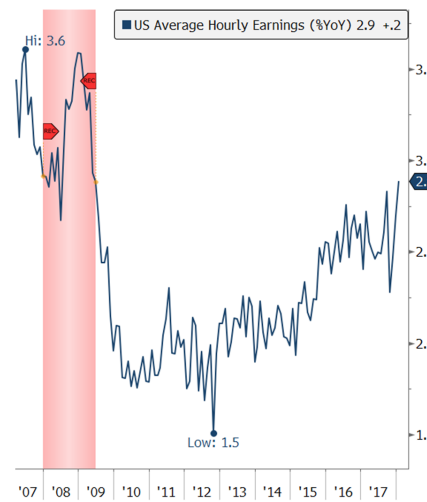
นอกจากนี้ หากพิจารณาจากความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างตัวเลขอัตราว่างงาน และเงินเฟ้อ Core CPI ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารสดและน้ำมัน ย้อนหลังตั้งแต่ปี 1960 พบว่าเงินเฟ้อ Core CPI จะเร่งตัวขึ้นแรงหลังจากที่อัตราว่างงานลดลงต่ำกว่า 4%

เงินเฟ้อที่มีความเสี่ยงจะเร่งตัวขึ้นจะกดดันให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น โดยเรามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในปี 4 ครั้ง ขณะที่ตลาดได้เพิ่มการคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยเป็น 3 ครั้ง มาเท่ากับ Fed จากกลางเดือน ธ.ค. ที่คาดไว้เพียง 2 ครั้ง

แผนภาพที่ 20: อัตราว่างงานลดลงต่ำกว่าระดับก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี 2009

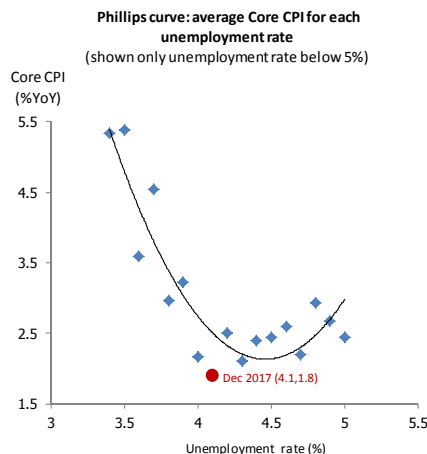


แผนภาพที่ 21 : ค่าจ้างขยายตัวมากที่สุดตั้งแต่วิกฤติเศรษฐกิจปี 2009

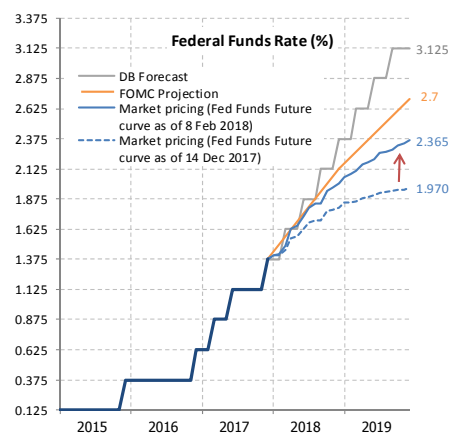


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 22: ตั้งแต่ปี 1960 เงินเฟ้อ Core CPI จะเร่งตัวขึ้นแรง หลังอัตราว่างงานลดลงต่ำกว่า 4%



แผนภาพที่ 23 : ขณะนี้ตลาดเพิ่มการคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยเป็น 3 ครั้ง มาเท่ากับ Fed จากกลางเดือน ธ.ค. ที่คาดไว้เพียง 2 ครั้ง



Source: Federal Reserve, CME Group, Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## การผ่อนคลายกฎระเบียบของสถาบันการเงินเริ่มมีแนวทางที่ชัดเจนขึ้นในช่วงปีที่ผ่านมา และน่าจะเริ่มมีผลบังคับใช้ได้ในปีนี้

กฎระเบียบของสถาบันการเงินในสหรัฐฯ ในปัจจุบันมีความเข้มงวดมากกว่าประเทศอื่นๆ โดยนอกจากสหรัฐฯ จะดำเนินการตามระเบียบ Basel Framework ซึ่งเป็นกฎระเบียบแนวทางในการกำกับสถาบันการเงินร่วมกันของสมาชิก 28 ประเทศ เช่น สหรัฐฯ, ยุโรป, จีน และญี่ปุ่น ฯลฯ สหรัฐฯ ได้ออกกฎหมาย Dodd-Frank Act เพิ่มเติมในปี 2010 ซึ่งประธานาธิบดี Trump เห็นว่ากฎระเบียบที่ใช้อยู่ทำให้สินเชื่อยายตัวได้ไม่ดีเท่าที่ควร และส่งผลให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ช้า ประธานาธิบดีจึงได้ออกคำสั่ง (Executive Order) ให้รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังไปทบทวนกฎระเบียบในสถาบันการเงิน โดยเฉพาะกฎหมาย Dodd-Frank Act

โดยการลดกฎระเบียบในสถาบันการเงินแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่สามารถทำได้เลยโดยไม่ต้องผ่านสภา และส่วนที่ต้องผ่านสภาเพื่อแก้ไข

### สำหรับส่วนแรก กฎระเบียบที่สามารถเปลี่ยนได้เลยโดยไม่ต้องผ่านสภา

รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง นาย Steven Mnuchin ได้เสนอแนวทางเพื่อลดกฎระเบียบทางการเงิน (Treasury report) ในอุตสาหกรรม Banks and Credit Unions ในเดือน มิ.ย. 2017 โดยมีคำแนะนำ ดังนี้

1. ให้เปลี่ยนวิธีคำนวณ Supplementary Leverage Ratio (SLR) หรือสัดส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Tier 1 Capital to Total Assets) โดยให้หัก 1) พันธบัตรรัฐบาล (Treasuries) ที่ธนาคารถือครอง 2) เงินสดที่ฝากไว้กับธนาคารกลาง (Cash Held on Deposit at Central Banks) และ 3) หลักประกันเริ่มต้นสำหรับตราสารอนุพันธ์ (Initial Margin for Centrally Cleared Derivatives) ออกจากการคำนวณเป็นทรัพย์สินในสัดส่วน DB ประเมินว่าการเปลี่ยนวิธีคำนวณดังกล่าวจะปลดปล่อยเงินทุนจำนวน 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็น 4% ของ Market cap. ของภาคธนาคาร (Financials) ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น
2. ให้ลดจำนวนรอบการทำประเมิน Stress Test หรือการวัดความสามารถในการต้านทานภาวะวิกฤติ CCAR (Comprehensive Capital Analysis and Review) ลงจากปีละครั้ง เป็น 2 ปีครั้ง ซึ่งการลดรอบการทำประเมินจะช่วยส่งเสริมให้ธนาคารปลดปล่อยเงินทุนได้มากขึ้น เนื่องจากในช่วงที่มีการทำประเมิน Stress Test ธนาคารมักจะคงสัดส่วนเงินทุนไว้มากกว่าที่จำเป็น ทำให้หลังผ่านการประเมินธนาคารมักจะประกาศการจ่ายปันผล หรือซื้อหุ้นคืน (Buyback) ที่เกินจากที่ Fed กำหนด
3. ให้ยกเลิกข้อกำหนดการถือ Position น้อยกว่า 60 วัน เป็นการเก็งกำไร (Proprietary Trading) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งใน Volcker Rule ที่ออกมาเพื่อลดความเสี่ยงจากสถาบันการเงินนำเงินของลูกค้านำไปลงทุนเก็งกำไร ซึ่งการผ่อนคลายกฎ Volcker Rule จะช่วยให้ธนาคารกลับมามีรายได้เพิ่มเติมจากการลงทุนเก็งกำไร นอกจากนี้ก็จะส่งผลดีต่อตลาดจากสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น จะช่วยลดส่วนต่างระหว่างราคาซื้อ-ขาย (Bid-ask Spread) และทำให้ต้นทุนในการซื้อขายถูกลง

โดยกระบวนการเปลี่ยนแปลงกฎในสถาบันการเงินที่ไม่ต้องผ่านสภาต้องอาศัยการประชุมร่วมกัน (Joint Rule Making) ของหน่วยงานรัฐ 5 หน่วยงาน ดังนี้

- ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Federal Reserve)
- สำนักงานควบคุมเงินตรา (Office of the Comptroller of the Currency: OCC)
- สถาบันประกันเงินฝาก (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission: SEC) และ
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับการซื้อขายสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดฟิวเจอร์ส (Commodity Futures Trading Commission: CFTC)

ในช่วงปีที่ผ่านมาประธานาธิบดี Trump ได้เสนอชื่อในตำแหน่งที่ว่างอยู่ในหน่วยงานเหล่านี้หลายตำแหน่ง เพื่อเริ่มดำเนินการลดกฎระเบียบ ได้แก่ 1) นาย Randal Quarles ที่ได้รับการแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งเป็นผู้ดูแลกฎระเบียบในภาคธนาคารของ Fed (Vice Fed Chair for Bank Supervision) ในเดือน ต.ค. 2017 2) นาย Jerome Powell ที่ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นประธานธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ในต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา และ 3) นาง Jelena McWilliams ที่กำลังอยู่ในขั้นตอนการพิจารณาแต่งตั้งจากวุฒิสภา ให้เป็นประธานสถาบันประกันเงินฝาก แทนคนเก่าที่หมดวาระไปในเดือน พ.ย. 2017

ซึ่งเจ้าหน้าที่ที่ประธานาธิบดี Trump แต่งตั้งทุกคนสนับสนุนให้มีการลดกฎระเบียบ เช่น นาย Quarles ได้ให้สัมภาษณ์ว่ากฎระเบียบที่มีความซับซ้อนมากเกินไปไม่ได้เพิ่มความปลอดภัยในสถาบันการเงิน และนาย Powell ที่เคยให้สัมภาษณ์ว่าเขาสนับสนุนให้กฎระเบียบทางการเงินมีความโปร่งใส และมีประสิทธิภาพขึ้น ซึ่งชี้ว่านาย Powell น่าจะสนับสนุนให้มีการลดกฎระเบียบมากกว่านาง Janet Yellen ประธาน Fed คนก่อน ทำให้การลดกฎระเบียบในส่วนที่ไม่ต้องผ่านสภาน่าจะเกิดขึ้นได้ตั้งแต่เดือน ก.พ. นี้เป็นต้นไป

**ส่วนที่สอง กฎระเบียบที่ต้องผ่านสภาเพื่อแก้ไข** ซึ่งตามกระบวนการพิจารณากฎหมาย สภาผู้แทนฯ และวุฒิสภาจะเสนอร่างกฎหมายแยกกันคนละฉบับซึ่งต้องผ่านความเห็นชอบจากแต่ละสภา ก่อนจะนำมาพิจารณาร่วมกัน (Conference Agreements) ภายหลัง เพื่อแก้ไข และออกเสียงร่างสุดท้ายอีกครั้ง ก่อนจะถูกส่งต่อไปให้ประธานลงนามให้มีผลบังคับใช้ตามกฎหมาย

โดยในปีที่ผ่านมา ทางสภาผู้แทนฯ ได้ผ่านร่างกฎหมาย Financial CHOICE Act ไปในเดือน มิ.ย. 2017 ซึ่งมีแนวทางผ่อนคลายนโยบายใกล้เคียงกับแผนของรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง

ส่วนร่างกฎหมายของวุฒิสภา (Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act) ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการด้านการธนาคารของวุฒิสภา (Senate Banking Committee) แล้ว และกำลังอยู่ในขั้นตอนการพิจารณาจากวุฒิสภา ซึ่งการพิจารณาในชั้นวุฒิสภาอาจมีความล่าช้ามากกว่าการพิจารณาในชั้นสภาผู้แทนฯ เนื่องจากกระบวนการพิจารณาต้องใช้เสียงสนับสนุนจากวุฒิสภา 60 เสียง จากทั้งหมด 100 เสียง แต่สมาชิกวุฒิสภาพรรค Republican มีจำนวนที่นั่งเพียง 51 ที่นั่ง ทำให้ต้องอาศัยเสียงสนับสนุนจากพรรค Democrat ด้วย

โดยรายละเอียดของร่างกฎหมายของสภาผู้แทนฯ มีการเสนอให้ผ่อนคลายนโยบายโดยรวมมากกว่าของวุฒิสภา ส่วนของทางวุฒิสภามีรายละเอียดที่เฉพาะเจาะจงมากกว่า ทำให้ร่างสุดท้ายที่ผ่านสภาคงเกรงน่าจะใกล้เคียงกับร่างของวุฒิสภา ยกตัวอย่างเช่น ในกฎ Volcker Rule ทางสภาผู้แทนฯ เสนอให้ยกเลิกกฎ Volcker Rule ทั้งหมด ขณะที่ทางวุฒิสภาเสนอให้ยกเว้นกฎ Volcker Rule เฉพาะในสถาบันการเงินที่มีทรัพย์สินน้อยกว่า 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และมีทรัพย์สินที่ใช้ซื้อขายน้อยกว่า 5% ของทรัพย์สินทั้งหมด

ทั้งนี้ ภาพรวมของกฎระเบียบที่มีการเสนอกันในขณะนี้ มีส่วนที่เหมือนกัน คือ สนับสนุนให้มีการผ่อนคลายนโยบายการเงินขนาดกลางและขนาดเล็ก มากกว่าขนาดใหญ่

ยกตัวอย่างเช่น การทำประเมิน Stress test เพื่อวัดความสามารถในการต้านทานภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐ มีอยู่ 2 ชุด ได้แก่ Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR) และ Dodd-Frank stress test (DFAST) โดยแบบประเมิน CCAR ซึ่งทำการประเมินเฉพาะธนาคารขนาดใหญ่ ที่มีทรัพย์สินมากกว่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทางกระทรวงการคลังและทางสภาผู้แทนฯ เสนอให้มีการลดรอบการทำประเมินจากปีละครั้ง เป็น 2 ปีครั้ง ขณะที่แบบประเมิน DFAST ซึ่งทำการประเมินสถาบันการเงินขนาดกลางขึ้นไป ที่มีทรัพย์สินมากกว่า 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทางรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังและทางสภาผู้แทนฯ เสนอให้มีการลดรอบการทำประเมินจากปีละ 2 ครั้ง เหลือปีละครั้ง นอกจากนี้ รัฐมนตรีมีการเสนอให้เพิ่มทรัพย์สินขั้นต่ำเพื่อเข้าร่วมการประเมิน จากมากกว่า 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นมากกว่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

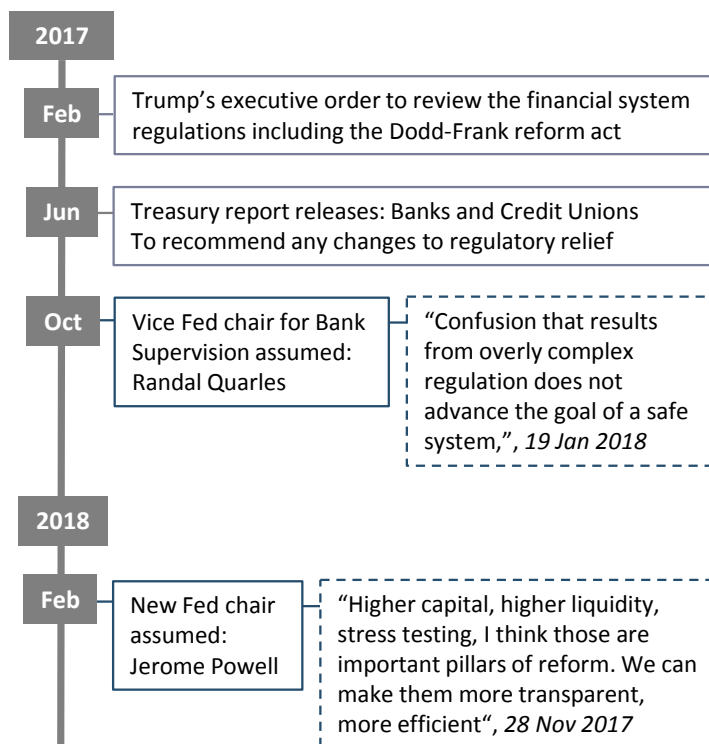
ซึ่งการเพิ่มทรัพย์สินขั้นต่ำเพื่อเข้าร่วมการประเมินจะส่งผลดีต่อธนาคารขนาดกลาง (Mid-Sized Banks) ที่มีทรัพย์สินระหว่าง 1-5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็น 6% ของทรัพย์สินภาคธนาคารภายในประเทศทั้งหมด ทำให้ธนาคารขนาดกลางสามารถปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น

แผนภาพที่ 24: ร่างกฎหมายของสภาผู้แทนฯ มีการเสนอให้ผ่อนคลายนโยบายระเบียบโดยรวมมากกว่าของวุฒิสภา ขณะที่ร่างของวุฒิสภามีรายละเอียดเจาะจงมากกว่า

Key regulations	Current US	Potential changes	Required congress vote
<b>Stress test</b>			
• Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR)	• Annual test • Threshold for participation: >\$50bn in total assets	• <b>Treasury &amp; House:</b> Change to a two-year cycle	• No
• Dodd-Frank stress test (DFAST)	• Semi-annual test • Threshold for participation: >\$10bn in total assets • Number of supervisory scenarios: 3	• <b>Treasury proposal &amp; House:</b> Eliminate mid-year test • <b>Treasury proposal:</b> Raise the threshold to >\$50bn • <b>Treasury proposal:</b> Reduce supervisory scenarios to 2	• Yes • Yes • Yes
Supplementary Leverage Ratio (SLR)	• a 3% minimum for Tier 1 capital to total assets • Applies Enhanced SLR (eSLR) to Global Systemically important Banks (GSIB) for a minimum of 5%	• <b>Treasury proposal:</b> Exclude cash held with the Fed, US Treasuries and customer initial margin for derivatives from the denominator of the SLR	• No
Volcker Rule	• Prohibits US banks from engaging proprietary trading or trading for their own account • Prohibits bank ownership of hedge funds or private equity funds	• <b>Treasury proposal:</b> Eliminate the 60-day rebuttable presumption from the definition of proprietary trading • <b>House:</b> Repeal Volcker Rule • <b>Treasury &amp; Senate:</b> Exempt banks with ≤\$10bn in assets and with total trading assets and liabilities <5% of their total assets	• No • Yes • Yes
'Regulatory off-ramp' from all capital & liquidity requirements and DFAST & CCAR stress tests	N.A.	• <b>Treasury proposal:</b> Off-ramp to banks that choose to maintain a high level of capital e.g. 10% non-risk-weighted leverage ratio • <b>House:</b> Off-ramp to banks that choose to maintain a higher equity-capital ratio • <b>Senate:</b> Relief for some small banks	• Yes • Yes • Yes

Source: US Treasury Department, Heritage Foundation, CNBC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

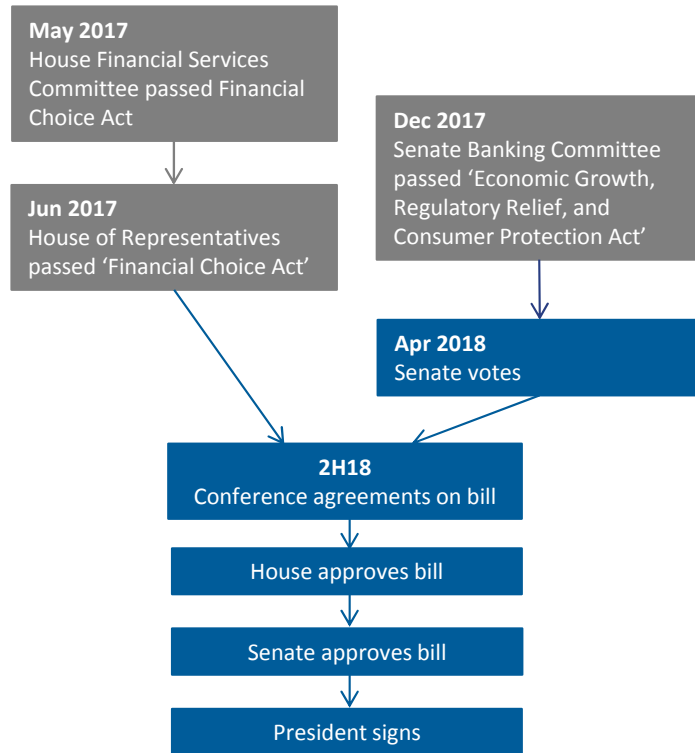
แผนภาพที่ 25: ตำแหน่งที่จะมาทำหน้าที่ลดกฎระเบียบเริ่มถูกแต่งตั้งแล้วในช่วงที่ผ่านมา



Source: Federal Reserve, CNBC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



แผนภาพที่ 26 : สภาผู้แทนฯ ได้ผ่านร่างกฎหมายลดกฎระเบียบแล้ว ขณะที่ทางวุฒิสภาน่าจะเริ่มกระบวนการออกเสียงในเดือน เม.ย. นี้

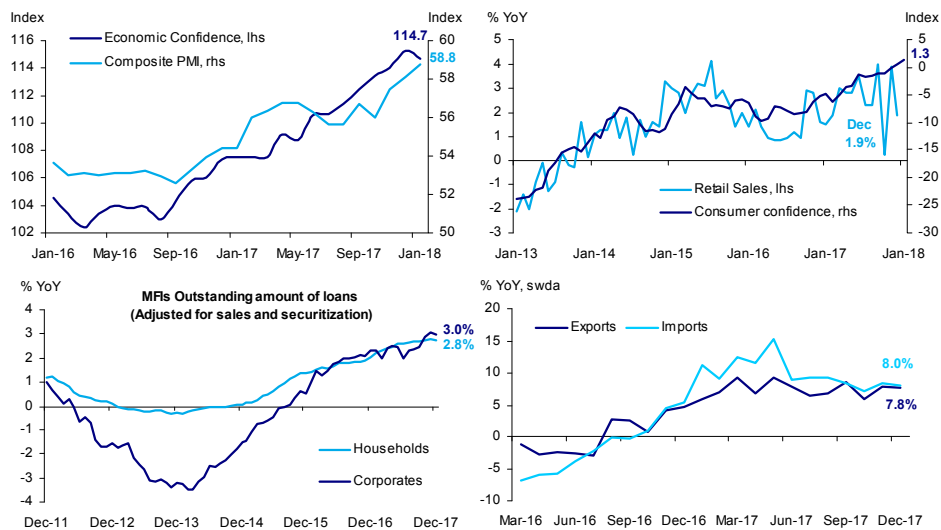


Source: Federal Reserve, CNBC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจไตรมาส 4/2017 ของยูโรโซนขยายตัว +0.6% QoQ เท่ากับที่คาด ส่งผลให้ทั้งปี 2017 เศรษฐกิจขยายตัว +2.5% YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2008 มองไปข้างหน้า เราคาดว่าเศรษฐกิจไตรมาส 1/2018 จะขยายตัวได้ดีต่อที่ +0.6% QoQ จากความเชื่อมั่นที่อยู่ในระดับสูง หนุนการบริโภคและการลงทุน และอุปสงค์โลกที่ฟื้นตัวช่วยหนุนภาคการส่งออก ส่วนความเสี่ยงทางการเมืองเรามองว่ามีลดลงไป โดยการจัดตั้งรัฐบาลในเยอรมนีใกล้ได้ข้อสรุป ขณะที่การเลือกตั้งในอิตาลีต้นเดือน มี.ค.นี้ ความเสี่ยงที่จะมีการทำประชามติเพื่อออกจาก EU ได้ลดลงไป ส่วนนโยบายการเงิน เราคาดว่า ECB จะเริ่มส่งสัญญาณการสิ้นสุดของมาตรการ QE ในการประชุมเดือน มิ.ย. โดยการประกาศชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ (taper) ในไตรมาส 4 และสิ้นสุดมาตรการในเดือน ธ.ค. และคาดว่ากลางปี 2019 ECB จะประกาศปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

แผนภาพที่ 27: ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMI ยังคงอยู่ในระดับสูง ยอดปล่อยสินเชื่อ และการส่งออกขยายตัวดี ส่วนยอดค้าปลีกชะลอตัวลงในเดือน ธ.ค. หลังขยายตัวแรงในเดือนก่อน

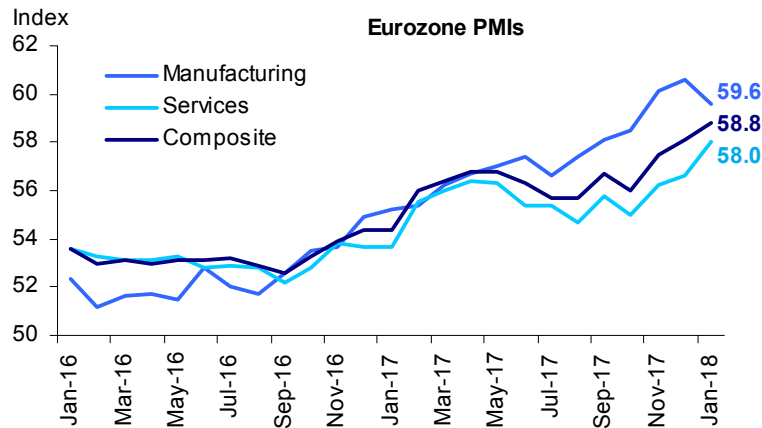


Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังคงแข็งแกร่ง เราคาดว่า GDP ไตรมาส 1/2018 จะขยายตัวได้ดีต่อที่ +0.6% QoQ

เศรษฐกิจไตรมาส 4 ขยายตัว +0.6% QoQ ตามคาด และส่งผลให้เศรษฐกิจปี 2017 ขยายตัว +2.5% YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2008 มองไปข้างหน้า เราคาดว่า GDP ไตรมาส 1/2018 จะขยายตัวได้ดีต่อที่ +0.6% QoQ ตามความเชื่อมั่นที่อยู่ในระดับสูง หนุนการบริโภคและการลงทุน และอุปสงค์โลกที่ฟื้นตัวสนับสนุนการส่งออก โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ม.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 58.8 จุด ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 12 ปี จากภาคบริการที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบกว่า 10 ปี (+1.4, 58.0 จุด) ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ปรับตัวลดลง (-1.0, 59.6 จุด)

แผนภาพที่ 28: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) เดือน ม.ค. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 12 ปีที่ 58.8 จุด



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ม.ค.ปรับลดลง -0.6 จุด เป็น 114.7 จุด แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงในรอบเกือบ 17 ปี โดยเป็นรองเพียงเดือนก่อนหน้าเท่านั้น และดัชนีหลักอย่างความเชื่อมั่นผู้บริโภค(Consumer Confidence) และความเชื่อมั่นนักลงทุน (Investor Confidence) ยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับสูงที่สุดในรอบหลายปี

ด้านการปล่อยสินเชื่อ ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน ธ.ค. ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว +3.0% YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2009 และยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +2.7% YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2009

สินเชื่อที่ฟื้นตัวต่อเนื่องจะสนับสนุนการบริโภคเอกชนและการลงทุนต่อไป แต่อย่างไรก็ดี อัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากการลด QE ของ ECB อาจกดดันความต้องการขอสินเชื่อในระยะข้างหน้า

ด้านต่างประเทศ ส่งออก (Exports) ของยูโรโซนไปยังประเทศนอกกลุ่มเดือน ธ.ค. ทรงตัวที่ 7.8% YoY เท่ากับเดือนก่อน ขณะที่การนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +8.0% YoY จาก +8.4% YoY เดือนก่อน เรามองว่าส่งออกอาจเริ่มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า โดยดัชนีชี้วัดภาคการส่งออก เช่น IFO Export Expectations ได้ลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 อยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2017 (16.6 จุด เดือน ม.ค.) และดัชนี PMI New Export Orders เดือน ม.ค. ลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือน นอกจากนี้ เงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากคาดว่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออก

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +1.9% YoY จากที่ขยายตัวแรง +3.9% YoY ในเดือนก่อน โดยเรามองว่าการบริโภคจะยังขยายตัวได้ดีต่อในระยะข้างหน้าตามปัจจัยสนับสนุนการบริโภคยังอยู่ในระดับที่ดี ได้แก่ ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ม.ค. ที่เพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น 1.3 จุด ระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2000 และอัตราการว่างงานที่ปรับลดลงต่อเนื่องอยู่ที่ 8.7% ในเดือน ธ.ค. ซึ่งต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2009 ซึ่งคาดว่าจะผลักดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า

**Yield พันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 4 ปี จากความกังวลของตลาดว่า ECB อาจสิ้นสุดมาตรการ QE ในเดือน ก.ย.**

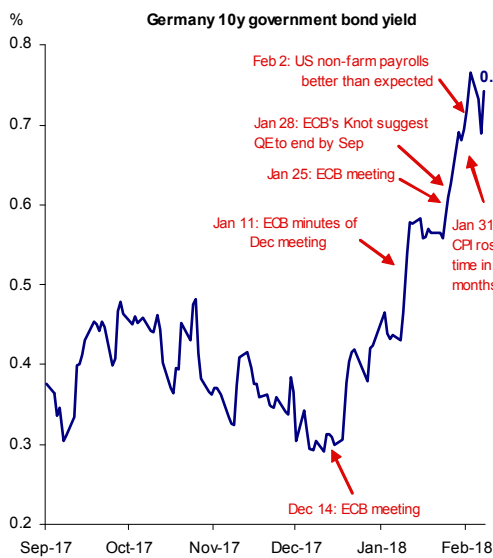
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield) อายุ 10 ปีของเยอรมนีปรับตัวเพิ่มขึ้น +31bps นับตั้งแต่ต้นปีสู่ระดับสูงสุดในรอบกว่า 4 ปี ที่ 0.74% โดยเป็นผลจาก

- 1) ตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่ง เช่น GDP ปี 2017 ที่ออกมาสูงกว่าคาด (+2.5% YoY vs. +2.3% ตลาดคาด) และดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน ม.ค. ที่ออกมาเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบเกือบ 12 ปี (58.8 จุด) ส่งผลให้คณะกรรมการธนาคารกลางยุโรป (ECB) หลายท่านออกมากล่าวสนับสนุนการสิ้นสุดมาตรการ QE ทันทีในเดือน ก.ย. เช่น นาย Klaus Knot ออกมากล่าวสนับสนุนว่า มาตรการ QE ควรสิ้นสุดอย่างทันทีทันใดในเดือน ก.ย. และนาย Jens Weidmann กล่าวว่าหากเศรษฐกิจขยายตัวได้ดีตามคาด การต่ออายุมาตรการ QE ออกไปจากกำหนดการเดิม (กำหนดปัจจุบันคือ ECB เข้าซื้อสินทรัพย์ที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนไปจนถึงเดือน ก.ย.) ก็อาจไม่มีความจำเป็น
- 2) เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เดือน ม.ค. เติบโตขึ้นครั้งแรกในรอบ 5 เดือนเป็น +1.0% YoY (vs. +0.9% เดือนก่อน) จากการปรับเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่เกี่ยวเนื่องกับน้ำมัน (Non-Energy Industrial Goods) ซึ่งเงินเฟ้อพื้นฐานเดือน ม.ค. ที่เร่งตัวขึ้นออกมาสอดคล้องกับของสหรัฐฯ ส่งผลให้ Yield พันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้นทั่วโลก

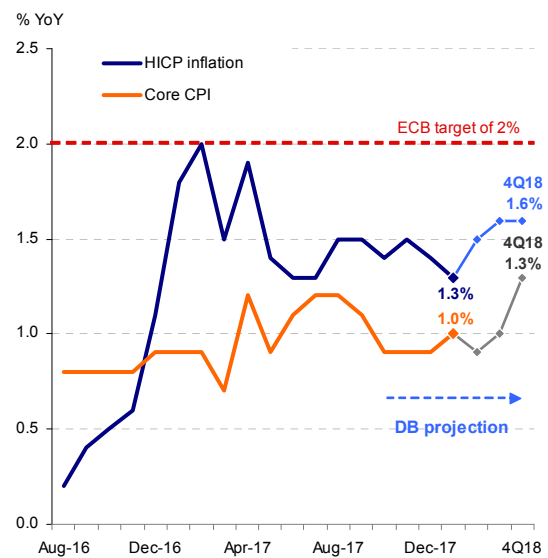
ตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่ง เงินเฟ้อพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้น และท่าทีที่ Hawkish ของ ECB ส่งผลให้ตลาดกังวลว่าการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินของ ECB อาจเกิดขึ้นเร็วกว่าที่คาด โดยตอนนี้นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดว่า ECB จะประกาศต่ออายุมาตรการ QE ออกไปจนถึงเดือน ธ.ค. แต่จะทยอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ลง (QE Tapering) ซึ่งจะทำให้การปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงกลางปี 2019

เราคาดว่า Yield พันธบัตรรัฐบาลจะเร่งตัวขึ้นอีกในช่วงกลางปีนี้ จากการคาดการณ์ว่า ECB จะส่งสัญญาณถึงจุดสิ้นสุดของมาตรการ QE โดยเราคาดว่า Yield พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของเยอรมนีจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.25% ณ สิ้นปีนี้

แผนภาพที่ 29: Yield พันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของเยอรมนีปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี จากการออกมาพูด Hawkish ของคณะกรรมการ ECB และเงินเฟ้อพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้น



แผนภาพที่ 30: เราคาดเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปีนี้ แต่จะยังคงขยายตัวต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของ ECB ที่ 2%



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

เงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปและยังคงขยายตัวต่ำกว่าเป้า 2% ทำให้เราคาดว่า ECB จะต่ออายุมาตรการ QE ออกไป 3 เดือน และสิ้นสุดมาตรการในเดือน ธ.ค.

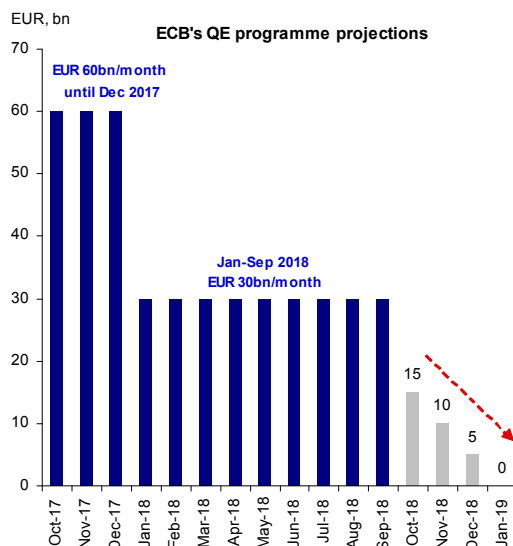
เรามองว่าเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปีนี้ (คาดเงินเฟ้อจะอยู่ที่ 1.6% YoY ณ สิ้นปี) และจะยังคงขยายตัวต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของ ECB ที่ 2% โดยเงินเฟ้อในปีนี้จะได้รับแรงกดดันจาก 1) ฐานราคาน้ำมันที่สูงในปีก่อน โดยเฉพาะในช่วงต้นปีและปลายปี 2) เงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากตั้งแต่ปีที่แล้ว จะส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าถูกลงและอาจเริ่มกดดันเงินเฟ้อ และ 3) อัตราค่าจ้างที่ยังขยายตัวในระดับต่ำ (+1.7% YoY ไตรมาส 3/2017 vs. เฉลี่ยก่อนวิกฤตเศรษฐกิจที่ +2.45%) แม้อัตราแรงงานจะฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากการจ้างงานที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่อยู่ในภาคบริการที่มีผลิตภาพต่ำ (Low Productivity) และการเพิ่มขึ้นของการจ้างงานส่วนใหญ่เป็นแบบ Part-Time

ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ซึ่งตลาดให้ความสนใจมากขึ้น ได้เร่งตัวขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 5 เดือนเป็น +1.0% YoY ในเดือน ม.ค. ซึ่งในระยะข้างหน้า เรามองว่าเงินเฟ้อพื้นฐานจะเร่งตัวขึ้นต่อ โดยเราคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +1.3% YoY ณ สิ้นปีนี้ แต่ยังคงต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อของ ECB ที่ 2%

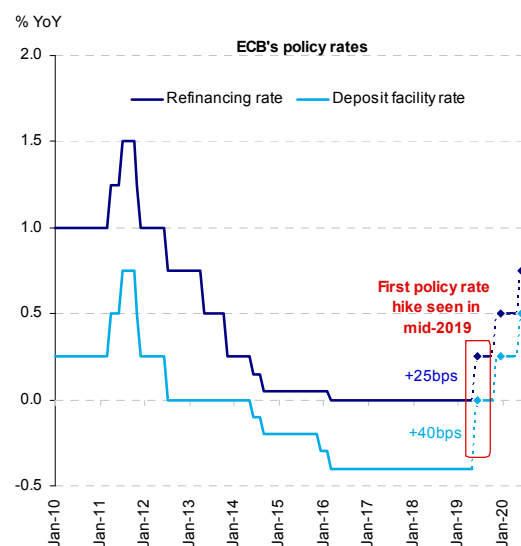
เงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มขยายตัวในระดับต่ำนี้ ทำให้เรามองว่าโอกาสที่ ECB จะยุติมาตรการ QE อย่างทันทีทันใดในเดือน ก.ย. อย่างที่คณะกรรมการ ECB ได้ออกมาพูดแสดงความเห็นในช่วงที่ผ่านมา มีค่อนข้างต่ำ โดยเราคาดว่า ECB จะประกาศต่ออายุมาตรการ QE ออกไปอีก 3 เดือน (จากกำหนดเดิมสิ้นสุดเดือน ก.ย.) ในการประชุมเดือน มิ.ย. แต่จะทยอยลดอัตราการเข้าซื้อลง (QE Tapering) และสิ้นสุดมาตรการ QE ในเดือน ธ.ค.

ส่วนอัตราดอกเบี้ย เราคาดว่า ECB จะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกในช่วงกลางปี 2019 โดยคาดว่าจะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ขึ้น +40bps เป็น 0.0% และปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ย Main Refinancing Rate ขึ้น +25bps เป็น 0.25% และคาดว่า ECB จะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งสองตัวขึ้น +25bps ทุกๆ 6 เดือนหลังจากนั้น

แผนภาพที่ 31: เราคาดว่า ECB จะประกาศขยายระยะเวลาการทำ QE ออกไปอีก 3 เดือนและสิ้นสุดในเดือน ธ.ค. 2018 โดยจะทยอยลดการเข้าซื้อลง



แผนภาพที่ 32: เราคาดว่า ECB จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้ในกลางปี 2019 เป็นต้นไป และปรับขึ้น +25bps ทุก 6 เดือนหลังจากนั้น



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

### เราคาดเงินยูโรจะแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 1.3 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร ณ สิ้นปีนี้

เงินยูโรแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง โดยนับตั้งแต่อ่อนค่าลงทำจุดต่ำสุดในปลายเดือน ต.ค. เงินยูโรก็ได้กลับมาแข็งค่าขึ้นราว 6% (หากนับตั้งแต่ต้นปี 2017 เงินยูโรแข็งค่าขึ้นราว 17% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ) ซึ่งการแข็งค่าขึ้นแรงของเงินยูโรในช่วงปลายปี ส่วนหนึ่งเป็นผลจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่ง และท่าทีของ ECB ที่ Hawkish ขึ้น โดยเรามองว่าเงินยูโรมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นต่อในระยะข้างหน้า และคาดจะแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 1.3 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร ณ สิ้นปี จากปัจจัยดังนี้

- 1) การดำเนินนโยบายการเงินของ ECB ที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น ขณะที่ตลาดได้ Price-In การดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ Fed ไปแล้ว
- 2) เงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มอ่อนค่าลงต่อ จากแรงกดดันของการขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากการปฏิรูปภาษีและการออกงบประมาณเพิ่มเติม กอปรกับดุลบัญชีเดินสะพัดที่ขาดดุล ซึ่งส่งผลให้การขาดดุลแฝด (Twin Deficits) สูงขึ้น
- 3) กระแสเงินที่ไหลเข้าสู่ตลาดทุนในยุโรปมากขึ้น หลังความเสี่ยงทางการเมืองได้ลดลงไปนับตั้งแต่การเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสเสร็จสิ้น (นาย Emmanuel Macron ชนะนาง Marine Le Pen ซึ่งหนุนนโยบายต่อต้าน EU) และเศรษฐกิจยุโรปส่งสัญญาณฟื้นตัวดีต่อเนื่อง

อย่างไรก็ดี ในระยะสั้น เงินยูโรอาจโดนปัจจัยกดดันจากความไม่แน่นอนในการเลือกตั้งอิตาลีในเดือน มี.ค. เนื่องจากพรรค M5S ซึ่งหนุนนโยบายต่อต้าน EU มีแนวโน้มที่จะได้คะแนนเสียงสูงสุดแต่ไม่เพียงพอต่อการจัดตั้งรัฐบาล และผลการเลือกตั้งคาดว่าจะออกมาในรูปแบบของสภาแขวน ซึ่งจะส่งผลให้การจัดตั้งรัฐบาลใช้ระยะเวลาสั้น

**แผนภาพที่ 33: เงินยูโรแข็งค่าขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี จากตัวเลขเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งและท่าที ECB ที่ Hawkish ขึ้น โดยเราคาดว่าเงินยูโรจะแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 1.3 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร ณ สิ้นปีนี้**



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

### การเลือกตั้งทั่วไปของอิตาลีวันที่ 4 มี.ค.: ความเสี่ยงเรื่องการแยกตัวออกจาก EU มีลดลงไป โดยเรามองว่าเสถียรภาพของรัฐบาลและความต่อเนื่องของการปฏิรูป จะเป็นปัจจัยที่ต้องติดตาม

การเลือกตั้งทั่วไปของประเทศอิตาลีได้กำหนดมีขึ้นในวันที่ 4 มี.ค. หลังจากนาย Sergio Mattarella ประธานาธิบดีอิตาลีได้ประกาศยุบสภาเมื่อช่วงปลายเดือน ธ.ค. หลังจากสามารถผ่านร่างกฎหมายงบประมาณ (Budget Law) ปี 2018 ได้สำเร็จ

การเลือกตั้งในครั้งนี้ จะใช้กฎหมายการเลือกตั้งใหม่ ซึ่งได้ผ่านสภาในปลายเดือน ต.ค. ซึ่งกฎหมายการเลือกตั้งใหม่จะช่วยให้การกระจายที่นั่งในสภาผู้แทนและวุฒิสภามีความสอดคล้องกัน เพื่อให้นโยบายการปฏิรูปเศรษฐกิจต่างๆ ที่จำเป็นสามารถผ่านสภาได้ง่ายขึ้น

โดยความเสียงที่อิตาลีจะมีการจัดทำประชามติเพื่อออกจาก EU (Italexit) ได้มีลดลงไป โดยเมื่อต้นเดือน ก.พ. นาย Luigi Di Maio หัวหน้าพรรค Five-star Movement (M5S) ซึ่งชูนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรป (EU) ก็ได้ ออกมากล่าวว่าไม่ต้องการที่จะออกจาก EU แล้ว แต่ต้องการทำการเจรจากับทาง EU เพื่อหวังที่จะลดข้อจำกัดทางการ คลัง เพื่อให้การลงทุนฟื้นตัวและหนุนเศรษฐกิจต่อไป ซึ่งการทำประชามติเพื่อออกจาก EU จะเป็นเพียงไฟโบนุสสุดท้าย เท่านั้น

ผลการเลือกตั้งในอิตาลีมีแนวโน้มที่จะออกมาเป็นสภาแขวน (Hung Parliament) กล่าวคือ ยังไม่มีพรรคเดียว หรือพรรคร่วมกลุ่มใดที่มีแนวโน้มจะได้ครองเสียงข้างมากในสภา (316 ที่นั่งขึ้นไป จากทั้งหมด 630 ที่นั่ง) โดยผล สํารวจชี้ว่าคะแนนเสียงจะแตกออกเป็น 3 กลุ่มได้แก่ 1) พรรค M5S ซึ่งชูนโยบายต่อต้าน EU ก่อนหน้านี้ ซึ่ง ประเมินว่าจะได้ 158 ที่นั่ง 2) พรรค PD ซึ่งเป็นฝ่ายซ้ายกลาง (Centre-left) ประเมินว่าจะได้ 152 ที่นั่ง 3) กลุ่ม พรรคฝ่ายขวา (Centre-right coalition) ซึ่งเป็นการรวมกลุ่มระหว่างพรรค Forza Italia (FI) ซึ่งนำโดยนาย Silvio Berlusconi อดีตนายฯ 4 สมัย พรรค Northern League (LN) และพรรค Brothers of Italy (Fdi) ซึ่งประเมิน ว่าจะได้ 268 ที่นั่ง

เรามองว่ารูปแบบรัฐบาลที่เป็นไปได้มี 2 แบบ ซึ่งมีข้อดี-ข้อเสียที่แตกต่างกัน ได้แก่

1. **การร่วมรัฐบาลระหว่างพรรค PD ซึ่งเป็นฝ่ายซ้ายกับกลุ่มพรรคฝ่ายขวา หรือ Grand coalition ซึ่งเรามอง ว่ามีความเป็นไปได้มากที่สุด** โดยการจัดตั้งรัฐบาลในรูปแบบนี้ จะส่งผลดีต่อความสัมพันธ์กับทาง EU เนื่องจาก ผู้นำพรรคของทั้งสอง (ทั้ง PD และ FI) ต่างสนับสนุน EU นอกจากนี้ อิตาลีจะมีอำนาจต่อรองในเรื่องการ คลังมากขึ้น เนื่องจากรัฐบาลชุดล่าสุด (ภายใต้พรรค PD) ได้ทำการปฏิรูปหลายด้านเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ และ ได้พยายามลดระดับดุลการคลังไม่ให้ขาดดุลเกินกฎการคลัง (Fiscal rule) ของ EU ที่ 3% ของ GDP และได้ พยายามควบคุมระดับหนี้สาธารณะไม่ให้เพิ่มขึ้น (Debt sustainability) เช่น การปฏิรูปกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension reforms) ในปี 2012

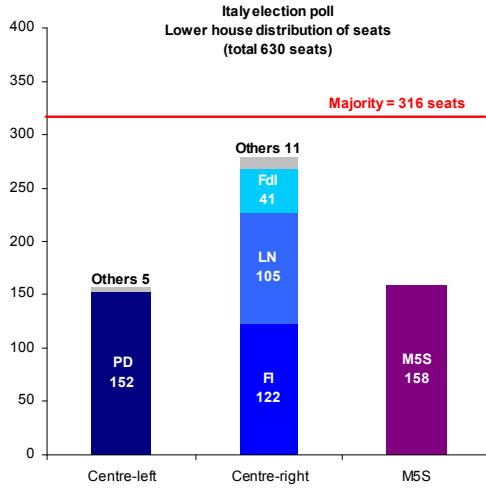
อย่างไรก็ดี การจัดตั้งรัฐบาลในรูปแบบนี้มีความเสี่ยงคือ 1) การจัดตั้งรัฐบาลจะใช้เวลาดือนาน 2) รัฐบาล คาดว่าจะไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากจุดยืนทางการเมืองที่แตกต่างกันระหว่างฝ่ายซ้ายและฝ่ายขวาทำให้แนวทางการ ดำเนินนโยบายไม่สอดคล้องกัน และ 3) การปฏิรูปเศรษฐกิจที่สำคัญ โดยเฉพาะในภาคธนาคารและการแก้ปัญหา หนี้สาธารณะที่สูงจะเป็นไปได้ยาก ซึ่งจะส่งผลต่อเศรษฐกิจอิตาลีในระยะยาว และทำให้เศรษฐกิจยังคงล่าหลังประ เทศอื่นๆ ในยุโรป

2. **กลุ่มพรรคฝ่ายขวาสามารถครองเสียงข้างมากในสภาได้ ซึ่งเรามองว่ามีความเป็นไปได้ต่ำ** โดยหากผลการเลือก ตั้งออกมาในรูปแบบนี้ เราคาดว่าจะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจในระยะสั้น เนื่องจากพรรคฝ่ายขวามีความต้องการเร่ง กระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการผ่อนคลายทางการคลัง เช่น ลดภาษี, เสนอให้มีการจ่ายเงินขั้นพื้นฐานให้กับประชาชน (Basic income) และอาจแก้ไขหรือยกเลิกการปฏิรูปกองทุนบำเหน็จบำนาญ

อย่างไรก็ดี การใช้นโยบายผ่อนคลายทางการคลังที่รุนแรงจะเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจอิตาลีในระยะยาว โดยเฉพาะจากระดับหนี้สาธารณะที่จะเพิ่มขึ้น อีกทั้งจะเป็นการเพิ่มความตึงเครียดกับทาง EU เนื่องจากอิตาลี มีแนวโน้มที่จะขาดดุลการคลังเกินระดับที่ EU ได้กำหนดไว้

กล่าวโดยสรุปแล้ว เรามองว่าความเสี่ยงจากการเลือกตั้งในครั้งนี้ จะเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจในระยะยาว จากรัฐบาลที่ไม่มีเสถียรภาพ การปฏิรูปเศรษฐกิจที่จะไม่ต่อเนื่อง และการควบคุมระดับหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูง (132% ของ GDP) ไม่ให้เพิ่มขึ้นไปอีกจะทำได้ยาก เนื่องจากพรรคต่างๆ ได้เน้นนโยบายที่จะเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ นอกจากนี้ รัฐบาลอิตาลีจะต้องแบกรับภาระอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่จะเพิ่มสูงขึ้นด้วย เนื่องจากมาตรการ QE ของ ECB คาดว่าจะสิ้นสุดลงในสิ้นปีนี้

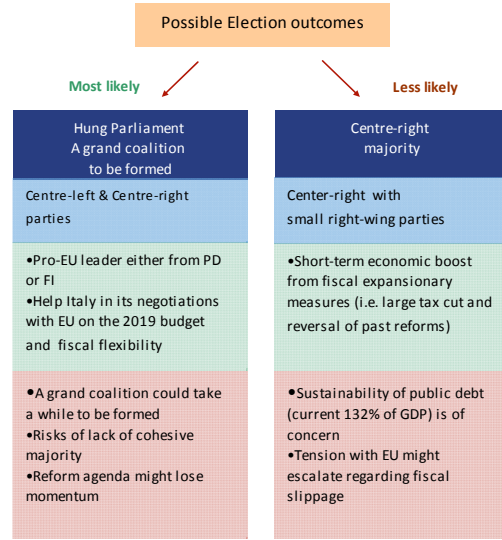
แผนภาพที่ 34: ผลสำรวจการเลือกตั้งชี้ว่าผลการเลือกตั้งจะออกมาในรูปแบบขั้วชนวน หรือไม่มีพรรคใดได้เสียงข้างมากในสภา



\*Seats distribution based on Deutsche Bank simulation

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

แผนภาพที่ 35: เรามองว่าการจัดตั้งรัฐบาลร่วมระหว่างพรรคฝ่ายซ้ายและฝ่ายขวามีความเป็นไปได้มากที่สุด

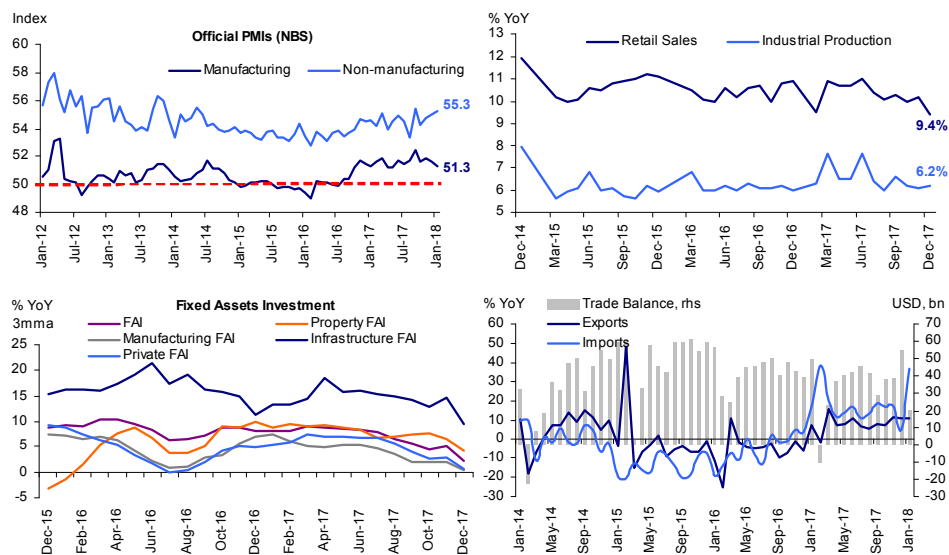




# เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจไตรมาส 4/ 2017 ขยายตัวดีกว่าคาดที่ +6.8% YoY โดยส่งออกเป็นปัจจัยหนุนหลักช่วยชดเชยการลงทุนและการบริโภคที่ชะลอลง ส่งผลให้ทั้งปี 2017 เศรษฐกิจขยายตัว +6.9% YoY ซึ่งนับเป็นการเร่งตัวขึ้นครั้งแรกในรอบ 7 ปี มองไปข้างหน้า เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 และ 2 จะชะลอลงเป็น 6.5% และ 6.3% ตามลำดับ จากการใช้นโยบายที่เข้มงวดทั้งในภาคการเงิน การคลัง และภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งจะกดดันการลงทุน และมาตรการควบคุมมลภาวะในอากาศช่วงฤดูหนาว (เดือน ต.ค. -มี.ค.) ที่จะกดดันภาคการผลิต นอกจากนี้ ส่งออกมีแนวโน้มที่จะอ่อนกำลังลงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 36: PMI ภาคการผลิตของทางการจีนปรับลดลงต่อในเดือน ม.ค. จากการใช้นโยบายที่เข้มงวดของทางการและมาตรการควบคุมมลภาวะ ขณะที่ภาคต่างประเทศขยายตัวดี ส่วนหนึ่งจากการเสื่อมเดือนของเทศกาลตรุษจีน



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

เราคาด GDP ไตรมาส 1/2018 จะชะลอลงเป็น +6.5% YoY จากการใช้นโยบายที่เข้มงวด ทั้งด้านการเงิน การคลัง และภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจ

GDP ไตรมาส 4/2017 ขยายตัว +6.8% YoY เท่ากับไตรมาสก่อน จากภาคส่งออกเป็นสำคัญ ซึ่งช่วยชดเชยภาคการบริโภคและการลงทุนที่ชะลอลง ส่งผลให้เศรษฐกิจปี 2017 ขยายตัว +6.9% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +6.7% YoY ในปี 2016 ซึ่งนับเป็นการเร่งตัวขึ้นครั้งแรกในรอบ 7 ปี โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ธ.ค. ออกมาสูงกว่าคาดเล็กน้อยในภาคการผลิต ขณะที่การบริโภคและการลงทุนชะลอลงค่อนข้างมาก

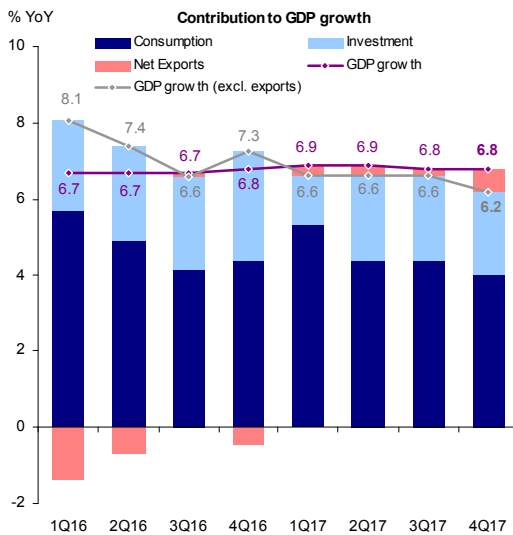
ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Productions) เดือน ธ.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +6.2% YoY จาก +6.1% YoY ในเดือนก่อน และที่ตลาดคาด โดยผลผลิตในกลุ่มเหล็กและพลังงานไฟฟ้า เร่งตัวขึ้น ขณะที่ผลผลิตในอุตสาหกรรมน้ำมันและรถยนต์ชะลอลง

ขณะที่การบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +9.4% YoY จาก +10.2% YoY ในเดือนก่อนและที่ตลาดค้าปลีก ซึ่งนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2006 โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเร่งเข้าซื้อสินค้าไปแล้วในเดือนก่อน ซึ่งมีการจัดโปรโมชั่นลดราคาวันคนโสด (Singles' day sale) ในวันที่ 11 พ.ย. นอกจากนี้ ยอดขายในกลุ่มรถยนต์ (+2.2% YoY vs. +4.2% YoY เดือนก่อน) และกลุ่มอุปกรณ์สื่อสาร (+13.4% YoY vs. +33.9% เดือนก่อน) ได้ชะลอตัวลงค่อนข้างมาก

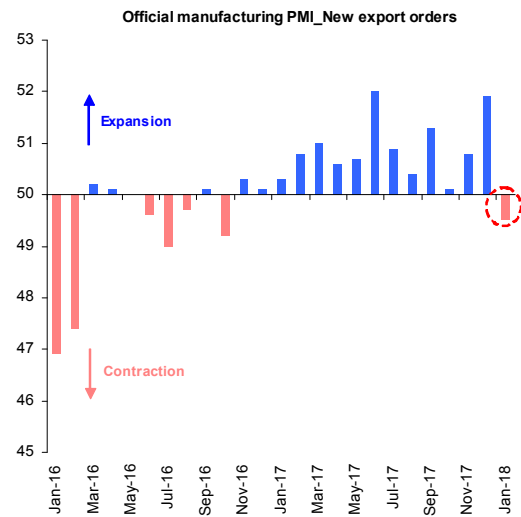
ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงค่อนข้างมาก โดยค่าเฉลี่ย 3 เดือน (3-Month Moving Average) ชะลอตัวลงเป็น +2.2% YoY จาก +5.0% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบหลายปี โดยการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ชะลอตัวลงเป็น +9.5% YoY (vs. +14.7% เดือนก่อน) การลงทุนในภาคการผลิต (Manufacturing FAI) ชะลอตัวลงเป็น +0.4% YoY (vs. +1.8% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ชะลอตัวลงเป็น +4.2% YoY (vs. +6.4% เดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2016

มองไปข้างหน้า โมเมนตัมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ม.ค. ลดลง -0.3 จุด เป็น 51.3 จุด โดยลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 7 เดือน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 51.6 จุด จากดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ ทั้งภายใน (-0.8 จุด) และภายนอกประเทศ (-2.4 จุด) และดัชนีผลผลิต (-0.5 จุด) ที่ต่างปรับตัวลดลง ขณะที่ดัชนีภาคบริการ (Non-Manufacturing PMI) ปรับเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 55.3 จุด สวนทางกับที่คาดว่าจะปรับลดลงเล็กน้อยเป็น 54.9 จุด เรามองว่าดัชนีภาคการผลิตมีแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อจาก 1) การใช้มาตรการคุมเข้มในตลาดเงินและตลาดอสังหาริมทรัพย์อย่างต่อเนื่อง 2) การควบคุมมลภาวะในอากาศช่วงฤดูหนาว (เดือน ต.ค.-มี.ค.) และ 3) การปฏิรูปด้านอุปทานเพื่อลดกำลังการผลิตส่วนเกิน ซึ่งกดดันผลผลิตและการลงทุน

แผนภาพที่ 37: ส่งออก (แท้จริง) เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญในปี 2017 ช่วยชดเชยการบริโภคและการลงทุนที่ชะลอตัวลง



แผนภาพที่ 38: ดัชนี PMI New Export Orders อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ครั้งแรกในรอบ 16 เดือน อาจสะท้อนถึงโมเมนตัมส่งออกที่จะเริ่มอ่อนกำลังลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนภาคต่างประเทศขยายตัวดีกว่าคาดในเดือน ม.ค. โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวจากวันหยุดยาวเทศกาลตรุษจีนที่ป็น้อยในเดือน ก.พ. (vs. เดือน ม.ค.ปีก่อน) โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ เติบโตขึ้นเล็กน้อยเป็น +11.1% YoY จาก+10.9% YoY ในเดือนก่อนและตามที่ตลาดคาด โดยส่งออกเร่งตัวขึ้นในกลุ่ม Emerging Market ได้แก่ อาเซียน (+18.4% YoY vs.+8.4% เดือนก่อน), ฮองกง (+18.9% YoY vs. +7.4% เดือนก่อน) และไต้หวัน (+25.4% YoY vs. +21.6% เดือนก่อน) ขณะที่ชะลอตัวลงในกลุ่ม Developed Market ได้แก่ สหรัฐ (+11.1% vs. +12.7% เดือนก่อน), สหภาพยุโรป (+10.3% vs. +12.7% เดือนก่อน) และญี่ปุ่น (+1.4% YoY vs. +14.9% เดือนก่อน)

ด้านการนำเข้า (Imports) เติบโตขึ้นเป็น +36.9% YoY จาก +4.5% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดเป็นอย่างมากที่ +10.6% YoY โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะน้ำมันที่ปรับสูงขึ้น โดยการนำเข้าแร่เหล็ก (-0.8% YoY vs. -9.9% เดือนก่อน), ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (+38.0% YoY vs. +26.0% เดือนก่อน) และน้ำมันดิบ (+44.7% YoY vs. +21.4% เดือนก่อน) ต่างเร่งตัวขึ้น

ยอดนำเข้าที่ขยายตัวสูงกว่าคาดเป็นอย่างมาก ขณะที่ส่งออกทรงตัว ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ม.ค. เกินดุล +2.03 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจาก +5.47 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดเป็นอย่างมากที่ +5.46 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

เรามองว่าโมเมนตัมภาคส่งออกจะเริ่มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าจาก 1) ดัชนีชี้แนวโน้ม PMI New Export orders เดือน ม.ค. ซึ่งปรับลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบ 16 เดือน 2) เงินหยวนที่แข็งค่าอย่างมาก (+2.8% นับตั้งแต่ต้นปี) จะเริ่มกดดันส่งออก และ 3) ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งอาจแข็งแกร่งมากขึ้น เนื่องจากยอดขาดดุลการค้ากับจีนได้เร่งตัวขึ้นในปีก่อน

โดยเรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 และ 2 จะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY และ +6.3% YoY ตามลำดับ จากการใช้นโยบายที่เข้มงวดทั้งในภาคการเงิน การคลัง และภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งกดดันการลงทุน และมาตรการควบคุมมลภาวะในอากาศช่วงฤดูหนาว (เดือน ต.ค. -มี.ค.) ที่จะกดดันภาคการผลิต และส่งออกซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีก่อน อาจเริ่มอ่อนกำลังลง

### **การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อเนื่อง ส่งผลให้สินเชื่อภาคธนาคารเดือน ม.ค. ลดลง และยอดระดมทุนรวมคงค้างชะลอตัวลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี**

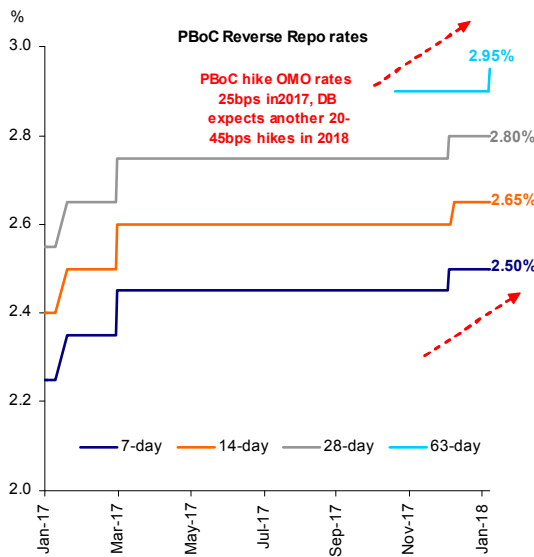
นับตั้งแต่การประชุมสมัชชาใหญ่พรรคคอมมิวนิสต์จีน (National Congress of the Communist Party of China) ได้สิ้นสุดไปในเดือน ต.ค. ทางการเงินก็ได้ออกมาตรการควบคุมภาคการเงินที่เข้มงวดขึ้น โดยเฉพาะการออกมาตรการควบคุมสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking) ซึ่งส่งผลให้สินเชื่อชะลอตัวลงและสภาพคล่องในระบบลดลง

โดยในเดือน ม.ค. ยอดระดมทุนรวมสุทธิ (Total Social Financing) ได้เพิ่มขึ้นเป็น 3.06 ล้านล้านหยวน จาก 1.14 ล้านล้านหยวนในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาด และต่ำกว่าช่วงเดียวกันปีก่อนที่ 3.7 ล้านล้านหยวน โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดระดมทุนรวมคงค้าง (Outstanding TSF) ได้ชะลอตัวลงเป็น +11.3% YoY จาก 12.0% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งเป็นเป้าของทางการจีน โดยนับเป็นการชะลอตัวลงต่อเนื่อง 3 เดือน สู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี

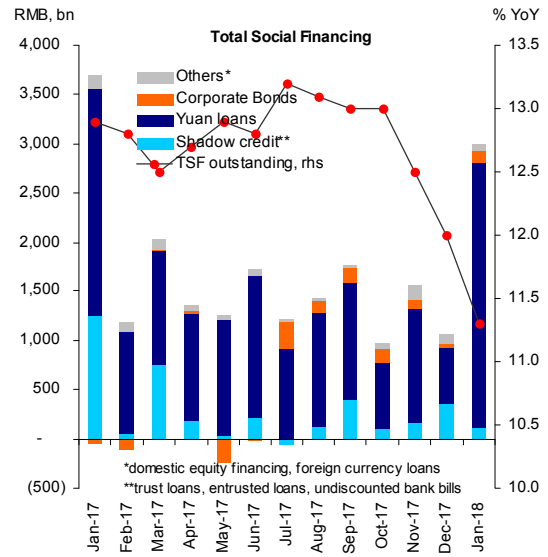
จากยอดปล่อยสินเชื่อภาคธนาคาร ซึ่งได้แก่ Entrusted Loans, Trust Loans, และ Undiscounted Bank Bills ที่ปรับลดลงเป็น 1.18 แสนล้านหยวน จาก 3.52 แสนล้านหยวนในเดือนก่อน และคิดเป็นสัดส่วนเพียง 4% ของยอดระดมทุนรวมในเดือนนี้เท่านั้น (vs. เฉลี่ย 18% ในปี 2017) จากการออกกฎเกณฑ์ควบคุมสินเชื่อภาคธนาคารอย่างต่อเนื่องในปีที่แล้ว เช่น การบังคับให้ธนาคารนำรวมสินเชื่อภาคธนาคารลงในงบดุลด้วย ซึ่งจะส่งผลให้ธนาคารต้องเพิ่มสัดส่วนเงินทุนสำรองต่อสินทรัพย์ และในช่วงปลายปี ทางการก็ได้เพิ่มความเข้มงวดในธุรกิจกลุ่มบริหารจัดการสินทรัพย์ (Asset Management) ซึ่งคาดว่าสินเชื่อกว่า 80% เป็นสินเชื่อภาคธนาคาร

ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อเงินหยวน (New Yuan Loans) เพิ่มขึ้นเป็น 2.9 ล้านล้านหยวน จาก 5.84 แสนล้านหยวนในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ 2.05 ล้านล้านหยวน ซึ่งส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลจากการสับเปลี่ยนสินเชื่อภาคธนาคารซึ่งไม่นับรวมในงบดุล มาเป็นสินเชื่อปกติที่นับรวมในงบดุลของธนาคาร

แผนภาพที่ 39: PBoC ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน 3 ครั้ง (25bps) ในปี 2017 และเราคาดว่า PBoC จะปรับเพิ่มอีก 20-45bps ในปีนี้



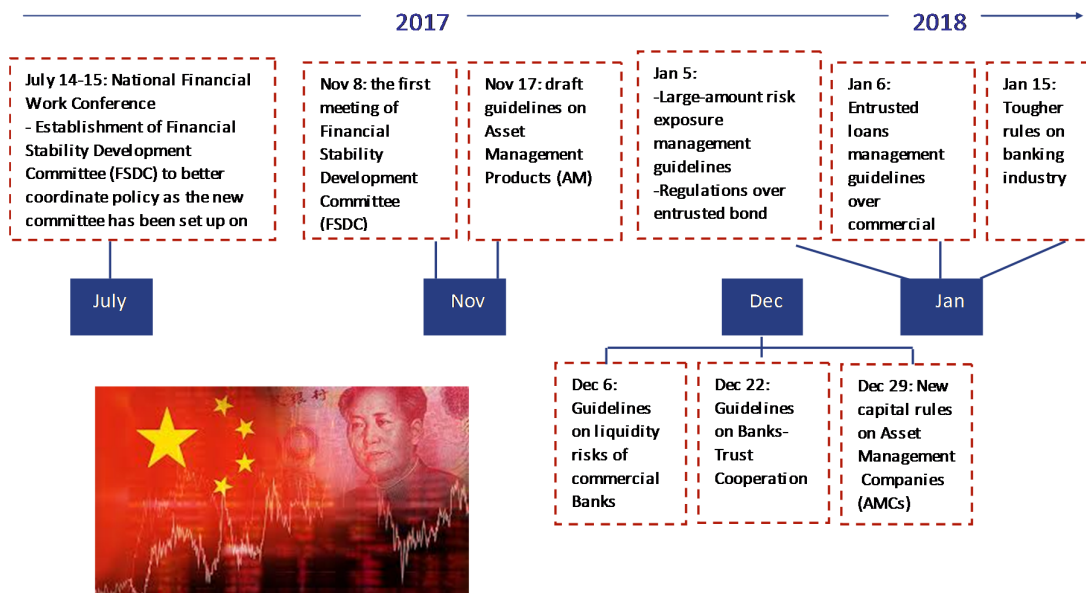
แผนภาพที่ 40: ยอดระดมทุนคงค้าง (กราฟเส้น) ขยายตัวต่ำสุดในรอบหลายปี ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อนอกภาคธนาคาร (แท่งสีฟ้า) ปรับตัวลดลง



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

แม้ยอดระดมทุนคงค้างจะชะลอตัวลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำกว่าเป้าหมายของทางการจีน (11.3% YoY vs. เป้าหมายที่ 12.0%) แต่หนี้ในระบบที่สูง (ราว 276% ของ GDP ณ ไตรมาส 3/2017 ตามการประเมินของ DB) และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากการเพิ่มขึ้นของหนี้ครัวเรือน กอปรกับหนี้ภาคธุรกิจที่ทรงตัวในระดับสูง ทำให้เราคาดว่าทางการจีนจะยังคงใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไปในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ ซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจให้ชะลอตัวลง

แผนภาพที่ 41: ทางการจีนออกมาตรการควบคุมภาคการเงินอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในช่วงปลายปี 2017 หลังการประชุมสมัชชาใหญ่พรรคคอมมิวนิสต์เสร็จสิ้นในเดือน ต.ค. โดยมีเป้าหมายหลักเพื่อลดสินเชื่อนอกภาคธนาคาร



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

**การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐมีแนวโน้มลดลงต่อในระยะข้างหน้า จากดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีแนวโน้มเกินดุลลดลงจากการปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่เน้นการบริโภคมากขึ้น**

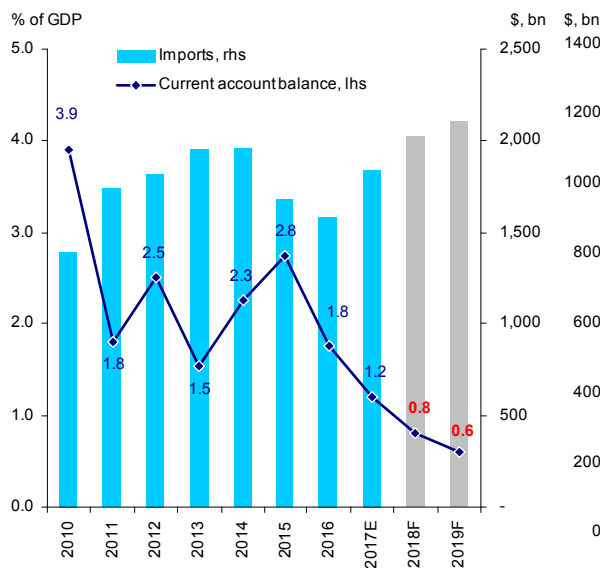
เรามองว่าการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (US Treasuries) ของจีนมีแนวโน้มลดลงต่อในระยะข้างหน้า โดยปัจจัยหลักไม่ใช่เพราะต้องการที่จะตอบโต้มาตรการทางการค้าที่รุนแรงขึ้นของสหรัฐฯ เช่น การประกาศเพิ่มภาษีนำเข้า (Tariffs) ในสินค้ากลุ่มเครื่องซักผ้าและแผงวงจรไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Panels) ในช่วงปลายเดือน ม.ค.ที่ผ่านมา แต่เป็นผลจากดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ที่ลดลงต่อเนื่อง

โดยการลดลงของดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดจากการปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจของจีนที่เน้นการบริโภคมากขึ้น ประกอบกับรายได้ภาคครัวเรือนที่สูงขึ้น และความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นจากภาคอสังหาริมทรัพย์ ส่งผลให้ผู้บริโภคมีกำลังซื้อมากขึ้น และมีความต้องการสินค้านำเข้าเพิ่มขึ้น

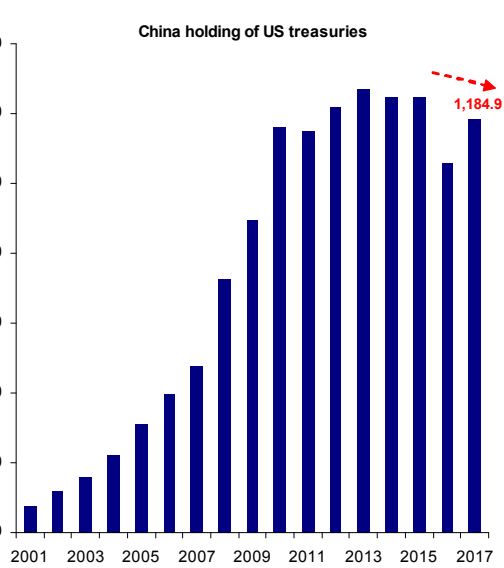
ซึ่งการนำเข้าสินค้าที่เพิ่มขึ้นนี้ จะส่งผลให้ดุลการค้า (Trade Balance) ซึ่งเป็นส่วนประกอบหลักของดุลบัญชีเดินสะพัดปรับลดลง ซึ่งดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลลดลงก็เหมือนกับว่ารัฐบาลจีนมีรายได้ที่จะนำไปลงทุนโดยการซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ น้อยลง

โดยนับถึงสิ้นปี 2017 จีนถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ มากเป็นอันดับ 1 ที่ 1.185 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือราว 8% ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ทั้งหมด (14.48 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งไม่นับรวมพันธบัตรที่ถือครองโดยภาครัฐของสหรัฐฯ เอง) ดังนั้น แนวโน้มการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ของจีนที่จะลดลงในระยะข้างหน้า อาจเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่จะกดดันราคาพันธบัตร และส่งผลให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้น

แผนภาพที่ 42: ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มเกินดุลลดลง จากการบริโภคที่แข็งแกร่งหนุนการนำเข้าสินค้า



แผนภาพที่ 43: ราคาการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ของจีนจะลดลง จากดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะเกินดุลลดลง

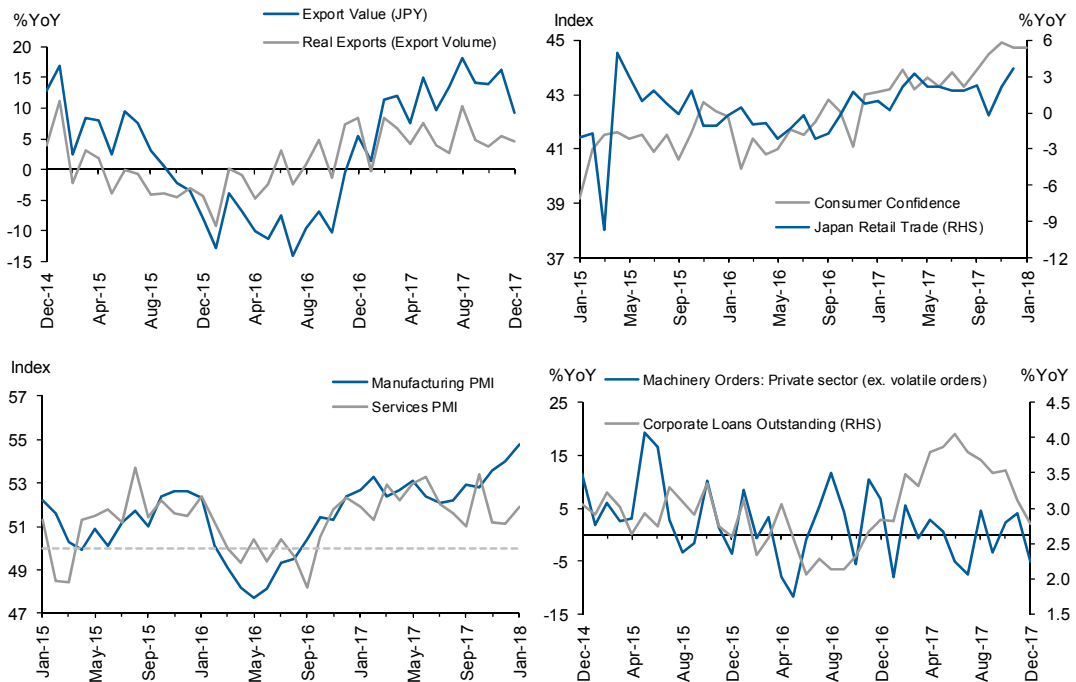


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวขึ้นได้ต่อเนื่อง โดยเฉพาะจากภายในประเทศ ในภาคการผลิต และการบริโภค ขณะที่การส่งออกและการลงทุนลดลง โดยเรามองว่า BoJ จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อเนื่องในปี นี้ จากเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่ทาง BoJ ก็ได้ส่งสัญญาณกับตลาด โดยการประกาศใช้มาตรการ Fixed-rate operation ในช่วงต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา นอกจากนี้ผู้ว่าฯ BoJ คนปัจจุบัน ที่มีกำหนดหมดวาระในวันที่ 8 เม.ย. นี้ น่าจะได้รับการแต่งตั้งต่ออีกสมัย ทำให้ BoJ น่าจะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อไป

แผนภาพที่ 44 : ภาคการผลิตและ การบริโภคเร่งตัวขึ้น ขณะที่การส่งออกและการลงทุนลดลง



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

## ภาคการผลิตและการลงทุนขยายตัวเพิ่มขึ้น การบริโภคเร่งตัวขึ้น ขณะที่การส่งออกชะลอตัวลง

**การบริโภคเร่งตัวขึ้น:** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +3.6%YoY จากเดือนก่อนที่ +2.1%YoY ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน ม.ค. ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 44.7 จุด ซึ่งยังคงอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับระดับหลังนายกฯ Shinzo Abe ประกาศใช้แผนปฏิรูปเศรษฐกิจ Abenomics ในปลายปี 2012

**ภาคการผลิตเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่ภาคบริการฟื้นตัวขึ้น:** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น 54.8 จุด ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น 51.9 จุด

**การส่งออกชะลอตัวลง:** ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยน เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +9.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +16.2%YoY ขณะที่ปริมาณการส่งออก (Export Volume) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +4.5%YoY จากเดือนก่อนที่ +5.5%YoY โดยเรามองว่าการส่งออกน่าจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง จากการฟื้นตัวของอุปสงค์โลกและแนวโน้มเงินเยนที่จะอ่อนค่าลง จากนโยบายการเงินของประเทศคู่ค้าที่จะเริ่มเข้มงวดขึ้นสวนทางกับของญี่ปุ่น (Policy Divergence)

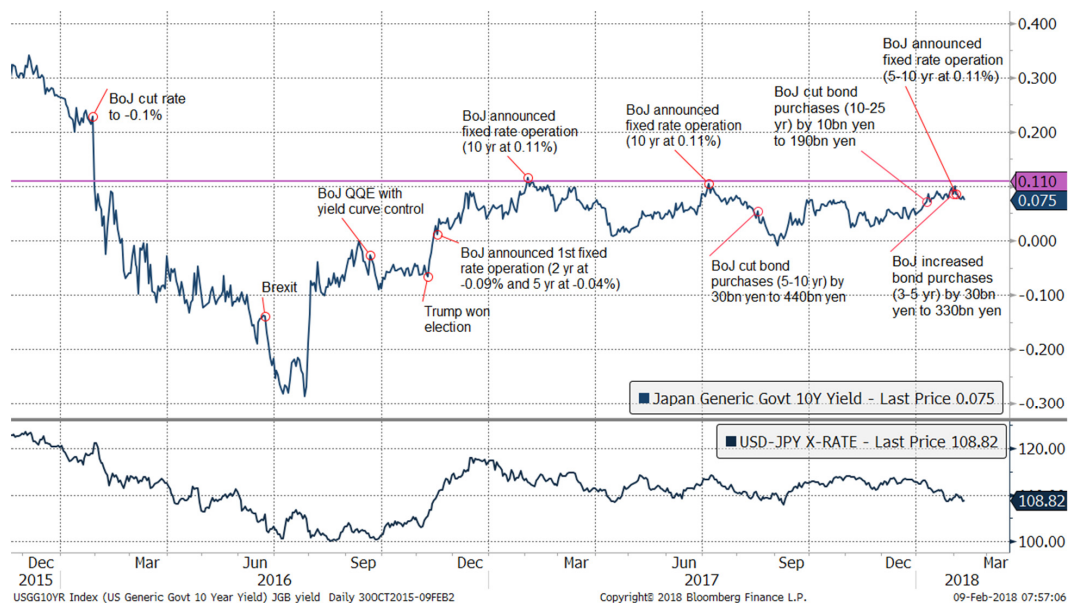
**การลงทุนพลิกกลับมาหดตัว:** ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) เดือน ธ.ค. หดตัว -5.0%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.1%YoY

### BoJ จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อเนื่องในปีนี้

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้ประกาศใช้ Fixed-Rate Operation หรือการรับซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุ 5-10 ปี ในปริมาณไม่จำกัด (Fixed-Rate Operation) ที่อัตราผลตอบแทนคงที่ที่ 0.11% ในวันที่ 2 ก.พ.ที่ผ่านมา ซึ่งการใช้มาตรการ Fixed-Rate Operation ครั้งนี้ นับเป็นครั้งที่ 4 ตั้งแต่ประกาศใช้มาตรการ Yield Curve Control ในเดือน ก.ย. 2016 เพื่อควบคุม Bond Yield อายุ 10 ปี ให้เป็นไปตามเป้าหมาย Yield Curve Control ที่ “ประมาณ” 0%

โดยเรามองว่านโยบายการเงินของญี่ปุ่นจะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อเนื่องในปีนี้ สวนทางกับนโยบายการเงินของประเทศอื่นที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น เช่น สหรัฐฯ ที่จะขึ้นดอกเบี้ยและลดขนาดงบดุล และยุโรปที่จะลด QE เนื่องจาก 1) เงินเพื่อญี่ปุ่นยังอยู่ในระดับต่ำ โดยเงินเพื่อไม่รวมราคาอาหารสด (Core CPI) เดือน ธ.ค. อยู่ที่ +0.9% YoY ยังคงต่ำกว่าเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% ค่อนข้างมาก 2) การประกาศใช้มาตรการ Fixed-rate Operation ซึ่งว่า BoJ จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อไป 3) นาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าฯ BoJ ซึ่งมีกำหนดหมดวาระในวันที่ 8 เม.ย. นี้ น่าจะได้รับการแต่งตั้งให้ดำรงตำแหน่งต่ออีกสมัย ซึ่งจะทำให้นโยบายการเงินของญี่ปุ่นไม่น่าจะมีการเปลี่ยนแปลงมาก โดยจะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงินต่อไป

แผนภาพที่ 45 : BoJ ประกาศใช้ Fixed Rate Operation เพื่อควบคุมผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีให้อยู่ที่ประมาณ 0%



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

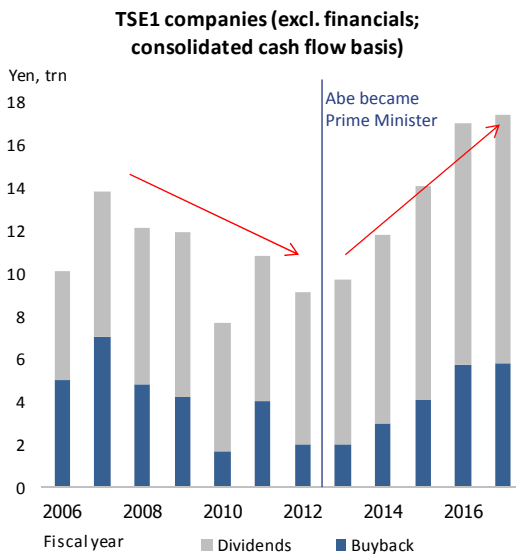
### การสนับสนุนให้มีการกำกับดูแลกิจการได้ส่งผลให้บริษัทจ่ายปันผล และซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้น

นายก Shinzo Abe ได้มีการสนับสนุนให้มีการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2013 เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุน และความโปร่งใสของคณะกรรมการบริษัท เช่น การส่งเสริมให้มีการเปิดเผยงบการเงินเป็นภาษาอังกฤษ, การส่งเสริมให้บริษัทจ่ายผลตอบแทนให้ผู้บริหารที่สะท้อนการเติบโตของบริษัทในระยะกลางถึงยาว เช่น จ่ายเป็นหุ้น หรือโบนัสที่สะท้อนการดำเนินงาน แทนการจ่ายเงินเดือนคงที่ และการสนับสนุนให้บริษัทมีกรรมการอิสระ (Independent Directors) มากขึ้น

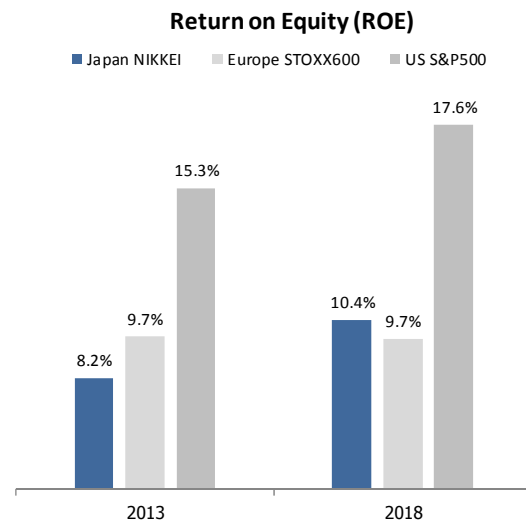
- โดยในช่วงที่ผ่านมา มีปัจจัยที่สนับสนุนให้มีการเพิ่มการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ที่สำคัญดังนี้
1. การออก Stewardship Code เพื่อเป็นแนวทางปฏิบัติให้กับบริษัทที่ต้องการเพิ่มการกำกับดูแลกิจการ Corporate Governance
  2. การจัดตั้งดัชนี JPX-Nikkei400 index ซึ่งมีเกณฑ์ในการคัดบริษัทเข้าดัชนี จากเฉลี่ย ROE ย้อนหลัง 3 ปี กำไรจากการดำเนินงาน และการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และ
  3. กองทุนบำเหน็จบำนาญของรัฐบาลญี่ปุ่น (Government Pension Investment Fund: GPIF) ซึ่งมีขนาดทรัพย์สินใหญ่ที่สุดในโลก คิดเป็นมูลค่าราว 157 ล้านล้านเยน ได้ใช้ดัชนี JPX-Nikkei400 index เป็นเกณฑ์ในการคัดเลือกหุ้น (Passively Managed Domestic Equity Portfolio) นอกจากนี้ BoJ ก็ได้ใช้ดัชนี JPX-Nikkei400 index เป็นเกณฑ์ในการเลือกซื้อกองทุน Exchange-Traded Funds (ETFs) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของมาตรการผ่อนคลายการเงิน Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) จำนวนปีละ 6 ล้านล้านเยน

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ทำให้บริษัทจ่ายปันผล และซื้อหุ้นคืน (Buyback) เพิ่มขึ้น และทำให้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return On Equity: ROE) เพิ่มขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ในปี 2013 ก่อนการส่งเสริมให้มีการกำกับดูแลกิจการ ROE ของบริษัทในดัชนี Nikkei อยู่ที่ 8.2% น้อยกว่าบริษัทในยุโรป (9.7%) จากดัชนี Stoxx600 และสหรัฐฯ (15.3%) จากดัชนี S&P500 ขณะที่ในปี 2018 ค่าการณ ROE ของดัชนี Nikkei อยู่ที่ 10.4% เพิ่มขึ้นมาแข่งของยุโรปที่ 9.7%

แผนภาพที่ 46 : การจ่ายปันผล และการซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัดตั้งแต่นายก Abe เข้ารับตำแหน่ง



แผนภาพที่ 47 : ดัชนี JPX-Nikkei400 Index ซึ่งมีเกณฑ์ในการคัดบริษัทเข้าดัชนี จาก ROE และการกำกับดูแลกิจการ ได้ส่งเสริมให้ ROE เพิ่มขึ้น



Source: Sumitomo Mitsui, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



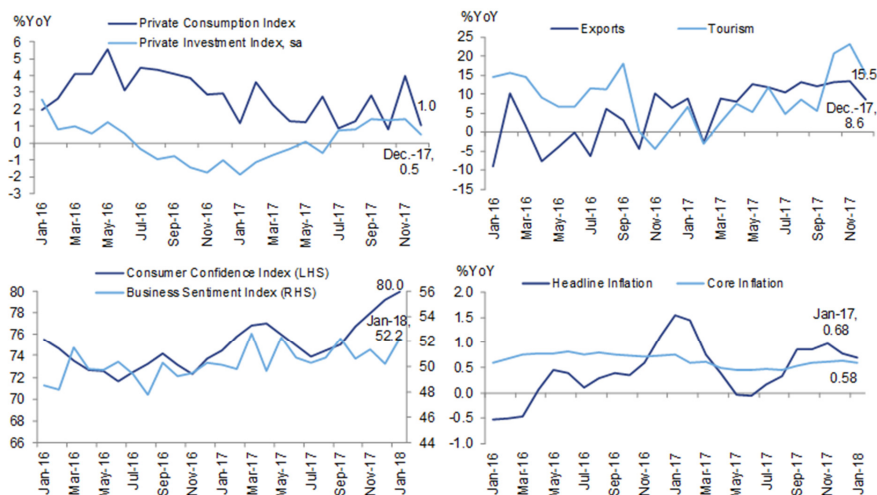
# เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแรงสนับสนุนหลักจากการส่งออกและการท่องเที่ยวที่ขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่อุปสงค์ในประเทศยังฟื้นตัวช้า โดยเฉพาะเกษตรกรที่มีสัดส่วนราว 1 ใน 3 ของแรงงานทั้งประเทศยังเผชิญกับปัญหาราคาสินค้าเกษตรที่อยู่ในระดับต่ำ ซึ่งกดดันให้การบริโภคภาคเอกชนไม่สดใส ส่วนการลงทุนภาครัฐที่ตลาดคาดหวังให้เป็นแรงกระตุ้นสำคัญกลับมีสัญญาณล่าช้าในหลายโครงการ สำหรับอัตราเงินเฟ้อยังฟื้นตัวช้า เราจึงคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018

## เศรษฐกิจภายในประเทศยังไม่สดใส

ดัชนี CCI และ BSI สะท้อนถึงความเชื่อมั่นของภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจต่อเศรษฐกิจไทยที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งสอดคล้องกับหน่วยงานทางเศรษฐกิจเริ่มปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปี 2018 โดยล่าสุดสำนักงานเศรษฐกิจการคลังปรับเพิ่มขึ้นจาก +3.8% YoY เป็น +4.2% YoY ใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ +4.1% YoY อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจที่หลายฝ่ายมองว่าสดใสมีแรงขับเคลื่อนหลักจากภาคต่างประเทศ โดยการส่งออกและการท่องเที่ยวในช่วงที่ผ่านมาขยายตัวดีและมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนยังเติบโตอย่างไม่แข็งแกร่งนัก สะท้อนจากดัชนี PCI และ PII ในเดือน ธ.ค. ที่ลดลง

แผนภาพที่ 48: การฟื้นตัวของภาคธุรกิจและการลงทุนภาคเอกชนยังไม่แข็งแกร่ง

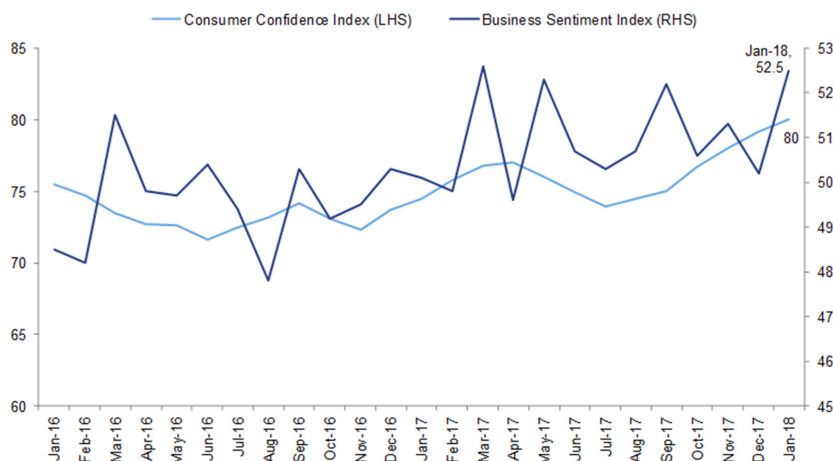


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจมีความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทยเพิ่มขึ้น

ดัชนีความเชื่อมั่นภาคครัวเรือน เดือน ม.ค. เติบโตขึ้นมาอยู่ที่ 80.0 (vs. 79.2 เดือนก่อน) และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจที่เร่งตัวขึ้นมาอยู่ที่ 52.5 (vs. 50.2 เดือนก่อน) ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี สะท้อนถึงมุมมองที่ดีขึ้นต่อภาวะเศรษฐกิจไทย โดยภาคครัวเรือนคาดว่าจะได้รับปัจจัยบวกจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ ขณะที่ภาคธุรกิจคาดว่าผลประกอบการในธุรกิจหลายกลุ่มมีแนวโน้มดีขึ้น ได้แก่ ปีโตรเคมี ผลิตภัณฑ์เหล็ก คำปลีก โรงแรมและร้านอาหาร

แผนภาพที่ 49: ความเชื่อมั่นภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจเร่งตัวอย่างต่อเนื่อง

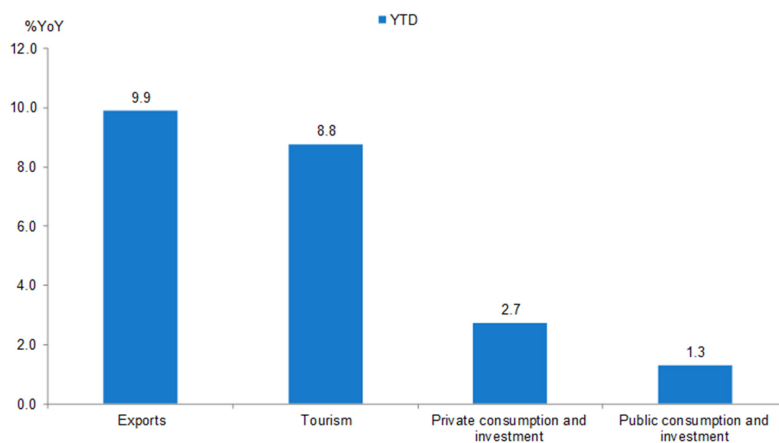


Source: University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### เศรษฐกิจไทยได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากภาคต่างประเทศ

เศรษฐกิจไทยในปี 2017 ได้รับแรงสนับสนุนหลักจากภาคต่างประเทศ ทั้งการส่งออกและการท่องเที่ยวที่ขยายตัวสูง ขณะที่การลงทุนและการบริโภคภาคเอกชนยังฟื้นตัวช้า +2.7% YoY การลงทุนและการบริโภคภาครัฐจึงถูกคาดหวังให้มีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม ในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี 2017 การลงทุนและการบริโภคภาครัฐขยายตัวเพียง +1.3% YoY

แผนภาพที่ 50: การท่องเที่ยวและการส่งออกหนุนเศรษฐกิจไทย



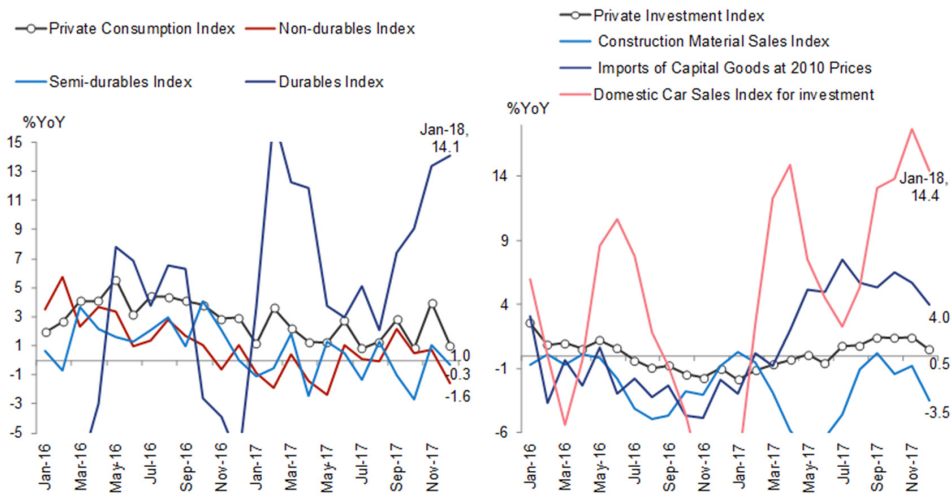
Note: Exports and Tourism data are 2017, while Private and Public consumption, Private and public investment are from 1Q17 to 3Q17

Source: National Economic and Social Development Board (NESDB), Ministry of Commerce (MoC), Department of Tourism (DoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## PCI และ PII สะท้อนถึงอุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่แข็งแกร่ง

รัฐบาลพยายามอัดฉีดเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจผ่านมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยตั้งแต่เดือน ต.ค. เป็นต้นมา แต่ดัชนีการบริโภคภาคเอกชนชะลอลงเป็น +1.0% YoY (vs. +4.0% เดือนก่อน) ในทิศทางเดียวกับดัชนีการลงทุนภาคเอกชนชะลอลงเป็น +0.5% YoY (vs. +1.4% เดือนก่อน) สะท้อนถึงอุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม ยอดจำหน่ายรถยนต์นั่งและรถยนต์เชิงพาณิชย์ขยายตัวโดดเด่น ส่วนหนึ่งได้อานิสงส์จากการครบกำหนดการถือครองรถยนต์ของโครงการรถยนต์คันแรกในเดือนกันยายน 2016

แผนภาพที่ 51: ดัชนีการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนชะลอตัว



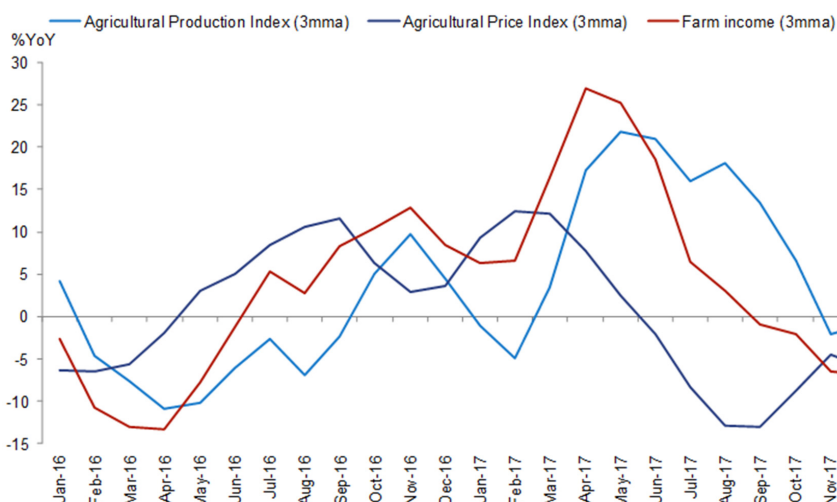
Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## รายได้เกษตรกรที่หดตัวต่อเนื่องกดดันกำลังซื้อภายในประเทศ

รายได้เกษตรกร เดือน ธ.ค. หดตัว -6.9% YoY ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 (vs. -6.5% เดือนก่อน) เป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของอุปทานสินค้าเกษตร (-0.9% YoY vs. -2.1% เดือนก่อน) กดดันให้ราคาลดลง -6.1% YoY (vs. -4.6% เดือนก่อน)

เราคาดว่ารายได้เกษตรกรในปี 2018 จะทรงตัวต่อเนื่องจากปีก่อน โดยผลผลิตทางการเกษตรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และกดดันให้ราคาสินค้าเกษตรอยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะพืชเศรษฐกิจอย่างยางพาราและปาล์มน้ำมันมีแนวโน้มที่จะมีผลผลิตสูงตามปริมาณน้ำฝนที่เพียงพอ

แผนภาพที่ 52: รายได้เกษตรกรมีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่อง

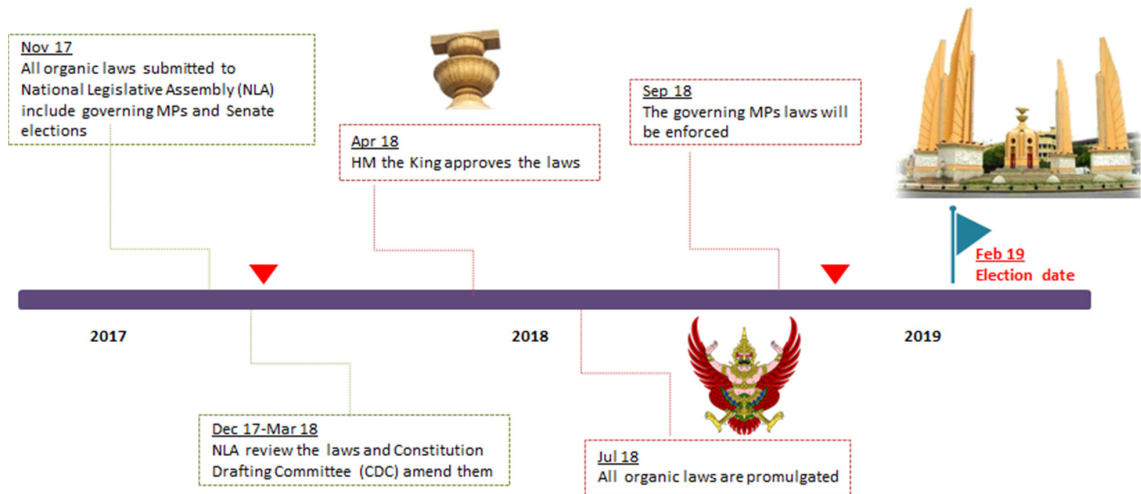


Source: Office of Agricultural Economics (OAE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### การเลือกตั้งล่าช้าออกไปเป็นเดือน ก.พ. 19

สภานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) มีมติเห็นชอบให้ร่าง พ.ร.บ. การเลือกตั้ง ส.ส. มีผลบังคับใช้หลังจากประกาศในราชกิจจานุเบกษา 90 วัน ส่งผลให้การเลือกตั้งล่าช้าไปเป็นเดือน ก.พ. 19 จากกำหนดการเดิมในเดือน พ.ย. 18 ซึ่งเราคาดว่า การเลือกตั้งที่ล่าช้ากว่ากำหนดการ 3 เดือนมีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติ อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี หากในปี 2019 ไม่มีการเลือกตั้ง อาจส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติขาดความเชื่อมั่นต่อเสถียรภาพทางการเมืองของไทย และทำให้การลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัวช้า

แผนภาพที่ 53: การเลือกตั้งเลื่อนออกไปเป็นเดือน ก.พ. 19

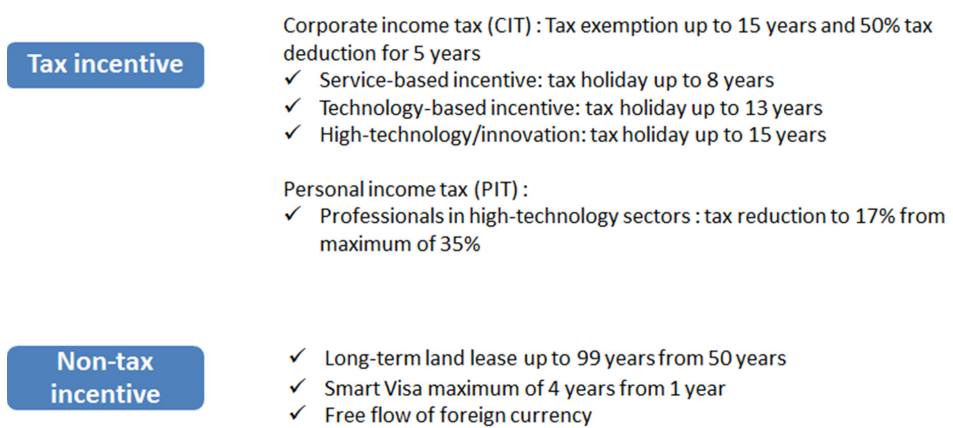


Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### เราคาดว่า พ.ร.บ. EEC จะบังคับใช้ใน 1Q18 ตามกำหนดการ

สภานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) มีมติเห็นชอบ ร่างพระราชบัญญัติเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (พ.ร.บ. EEC) ซึ่งมีเนื้อหาเกี่ยวกับสิทธิประโยชน์ของการลงทุนใน 10 อุตสาหกรรมเป้าหมายในพื้นที่ EEC โดยแบ่งออกเป็น 1) สิทธิประโยชน์ด้านภาษี ประกอบด้วย การยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสูงสุด 15 ปี และการยกเว้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเหลือ 17% จากเดิมที่มีระดับสูงสุด 35% และ 2) สิทธิประโยชน์ที่มีใช้ภาษี อาทิ การเช่าที่ดินเป็นระยะเวลา 99 ปี และ Smart Visa ที่อนุญาตให้ผู้เชี่ยวชาญเข้ามาอยู่ในประเทศไทยได้นานสุด 4 ปี การบังคับใช้ พ.ร.บ. EEC ดังกล่าวจะรับประกันสิทธิประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับซึ่งจะเพิ่มความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน

แผนภาพที่ 54: พ.ร.บ. EEC รับประกันสิทธิประโยชน์ที่นักลงทุนจะได้รับ

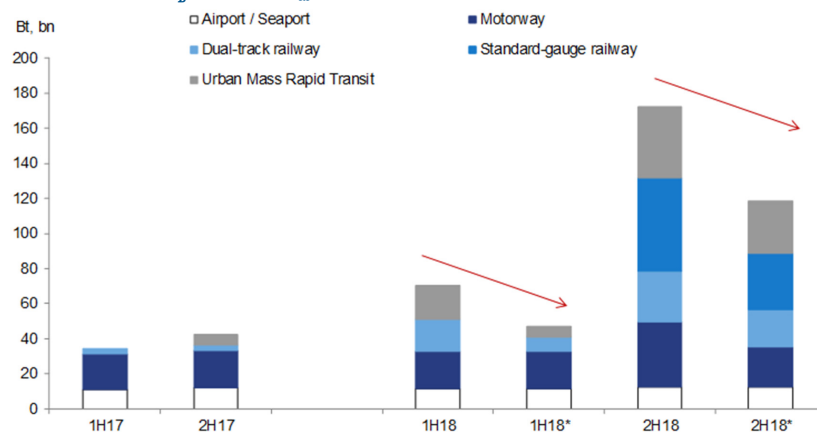


Source: Board of Investment (BOI), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## การลงทุนภาครัฐหลายโครงการมีสัญญาฉบับล่าช้า

เม็ดเงินลงทุนที่จะกระจายเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในปี 2018 อาจลดลงกว่าที่ราคาประมาณ 80,000 ล้านบาท จากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลหลายโครงการมีแนวโน้มล่าช้า อาทิ โครงการรถไฟทางคู่ 5 เส้นทาง และโครงการรถไฟฟาสีชมพูและสีเหลืองที่ประมูลแล้วเสร็จใน 4Q17 มีแนวโน้มล่าช้าจากการส่งมอบพื้นที่ ขณะที่การประมูลทางด่วน 2 เส้นทาง ได้แก่ โครงการทางด่วนพระราม 3-ดาวคะนอง-วงแหวนรอบนอกตะวันตก และโครงการทางด่วนขั้นที่ 3 สายเหนือ ตอน N2 และ E-W Corridor ด้านตะวันออกมีแนวโน้มล่าช้าจากการระดมทุน Thailand Future Fund ที่ล่าสุดมีการเลื่อนกำหนดการขายกองทุนวงเงิน 4.4 หมื่นล้านบาทออกไปเป็นเดือน มิ.ย.-ก.ค. จากกำหนดการเดิมในเดือน มี.ค.

แผนภาพที่ 55: การลงทุนภาครัฐที่มีแนวโน้มล่าช้าส่งผลให้เม็ดเงินลงทุนกระจายเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจลดลงราว 80,000 ล้านบาท

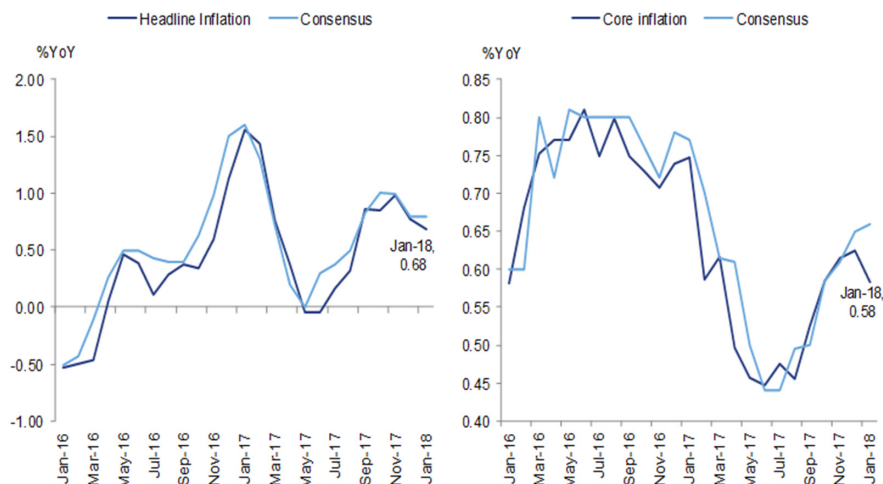


Note: \* = revised estimate as of Feb 18  
Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานต่ำกว่าที่ตลาดคาด

อัตราเงินเฟ้อเดือน ม.ค. ชะลอลงเป็น +0.68% YoY (vs. +0.78% เดือนก่อน) จากราคาอาหารสดที่หดตัวและราคาพลังงานที่ชะลอตัว ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอลงเป็น +0.58% YoY (vs. +0.62% เดือนก่อน) สะท้อนถึงอุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่แข็งแกร่ง ทั้งนี้ เราปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเป็น +1.1% จากเดิม +1.4% และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเป็น +0.6% จากเดิม +0.8% อัตราเงินเฟ้อที่พื้นฐานต่ำกว่าทำให้เรายังคาดว่า กนง.จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018

แผนภาพที่ 56: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานพื้นฐาน



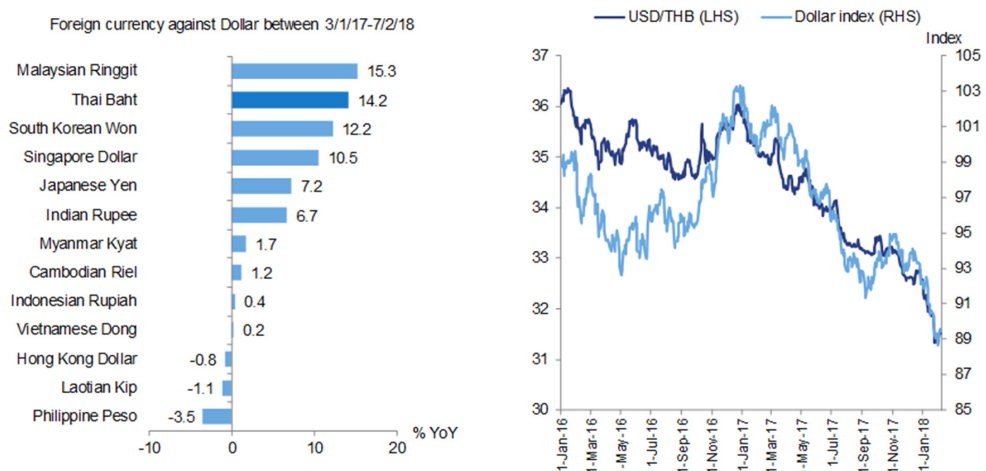
Source: Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**เงินบาทมีแนวโน้มพลิกกลับมาอ่อนค่าในระยะสั้น แต่ในระยะยาวดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลสูงจะกดดันให้เงินบาทแข็งค่า**

ตั้งแต่ต้นปี 2017 เงินบาทแข็งค่า +14.2% YoY ในทิศทางเดียวกันกับประเทศอื่นๆในภูมิภาค อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงในระยะสั้นตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มพลิกกลับมาแข็งค่า เนื่องจากตัวเลขการจ้างงานและอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ เราคาดว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) อาจขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 4 ครั้งมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 3 ครั้ง

อย่างไรก็ดี ในระยะยาวเรายังคงคาดการณ์เงินบาท ณ สิ้นปีที่ 32.0 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ และปรับคาดการณ์ค่าเงินบาทเฉลี่ยทั้งปี 2018 ให้แข็งค่าขึ้นมาที่ 32.0 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ จากเดิม 33.4 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามดุลบัญชีเดินสะพัดที่คาดว่าจะเกินดุลสูงต่อเนื่องจากปีก่อน

*แผนภาพที่ 57: เงินบาทแข็งค่าทิศทางเดียวกับประเทศอื่นในภูมิภาค และในระยะถัดไปเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงในระยะสั้นตามเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้น*



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

## TISCO Economic Strategy Unit

### คมนตรี ประกอบผล

Head of Strategy Unit

- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)  
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์  
สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

### ชานนท์ บุญนุช

Senior Economist

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

ประสบการณ์ทำงาน: 3 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกร ธนาคารแห่งประเทศไทย

### วิลันดา ดิสเรตตีวัฒน์

Economist

- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่ง เศรษฐกรผู้ช่วย

### ซารา ฟลพิบูลย์

Economist

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

### ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

Economist

- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### วีระพันธ์ โรจน์รัฐกุล

Strategist

- ปริญญาโท Investment Management (Award of Distinction & Beta Gamma Sigma Honor)  
Cass Business School
- ปริญญาตรี บริหารธุรกิจภาคภาษาอังกฤษ ภาคการเงิน (เกียรตินิยม)  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- สอบผ่าน CFA Level 3

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

### สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

Research Assistant

- ปริญญาตรี 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](mailto:wealth@tisco.co.th)

[www.tiscowealth.com](http://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	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 6737017
	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 745 6360	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080	เซ็นทรัลพลาซ่า 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	แพชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดีไอเอสสยาม ชั้น 1	: 02 623 9141
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกชัย ชั้น M	: 02 108 2998	เอสทีไอเอส พาร์ก 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เอสทีไอเอส รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855		
จันทร - ศุภร์	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกบินทร์	: 02 633 4333	ศรีนครินทร์	: 02 758 6269
	รัตนาธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166	วงจักร	: 02 621 0141
	เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220	บางลำพู	: 02 629 3009
	ทองหล่อ	: 02 712 5099				

### 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	พุกยา	: 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	โลดิส ไทรราช	: 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
ถนนพิทักษ์ภูเก็ต	หาดใหญ่	: 074 238 855		สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว