



TIPS

April
2018

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เราประเมินว่าการขึ้นภาษีของสหรัฐฯ จะส่งผลจำกัดต่อเศรษฐกิจ เนื่องจากการนำเข้าสินค้าเหล็กและอลูมิเนียมมีน้ำหนักเป็นสัดส่วนไม่ถึง 2% ของการนำเข้าสินค้าทั้งหมดของสหรัฐฯ และกำแพงภาษียังน่าจะส่งผลกระทบต่อปริมาณการนำเข้าเนื่องจากการจะเพิ่มกำลังการผลิตเพื่อทดแทนการนำเข้าจากต่างประเทศนั้น จำเป็นต้องมีการลงทุนเป็นจำนวนมากซึ่งยังไม่น่าจะเกิดขึ้นท่ามกลางความเสี่ยงทางด้านนโยบายที่ยังมีความไม่แน่นอนว่าภาษีดังกล่าวจะบังคับใช้เป็นเวลานานเท่าใดและจะมีการยกเว้นการเก็บภาษีให้กับประเทศใดบ้าง
- การขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ อาจเป็นการช่วยทำให้เกิดการขึ้นกำแพงภาษีเพื่อตอบโต้จากประเทศคู่ค้า แต่เราประเมินความเสี่ยงการเกิดสงครามการค้าโลกอย่างเต็มรูปแบบจะยังมีโอกาสเกิดขึ้นได้น้อยในช่วงนี้
- เราแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) หุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้นและมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน 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: สงครามการค้า...ความกลัวของทรมัปีหรือความเสี่ยงของโลก?	7
ตลาดหุ้น	9
ตลาดตราสารหนี้	11
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	13
○ Global Economic Insights	19
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	20
เศรษฐกิจยุโรป	27
เศรษฐกิจจีน	33
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	38
เศรษฐกิจไทย	42



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
วิลันดา ดิสรตเตวีวัฒน์
ชาร่า ผลพิบูลย์

ทิพย์รัตน์ นันทปริดาวัฒน์
วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล
สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

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

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สกอไม่ต้องการรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ที่ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ในเดือนที่ผ่านมา หนึ่งในข่าวใหญ่ที่สุดที่อยู่ในความสนใจของทั้งนักลงทุนและประชาชนในวงกว้างคงหนีไม่พ้นการที่ประธานาธิบดีทรัมป์ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมขึ้นเป็น 25% และ 10% ตามลำดับ ซึ่งสร้างความกังวลไปทั่วโลก

แม้เราจะประเมินว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกจะมีจำกัด และความเสี่ยงการเกิดสงครามการค้าโลกอย่างเต็มรูปแบบจะยังมีโอกาสเกิดขึ้นได้น้อยในช่วงนี้ แต่กระแสแนวคิดแบบชาตินิยมที่มุ่งหวังปกป้องผลประโยชน์ของชาติตนเองเป็นหลัก นั้นนับเป็นปรากฏการณ์ทางสังคมและการเมืองที่สำคัญที่อาจนำไปสู่การเผชิญหน้าและความขัดแย้งระหว่างประเทศที่รุนแรงในอนาคต

เราวิเคราะห์ว่ากระแสชาตินิยมมีต้นเหตุมาจากความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจซึ่งก่อตัวขึ้นทั่วโลกในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา โดยมีจุดเริ่มต้นมาจากกระแสโลกาภิวัตน์ ซึ่งสร้างความเดือดร้อนให้กับกลุ่มแรงงานและผู้มีรายได้น้อยในประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งถูกกระทบจากการย้ายฐานการผลิตไปยังประเทศที่มีต้นทุนค่าจ้างต่ำกว่า ซึ่งประชาชนในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จะอาศัยอยู่ในพื้นที่ที่เรียกรวมกันว่า Rust Belt ซึ่งครอบคลุมรัฐ Pennsylvania Ohio และ Michigan ซึ่งเป็นฐานเสียงที่สำคัญที่สนับสนุนให้ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้ง ซึ่งปรากฏการณ์ทางการเมืองในลักษณะนี้ก็มีให้เห็นในหลายประเทศในยุโรปที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ เช่น กรีซ และอิตาลี ด้วยเช่นกัน

พัฒนาการของการเมืองโลกที่มีแนวโน้มที่จะนำไปสู่การเผชิญหน้ามากขึ้น และนักการเมืองหน้าใหม่ซึ่งเริ่มก้าวเข้าสู่อำนาจในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา อาจทำให้เสถียรภาพของการเมืองโลกสั่นคลอนและมีความเสี่ยงจะนำไปสู่ความขัดแย้งระหว่างประเทศได้มากขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เราต้องจับตามองอย่างใกล้ชิดต่อไป

ในด้านตลาดหุ้น ผลประกอบการในไตรมาส 4/2017 ขยายตัวได้ดีต่อเนื่องตามการฟื้นของเศรษฐกิจ แต่ความเสี่ยงทางด้าน Valuation ยังคงกดดัน Upside ของตลาด ซึ่งทำให้ตลาดยังมีความผันผวนสูงในช่วงนี้ ในขณะที่กลุ่ม US REITs ซึ่งแม้จะปรับฐานลงมาราว 10% นับจากต้นปี แต่เราประเมินว่า Upside ยังมีจำกัดและยังไม่แนะนำให้เข้าลงทุน

ส่วนในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ราคาน้ำมันได้ปรับตัวลดลงมากอยู่ที่ราว 60-62 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ตามที่เราคาด มองไปข้างหน้าเราคาดว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวอยู่ที่ระดับนี้ไปอย่างน้อยจนถึงปลายเดือน เม.ย. เนื่องจากถูกกดดันจากสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- ในด้านตลาดหุ้น ผลประกอบการในไตรมาส 4/2017 ขยายตัวได้ดีต่อเนื่องตามการฟื้นของเศรษฐกิจ แต่ความเสี่ยงทางด้าน Valuation ยังคงกดดัน Upside ของตลาด ซึ่งทำให้ตลาดยังมีความผันผวนสูงในช่วงนี้
- เราแนะนำในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้นและมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน
- เราแนะนำในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ
- เราแนะนำในตลาดหุ้นเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้
- กลุ่ม US REITs ซึ่งแม้จะปรับฐานลงมาราว 10% นับจากต้นปี แต่เราประเมินว่า Upside ยังมีจำกัดและยังไม่แนะนำให้เข้าลงทุน
- ราคาน้ำมันได้ปรับตัวลดลงมากอยู่ที่ราว 60-62 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลตามที่เราคาด มองไปข้างหน้าเราคาดว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวอยู่ที่ระดับนี้ไปอย่างน้อยจนถึงปลายเดือน เม.ย. เนื่องจากถูกกดดันจากสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,817	2.4%	0.6%	5.8%	9.4%	3.6%	16.7%
Philippines PCOMP	8,238	-1.6%	-4.3%	-1.2%	0.7%	-3.7%	13.2%
Indonesia JCI	6,305	-2.0%	-4.3%	3.0%	7.4%	-0.8%	14.3%
Singapore STI	3,508	0.7%	1.9%	2.7%	9.3%	3.1%	10.9%
Malaysia KLCI	1,846	0.1%	0.4%	5.3%	3.4%	2.8%	6.3%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	31,502	1.6%	1.2%	9.2%	13.3%	5.3%	29.7%
China H HSCEI	12,673	1.9%	1.1%	11.5%	14.5%	8.2%	20.4%
MSCI China	98	2.4%	3.6%	13.3%	17.1%	9.8%	46.3%
China CSI300	4,056	-1.3%	2.3%	1.9%	5.9%	0.6%	16.5%
Taiwan TWSE	11,028	1.5%	5.8%	5.1%	4.2%	3.6%	12.1%
Korea KOSPI	2,494	1.4%	3.0%	0.5%	4.5%	1.1%	16.0%
MSCI Korea	760	1.8%	3.5%	1.5%	5.9%	1.4%	21.1%
India SENSEX	33,270	-0.1%	-2.2%	-0.6%	3.1%	-2.3%	12.5%
MSCI India	1,227	1.5%	-1.0%	-0.4%	2.3%	-3.0%	11.8%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,949	-0.2%	0.8%	-0.8%	4.5%	-1.9%	2.8%
Japan TOPIX	1,737	1.2%	0.0%	-3.2%	6.0%	-4.5%	10.4%
Japan Nikkei 225	21,677	1.0%	-0.2%	-3.9%	8.9%	-4.8%	10.7%
Europe STOXX600	377	-0.2%	-0.8%	-2.8%	-0.9%	-3.0%	-0.1%
Euro STOXX50	3,424	0.1%	-0.1%	-3.8%	-2.6%	-2.3%	-0.5%
US Dow Jones	24,874	-0.1%	-1.4%	0.9%	11.7%	0.6%	18.8%
US S&P500	2,747	0.3%	0.6%	2.7%	9.9%	2.8%	15.4%
MSCI US REITs	1,053	0.9%	0.5%	-10.3%	-10.6%	-9.0%	-7.3%
J-REITs	1,696	2.2%	1.9%	1.0%	1.4%	2.0%	-5.7%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,157	-0.9%	-1.9%	-4.5%	-0.8%	-6.9%	-3.5%
Germany DAX	12,400	0.4%	-0.4%	-5.4%	-1.0%	-4.0%	2.6%
France CAC 40	5,270	-0.1%	-0.2%	-1.5%	1.1%	-0.8%	5.1%
Switzerland SMI	8,880	-0.6%	-1.2%	-5.5%	-1.6%	-5.3%	2.5%
Portugal PSI 20	5,440	0.3%	-1.2%	1.0%	4.6%	1.0%	18.1%
Spain IBEX 35	9,684	0.0%	-1.5%	-4.6%	-6.1%	-3.6%	-4.8%
Italy FTSE MIB	22,741	0.0%	-0.3%	2.9%	2.3%	4.1%	13.1%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	84,928	-0.1%	0.5%	17.0%	12.1%	11.2%	29.1%
Chile IPSA	5,587	0.2%	-0.6%	6.7%	7.4%	0.4%	21.0%
Mexico MEXBO	47,817	-0.9%	-2.2%	-0.6%	-4.2%	-3.1%	-0.5%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	588	1.3%	2.0%	6.2%	9.3%	3.3%	23.1%
MSCI Latin America	3,048	-0.7%	-2.0%	12.3%	2.0%	7.8%	16.1%
MSCI All Country World	522	-0.6%	0.0%	3.0%	7.7%	1.8%	15.8%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	61.28	-1.2%	-0.6%	6.9%	22.8%	1.4%	25.7%
Brent Spot	65.17	-0.5%	0.5%	3.1%	17.2%	-2.5%	26.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.89	0.44	0.73	-2.04	-1.84	-2.56	0.90
Gold Spot	1319.43	-0.3%	-2.0%	4.5%	1.0%	1.3%	7.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2249.10	0.2%	0.6%	0.8%	2.5%	1.1%	7.4%
Bloomberg Agri Subindex	49.41	-0.6%	1.1%	5.4%	-0.2%	4.0%	-8.7%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	275.86	0.1%	0.1%	0.5%	0.9%	0.0%	5.2%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.60	0.0%	0.2%	0.6%	0.9%	0.5%	2.2%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	280.03	0.1%	0.2%	0.8%	1.0%	0.5%	3.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	359.28	0.1%	0.4%	0.9%	1.0%	0.3%	5.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	237.27	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%	0.5%	3.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.35	-3	-6	-12	-8	-8	-19
2Y	1.38	-1	-2	-10	-7	-8	-26
5Y	1.84	-1	-1	-4	7	-1	-39
10Y	2.55	-1	0	-4	11	1	-30
Spread 10Y-2Y	117	0	1	6	17	10	-4
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.82	-8	-6	46	61	41	28
Japan 10Y	0.04	-2	-2	-1	1	-1	-4
UK 10Y	1.42	-7	-16	27	11	23	17
German 10Y	0.57	-8	-14	27	13	14	12
Spain 10Y	1.36	-8	-10	-10	-25	-21	-54
Italy 10Y	1.95	-6	-3	14	-13	-7	-42
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.39	1.8	-3.1	7.0	6.2	5.4	5.2
Dollar index	89.96	-0.2%	1.0%	-4.2%	-2.1%	-2.4%	-10.4%
USD/THB	31.19	-0.4%	-0.4%	-4.5%	-5.7%	-4.2%	-10.7%
EUR/USD	1.23	0.2%	-0.6%	4.5%	3.3%	2.7%	15.0%
GBP/USD	1.40	0.9%	-0.4%	4.3%	3.6%	3.4%	13.1%
USD/JPY	105.74	-1.0%	-0.4%	-6.0%	-5.2%	-6.2%	-6.7%
USD/CNY	6.32	-0.2%	-0.3%	-4.4%	-3.8%	-2.8%	-8.3%
USD/CNH	6.32	-0.1%	0.4%	-4.3%	-3.9%	-3.0%	-8.0%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

3/16/2018

1:15:02 PM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาคาด Bond Yield 10 ปี เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 3.0% - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง - การปรับฐานทำให้เริ่มมี Upside เพิ่มขึ้น - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่อง - Valuation เริ่มแพงเมื่อเทียบกับภูมิภาค - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นจนถึงไตรมาส 2 - ตลาดปรับฐานลงมาแรงถือเป็นโอกาสซื้อ - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - Fund Flow น่าจะไหลเข้าช่วงไตรมาส 1 จากดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่า - ได้ประโยชน์จากการเติบโตของหุ้นกลุ่ม Tech - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป - การปรับฐานทำให้ตลาดมี Upside เพิ่มขึ้น - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังคงอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผล - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> - ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจฟื้น แต่ยุโรปแข็งค่า กดดันกำไรบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> - กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าจะกดดันราคาทองคำ - ความเสี่ยงจากเกาหลีเหนือจะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้น - แนะนำขายทำกำไรระยะสั้น
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง ทำให้ตลาดน่าจะกลับมา Oversupplied - สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นถึงเดือน พ.ค. - คาดราคาน้ำมันทรงตัวที่ราว 60 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในครึ่งปีแรก
US REITs				<ul style="list-style-type: none"> - Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มีความเสี่ยงที่จะกดดันราคาให้ลดลง - คงคำแนะนำ Underweight
J-REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - คงคำแนะนำ Underweight
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> - โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ Current Recommendation ■ Previous Recommendation

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

Special Topic: สงครามการค้า...ความกลัว ของทรัมป์หรือความเสี่ยงของโลก?

ในเดือนที่ผ่านมา หนึ่งในข่าวใหญ่ที่สุดที่อยู่ในความสนใจของทั้งนักลงทุนและประชาชนในวงกว้างคงหนีไม่พ้นการที่ประธานาธิบดีทรัมป์ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมขึ้นเป็น 25% และ 10% ตามลำดับ ซึ่งสร้างความกังวลไปทั่วโลก

ลำพังการขึ้นภาษีเองนั้นคงไม่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากนัก เนื่องจากการนำเข้าสินค้าเหล็กและอลูมิเนียมมีมูลค่าเป็นสัดส่วนที่น้อยมากเพียงไม่ถึง 2% ของการนำเข้าสินค้าทั้งหมดของสหรัฐฯ ยิ่งไปกว่านั้นกำแพงภาษียังน่าจะส่งผลกระทบต่อที่จำกัดต่อปริมาณการนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม เนื่องจากโรงงานผลิตเหล็กในสหรัฐฯ ได้มีการปิดตัวไปค่อนข้างมากในช่วงหลายปีที่ผ่านมา และการจะเพิ่มกำลังการผลิตเพื่อทดแทนการนำเข้าจากต่างประเทศนั้น จำเป็นต้องมีการลงทุนเป็นจำนวนมากซึ่งยังไม่น่าจะเกิดขึ้นท่ามกลางความเสี่ยงทางด้านนโยบายที่ยังมีความไม่แน่นอนว่าภาษีดังกล่าวจะบังคับใช้เป็นเวลานานเท่าใดและจะมีการยกเว้นการเก็บภาษีให้กับประเทศใดบ้าง รวมไปถึงความต้องการเหล็กในสหรัฐฯ เอง ซึ่งไม่ได้มีการเติบโตมากนักในช่วงที่ผ่านมา จึงไม่น่าจะเพียงพอที่จะจูงใจให้เกิดการลงทุนในช่วงนี้ ดังนั้นเราจึงประเมินว่าการขึ้นภาษีจะส่งผลกระทบต่อประเทศคู่ค้าของสหรัฐฯ แต่อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมในสหรัฐฯ เอง เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ ผู้ผลิตอาหารและเครื่องตีกระทบ ฯลฯ ที่ต้องแบกรับต้นทุนที่สูงขึ้นจากภาษีและอาจกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลก

แม้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกจะมีจำกัด แต่ที่ตลาดกังวลมากกว่าก็คือการตอบโต้จากประเทศคู่ค้า ซึ่งอาจลุกลามและขยายวงกว้างจนนำไปสู่สงครามการค้าโลก โดยทางสหภาพยุโรปซึ่งเป็นผู้ส่งออกเหล็กรายใหญ่ไปยังสหรัฐฯ ได้ขู่ว่าจะมีการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจำพวกเครื่องบินแอลกอฮอล์ กางเกงยีนส์ และรถยนต์ไฮบริดจากสหรัฐฯ เพื่อตอบโต้ ในขณะที่ประธานาธิบดีทรัมป์ได้ขู่ว่าหากสหภาพยุโรปทำเช่นนั้น สหรัฐฯ ก็จะขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จากยุโรป เพื่อเป็นการตอบโต้อีกระลอก ซึ่งหากสถานการณ์บานปลายใหญ่โตไปเช่นนั้น ก็คงจะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกในวงกว้างอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

แม้ว่าความเสี่ยงการเกิดสงครามการค้าโลกอย่างเต็มรูปแบบจะยังมีโอกาสเกิดขึ้นได้น้อยในช่วงนี้ แต่กระแสแนวคิดแบบชาตินิยมที่มุ่งหวังปกป้องผลประโยชน์ของชาติตนเองเป็นหลัก แทนที่จะแสวงหาความร่วมมือเพื่อให้ทุกฝ่ายได้ประโยชน์ไปพร้อมกันนั้น อาจเป็นจุดเริ่มต้นของปัญหาที่ใหญ่กว่าซึ่งกำลังรอการปะทุขึ้นในอนาคต

ปัญหาที่เรากำลังจะกล่าวถึงนั้นก็คือปัญหาเรื่องความเหลื่อมล้ำทางเศรษฐกิจซึ่งก่อตัวขึ้นทั่วโลกในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา โดยมีจุดเริ่มต้นมาจากกระแสโลกาภิวัตน์ ซึ่งแม้จะมีส่วนสำคัญในการผลักดันให้เศรษฐกิจโลกเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ก็สร้างความเดือดร้อนให้กับประชากรบางกลุ่มโดยเฉพาะกลุ่มแรงงานและผู้มีรายได้น้อยในประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งถูกกระทบจากการย้ายฐานการผลิตไปยังประเทศที่มีต้นทุนค่าจ้างต่ำกว่า ซึ่งประชาชนในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จะอาศัยอยู่ในพื้นที่ที่เรียกรวมกันว่า Rust Belt ซึ่งครอบคลุมรัฐ Pennsylvania Ohio และ Michigan ซึ่งเป็นฐานเสียงที่สำคัญที่สนับสนุนให้ประธานาธิบดี โดนัลด์ ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้ง

ต่อมาจนถึงช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 ซึ่งเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้าและเงินเฟ้อที่ต่ำจนเกือบจะกลายเป็นเงินฝืด ธนาคารกลางหลักทั่วโลกจึงต้องใช้นโยบายดอกเบี้ยต่ำและอัดฉีดสภาพคล่องจำนวนมากเพื่อระดับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา แต่แนวทางการแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจดังกล่าวกลับเป็นการซ้ำเติมปัญหาความเหลื่อมล้ำให้ช่องว่างระหว่างคนรวยและคนจนยิ่งกว้างขึ้นไปกว่าเดิม เนื่องจากนโยบายดังกล่าวมีส่วนสำคัญในการผลักดันให้ราคาสินทรัพย์พุ่งขึ้นทั่วโลก ซึ่งส่งผลให้ความมั่งคั่งยิ่งไปกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มคนรวยซึ่งมีการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ในขณะที่กลุ่มแรงงานและผู้มีรายได้น้อยกลับต้องแบกรับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ขยายตัวในอัตราต่ำเป็นเวลานาน

ความไม่พอใจของประชาชนที่สั่งสมมานานจากเศรษฐกิจตกต่ำและความเหลื่อมล้ำที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องหลายปี ได้ถูกสะท้อนผ่านผลการเลือกตั้งซึ่งมีแนวโน้มต่อต้านพรรคการเมืองกระแสหลักที่ประชาชนส่วนหนึ่งเห็นว่าเป็นต้นเหตุของปัญหาเศรษฐกิจ และหันไปให้การสนับสนุนนักการเมืองหน้าใหม่ที่มักชูนโยบายสุดโต่ง เช่น นาย โดนัลด์ ทรัมป์ ซึ่งชนะการเลือกตั้งเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ อย่างพลิกความคาดหมายในปี 2016 หรือพรรค Syriza ของกรีซ ซึ่งชนะการเลือกตั้งและเป็นรัฐบาลมาตั้งแต่ปี 2015 และพรรค Five Star Movement ซึ่งก้าวขึ้นมาเป็นพรรคที่ได้ที่นั่งสูงสุดในสภาของอิตาลีในการเลือกตั้งที่เพิ่งผ่านไป

ในขณะที่เดียวกันประชาชนอีกส่วนในพื้นที่ที่มีความมั่งคั่งและเศรษฐกิจยังไปได้ดี ก็มีความพยายามที่จะแยกตัวออกจากส่วนที่มีปัญหา ดังจะเห็นได้จากปรากฏการณ์ Brexit ซึ่งประชาชนส่วนใหญ่ในอังกฤษตัดสินใจแยกตัวออกจากสหภาพยุโรปเนื่องจากไม่ต้องการลงขันช่วยเหลือประเทศสมาชิกที่มีปัญหา เช่น กรีซและอิตาลี หรือในสเปน ซึ่งประชาชนในแคว้นคาตาลุญญาซึ่งมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงสุดในประเทศได้มีการลงประชามติแยกตัวเป็นอิสระจากสเปน เป็นต้น

จะเห็นว่าพัฒนาการของการเมืองโลกนั้นมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่การเผชิญหน้ามากขึ้น นักการเมืองหน้าใหม่ซึ่งเริ่มก้าวเข้าสู่อำนาจในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา อาจทำให้เสถียรภาพของการเมืองโลกสั่นคลอนและมีความเสี่ยงจะนำไปสู่ความขัดแย้งระหว่างประเทศได้มากขึ้นเรื่อยๆ ยิ่งไปกว่านั้นปรากฏการณ์ทางเศรษฐกิจและการเมืองอื่นๆ ก็อาจนำไปพาให้การเมืองโลกไปสู่สถานการณ์ที่ล่อแหลมขึ้น เช่น ภาวะราคาน้ำมันตกต่ำ ซึ่งสร้างความกังวลต่อเสถียรภาพในตะวันออกกลาง รวมไปถึงการค้นพบ Shale Oil ซึ่งทำให้สหรัฐฯ กลายเป็นผู้ผลิตใหญ่อันดับสองของโลกแข่งหน้าซาอุดี และอาจทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างสหรัฐฯ และซาอุดี เปลี่ยนไปจากพันธมิตรกลายเป็นคู่แข่ง ประกอบกับพัฒนาการของการเมืองจีน ซึ่งมีการแก้ไขรัฐธรรมนูญให้กับประธานาธิบดี สี จิ้นผิง สามารถอยู่ในอำนาจได้อย่างไม่จำกัด ซึ่งเป็นปัจจัยเสี่ยงที่อาจนำไปสู่ความขัดแย้งระหว่างประเทศในอนาคตด้วยเช่นกัน

โดยสรุป ปัญหาเศรษฐกิจและความเหลื่อมล้ำที่เกิดขึ้นต่อเนื่องเป็นเวลาหลายทศวรรษ นั้นได้ปมเพาะให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทัศนคติของสังคมให้เป็นไปในลักษณะชาตินิยมและเผชิญหน้ามากขึ้น ซึ่งหากปัญหาความเหลื่อมล้ำยังไม่ได้รับการแก้ไข ก็อาจนำไปสู่ปัญหาการเมืองทั้งในระดับประเทศและระดับโลกซึ่งจะมีแนวโน้มเผชิญหน้าและนำไปสู่ความขัดแย้งที่รุนแรงขึ้น ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เราต้องจับตามองอย่างใกล้ชิดต่อไป

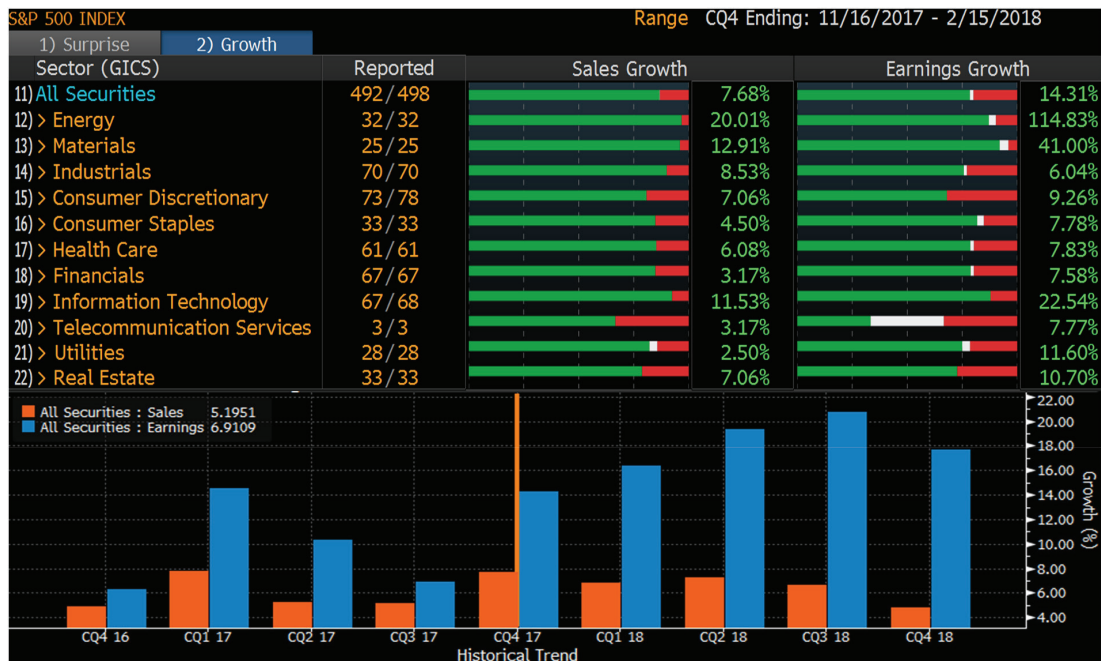
ตลาดหุ้น

ผลประกอบการในไตรมาส 4/2017 ขยายตัวได้ดีต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ แต่ความเสี่ยงทางด้าน Valuation ยังคงกดดัน Upside ของตลาด

ผลประกอบการขยายตัวแข็งแกร่ง

ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ในช่วงไตรมาส 4/2017 ขยายตัวแข็งแกร่งที่ 14.31% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้า โดยกำไรมีการขยายตัวได้ดีในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ในขณะที่ยอดขายขยายตัวที่ 7.68% YoY เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อน ยอดขายและกำไรที่ขยายตัวแข็งแกร่ง ช่วยยืนยันการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกได้เป็นอย่างดี มองไปข้างหน้า เราคาดว่าผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ จะมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นอีก เนื่องจากผลของการลดภาษีนิติบุคคลลงจาก 35% มาเหลือ 21% ซึ่งจะเริ่มมีผลในปี 2018 เป็นต้นไป

แผนภาพที่ 1 : ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ในช่วงไตรมาส 4/2017 ขยายตัวแข็งแกร่งที่ 14.31%

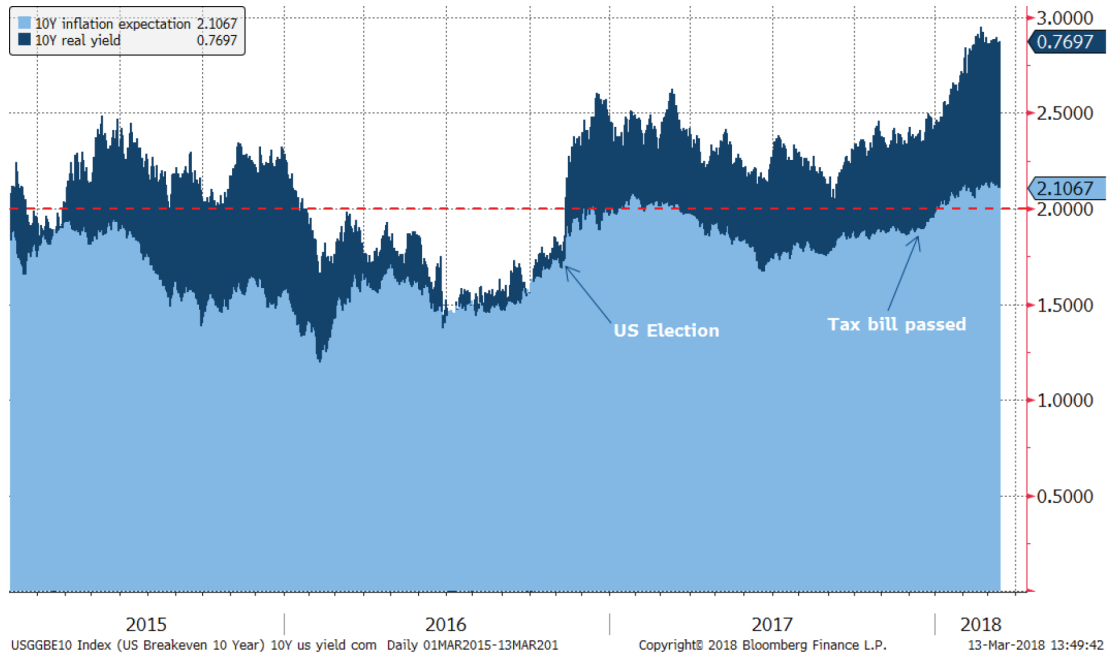


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แต่ความเสี่ยงทางด้าน Valuation ยังคงกดดัน Upside ของตลาด

แม้กำไรของตลาดหุ้นจะขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง แต่เรายังมองความเสี่ยงจากการเร่งตัวของเงินเฟ้อ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทิศทาง Valuation จะยังคงกดดัน Upside และทำให้ตลาดผันผวนได้ในขณะนี้ โดยในช่วงที่ผ่านมา คาดการณ์เงินเฟ้อ (Inflation Expectation) ซึ่งเร่งตัวขึ้นจากราว 1.7% ในช่วงกลางปีที่แล้ว มาเป็น 2.1% ภายหลังจากกฎหมายปฏิรูปภาษีผ่านสภา มีส่วนสำคัญในการผลักดันให้ Bond Yield ของสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

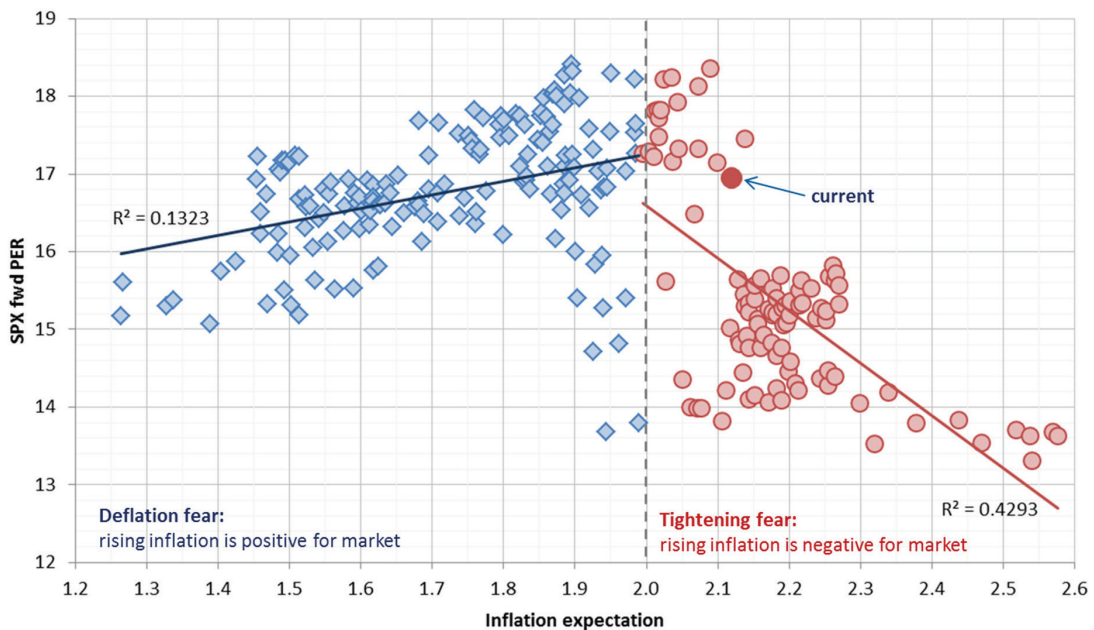
แผนภาพที่ 2 : คาดการณ์เงินเฟ้อ (Inflation Expectation) เร่งตัวขึ้นเป็น 2.1% ภายหลังจากกฎหมายปฏิรูปภาษีผ่านสภา ส่งผลให้ Bond Yield ของสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง Inflation Expectation และค่า P/E Ratio ของดัชนี S&P500 ซึ่งเราพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถจำแนกได้เป็น 2 ช่วง กล่าวคือ ในช่วงที่คาดการณ์เงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำกว่า 2% ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดมีความกังวลต่อภาวะเงินฝืด การเพิ่มขึ้นเงินเฟ้อจะส่งผลบวกต่อตลาดหุ้น แต่ในทางกลับกัน หากเงินคาดการณ์เงินเฟ้ออยู่ที่ระดับเกินกว่า 2% การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อต่อจากนั้นจะทำให้ตลาดกังวลถึงการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งจะ使得ตลาดหุ้นปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 3 : ความสัมพันธ์ระหว่าง Inflation Expectation และค่า P/E Ratio ของดัชนี S&P500



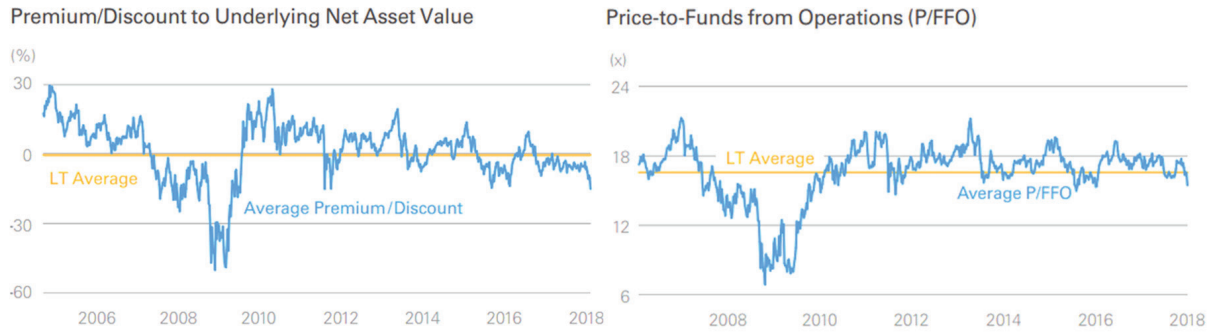
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU), ข้อมูลรายสัปดาห์ 5 ปีย้อนหลัง

ในปัจจุบัน คาดการณ์เงินเฟ้อทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 2.1% ซึ่งเรามองว่ามีความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นตามเศรษฐกิจ และปัจจัยจากฐานต่ำในช่วงเดือน มี.ค. ปีที่แล้ว ซึ่งอาจส่งผลกดดันต่อระดับ Valuation ของตลาดหุ้นต่อไป

US REITs ปรับฐานลงกว่า 10% ตั้งแต่ต้นปี

US REITs ปรับฐานลงกว่า 10% ตั้งแต่ต้นปี หลัง Bond Yield เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ตามเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่ฟื้นตัวดีขึ้น ส่งผลให้ Valuation ของ US REITs ดูน่าสนใจมากขึ้น โดยเทรดที่ระดับต่ำกว่า มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (Net Asset Value) อยู่ราว 15% และเทรดที่ P/FFO (เปรียบได้กับ P/E ของตลาดหุ้น) ระดับ 15.5 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 16.5 เท่า

แผนภาพที่ 7 : US REITs ลงมาเทรดที่ระดับต่ำกว่า มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (NAV) และ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย P/FFO ระยะยาว



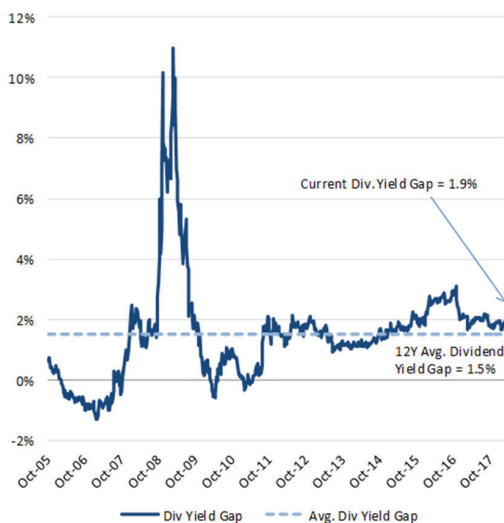
Source: SNL Financial, Lazard Asset Management

อย่างไรก็ตาม เราประเมิน Upside ของ US REITs ค่อนข้างจำกัด โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ US REITs จาก Dividend Yield Gap Model ซึ่งเราสมมติให้ Bond Yield เพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.0% และ Dividend Yield Gap ลงมาอยู่ที่ระดับ 1.5% ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ย 12 ปี ซึ่งจะให้ระดับดัชนี MSCI US REITs ที่เหมาะสมประมาณ 1,040 – 1,060 จุด หรือมี Upside เพียงแค่ 1.6% จากระดับปัจจุบัน (1,043 จุด ณ เวลาที่เขียน)

และมองว่า US REITs ยังคงมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานแรงอีกครั้ง หาก Bond Yield พุ่งขึ้นเกินกว่าระดับ 3.0% โดยเราประเมินว่าทุก 10bps ของ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลกดดันให้มูลค่าเหมาะสมของดัชนี MSCI US REITs ลดลง 2.0%

แผนภาพที่ 8 : Upside ของดัชนี MSCI US REITs ค่อนข้างจำกัด หาก Bond Yield ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่องแตะ 3.0%

US REITs' dividend yield gap is hovering above its 12-year average of 1.5%



We do not see any upside in US REITs given that bond yield continues rising to touch 3.0% this year

Fair MSCI US REIT Index level from "Dividend Yield Gap" model

Bond Yield	Dividend Yield Gap				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
2.8%	1,257	1,111	995	901	824
2.9%	1,225	1,086	975	885	810
3.0%	1,194	1,062	955	869	796
3.1%	1,165	1,038	937	853	783
3.2%	1,137	1,016	919	838	770
3.3%	1,111	995	901	824	758
3.4%	1,086	975	885	810	746
3.5%	1,062	955	869	796	735
3.6%	1,038	937	853	783	724
3.7%	1,016	919	838	770	713
3.8%	995	901	824	758	703
3.9%	975	885	810	746	692
4.0%	955	869	796	735	682

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

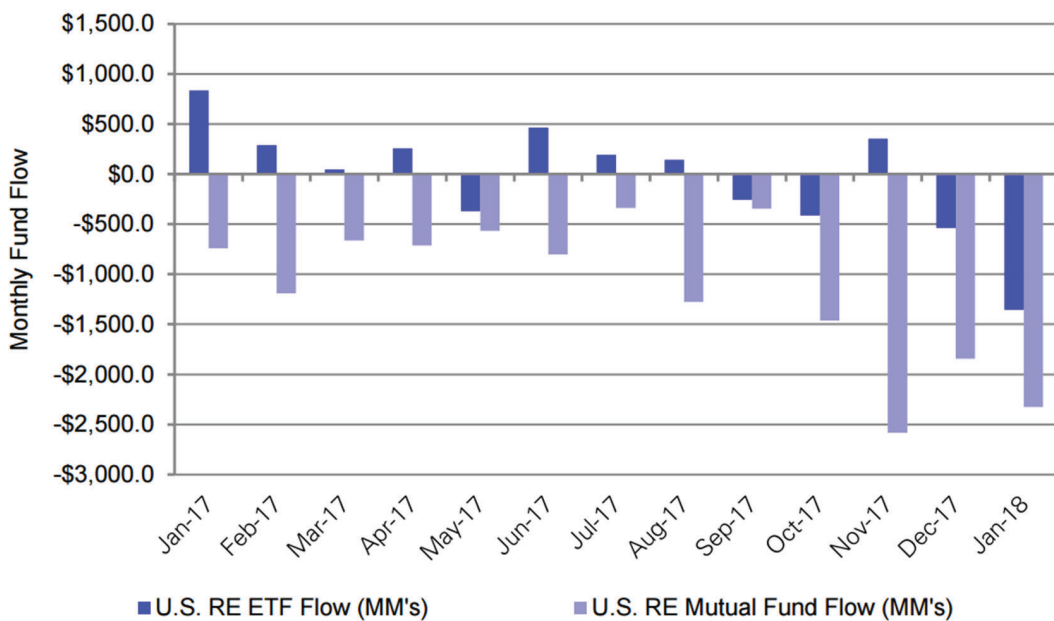
นอกจากนี้เรามองว่า US REITs จะยังคงถูกปัจจัยพื้นฐานกดดันให้อยู่ในขาลงต่อไป ดังนี้

1) Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดันระดับราคาของ REITs และเราคาดว่า ในปีนี้ Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาดเป็น 4 ครั้ง จากเดิมที่ Fed ส่งสัญญาณว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3 ครั้ง

2) ปัญหาเชิงโครงสร้างในตลาดอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐฯยังคงน่ากังวล โดยเฉพาะในกลุ่ม Retail ซึ่งทาง Credit Suisse คาดว่าราว 20-25% ของศูนย์การค้าในสหรัฐฯ จะปิดตัวลงภายใน 5 ปี หลังเผชิญกับปัญหา Supply ล้นตลาด และการเข้ามาแทนที่ของ e-commerce และในกลุ่ม Residential ซึ่งการเติบโตของรายได้น่าจะชะลอลงเนื่องจาก Supply ของที่อยู่อาศัยยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปีที่แล้ว ขณะที่ Demand ของที่อยู่อาศัยมีแนวโน้มที่จะเติบโตน้อยลง หลังอัตราการจ้างงาน (Employment Growth) ซึ่งชี้ถึงความต้องการในการหาที่อยู่อาศัย น่าจะชะลอลง หลังอัตราการว่างงานอยู่ที่ระดับต่ำแล้ว โดยล่าสุดทรงตัวที่ 4.1% ซึ่งต่ำสุดตั้งแต่ปี 2000

3) กระแสเงินทุนน่าจะยังคงไหลออกจาก US REITs ต่อเนื่องจากปีที่แล้ว หลังนักลงทุนเปลี่ยนจากการลงทุนเพื่อแสวงหา Yield (Yield-Oriented Investment) เข้าสู่การลงทุนเพื่อการเติบโตในหุ้น (Growth-Oriented Investment)

แผนภาพที่ 9 : เงินทุนไหลออกจาก US REITs ต่อเนื่องตั้งแต่ปีที่แล้ว



Source: Deutsche Bank

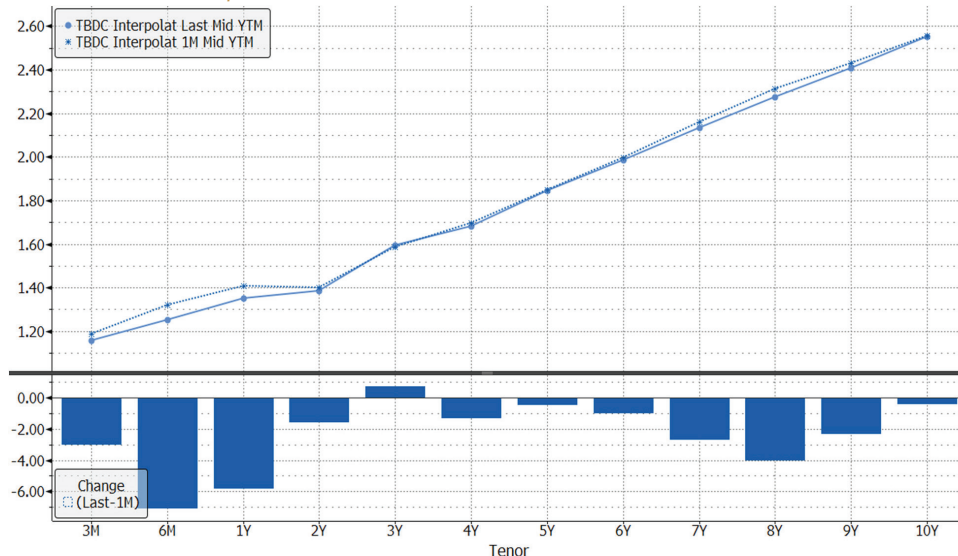
ตลาดตราสารหนี้

เรคาดธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.5% ตลอดปี 2018 แต่มองว่า Bond Yield ของไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั่วโลกจากนโยบายการเงินที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น เช่น ในยุโรป ซึ่งเรคาดธนาคารกลางยุโรป (ECB) จะยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้ และ Fed ซึ่งเรคาดว่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้งในปี

Bond Yield ปรับตัวลดลงในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน ถึง 1 ปี ที่ปรับลดลง 3-7bps ส่วนพันธบัตรอายุ 6 ถึง 9 ปี ปรับตัวลดลง 1-4bps และพันธบัตรอายุ 2 ถึง 5 ปีปรับลดลง 1 bp โดยมีเพียงพันธบัตรอายุ 3 ปีเท่านั้นที่ปรับเพิ่มขึ้น 1 bp ขณะที่พันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยค่อนข้างทรงตัวในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 4 : ผลตอบแทนพันธบัตรไทยปรับตัวลดลงในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยมีเพียงพันธบัตรอายุ 3 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยราว 1 bps



Copyright © 2018 Bloomberg Finance L.P.

15-Mar-2018 07:12:06

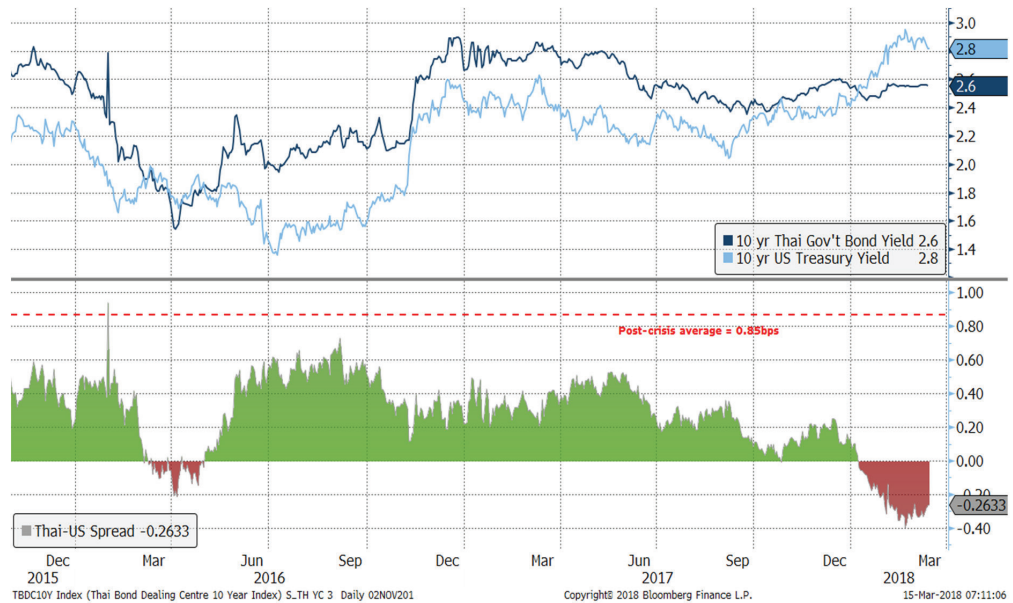
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยทรงตัวที่ 2.55% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ขณะที่ Bond Yield สหรัฐฯ ปรับตัวลดลงเล็กน้อยในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาอยู่ที่ 2.82% อย่างไรก็ตาม เรามองว่า Bond Yield ไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ตามการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั่วโลกจากแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางในโลกที่จะเข้มงวดขึ้น เช่น ในยุโรป ซึ่งเรคาด ECB จะสิ้นสุดมาตรการ QE สิ้นปีนี้ และธนาคารกลางอังกฤษ (BoE) ที่อาจปรับขึ้นดอกเบี้ยกลางปีนี้

โดย Bond Yield สหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจาก 1) การปรับเพิ่มขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งเรคาดว่า Fed จะปรับขึ้น 4 ครั้งในปี 2) การปฏิรูปภาษีและการออกงบประมาณเพิ่มเติม ซึ่งส่งผลให้รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องออกพันธบัตรเพิ่ม 3) การลดขนาดงบดุลของ Fed ซึ่งในปี Fed ได้เพิ่มมูลค่าสินทรัพย์สูงสุด (Cap) ที่จะปล่อยให้หมดอายุขึ้นเป็น 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน (vs. ปีก่อนที่ 1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อเดือน)

แผนภาพที่ 5 : Bond Yield ไทย (เส้นสีเขียว) ค่อนข้างทรงตัวนับตั้งแต่ต้นปี ขณะที่ Bond Yield สหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มคาดการณ์การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed, เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น และการออกพันธบัตรเพิ่มของรัฐบาลสหรัฐฯ



ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาน้ำมันในเดือนที่ผ่านมาได้ปรับเพิ่มขึ้นมาเทรดอยู่เหนือราคา 60 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลอีกครั้ง จากเหตุการณ์ไม่สงบในลิเบีย อย่างไรก็ตามเรายังคงมุมมองว่าราคาน้ำมันจะยังคงถูกกดดันจากปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และความเสี่ยงจากแรงเทขายของนักเก็งกำไร สำหรับทองคำ ราคาทองคำตั้งแต่ต้นปีได้ทรงตัวอยู่ในกรอบ 1,310 ถึง 1,360 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ แต่มีแนวโน้มที่จะลดลงในระยะข้างหน้า หลังจากที่ประธานาธิบดี Donald Trump ตกลงที่จะเข้าพบกับนาย Kim Jong Un ผู้นำเกาหลีเหนือ เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ ซึ่งทำให้ความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลีผ่อนคลายลง

ทองคำ

ราคาทองคำมีแนวโน้มลดลง จากการผ่อนคลายความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี

ราคาทองคำตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมาได้ทรงตัวอยู่ในกรอบ 1,310 ถึง 1,360 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ และมีแนวโน้มที่จะลดลงในระยะข้างหน้า หลังจากที่ประธานาธิบดี Donald Trump ตกลงที่จะเข้าพบกับนาย Kim Jong Un ผู้นำเกาหลีเหนือ ซึ่งนับเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ที่ประธานาธิบดีสหรัฐฯจะเข้าพบกับผู้นำเกาหลีเหนือ ทำให้ความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลีผ่อนคลายลง

ในช่วงไตรมาส 3 ของปีก่อน ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% จนทำจุดสูงสุดที่ราว 1,350 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ ในเดือน ก.ย. จากเหตุการณ์ยิงทดสอบขีปนาวุธอย่างต่อเนื่องของเกาหลีเหนือ ซึ่งมีการยิงขีปนาวุธข้ามทวีป (Intercontinental Ballistic Missile หรือ ICBM) เป็นครั้งแรกด้วย อย่างไรก็ตามหลังจากนั้นเกาหลีเหนือได้ทดสอบขีปนาวุธอีกครั้งเพียงครั้งเดียว และล่าสุดในเดือน มี.ค. 2018 ผู้นำเกาหลีเหนือได้ส่งคำเชิญให้ประธานาธิบดี Trump ทหารเรือเรือการยุติการพัฒนาอาวุธนิวเคลียร์ (Permanent Denuclearization) ซึ่งทางประธานาธิบดี ได้ตอบรับ และคาดว่าจะพบกันในปีปลายเดือน พ.ค. นี้ ซึ่งในระหว่างนี้ทางเกาหลีเหนือได้ตกลงว่าจะหยุดการยิงขีปนาวุธชั่วคราว

นโยบายการเงินยังคงเป็นปัจจัยกดดันกดดันราคาทอง

นอกเหนือจากปัจจัยทางการเมือง นโยบายการเงินก็ยังเป็นปัจจัยกดดันราคาทองคำต่อในระยะข้างหน้า ตามนโยบายการเงินของโลกที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น เช่น ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่ได้เริ่มลดขนาดงบดุล (Balance Sheet) ไปแล้วในเดือน ต.ค. และการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งเรามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 7 ครั้งในปี 2018 ถึง 2019 ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ (ติดตามได้ในเศรษฐกิจสหรัฐฯ) ขณะที่ ธนาคารกลางยุโรป เราคาดว่า จะยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ Bond Yield เพิ่มขึ้น กดดันราคาทองคำต่อไป

แผนภาพที่ 6 : ราคาทองคำมีแนวโน้มลดลง จากการผ่อนคลายความตึงเครียดในคาบสมุทรเกาหลี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

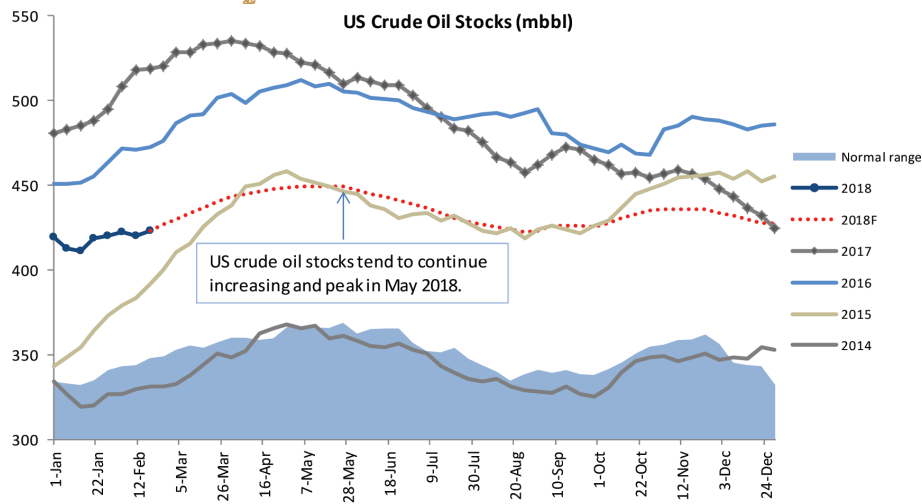
น้ำมัน

หลังจากที่ราคาน้ำมันถูกปรับฐานไปกว่า 10% ในช่วงปลายเดือน ม.ค. ราคาน้ำมันได้ปรับเพิ่มขึ้นมาเทรดอยู่เหนือราคา 60 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลอีกครั้ง เนื่องจากเหตุการณ์ไม่สงบในลิเบีย ได้ส่งผลให้แหล่งน้ำมัน El Feel ซึ่งเป็นแหล่งสำคัญในการผลิตน้ำมันดิบราว 70,000 บาร์เรลต่อวัน ถูกปิดชั่วคราว อย่างไรก็ตามเรายังคงมุมมองที่ว่าราคาน้ำมันจะยังคงถูกกดดันจากปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และความเสียหายจากแรงเทขายของนักเก็งกำไร โดยเราประเมินว่าราคาน้ำมัน WTI จะทรงตัวอยู่ที่ราว 60 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในปี

สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปลายเดือน ม.ค. และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นไปจนถึงเดือน พ.ค.

สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปลายเดือน ม.ค. เป็น 425.9 ล้านบาร์เรลต่อวันในสัปดาห์แรกของเดือน มี.ค. ซึ่งทำให้สต็อกน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นมาสู่ระดับใกล้เคียงกับในช่วงปลายปีที่ผ่านๆ มา เราคาดว่าสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อไปจนถึงเดือน พ.ค. เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตลอดทั้งปี และโรงกลั่นน้ำมันสหรัฐฯได้เข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุง (Maintenance Period) ในช่วงเดือน ก.พ. ถึง มี.ค. ซึ่งทำให้โรงกลั่นน้ำมันชะลอการดึงน้ำมันดิบออกจากสต็อกเพื่อไปกลั่นเป็นน้ำมันสำเร็จรูป

แผนภาพที่ 10 : สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปลายเดือน ม.ค. และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นไปจนถึงเดือน พ.ค.



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ และปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯกลับมาเพิ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ม.ค. ที่ผ่านๆ มา เป็น 800 แท่น ในสัปดาห์แรกของเดือน มี.ค. โดยเพิ่มขึ้นรวม 53 แท่น นับตั้งแต่ต้นปี 2018 ซึ่งเราคาดว่าจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจากราคาน้ำมันที่เทรดอยู่เหนือ 50 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ซึ่งเราประเมินว่าเป็นจุดคุ้มทุนของผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะเป็นแรงจูงใจให้ผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ ลงทุนเพิ่มกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง

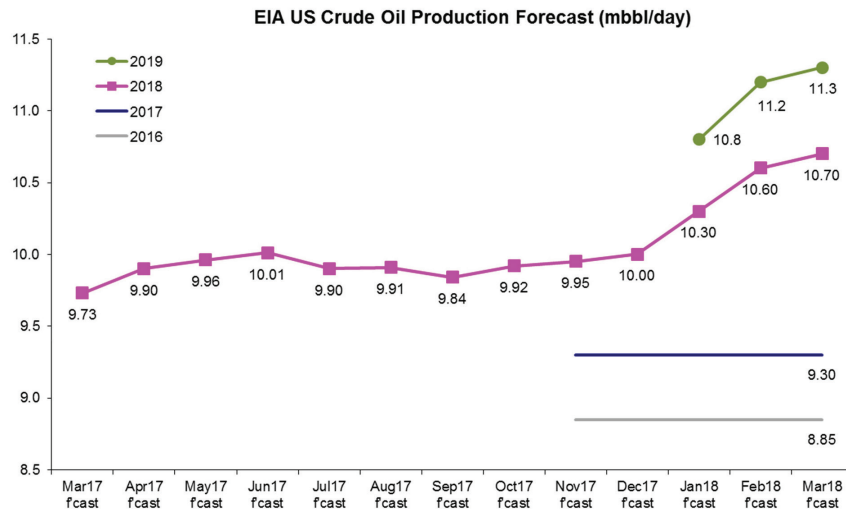
แผนภาพที่ 11 : ในสัปดาห์แรกของเดือน มี.ค. จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันเพิ่มขึ้นเป็น 800 แท่น ซึ่งเป็นจำนวนที่มากที่สุดตั้งแต่เดือน เม.ย. 2015



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ข้อมูลในอดีตชี้ว่าจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันเป็นปัจจัยชี้นำ (Leading Indicator) ปริมาณการผลิตน้ำมันอยู่ราว 4 เดือน ดังนั้นปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯจึงมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อไปอีกในปีนี้ ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของทางกระทรวงพลังงานของสหรัฐฯ (EIA) ที่ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์ปริมาณการผลิตน้ำมันเฉลี่ยของสหรัฐฯทั้งปี 2018 และ 2019 ขึ้น 100,000 บาร์เรลต่อวัน เป็น 10.7 และ 11.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ และทาง EIA ได้คาดว่าปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯจะพุ่งขึ้นแตะระดับ 11 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ต.ค. ปีนี้

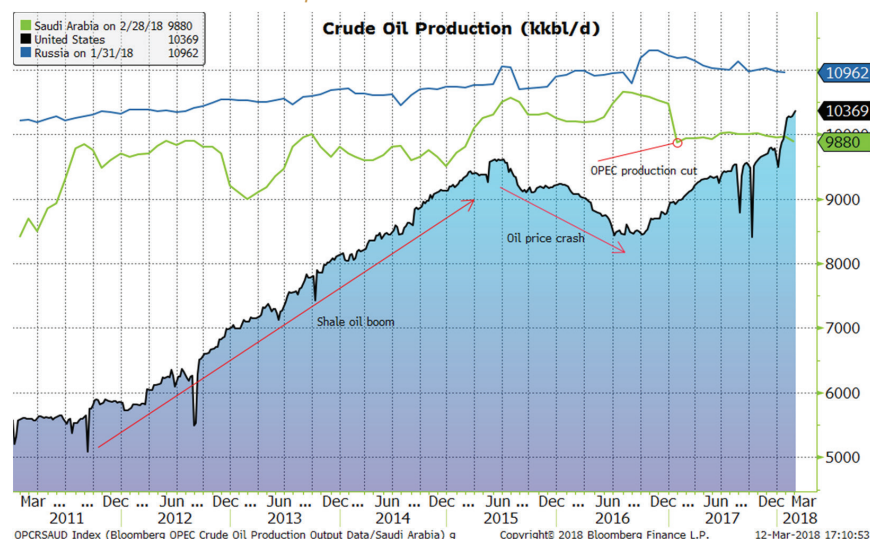
แผนภาพที่ 12 : EIA ปรับเพิ่มคาดการณ์การผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯของทั้งปี 2018 และ 2019



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในสัปดาห์แรกของเดือน มี.ค. ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯได้เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 10.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน สูงสุดตั้งแต่ปี 1970 ซึ่งทำให้สหรัฐฯเป็นผู้ผลิตน้ำมันดิบอันดับที่ 2 ของโลก แข่งหน้าทางซาอุดีอาระเบีย และตามหลังเพียงรัสเซียเท่านั้น หลังทางซาอุดีอาระเบียได้ตกลงลดปริมาณการผลิตตั้งแต่เดือน ม.ค. ปีที่แล้ว และหากเป็นไปตามการคาดการณ์ของทาง EIA สหรัฐฯจะกลายเป็นผู้ผลิตน้ำมันดิบอันดับ 1 ของโลก แข่งหน้ารัสเซีย ในเดือน ต.ค.ปีนี้

แผนภาพที่ 13 : ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาที่ระดับ 10.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน สูงสุดตั้งแต่ปี 1970 แข่งหน้าทางซาอุดีอาระเบีย และตามหลังเพียงแคร์เซียเท่านั้น

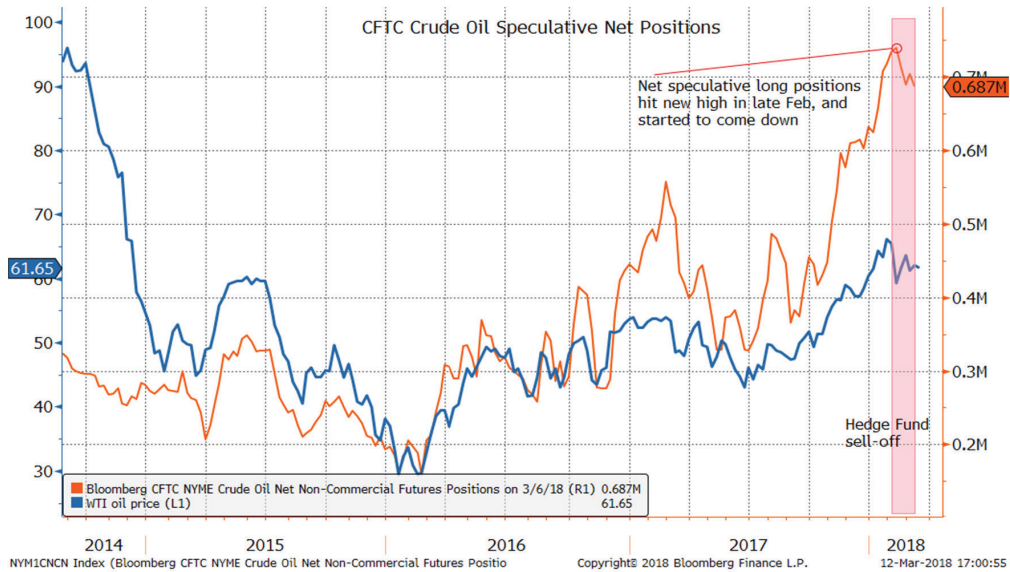


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นักเก็งกำไรเริ่มขายทำกำไรน้ำมัน ในตลาดซื้อขายล่วงหน้า

ในสัปดาห์แรกของเดือน มี.ค. นักเก็งกำไรได้กลับมาขายน้ำมัน (-1.75 หมื่นสัญญา) ซึ่งเป็นการขายสัปดาห์ที่ 3 ในรอบ 4 สัปดาห์ (รวม -5.26 หมื่นสัญญา) แต่สถานะการเก็งกำไรยังคงอยู่ในระดับสูง ซึ่งทำให้เรามองว่าราคาน้ำมันจะยังโดนกดดันจากแรงเทขายของนักเก็งกำไรต่อไป

แผนภาพที่ 14 : ระดับการเก็งกำไรน้ำมันในตลาดซื้อขายล่วงหน้าเริ่มลดลงตั้งแต่ช่วงเดือน ก.พ. แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง



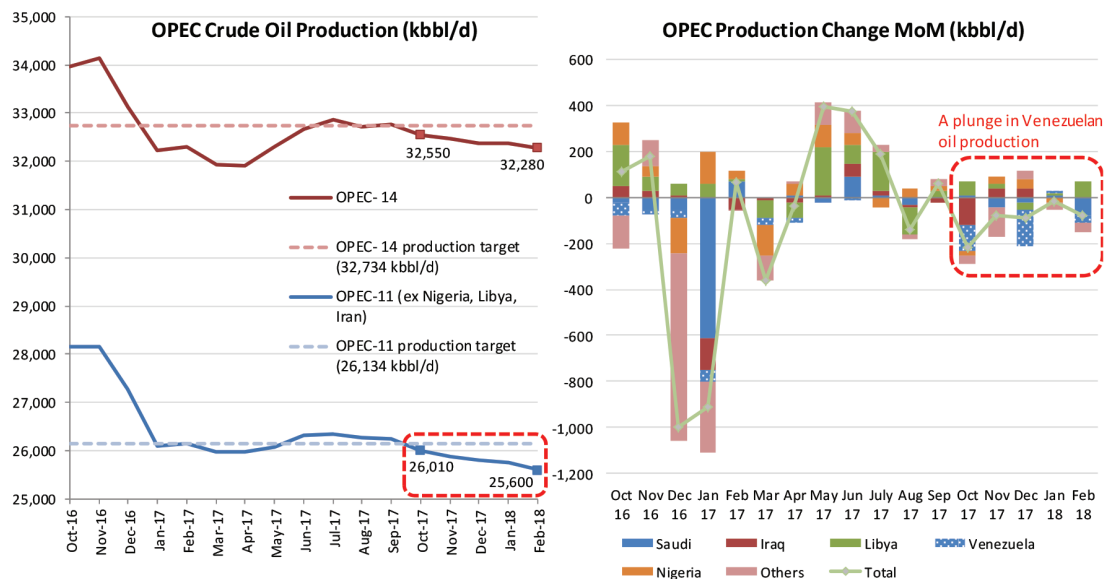
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาน้ำมันอาจปรับตัวขึ้นได้จากการหยุดชะงักของอุปทานในตลาดน้ำมัน (Oil Supply Disruption) ในเวเนซุเอลา และลิเบีย แต่จะเพิ่มขึ้นแค่ชั่วคราวเท่านั้น

ปริมาณการผลิตน้ำมันของเวเนซุเอลาดังลงอย่างรวดเร็วตั้งแต่เดือน ต.ค. 2017 ซึ่งเป็นผลมาจากปัญหาเศรษฐกิจภายในประเทศที่มีท่าทีรุนแรงขึ้นเรื่อยๆ ทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันรวมของกลุ่ม OPEC ได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง 5 เดือนติด และในช่วงปลายเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา แหล่งขุดเจาะน้ำมันดิบ El Feel ในลิเบียได้ถูกปิดชั่วคราว จากปัญหาความไม่สงบในประเทศ ซึ่งเรคาดว่าจะเป็นทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันรวมของกลุ่ม OPEC ในเดือน มี.ค. ลดลงต่ออีก โดยปัจจัยดังกล่าวช่วยหนุนราคาน้ำมันดิบในช่วงที่ผ่านมา

อย่างไรก็ตามเรามองว่า Supply Disruption จะช่วยหนุนราคาน้ำมันได้แค่เพียงชั่วคราวเท่านั้น เนื่องจากมีความเสี่ยงที่ผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC อย่างซาอุดีฯ ซึ่งปัจจุบันผลิตน้ำมันต่ำกว่าโควตาที่ได้รับ อาจเร่งกำลังการผลิตน้ำมันเพื่อชดเชยปริมาณน้ำมันดิบที่ลดลง ประกอบกับความกังวลต่อผู้ผลิตน้ำมันสหรัฐฯที่เริ่มเข้ามาแย่งส่วนแบ่งตลาดน้ำมันในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งเป็นตลาดสำคัญของทางซาอุดีฯ

แผนภาพที่ 15 : ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของ OPEC ลดลงต่อเนื่อง 5 เดือนติด หลังเกิด Supply Disruption ในเวเนซุเอลา



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

Global Economic Insights

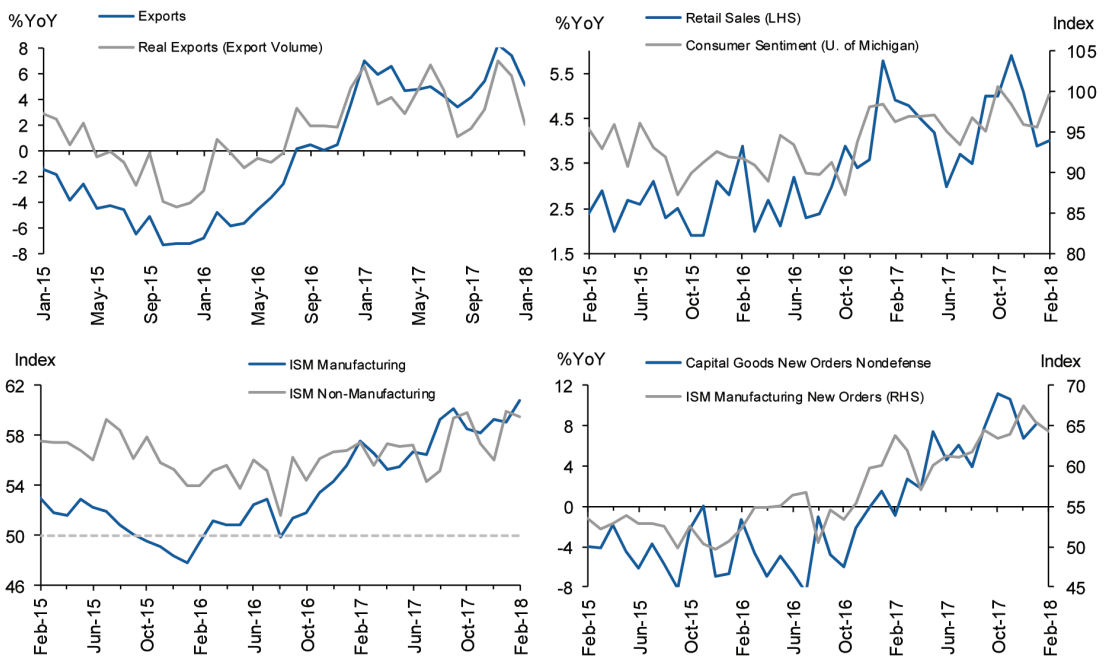
Key Recommendation

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวลงในเดือนที่ผ่านมา ในภาคการส่งออกจากผลกระทบของเทศกาลตรุษจีน ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่าเงินเฟ้อ Core PCE จะเร่งตัวสู่เป้าหมายของ Fed ที่ 2% ได้ในช่วงกลางปี ซึ่งอาจกดดันให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น ส่วนนโยบายกีดกันการค้า เราประเมินว่าไม่น่าส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของสหรัฐฯมากนัก
- เศรษฐกิจยุโรปยังคงขยายตัวได้ดี โดยเรคาด GDP ไตรมาส 1 จะขยายตัว +0.6% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจเริ่มปรับตัวลดลงแต่ยังคงอยู่ในระดับสูง ซึ่งสะท้อนได้ว่าเศรษฐกิจจะยังคงขยายตัวดีเพียงแต่ไม่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น ส่วนความเสี่ยงทางการเมืองมีลดลง ขณะที่นโยบายการค้าสหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงสำคัญ
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY ในไตรมาส 1 จากนโยบายการเงินและการคลังที่เข้มงวด โดยตัวเลขเศรษฐกิจออกมาดีกว่าคาดในเดือน ก.พ. แต่เรามองว่าเป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น และยังคงคาดว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลง นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการส่งออก
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงฟื้นตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป จากภาคส่งออกและการลงทุนที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการลงทุนภาคเอกชนน่าจะขยายตัวต่อจนทำจุดสูงสุดในไตรมาส 3 และจะเริ่มชะลอตัวลงหลังจากนั้น ตามการลดลงของการลงทุนก่อสร้างด้านสถานประกอบการร้านอาหารและโรงแรม ก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มสดใสตั้งแต่ต้นปี ทั้งจากภาคต่างประเทศและอุปสงค์ในประเทศที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวจากการลงทุนในภาคเอกชน ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวสูงสุดในรอบ 5 ปี จากยอดจำหน่ายรถยนต์เป็นสำคัญ อย่างไรก็ตาม รายได้ภาคเกษตรที่ยังคงหดตัว จะเป็นปัจจัยกดดันให้การบริโภคภาคเอกชนเติบโตได้อย่างไม่เข้มแข็งนัก

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจในเดือนที่ผ่านมาชะลอตัวลงอย่างเห็นได้ชัดในภาคการส่งออก ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจากวันตรุษจีน ทำให้การส่งออกน่าจะชะลอตัวลงเพียงชั่วคราว และจะฟื้นตัวขึ้นได้ในเดือนข้างหน้า ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่าเงินเฟ้อ Core PCE ที่เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed น่าจะเพิ่มขึ้นถึงเป้าที่ 2% ได้ในช่วงกลางปี จาก 1) การเปลี่ยนฐาน จากผลของการปรับลดราคาค่าแพ็คเกจโทรศัพท์ ในเดือน มี.ค. 2017 2) อัตราค่าจ้างที่จะเพิ่มขึ้นตามตลาดแรงงานที่ตึงตัว 3) การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าเพิ่มขึ้น และ 4) การฟื้นตัวของค่ารักษาพยาบาล ซึ่งมีสัดส่วนค่อนข้างมากในเงินเฟ้อ Core PCE ซึ่งอาจกดดันให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น สำหรับนโยบายการคลังของประธานาธิบดีนั้น ได้มีความรุนแรงมากขึ้นเรื่อยๆ ตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา โดยล่าสุดได้เก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม แต่เราประเมินว่าไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศมากนัก

แผนภาพที่ 16 : การส่งออกลดลง จากเทศกาลตรุษจีน ขณะที่การลงทุนและการผลิตฟื้นตัวขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออกลดลง จากเทศกาลตรุษจีน ขณะที่การลงทุนและการผลิตฟื้นตัวขึ้น

การลงทุนฟื้นตัวขึ้น: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้การลงทุน เดือน ม.ค. ฟื้นตัวขึ้นเป็น +8.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +6.7%YoY ซึ่งเรามองว่าการลงทุนน่าจะขยายตัวได้ดีต่อ จากการปฏิรูปภาษี ที่ได้เอื้อให้บริษัทเร่งค่าใช้จ่ายด้านการลงทุน

ภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น +1.7 จุด เป็น 60.8 จุด สูงสุดตั้งแต่ปี 2004

การบริโภคทรงตัว: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. ทรงตัวที่ +4.0%YoY จากเดือนก่อนที่ +3.9%YoY ซึ่งน่าจะฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะข้างหน้า ตามปัจจัยหนุนจากการลดภาษีส่วนบุคคล ขณะที่ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น +3.0 จุด มาอยู่ที่ 99.7 จุด

การส่งออกลดลงแรง: มูลค่าส่งออก เดือน ม.ค. ชะลอตัวลงเป็นค่อนข้างมากเป็น +5.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +7.4% YoY และปริมาณการส่งออก (Exports Volume) ชะลอตัวลงเป็น +2.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +5.8%YoY ซึ่งการชะลอตัวน่าจะมีส่วนจากวันตรุษจีน ทำให้การส่งออกน่าจะชะลอตัวลงเพียงชั่วคราว และจะฟื้นตัวขึ้นได้ในเดือนข้างหน้า

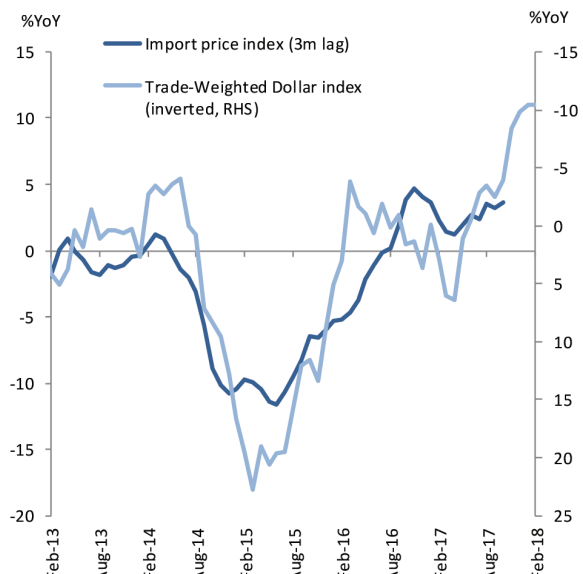
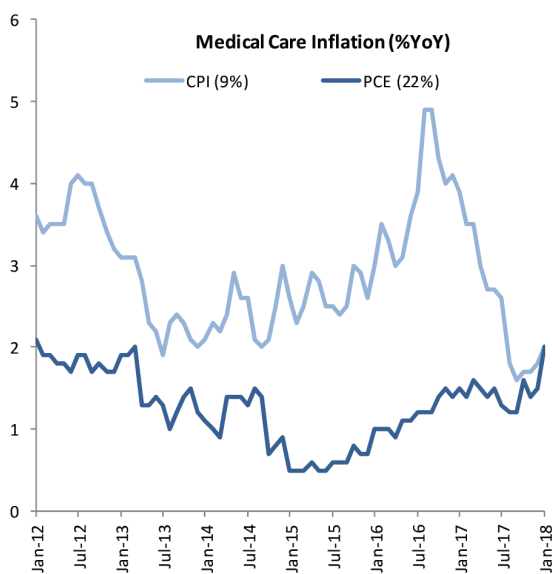
เงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะชนเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ในช่วงกลางปีนี้

เงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารและน้ำมัน (Core CPI) ได้ฟื้นตัวขึ้น หลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ต้นปีก่อนและทำจุดต่ำสุดที่ +1.7%YoY ในเดือน พ.ค.- ก.ย. โดยล่าสุดเงินเฟ้อ Core CPI เดือน ก.พ. อยู่ที่ +1.8%YoY และน่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 2% ได้ในเดือน มี.ค. ขณะที่เงินเฟ้อ Core PCE ที่เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินของ Fed น่าจะเพิ่มขึ้นถึงเป้าที่ 2% ได้ในช่วงกลางปีจาก 4 ปัจจัย ดังนี้

- 1) **การเปลี่ยนฐาน** จากผลของการปรับลดราคาค่าแพ็คเกจโทรศัพท์ ในเดือน มี.ค. 2017 ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อ Core CPI เติบโตขึ้นเกินระดับ 2.0% YoY ในเดือน มี.ค. และจะผลักดันให้เงินเฟ้อ Core PCE เพิ่มขึ้นถึงเป้าที่ 2% ได้ในช่วงกลางปี
- 2) **อัตราค่าจ้างที่จะเพิ่มขึ้น** ตามตลาดแรงงานที่ตึงตัว โดยอัตราว่างงาน (Unemployment rate) ได้ลดลงต่อเนื่องตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2009 มาอยู่ที่ 4.1% ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งตลาดแรงงานที่ตึงตัวขึ้นนี้ จะช่วยผลักดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้น โดยค่าจ้าง (Average Hourly Earnings) เดือน ก.พ. ยังคงขยายตัวได้ดีที่ +2.6%YoY
- 3) **การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐ** เงินดอลลาร์สหรัฐ ที่อ่อนค่าจะส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเงินดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลงราว 9.9% ในปีก่อน ได้ส่งผลให้ดัชนีราคาสินค้านำเข้า (Import Price Index) เพิ่มขึ้นจาก +1.2%YoY ในเดือน ก.ค. 2017 มาอยู่ที่ +3.6%YoY ในเดือน ม.ค. 2018 ซึ่งเงินดอลลาร์สหรัฐ ที่ยังคงอ่อนค่าลงต่อในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2018 ราว 1.6% จะส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าแพงขึ้นต่อไป
- 4) **การฟื้นตัวของค่ารักษาพยาบาล** โดยราคาค่ารักษาพยาบาล (Medical Care Fees) ที่มีสัดส่วนมากเป็นอันดับ 1 หรือราว 22% ในดัชนี PCE (Personal Consumption Expenditure) ได้เร่งตัวขึ้นมาตั้งแต่ปลายปี 2017 ซึ่ง Fed ได้ใช้ดัชนี Core PCE (ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารและน้ำมัน) เป็นเป้าหมายในการดำเนินนโยบายการเงินที่ 2% ซึ่งการฟื้นตัวของค่ารักษาพยาบาลจะช่วยสนับสนุนให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 17 : ค่ารักษาพยาบาลที่มีสัดส่วนมาก ราว 22% ในดัชนี PCE ได้เร่งตัวขึ้นมาตั้งแต่ปลายปี 2017

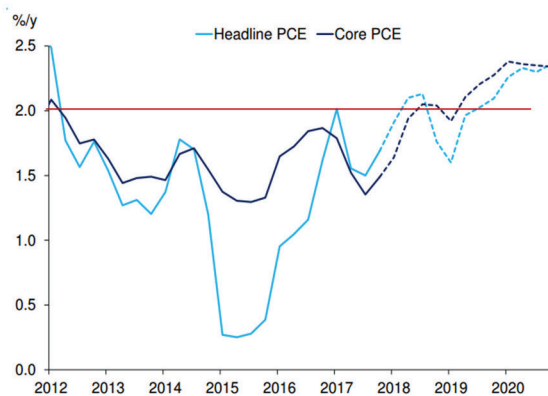
แผนภาพที่ 18 : เงินดอลลาร์สหรัฐ ที่อ่อนค่าจะส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



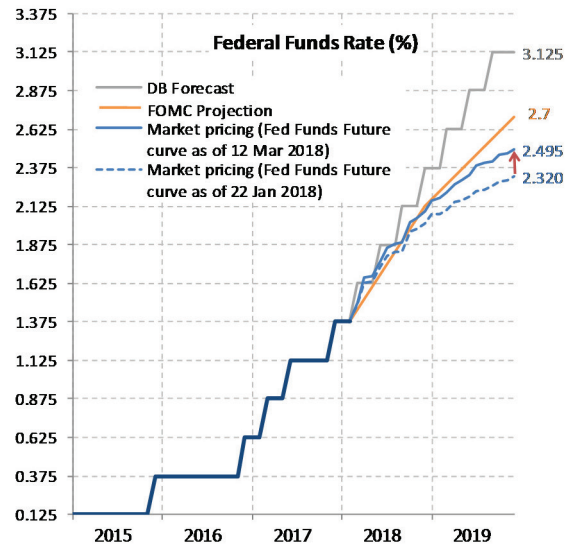
Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่าปัจจัยที่กล่าวมาข้างต้นจะผลักดันให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นต่อไป โดยเราคาดว่าเงินเฟ้อ Core PCE ที่เป็นเป้าหมายของ Fed จะปรับตัวขึ้นสู่เป้าหมายของ Fed ที่ 2% ได้ในช่วงกลางปีนี้ และจะเร่งตัวขึ้นเกิน 2% ในช่วงต้นปี 2019 โดยขณะนี้ Dot Plot ล่าสุดที่เปิดเผยในเดือน ธ.ค. ชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งในปีนี้ ซึ่งหากตัวเลขเศรษฐกิจและเงินเฟ้อยังคงแข็งแกร่งต่อไป ก็น่าจะทำให้ Fed ต้องปรับเพิ่ม Dot Plot ขึ้นเป็น 4 ครั้ง

แผนภาพที่ 19 : เงินเฟ้อ PCE จะเข้าสู่เป้าหมายของ Fed ในช่วงกลางปีนี้



แผนภาพที่ 20 : อัตราดอกเบี้ยในตลาด Fed Fund Futures สะท้อนว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งในปีนี้



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

ประธานาธิบดี Trump เพิ่มความรุนแรงในมาตรการกีดกันการค้าขึ้นอย่างต่อเนื่อง

นโยบายกีดกันการค้าเป็นนโยบายสำคัญที่ประธานาธิบดี Donald Trump ใช้หาเสียงในการเลือกตั้งปี 2016 ซึ่งประธานาธิบดี ได้ดำเนินนโยบายตามที่หาเสียงไว้ โดยการออกมาตรการกีดกันทางการค้าอย่างต่อเนื่องตั้งแต่รับตำแหน่งอย่างเป็นทางการ เช่น

ในเดือน ม.ค. 2017 ประธานาธิบดี Trump ได้ลงนามถอนตัวออกจากข้อตกลงหุ้นส่วนยุทธศาสตร์เศรษฐกิจภาคพื้นแปซิฟิก (TPP) อย่างเป็นทางการ และได้สั่งให้เริ่มเจรจาข้อตกลงการค้าเสรีอเมริกาเหนือ (NAFTA) ใหม่ เพื่อให้เอื้อผลประโยชน์กับสหรัฐฯมากขึ้น ซึ่งประธานาธิบดี กล่าวว่าสหรัฐฯ จะหันไปเน้นการเจรจาการค้าในระดับทวิภาคี (Bilateral Agreement) กับประเทศคู่ค้าเป็นรายประเทศมากขึ้น

นอกจากนี้ ในปี 2017 ประธานาธิบดี ได้ออกคำสั่งให้กระทรวงพาณิชย์เริ่มการสอบสวนการค้าระหว่างประเทศที่เห็นว่าไม่เป็นธรรม เช่น สินค้ากลุ่มเหล็กและอลูมิเนียม และการละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา (Intellectual Property) ของจีน

มาตรการกีดกันการค้าดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นตลอดทั้งปี จากความกังวลว่าจะเกิดสงครามการค้า (Trade War) ขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างสหรัฐฯกับจีนซึ่งเป็นมหาอำนาจทางการค้าโลกก็ได้เสื่อมถอยลง ตั้งแต่เดือน ก.ค. 2017 หลังล้มเหลวในการหารือเรื่องเศรษฐกิจ การลงทุน และการค้า เนื่องจากทั้งสองฝ่ายไม่สามารถสรุปข้อตกลงการค้าร่วมกันได้

นโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯได้รุนแรงขึ้นในปี 2018 โดยในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมานี้ ประธานาธิบดี Trump ได้ตั้งกำแพงภาษีนำเข้าแผงวงจรไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Panels) ที่อัตรา 30% และเครื่องซักผ้า ที่อัตรา 20% เป็นเวลา 4 ปี โดยจะจัดเก็บภาษีนำเข้าในปีแรกมากที่สุด และค่อยๆลดลงจนครบตามระยะเวลาที่กำหนด เนื่องจากบริษัทในสหรัฐฯ ได้ร้องเรียนว่าบริษัท Samsung Electronics Co. และ LG Electronics Inc. มีการขายเครื่องซักผ้าที่ราคาต่ำกว่าราคาตลาด (Fair-Market Value)

นอกจากนี้ ในต้นเดือน มี.ค. ประธานาธิบดีได้ลงนามให้เก็บภาษีนำเข้าในสินค้าเหล็ก 25% และอลูมิเนียม 10% หลังกระทรวงพาณิชย์ตรวจสอบและพบว่ามีการค้าที่ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงของสหรัฐฯ (National Security) หลังกระทรวงพาณิชย์ได้ทำการตรวจสอบตามข้อร้องเรียนและพบว่า รัฐบาลจีนมีการอุดหนุนอุตสาหกรรมการผลิตเหล็ก ทำให้เหล็กที่นำเข้าจากจีนสามารถขายได้ในราคาที่ถูกลงกว่าราคาตลาด และทำให้อุปทานเหล็กในตลาด ในขณะที่เดียวกันได้ทำให้เหล็กของสหรัฐฯไม่สามารถแข่งขันราคาและส่งออกไปประเทศอื่นได้ ทำให้อุตสาหกรรมเหล็กในสหรัฐฯต้องปิดกิจการ และปลดพนักงานออกเป็นจำนวนมาก

โดยภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมจะมีผลบังคับใช้ภายใน 15 วัน และจะยกเว้นภาษีให้กับแคนาดา เม็กซิโก ซึ่งกำลังอยู่ระหว่างการเจรจาข้อตกลง NAFTA ออสเตรเลียที่มีการสนับสนุนด้านกำลังทางทหารให้กับสหรัฐฯ และจะผ่อนผันให้กับประเทศคู่ค้าที่แสดงให้เห็นว่าการส่งออกของประเทศนั้นไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงของสหรัฐฯ

การตั้งกำแพงภาษีของประธานาธิบดี มีเสียงคัดค้านจากหลายฝ่าย ทั้งจากภายในพรรค Republican และจากทำเนียบขาวเอง โดยนาย Paul Ryan ประธานสภาผู้แทนราษฎรที่กล่าวว่า การขึ้นภาษีนำเข้าอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในประเทศ นาย Mike Lee วุฒิสมาชิกจากพรรค Republican ที่เสนอให้สภาแก้กฎหมายเพื่อจำกัดอำนาจของประธานาธิบดี ในการออกมาตรการกีดกันทางการค้าได้โดยไม่ต้องผ่านการพิจารณาจากสภา และนาย Gary Cohn ที่ปรึกษาด้านเศรษฐกิจของรัฐบาล (Economic Council Director) ที่ประกาศลาออกจากตำแหน่ง เนื่องจากเขาไม่เห็นด้วยกับการเพิ่มกำแพงภาษีของประธานาธิบดี Trump

สำหรับท่าทีของประเทศอื่นมีการตอบรับที่ต่างกัน โดยในช่วงแรก ก่อนที่ประธานาธิบดี จะเปิดเผยรายละเอียดของภาษี สหภาพยุโรป (European Union) ประกาศว่าจะตอบโต้โดยการขึ้นภาษีนำเข้าที่อัตราเท่ากัน 25% ในกลุ่มสินค้า Motorcycles, Jeans และ Bourbon Whiskey จากสหรัฐฯ ขณะที่ทางจีนกล่าวว่า จะตอบโต้ตามสมควรและตามความจำเป็นต่อการกระทำที่เชื่อว่า จะก่อสงครามทางการค้า (Trade War)

อย่างไรก็ดี หลังจากที่ประธานาธิบดี Trump ประกาศการตั้งกำแพงภาษีอย่างเป็นทางการ ซึ่งมีการกำหนดว่าจะผ่อนผันให้กับบางประเทศ ท่าทีของ EU ก็ประนีประนอมขึ้น โดยกล่าวว่า EU ไม่ได้มีภัยคุกคามต่อความมั่นคงของสหรัฐฯ แน่แน่นอน ทำให้น่าจะได้รับการยกเว้นภาษีนำเข้าจากสหรัฐฯ ขณะที่ทางจีนยังมีท่าทีที่แข็งกร้าวเหมือนเดิม โดยกล่าวว่า จีนจะใช้มาตรการที่เข้มงวด เพื่อปกป้องผลประโยชน์ของประเทศ

แผนภาพที่ 21 : สมาชิกพรรค Republican หลายท่านคัดค้านการเก็บภาษี

Republican congressman	
Paul Ryan <i>House Speaker</i>	"I disagree with this action and fear its unintended consequences..."
Mike Lee <i>Republican Senator</i>	Sen. Lee is proposing a bill that would limit the president's ability to impose tariffs without congressional approval
Orrin Hatch <i>Senate Finance Committee Chairman</i>	"Simply put, this is a tax hike on American manufacturers, workers and consumers."
White House	
Gary Cohn <i>National Economic Council director</i>	Mr. Cohn announced his resignation after failing to persuade Trump against the tariffs

แผนภาพที่ 22 : EU มีท่าทีประนีประนอมหลังสหรัฐฯ ประกาศว่าจะยกเว้นการเก็บภาษีให้กับบางประเทศ ส่วนจีนยังคงมีท่าทีที่จะตอบโต้ตามเดิม

European Union	
Jean-Claude Juncker <i>European Commission chief</i>	<i>(Before tariffs)</i> "We will now impose tariffs on motorcycles, Harley Davidson, on blue jeans, Levis, on Bourbon."
Cecilia Malmstrom <i>European Union trade chief</i>	<i>(After tariffs)</i> "Europe is certainly not a threat to American internal security, so we expect to be excluded,"
China	
Wang Yi <i>China's foreign minister</i>	<i>(Before tariffs)</i> He vowed a "justified and necessary response" to any efforts to incite a trade war.
China's Ministry of Commerce	<i>(After tariffs)</i> China will take "strong measures" to protect its own interests

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

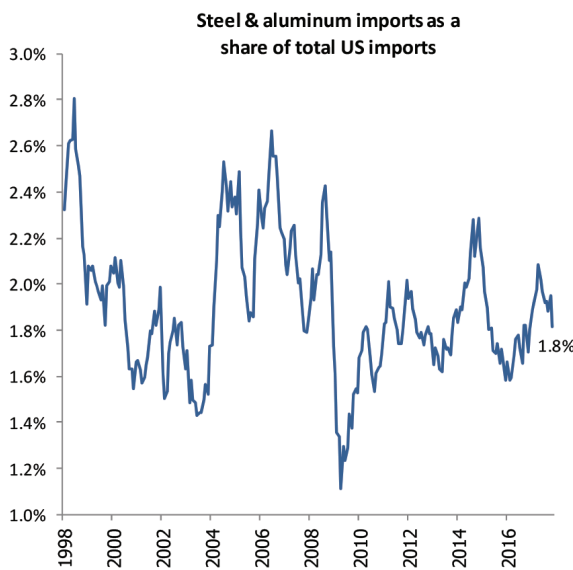
ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากการเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมมีน้อยมาก

เราประเมินว่าผลกระทบจากการเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าเหล็กและอลูมิเนียมมีน้อยมาก เนื่องจากการนำเข้าสินค้าในกลุ่มดังกล่าว มีสัดส่วนเพียง 2% ของมูลค่านำเข้าทั้งหมดของสหรัฐฯ และหากเปรียบเทียบกับในปี 2002 ที่ประธานาธิบดี George W. Bush เก็บภาษีนำเข้าเหล็กที่อัตรา 30% ในระหว่างเดือน มี.ค. 2002 ถึง พ.ย. 2003 พบว่าภาษีได้ส่งผลให้การนำเข้าลดลง แต่ไม่สามารถกระตุ้นการผลิตในประเทศได้ โดยการนำเข้าเหล็กได้ลดลงจาก 30 ล้านตัน เหลือ 21 ล้าน แต่การผลิตเหล็กของสหรัฐฯได้ทรงตัวอยู่ที่ 91 ล้านตัน ในช่วงเวลาดังกล่าว

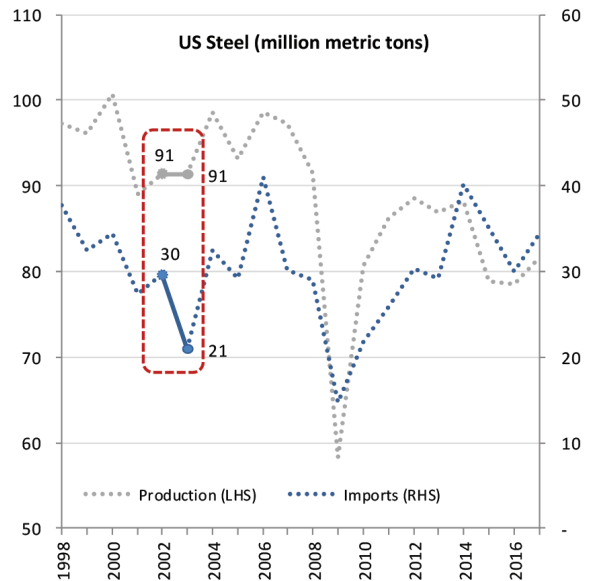
นอกจากนี้ หากพิจารณาจากภายในอุตสาหกรรมเหล็กของสหรัฐฯ พบว่าโรงงานผลิตเหล็กมีการปิดตัวไปค่อนข้างมากในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ซึ่งการจะเพิ่มกำลังการผลิตเพื่อทดแทนการนำเข้าจากต่างประเทศนั้น จำเป็นต้องมีการลงทุนเพิ่มเป็นจำนวนมาก เนื่องจากโรงงานผลิตเหล็กในสหรัฐฯ ที่ยังดำเนินการอยู่ เน้นผลิตเฉพาะเหล็กเส้นที่ใช้ในภาคการก่อสร้าง ขณะที่เหล็กที่ใช้ในภาคอุตสาหกรรม ซึ่งมีคุณภาพสูงกว่า จำเป็นต้องพึ่งพาการนำเข้า

เราประเมินว่าการลงทุนเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตยังไม่อาจเกิดขึ้นในช่วงนี้ เนื่องจาก 1) ความเสี่ยงทางด้านนโยบาย ซึ่งยังมีความไม่แน่นอนว่าภาษีดังกล่าวจะบังคับใช้เป็นเวลานานเท่าใด และจะมีการยกเว้นการเก็บภาษีให้กับประเทศใดบ้าง และ 2) ปริมาณการบริโภคเหล็กในสหรัฐฯ ซึ่งไม่ได้มีการเติบโตมากนักในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้นเราจึงประเมินว่าการขึ้นภาษีจะส่งผลกระทบต่อประเทศคู่ค้าของสหรัฐฯ และส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมผลิตเหล็กและอลูมิเนียมในประเทศค่อนข้างน้อย แต่จะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมที่ใช้เหล็กและอลูมิเนียมเป็นวัตถุดิบในสหรัฐฯ เอง เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ ผู้ผลิตเครื่องตีและอาหารกระป๋อง ฯลฯ ที่ต้องแบกรับต้นทุนราคาเหล็กและอลูมิเนียมที่สูงขึ้นจากภาษี และอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลก

แผนภาพที่ 23 : มูลค่านำเข้าของสินค้าในกลุ่มเหล็กและอลูมิเนียมมีสัดส่วนน้อยมากในการนำเข้าของสหรัฐฯทั้งหมด



แผนภาพที่ 24 : การเก็บภาษีนำเข้าเหล็กในปี 2002 ได้ส่งผลให้การนำเข้าลดลง แต่การผลิตกลับทรงตัว



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

ความเสี่ยงด้านนโยบายกีดกันการค้าต่อสินค้ากลุ่มอื่นในระยะต่อไป

นอกเหนือจากสินค้ากลุ่มเหล็กและอลูมิเนียม ขณะนี้กระทรวงพาณิชย์กำลังทำการตรวจสอบการละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา (Intellectual Property) ของจีน เช่น การขโมยข้อมูลเพื่อผลิตสินค้าเลียนแบบ (Trade Secret Theft) ซึ่งรัฐบาลจีนสนับสนุนให้บริษัทต่างชาติที่มัลลงทุนในจีนถ่ายโอนความรู้เทคโนโลยี, การละเมิดลิขสิทธิ์ทางออนไลน์ (Online Piracy and Counterfeiting) และการผลิตสินค้าเลียนแบบส่งออกไปทั่วโลก ซึ่งทางกระทรวงพาณิชย์เตรียมที่จะรายงานการตรวจสอบต่อประธานาธิบดี เร็วๆนี้ ซึ่งหากกระทรวงพาณิชย์ตรวจสอบแล้วพบว่าการละเมิดจริง สหรัฐฯ อาจเพิ่มภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้า Electrical Machinery & Equipment ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจค่อนข้างมาก หรือสหรัฐฯอาจจำกัดการลงทุนของจีนในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจน้อยกว่ามาตรการแรก

โดยล่าสุดแหล่งข่าวรายงานว่า ประธานาธิบดี Trump กำลังพิจารณาขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนในกลุ่มเทคโนโลยี และการสื่อสารโทรคมนาคม ซึ่งอาจมีมูลค่ารวมถึง 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็น 11% ของมูลค่าการนำเข้าสินค้าทั้งหมดจากจีนในปี 2017

การเพิ่มภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้า Electrical Machinery & Equipment จะส่งผลกระทบต่อการบริโภคและการลงทุนของสหรัฐฯเองค่อนข้างมาก เนื่องจากสหรัฐฯ พึ่งพาสินค้าจากจีนในกลุ่มนี้มากเป็นอันดับแรก คิดเป็น 40% ของมูลค่านำเข้าทั้งหมดของกลุ่มสินค้านี้ ขณะที่จีนส่งออกมาสหรัฐฯมากเป็นอันดับ 2 คิดเป็น 17% ของมูลค่าส่งออกทั้งหมดของกลุ่มสินค้านี้

นอกจากนี้ สหรัฐฯมีความเสี่ยงที่จีนจะตอบโต้กลับโดยการไม่นำเข้าสินค้ากลุ่มเครื่องบิน ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 11% ของการส่งออกเครื่องบินของสหรัฐฯ และสินค้าเกษตร เช่น ถั่วเหลือง ซึ่งจีนนำเข้าถั่วเหลืองคิดเป็น 60% ของมูลค่าส่งออกทั้งหมดจากสหรัฐฯ ซึ่งเรามองว่าทางจีนมีความเป็นไปได้ที่จะออกมาตรการตอบโต้ในกลุ่มสินค้าเครื่องบิน เนื่องจากทางจีนได้มีการพัฒนาในอุตสาหกรรมนี้แล้ว แต่ไม่น่าจะออกมาตรการตอบโต้ในกลุ่มสินค้าเกษตร เช่น ถั่วเหลือง เนื่องจากอาจกระทบกับราคาและเงินเฟ้อภายในประเทศ

เรามองว่าประธานาธิบดีตั้งกำแพงภาษีนำเข้า เพื่อเรียกคะแนนนิยมเท่านั้น

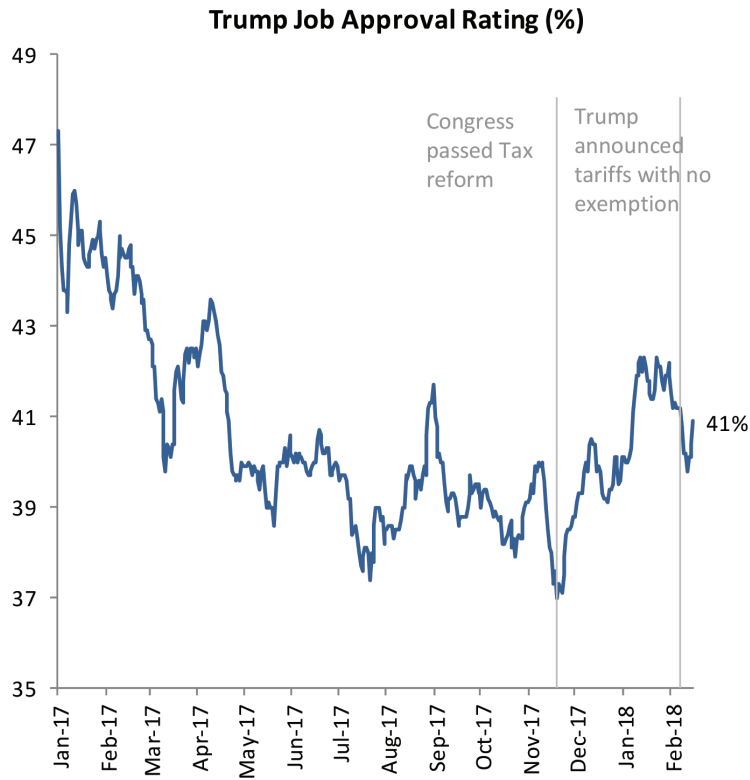
เรามองว่าเจตนาที่แท้จริงของเก็บภาษีนำเข้าของประธานาธิบดี Trump เป็นเพียงการเรียกคะแนนเสียงเท่านั้น เนื่องจาก นโยบายกีดกันการค้าเป็นนโยบายสำคัญที่ประธานาธิบดี Donald Trump ใช้หาเสียงในการเลือกตั้งประธานาธิบดีในปลายปี 2016 และทำให้สามารถแย่งคะแนนเสียงจากฐานเสียงของพรรค Democrat ในรัฐแถบตะวันออกเฉียงเหนือของสหรัฐฯ (Rust Belt) ได้ เช่น Pennsylvania, West Virginia, Ohio, Iowa และ Indiana ซึ่งเดิมเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตเหล็กที่สำคัญของประเทศ แต่ได้ปิดตัวลงเป็นจำนวนมากหลังจากที่สหรัฐฯ เปิดตลาดการค้ากับจีนมากขึ้น เมื่อประธานาธิบดี Trump ไปหาเสียงโดยชูนโยบายกีดกันการค้ากับจีน ทำให้ประชาชนทะเลาะแค้นเสียงมาให้พรรค Republican และทำให้ประธานาธิบดี Trump ชนะการเลือกตั้งในที่สุด

โดยคะแนนนิยม (Job Approval Rating) ของประธานาธิบดี Trump ตอนที่ได้รับตำแหน่งอย่างเป็นทางการในเดือน ม.ค. 2017 อยู่ที่ 45% และได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง จนทำจุดต่ำสุดที่ราว 37% ในเดือน พ.ย. 2017 เนื่องจากประธานาธิบดี Trump มีความขัดแย้งภายในพรรค ล้มเหลวในการยกเลิกร่างกฎหมายประกันสุขภาพ Obamacare และทำให้ตลาดมองว่าโอกาสที่จะผลักดันนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจด้านอื่นๆ เช่น การลดภาษี และการลงทุนภาครัฐฯ ให้ผ่านสภาลดลงไปด้วย อย่างไรก็ตาม คะแนนนิยมของประธานาธิบดี ได้กลับมาเพิ่มขึ้นเป็น 43% หลังจากที่สภาองเกรสผ่านกฎหมายปฏิรูปภาษีในกลางเดือน ธ.ค. 2017

ประธานาธิบดี มีความจำเป็นที่ต้องเรียกคะแนนนิยมให้มากขึ้น เนื่องจากสหรัฐฯจะมีการเลือกตั้ง Midterm ในวันที่ 6 พ.ย. นี้ ซึ่งจากสถิติในอดีตมีความเป็นไปได้สูงที่พรรค Republican จะเสียที่นั่งส่วนมากในสภา ซึ่งจะทำให้การผลักดันกฎหมายในสภาหลังปี 2018 เป็นไปได้ยากขึ้น โดยสถิติในช่วงระยะเวลา 30 ปี ชี้ว่าประธานาธิบดีมีคะแนนนิยมในช่วงที่มีการเลือกตั้ง Midterm ที่ 51% ส่วนพรรคของประธานาธิบดี จะสูญเสียที่นั่งโดยเฉลี่ยในสภาผู้แทนราษฎร 22 ที่นั่ง และในวุฒิสภา 4 ที่นั่ง ซึ่งพรรค Republican ในขณะนี้มียังที่นั่งในสภาผู้แทนฯ เกินครึ่งมา 20 ที่นั่ง และมีที่นั่งในวุฒิสภาเกินครึ่งมาเพียง 1 ที่นั่ง

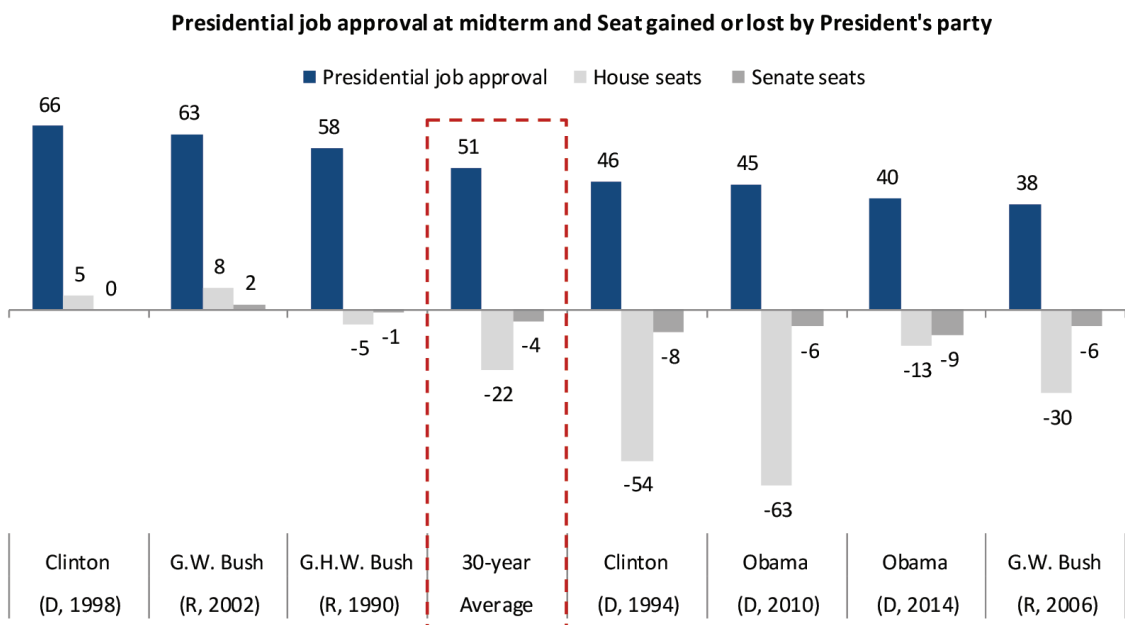
ทั้งนี้ คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump ในช่วงที่ผ่านมาชี้ว่าประชาชนอาจไม่เห็นด้วยกับมาตรการกีดกันการค้า โดยคะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump ได้ตกจาก 43% เป็น 40% ในวันที่ประธานาธิบดีเปิดเผยว่าจะเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าเหล็กและอลูมิเนียม และได้ฟื้นขึ้นมาเป็น 41% ในวันที่ประธานาธิบดี เปิดเผยรายละเอียดพร้อมกับการระบุว่าจะผ่อนผันให้กับบางประเทศ นอกจากนี้ พรรค Republican สูญเสียที่นั่งในสภาผู้แทนฯ 1 ที่นั่งในการเลือกตั้งพิเศษ ในเขต 18 ของรัฐ Pennsylvania ให้กับพรรค Democrat ด้วยสัดส่วน 49.8% ต่อ 49.6% ในวันที่ 14 มี.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 25 : การเก็บภาษีนำเข้าไม่ได้ทำให้คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump เพิ่มขึ้น



Source: Real Clear Politics, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 26 : พรรค Republican อาจเสียเสียงส่วนมากในสภาหลังการเลือกตั้ง Midterm ในวันที่ 6 พ.ย. นี้

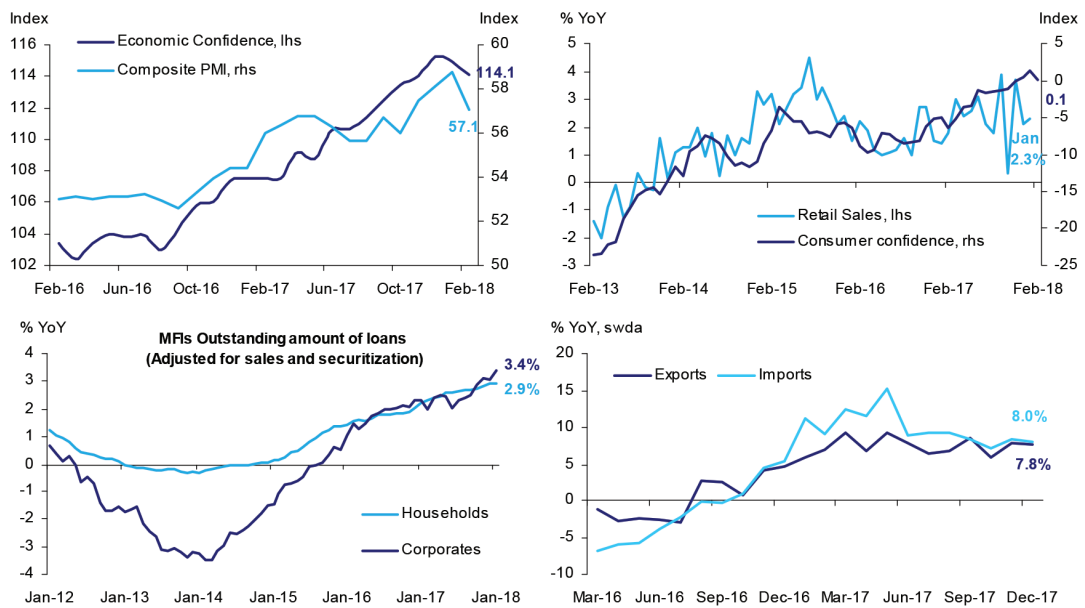


Source: Wikipedia, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจเริ่มปรับตัวลดลงในเดือน ก.พ. จากที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนทำจุดสูงสุดในรอบหลายปีในเดือนก่อน อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงอยู่ในระดับสูงซึ่งสะท้อนได้ว่าเศรษฐกิจจะยังคงขยายตัวได้ดีเพียงแต่ไม่มีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้น สำหรับความเสี่ยงด้านการเมืองมีลดลงไป โดยการจัดตั้งรัฐบาลในเยอรมนีได้ประสบผลสำเร็จ ขณะที่การจัดตั้งรัฐบาลในอิตาลี แม้คาดว่าจะใช้ระยะเวลาานาน แต่รัฐบาลที่ได้ก็คาดว่าจะออกมาเป็นบวกกับตลาด เนื่องจากความเสี่งที่อิตาลีจะออกจาก EU ได้มีลดลง อย่างไรก็ตาม การค้าระหว่างประเทศเป็นความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตามองในปีนี้ หลังการประกาศขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ ซึ่งอาจจุดชนวนให้เกิดสงครามการค้าตามมาในภายหลังได้

แผนภาพที่ 27 : ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMI ปรับตัวลดลงในเดือน ก.พ. ขณะที่ยอดค้าปลีกและยอดปล่อยสินเชื่อเร่งตัวขึ้นในเดือน ม.ค. ส่วนภาคต่างประเทศยังขยายตัวดี



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

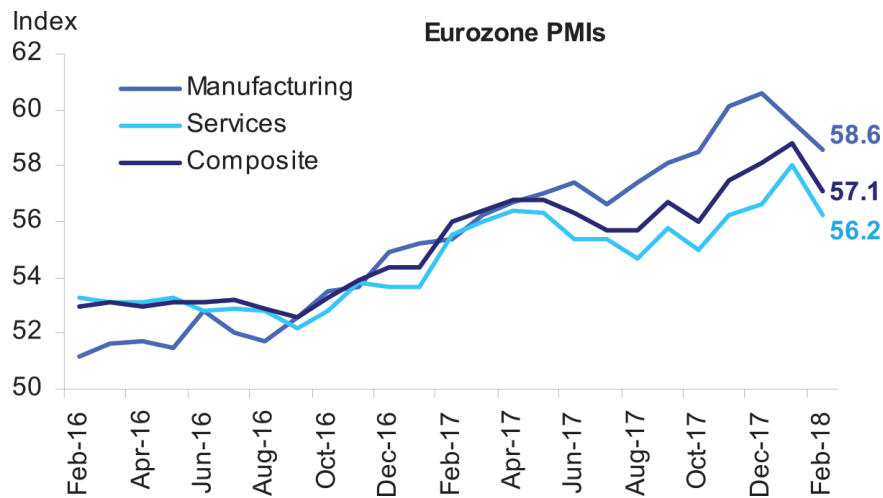
ดัชนีความเชื่อมั่นปรับตัวลดลงในเดือน ก.พ. ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจยังขยายตัวดีอยู่

ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจหลายตัว เช่น ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี Composite PMI ได้ปรับตัวลดลงในเดือน ก.พ. หลังจากเพิ่มขึ้นจนทำจุดสูงสุดในรอบหลายปีในเดือนก่อน โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากสภาวะทางการเงินที่มีความตึงตัวมากขึ้นตามการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ในตลาด รวมถึงเงินยูโรที่แข็งค่า และความผันผวนในตลาดหุ้นเมื่อต้นเดือน ก.พ.

อย่างไรก็ดี แมื่อดัชนีหลายตัวจะเริ่มปรับตัวลดลง แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับที่สูง ซึ่งได้ชี้ว่าเศรษฐกิจจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อ เพียงแต่ไม่มีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้นต่อจากนี้ โดยเรคาด GDP ไตรมาส 1 จะขยายตัวได้ดีต่อที่ +0.6% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน

โดยดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลง -0.8 จุด เป็น 114.1 จุด ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2017 ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ปรับตัวลดลง -1.3 จุด เป็น 0.1 จุด หลังจากปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 17 ปี ในเดือนก่อน ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลง -1.7 จุด เป็น 57.1 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 4 เดือน จากทั้งภาคการผลิต (-1.0, 58.6 จุด) และภาคบริการ (-1.8, 56.2 จุด)

แผนภาพที่ 28 : ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 4 เดือนที่ 57.1 จุด



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดปล่อยสินเชื่อเร่งตัวขึ้นในเดือน ม.ค. โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) เร่งตัวขึ้นเป็น +3.4% YoY จาก +3.1% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2009 และยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +2.9% YoY เท่ากับเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2009 ซึ่งสินเชื่อที่ฟื้นตัวดีจะสนับสนุนการบริโภคและการลงทุนต่อไปในระยะข้างหน้า

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +2.3% YoY จากที่ชะลอตัวลงแรงเป็น +2.1% YoY ในเดือนก่อน โดยเรามองว่ายอดค้าปลีกจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อในระยะข้างหน้า เนื่องจากปัจจัยที่สนับสนุนการบริโภค ยังคงอยู่ในระดับที่ดี เช่น ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ยังอยู่ในระดับสูง, การจ้างงานที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยผลักดันให้อัตราค่าจ้างเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า

ส่วนภาคต่างประเทศยังคงขยายตัวดี โดยยอดส่งออก (Exports) เดือน ธ.ค. ทรงตัวที่ +7.8% YoY เท่ากับเดือนก่อน ขณะที่ยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +8.0% YoY จาก +8.4% YoY เดือนก่อน โดยเรามองว่าส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า เนื่องจากดัชนีชี้วัดภาคการส่งออก เช่น IFO Export Expectations ได้ลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน (14.8 จุด เดือน ก.พ.) และดัชนี PMI New Export Orders เดือน ก.พ. ที่ปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 6 เดือน นอกจากนี้ เงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากคาดว่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออก และความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ จะเป็ความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตามอง

ผลกระทบจากการเพิ่มภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ มีจำกัด

นาย Donald Trump ประธานาธิบดี สหรัฐฯ ได้ลงนามให้เก็บภาษีนำเข้า (Tariffs) เหล็ก 25% และอะลูมิเนียม 10% เมื่อต้นเดือน มี.ค. โดยสหรัฐฯ นำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมจาก EU มากเป็นอันดับต้นๆ อย่างไรก็ดี ผลกระทบต่อเศรษฐกิจของ EU มีค่อนข้างจำกัด เนื่องจากมูลค่าส่งออกของเหล็กและอะลูมิเนียมรวมกันคิดเป็นเพียง 0.02% ของ GDP เท่านั้น

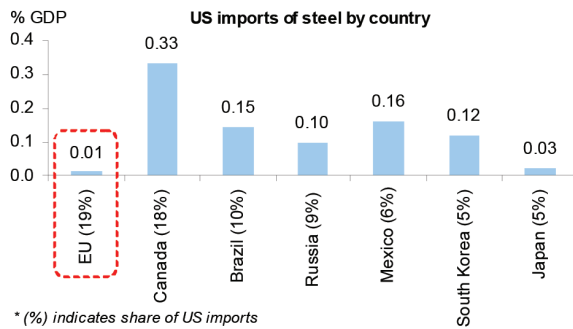
อย่างไรก็ดี การปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มดังกล่าวอาจส่งผลให้ประชาชนกว่า 3 แสนรายต้องตกงาน ทำให้ EU ออกมากล่าวโต้ตอบว่าจะเตรียมปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสหรัฐฯ ในสินค้า เช่น มอเตอร์ไซค์, เสื้อผ้า, เหล้า Bourbon และสินค้าบริโภคบางกลุ่ม ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าที่ผลิตในรัฐที่เป็นฐานเสียงสำคัญให้กับพรรค Republican

โดยในภายหลัง สหรัฐฯ ได้ออกมาชูว่าจะขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ หาก EU ได้ตอบด้วยมาตรการดังกล่าว ซึ่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะมีค่อนข้างสูง เนื่องจาก EU ส่งออกรถยนต์ไปสหรัฐฯ คิดเป็น 0.24% ของ GDP ซึ่งประเทศที่จะได้รับผลกระทบมากคือ เยอรมนี เนื่องจากได้ส่งออกรถยนต์ไปสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก (0.83% ของ GDP) ทำให้ EU ผ่อนความต้องการตรึงนั้นลง และเข้าเจรจากับสหรัฐฯ

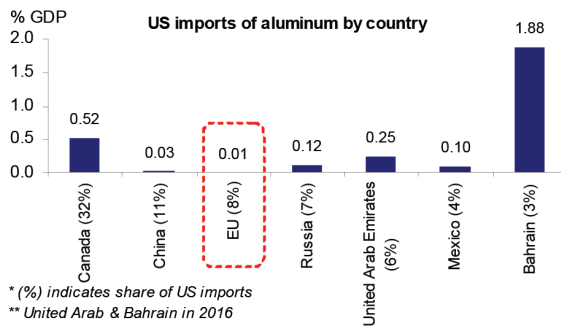
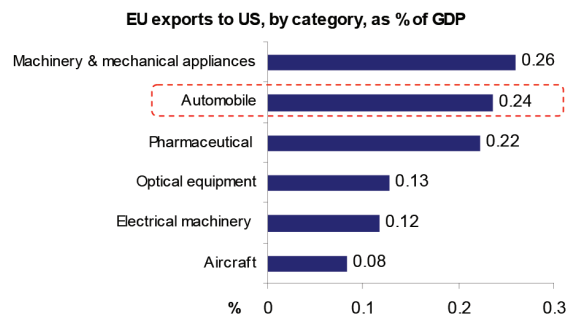
ผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ มีค่อนข้างจำกัด แต่ก็มีความเสี่ยงหากหลายๆ ประเทศออกมาโต้ตอบด้วยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มอื่น และทำให้เกิดสงครามการค้าขึ้น ซึ่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะค่อนข้างมากและต่างฝ่ายก็จะเสียประโยชน์

แผนภาพที่ 29 : EU ส่งออกเหล็กและอะลูมิเนียมไปสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่าเพียง 0.02% ของ GDP เท่านั้น

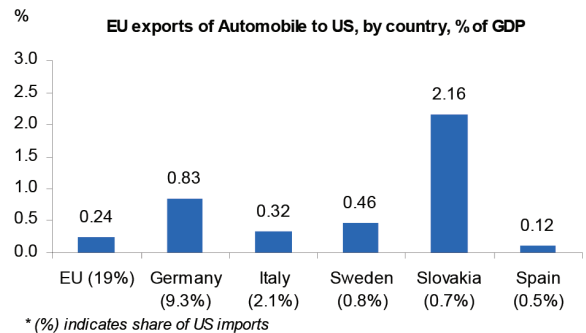
แผนภาพที่ 30 : สหรัฐฯ ชูจะเรียกเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ หาก EU ได้ตอบด้วยการเรียกเก็บภาษีนำเข้าสินค้าสหรัฐฯ



* (%) indicates share of US imports



* (%) indicates share of US imports
** United Arab & Bahrain in 2016



* (%) indicates share of US imports

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

รัฐบาลร่วม CDU-SPD ของเยอรมนี มีแผนเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐราว 1.5% ของ GDP ซึ่งอาจกดดันให้ Bond Yield ปรับตัวสูงขึ้น

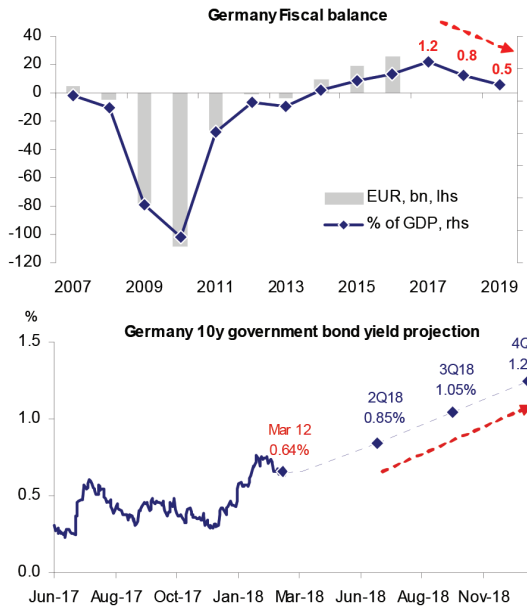
การเจรจาเพื่อจัดตั้งรัฐบาลของเยอรมนีประสบความสำเร็จ หลังจากที่ยึดถือเป็นระยะเวลากว่า 5 เดือนนับตั้งแต่การเลือกตั้งเมื่อปลายเดือน ก.ย. 2017 โดยเมื่อต้นเดือน มี.ค. สมาชิกพรรค SPD ได้โหวตเห็นชอบการจัดตั้งรัฐบาลร่วมกับพรรค CDU ของนาง Angela Merkel ซึ่งรัฐบาลใหม่จะเข้ารับตำแหน่งอย่างเป็นทางการภายในเดือนนี้

โดยการจัดตั้งรัฐบาลร่วมกันระหว่างพรรค CDU และ SPD นับเป็นการร่วมรัฐบาลกันต่อเนื่องเป็นสมัยที่ 2 แล้ว ซึ่งน่าจะส่งผลให้นโยบายต่างๆ มีความต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ในรัฐบาลใหม่นี้ พรรค SPD จะมึบทบาทในการกำหนดนโยบายมากขึ้น เนื่องจากจะได้ดูแลกระทรวงสำคัญอย่างกระทรวงการคลัง, กระทรวงต่างประเทศ และกระทรวงแรงงาน และกิจการสังคม ซึ่งนาง Merkel ได้ยอมที่จะให้ตำแหน่งสำคัญกับพรรค SPD เพื่อให้สามารถจัดตั้งรัฐบาลร่วมกันได้

พรรค SPD นั้นเป็นพรรคที่ชูแนวคิดสังคมนิยมและรัฐสวัสดิการ ซึ่งจะส่งผลให้การใช้จ่ายภาครัฐในรัฐบาลชุดนี้มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นด้วย โดยล่าสุดรัฐบาลร่วม CDU-SPD ได้มีแผนเพิ่มการใช้จ่ายมูลค่า 4.6 หมื่นล้านยูโร หรือราว 1.5% ของ GDP ในช่วง 4 ปีของการเป็นรัฐบาล ซึ่งค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ดุลการคลังของเยอรมนีเกินดุลลดลง และรัฐบาลอาจต้องออกพันธบัตรเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับค่าใช้จ่าย ซึ่งจะส่งผลกดดันให้ Yield พันธบัตรรัฐบาลปรับตัวสูงขึ้นในระยะข้างหน้า เนื่องจากธนาคารกลางยุโรป (ECB) คาดว่าจะยุติมาตรการ QE ปลายปีนี้

แผนภาพที่ 31 : รัฐบาลร่วม CDU-SPD มีแผนเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งจะส่งผลให้ดุลการคลังเกินดุลลดลงและอาจกดดันให้ Bond Yield ปรับตัวสูงขึ้น

แผนภาพที่ 32 : รัฐบาลร่วม CDU-SPD เตรียมเพิ่มการใช้จ่ายราว 1.5% ของ GDP ในช่วง 4 ปี



Amount	Fiscal measures
EUR 12bn (0.4% of GDP)	Social affairs i.e. child benefit, cut in pensions contribution
EUR 12bn (0.4% of GDP)	Support for regions and municipalities (esp. those face with refugees influx)
EUR 10bn (0.3% of GDP)	Reduction in solidarity tax introduced since reunification
EUR 6bn (0.2% of GDP)	Spent on investment in education, research and digitalisation
EUR 4bn (0.1% of GDP)	Support for construction sector: investment in social housing and tax incentives to boost home ownership & renovation
EUR 2bn (0.05% of GDP)	Spending on international security to meet the NATO commitments

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

ผลการเลือกตั้งของอิตาลีออกมาเป็นสภาแขวนตามคาด แต่เรามองว่าการจัดตั้งรัฐบาลจะไม่ส่งผลกระทบต่อตลาด

ผลการเลือกตั้งในประเทศอิตาลีออกมาเป็นสภาแขวน (Hung Parliament) ตามคาด คือไม่มีพรรคเดี่ยวหรือพรรคร่วมกลุ่มใดได้เสียงข้างมากในสภา (316 ที่นั่งขึ้นไปจาก 630) แต่ที่ออกมาพิศาคาคคือ คณะเสียงของพรรค Five Star Movement (M5S) และพรรค Lega (LN) ซึ่งเป็นพรรคประชานิยมที่มีแนวคิดต่อต้าน EU ออกมาสูงกว่าที่คาด

ขณะที่กลุ่มพรรคร่วมฝ่ายขวา (Center-Right Coalition) ซึ่งเป็นการรวมกันระหว่างพรรค Forza Italia (FI), Lega (LN) และ Brothers of Italy (Fdi) ได้จำนวนที่นั่งรวมกัน 260 ที่นั่ง ซึ่งมากเป็นอันดับ 1 แต่ก็ไม่ได้เสียงข้างมากในสภาทำให้ต้องจัดหาพรรคร่วม

โดยตอนแรกเราประเมินว่าพรรค FI ซึ่งเป็นพรรคที่สนับสนุน EU จะได้ที่นั่งมากที่สุดและขึ้นเป็นผู้นำกลุ่ม ซึ่งจะส่งผลให้การจัดตั้งรัฐบาลเป็นไปง่ายขึ้น แต่ผลกลับออกมาพิศาคาคเป็นพรรค LN ซึ่งมีแนวคิดต่อต้าน EU ได้ที่นั่งมากที่สุดในกลุ่ม (126 ที่) และทำให้นาย Matteo Salvini หัวหน้าพรรค LN ขึ้นเป็นผู้นำพรรคร่วมฝ่ายขวา ซึ่งทำให้การจัดตั้งรัฐบาลยากกว่าที่ได้ประเมินไว้ในตอนแรก

ส่วนพรรค M5S ได้ 227 ที่นั่ง และเป็นพรรคเดี่ยวที่ได้จำนวนที่นั่งมากที่สุด แต่ก็ยังคงไม่เพียงพอต่อการจัดตั้งรัฐบาล ทำให้ต้องจัดหาพรรคร่วมเช่นเดียวกัน

แผนภาพที่ 33 : ผลการเลือกตั้งออกมาเป็นสภาแขวน เนื่องจากไม่มีพรรคใดครองเสียงข้างมากในสภา (316 ที่นั่งขึ้นไป)

Party*	Seats (total 630 seats)	Political spectrum	EU stance	Policies
M5S	227	Populist	Anti-EU	Cut taxes, introduce basic income, push fiscal deficit > 3% of GDP, repeal EU fiscal compact, repeal current pension system
LN	126	Right-wing	Anti-EU	Flat income tax at 15%, push fiscal deficit > 3% of GDP, repeal EU fiscal compact, repeal current pension reform
PD	113	Centre-left	Pro-EU	Adjust income tax for low income, keep fiscal deficit ratio below 3% with some flexibility to be negotiate with EU, no change to pension system
FI	101	Centre-right	Pro-EU	Flat income tax at 20%, introduce basic income, keep fiscal deficit ratio below 3%, increase of low pensions
Fdl	33	Right-wing	Anti-EU	Cut taxes
LeU	14	Left-wing	Pro-EU	Minor changes to current pension reform

*Include only party that received more than 3% national vote, which is the minimum threshold to acquire seat in the parliament

**Past pension reform, esp. in 2012, managed to stabilise pension expenditures, which are the highest among OECD countries (15% of GDP)

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

อย่างไรก็ดี เรามองว่าการจัดตั้งรัฐบาลจะไม่ส่งผลกระทบต่อตลาด เนื่องจากความเสี่ยงที่อิตาลีจะแยกตัวออกจาก EU (Italexit) ได้มีลดลงในช่วงนี้ เนื่องจาก 1) ทั้งหัวหน้าพรรค M5S และ LN ได้ออกมากล่าวลดความต้องการที่จะออกจาก EU ลงไปเมื่อปลายปี 2017 และ 2) การจัดตั้งรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อตลาดมากที่สุด จากความเสี่ยงที่ Italexit อาจกลับมาเป็นประเด็นอีก มีความเป็นไปได้ค่อนข้างน้อย เนื่องจากฐานเสียงของทั้งสองพรรคแตกต่างกัน กล่าวคือเสียงสนับสนุนพรรค M5S ส่วนใหญ่มาจากทางตอนใต้ซึ่งเป็นผู้มีรายได้น้อย ขณะที่เสียงสนับสนุนพรรค LN มาจากตอนเหนือซึ่งค่อนข้างร่ำรวย ซึ่งฐานเสียงที่แตกต่างกันส่งผลให้นโยบายของทั้งสองพรรคที่แม้ว่าจะต้องการเร่งการใช้จ่ายภาครัฐเหมือนกัน แต่ก็มักมุ่งเป้าหมายคนละกลุ่ม ทำให้รายละเอียดของนโยบายมีความแตกต่างกัน

สำหรับการจัดตั้งรัฐบาลที่เป็นไปได้ จะต้องอาศัยเสียงสนับสนุนของพรรค Democratic Party (PD) ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลปัจจุบัน โดยสามารถแบ่งออกเป็น 2 รูปแบบคือ

1) พรรค M5S ร่วมกับพรรค PD ซึ่งจะได้ 340 ที่นั่ง โดยเรามองว่ารูปแบบนี้มีความเป็นไปได้มากที่สุด เนื่องจากตอนนี้ภายในพรรค PD ก็ได้มีการหารือกันถึงเรื่องนี้ อีกทั้งพรรค M5S ก็พร้อมที่จะเปิดทำการเจรจา

2) กลุ่มพรรคร่วมฝ่ายขวา (Centre-Right Coalition) กับพรรค PD ซึ่งจะได้ 373 ที่นั่ง โดยเรามองว่ามีความเป็นไปได้รองลงมา แม้ว่าพรรค LN กับพรรค PD จะมีนโยบายที่แตกต่างกัน แต่พรรค FI ก็อาจเป็นตัวกลางช่วยให้การเจรจาจัดตั้งรัฐบาลประสบผล

เรามองว่าผลกระทบต่อตลาดจากการจัดตั้งรัฐบาลทั้งสองรูปแบบจะเป็นไปในทิศทางบวก เนื่องจากพรรค PD ซึ่งเป็นพรรครัฐบาลมาตั้งแต่ปี 2013 และได้พยายามแก้ปัญหาหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูงเพื่อให้เป็นไปตามกฎของ EU จะสามารถช่วยคัดค้านนโยบายสุดโต่งของทั้งพรรค M5S และพรรค LN ได้ และจะช่วยผ่อนคลายนโยบายที่เคร่งครัดที่มีกับ EU ลง

ส่วนการเลือกตั้งใหม่นั้น เรามองว่าความเป็นไปได้เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากคะแนนเสียงได้แตกออกเป็นหลายกลุ่มที่มีจุดยืนทางการเมืองที่แตกต่างกัน ซึ่งทำให้การเจรจาจัดตั้งรัฐบาลเป็นไปได้ยาก โดยเรามองว่าการเลือกตั้งใหม่เป็นความเสี่ยงและจะส่งผลกระทบต่อตลาด เนื่องจากพรรคประชานิยมอย่าง M5S และ LN มีโอกาสที่จะได้จำนวนที่นั่งเพิ่มขึ้นและอาจได้เสียงข้างมากในสภา ซึ่งจะสร้างความกังวลว่าอิตาลีจะออกจาก EU กลับมาอีก นอกจากนี้ การเลือกตั้งใหม่ยังจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นด้วย

แผนภาพที่ 34 : เรามองว่าการจัดตั้งรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S หรือ กลุ่มพรรคร่วมฝ่ายขวา กับพรรค PD มีความเป็นไปได้มากที่สุด ซึ่งเรามองว่าทั้งสองกรณีจะไม่ส่งผลกระทบต่อตลาด เนื่องจากพรรค PD จะช่วยค้ำนโยบายสุดโต่งของทั้งสองพรรคได้

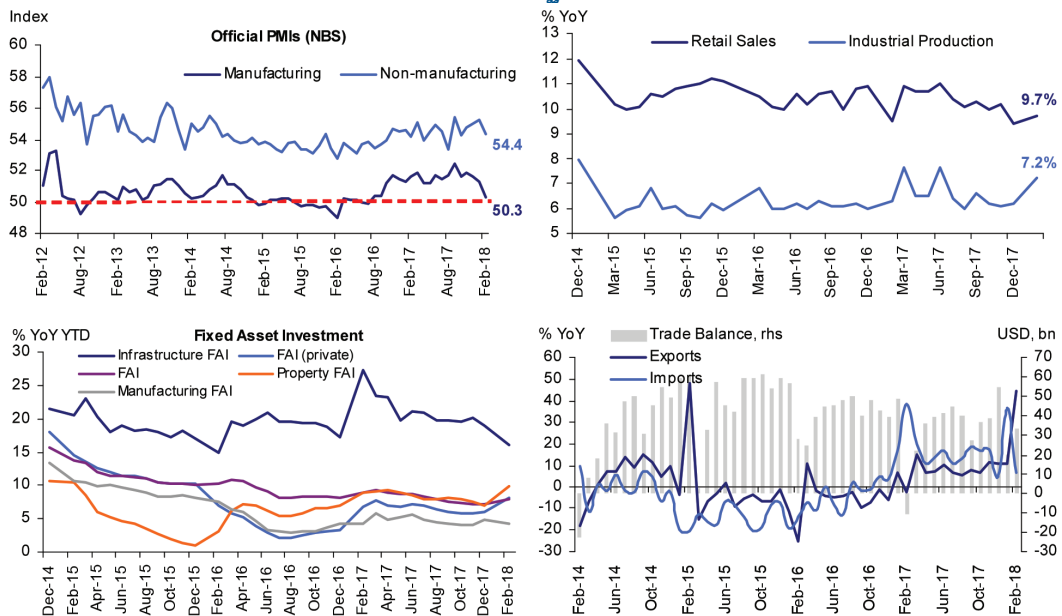
Possible combinations (316 seats needed)	Probability	Market impact	Implication on economy
M5S (populist, 227) + LN (right, 126) = 353 seats	Unlikely given extremely different electoral bases; Matteo Salvini, leader of LN, has rejected this possibility	Most negative due to EU uncertainty	(-) Tension with EU will escalate regarding fiscal slippage (-) Debt sustainability at risk
M5S (populist) + PD (left) = 340 seats	Most Likely as media currently report some PD members are discussing on such possibility and M5S is seen opening up to the coalition	Positive as PD will be able to block/soften anti-EU policies	(+) PD could block anti-establishment surge in power (-) Low government stability (-) M5S to stall/roll back fiscal reforms
Centre-right coalition + PD (left) = 373 seats	Likely, despite policies differences between LN & PD, but FI could facilitate a dialogue with PD given its more moderate view	Positive as PD will be able to block/soften anti-EU policies	(+) PD could block anti-establishment surge in power (-) Low government stability (-) Reform agenda loses momentum
New election	Probability increases given significant party differences and lack of compromising among parties	Negative due to another period of uncertainty and risk of M5S or LN winning majority	(-) Uncertainty to weigh down on business confidence (-) Risks of anti-establishment M5S or LN winning absolute majority

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

เศรษฐกิจจีน

ตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจออกมาดีกว่าคาดในเดือน ก.พ. แต่เรามองว่าจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น และยังคงคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 จะชะลอลดลงเป็น +6.5% YoY จาก + 6.8% YoY ในไตรมาส 4/2017 จากการใช้นโยบายที่เข้มงวดทั้งในภาคการเงิน การคลัง และภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งจะกดดันการลงทุน และการควบคุมมลภาวะในอากาศช่วงฤดูหนาว (เดือน ต.ค.-มี.ค.) ที่จะกดดันภาคการผลิต นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ จะเป็ความเสี่ยงสำคัญต่อการส่งออกซึ่งเป็นแรงหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 35 : PMI ภาคการผลิตของทางการเงินเดือน ก.พ. ปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบเกือบ 2 ปี ขณะที่ตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ม.ค.-ก.พ. ออกมาดีกว่าคาด



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

ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ม.ค.-ก.พ. เร่งตัวขึ้นสวนทางกับที่คาด แต่เรามองว่าเป็นผลจากปัจจัยชั่วคราว และยังคงคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 จะชะลอลดลงเป็น +6.5%

กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ม.ค.-ก.พ. ออกมาดีกว่าที่คาด โดยทั้งผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production), การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) และยอดค้าปลีก (Retail Sales) ต่างเร่งตัวขึ้นจากเดือน ธ.ค. ขณะที่ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน ก.พ. ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 3 เดือนสู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปี

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค.-ก.พ. เร่งตัวขึ้นเป็น +7.2% YoY จาก +6.2% YoY ในเดือน ธ.ค.และที่ตลาดคาด โดยผลผลิตในกลุ่มพลังงานไฟฟ้าได้เร่งตัวขึ้นแรง +11.0% YoY (vs.+6.0% เดือน ธ.ค.) ซึ่งนับเป็นการขยายตัวเป็นเลขสองหลักครั้งแรกในรอบ 4 ปี จากสภาพอากาศที่หนาวกว่าปกติ ขณะที่ผลผลิตในสินค้าหลัก เช่น คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์, รถยนต์, และสิ่งทอ ปรับตัวลดลง ทำให้เรามองว่าการเร่งตัวของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมในเดือนนี้ จะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ม.ค.-ก.พ. เร่งตัวขึ้นเป็น +7.9% YoY YTD จาก +7.2% ในเดือน ธ.ค. สวนทางกับที่คาด จากการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ที่เร่งตัวขึ้นเป็น +9.9% YoY YTD จาก +7.0% ในเดือน ธ.ค. ซึ่งส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลจากการที่รัฐบาลได้ลงทุนเพื่อฟื้นฟูเมืองเก่า ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) และการลงทุนในภาคการผลิต (Manufacturing FAI) ชะลอลดลง

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค.-ก.พ. เติบโตขึ้นเล็กน้อยเป็น +9.7% YoY จาก +9.4% YoY ในเดือน ธ.ค.

อย่างไรก็ดี ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 50.3 จุด โดยเป็นการปรับลดลงต่อเนื่อง 3 เดือน สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2016 และต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 51.2 จุด โดยดัชนียอดขายคำสั่งซื้อใหม่ ทั้งภายใน (-1.6 จุด) และภาคนอกประเทศ (-0.5 จุด) และดัชนีผลผลิต (-2.8 จุด) ต่างปรับตัวลดลงต่อเนื่อง ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-Manufacturing PMI) ปรับลดลง -0.9 จุด เป็น 54.4 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดการณ์เดียวกันที่ 55.0 จุด

โดยเรามองว่าดัชนีภาคการผลิตมีแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อจาก 1) การใช้นโยบายที่เข้มงวดต่อเนื่อง ทั้งด้านการเงิน การคลัง และภาคอสังหาริมทรัพย์ 2) การควบคุมมลภาวะในอากาศช่วงเดือน ต.ค.-มี.ค. และ 3) การปฏิรูปด้านอุปทาน เพื่อแก้ปัญหาการกำลังการผลิตส่วนเกิน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลผลิตและการลงทุนต่อไป

ส่วนภาคต่างประเทศเดือน ก.พ. ยังคงได้รับผลจากปัจจัยชั่วคราวจากวันหยุดยาวเทศกาลตรุษจีนที่ปีนี้อยู่ในเดือน ก.พ. (vs. เดือน ม.ค.ปีก่อน) โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐ ได้เร่งตัวขึ้นมากกว่าคาดเป็น +44.5% YoY จาก +11.1% YoY ในเดือนก่อน และที่ตลาดคาด โดยส่งออกเร่งตัวขึ้นค่อนข้างมากในกลุ่ม Developed Market ได้แก่ สหรัฐฯ (+46.1% YoY vs. +11.1% เดือนก่อน), สหภาพยุโรป (+42.4% YoY vs. +10.3% เดือนก่อน), ญี่ปุ่น (+31.2% YoY vs. +1.4% เดือนก่อน) และเร่งตัวใน Emerging Market ในกลุ่มอาเซียน (+36.2% YoY vs +18.4% เดือนก่อน) ขณะที่ชะลอตัวลงในฮ่องกง (+10.2% YoY vs. +18.4% เดือนก่อน) และได้หวัน (+15.3% YoY vs. +25.4% เดือนก่อน)

ด้านการนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงค่อนข้างมากเป็น +6.3% YoY จาก +36.8% YoY ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ +8.0% YoY โดยการนำเข้าแร่เหล็ก (-5.4% YoY vs. -0.9% เดือนก่อน), ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (+11.5% YoY vs. +38.1% เดือนก่อน) และน้ำมันดิบ (+26.4% YoY vs. +44.7% เดือนก่อน) ต่างชะลอตัวลงค่อนข้างมาก

ส่งออกที่เร่งตัวขึ้น ขณะที่การนำเข้าชะลอตัวลง ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.พ. เกินดุล +3.37 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ในเดือนก่อน และสวนทางกับที่ตลาดคาดว่าขาดดุล -5.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ

แม้ตัวเลขส่งออกและนำเข้าจะค่อนข้างผันผวนในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. จากการเคลื่อนไหวเดือนของเทศกาลตรุษจีน แต่เมื่อนับรวมยอดส่งออกเดือน ม.ค.-ก.พ. ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบดังกล่าวลง ส่งออกก็ยังคงขยายตัวได้ดีที่ +24.4% YoY ขณะที่การนำเข้าขยายตัวดีที่ +21.7% YoY ซึ่งสะท้อนโมเมนตัมภาคต่างประเทศที่ยังคงแข็งแกร่ง

อย่างไรก็ดี เรามองว่าโมเมนตัมภาคส่งออกจะเริ่มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าจาก 1) ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่อาจจุดชนวนให้เกิดสงครามทางการค้า 2) การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดซึ่งกดดันการลงทุนและการผลิต อาจเริ่มส่งผลกระทบต่อส่งออกในระยะข้างหน้า และ 3) ดัชนีชี้นำภาคส่งออกล่วงหน้าอย่าง PMI New Export Orders เดือน ก.พ. ซึ่งหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 (49.0 จุด เดือน ก.พ.)

แผนภาพที่ 36 : ดัชนี PMI New Export Orders อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ซึ่งสะท้อนถึงโมเมนตัมภาคส่งออกที่จะเริ่มอ่อนกำลังลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 และ 2 จะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY และ +6.3% YoY ตามลำดับ จากนโยบายที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น ทั้งในภาคการเงิน การคลัง และภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งจะกดดันการลงทุน กอปรกับมาตรการควบคุมมลภาวะในอากาศช่วงฤดูหนาว (เดือน ต.ค. -มี.ค.) ที่จะกดดันภาคการผลิต นอกจากนี้ ส่งออกซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีก่อน อาจเริ่มอ่อนกำลังลง

ผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ มีจำกัด

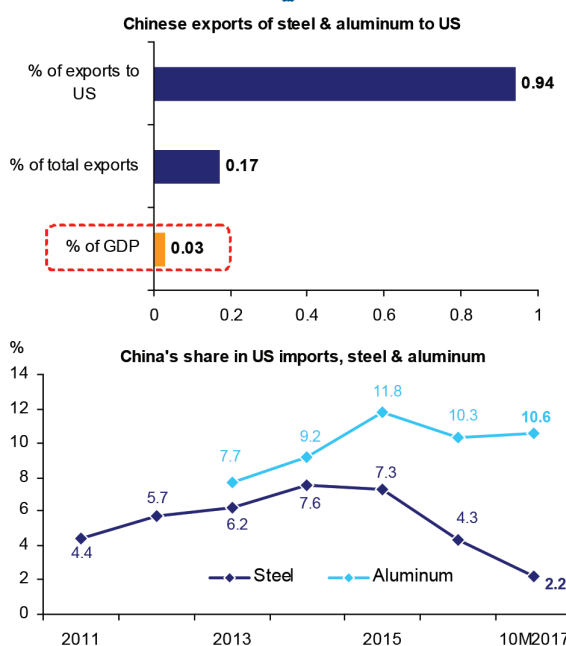
สหรัฐฯ ได้ประกาศขึ้นภาษีนำเข้า (Tariffs) เหล็กที่ 25% และอะลูมิเนียมที่ 10% เมื่อต้นเดือน มี.ค.ที่ผ่านมา ซึ่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนมีค่อนข้างจำกัด เนื่องจาก 1) จีนส่งออกเหล็กและอะลูมิเนียมไปยังสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่าเพียง 0.03% ของ GDP เท่านั้น และ 2) สหรัฐฯ นำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมจากจีนในสัดส่วนที่ลดลง

เรามองว่าจีนจะไม่ใช้มาตรการโต้ตอบทางการค้าที่รุนแรงกับสหรัฐฯ ในตอนนี้ เนื่องจากผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ในครั้งนี้ไม่สูงนัก โดยเรามองว่าจีนจะพยายามเข้าไปเจรจากับสหรัฐฯ ซึ่งอาจเห็นได้จากการที่นาย Liu He ซึ่งเป็นมือขวาด้านเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Xi Jinping และมีตำแหน่งในระดับสูง (1 ใน 25 คณะกรรมการบริหารของพรรคคอมมิวนิสต์จีน) ได้เดินทางไปเจรจาเรื่องการค้ากับสหรัฐฯ ในช่วงการประชุม National People's Congress ซึ่งปกติแล้วได้มีการบังคับให้เข้าร่วมประชุมทุกคน ซึ่งสะท้อนได้ว่าจีนให้ความสำคัญกับการค้ากับสหรัฐฯ เป็นอย่างมาก

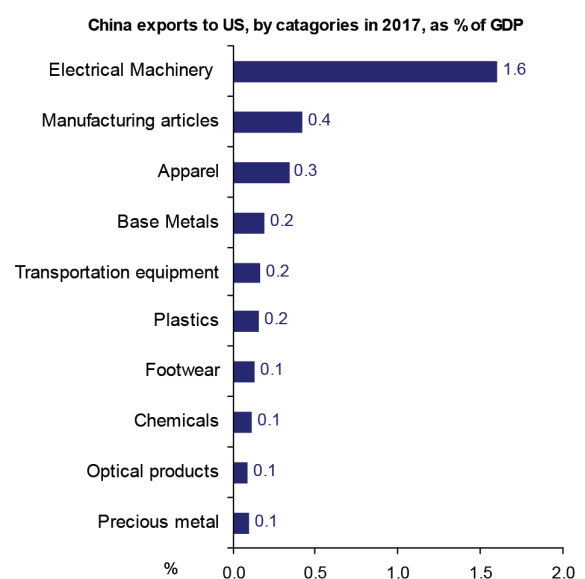
โดยเราคาดว่าจีนอาจจะลดอัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ซึ่งจะเป็นทางหนึ่งที่จะช่วยลดความไม่สมดุลทางการค้าระหว่างกันลงได้ (WTO รายงานว่าจีนตั้งกำแพงภาษีการค้ากับสหรัฐฯ เฉลี่ยที่ 5.3% ซึ่งสูงกว่าสหรัฐฯ ที่เก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนเฉลี่ยที่ 3% เท่านั้น), เปิดเสรีภาคการเงินมากขึ้น รวมถึงการเพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ เช่น สินค้าเกษตรอย่างถั่วเหลือง

อย่างไรก็ดี แม้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากการขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ จะมีค่อนข้างจำกัด แต่ก็มีความเสี่ยงที่อาจจะเกิดสงครามทางการค้า (Trade War) โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าส่งออกสำคัญๆ ของจีน เช่น อิเล็กทรอนิกส์และเสื้อผ้า ซึ่งคิดเป็นมูลค่ารวมต่อ GDP ที่ค่อนข้างสูง หรือขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนในทุกหมวด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเรามองว่าจีนจะโต้ตอบด้วยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าในสินค้าสำคัญ เช่น เครื่องบินและผลผลิตทางเกษตรอย่างเช่นถั่วเหลือง ซึ่งเป็นสินค้าที่จีนนำเข้าจากสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก

แผนภาพที่ 37 : จีนส่งออกเหล็กและอะลูมิเนียมไปสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่าเพียง 0.03% ของ GDP และสัดส่วนการนำเข้าของสหรัฐฯ ได้ลดลง



แผนภาพที่ 38 : เรามองว่าจีนจะใช้มาตรการที่รุนแรงโต้ตอบกับสหรัฐฯ หากสหรัฐฯ ปรับเพิ่มภาษีนำเข้าในสินค้าส่งออกหลัก เช่น อิเล็กทรอนิกส์



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

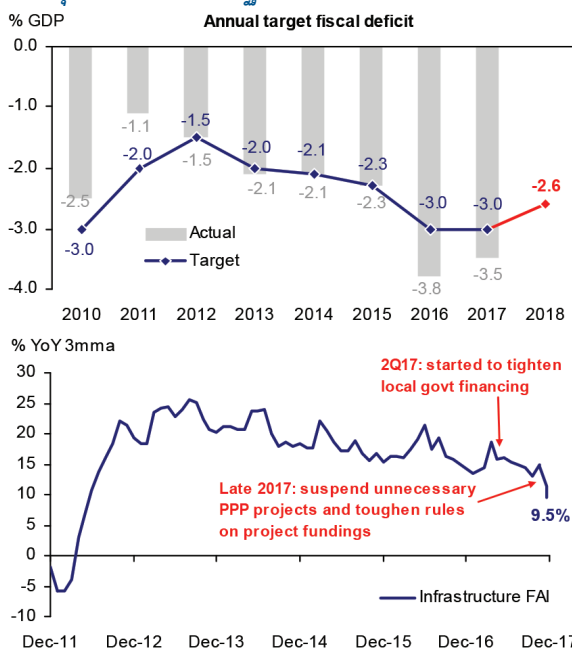
รัฐบาลตั้งเป้า GDP ปีนี้ที่ “ประมาณ 6.5%” และปรับลดเป้าขาดดุลการคลังปีนี้ลง สะท้อนการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะลดลงในปีนี้

รัฐบาลจีนตั้งเป้าการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP) ปีนี้ที่ “ประมาณ 6.5%” ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจอาจชะลอตัวลงจากปี 2017 ที่รัฐบาลตั้งเป้า GDP ไว้ที่ “6.5% หรือมากกว่าหากเป็นไปได้” และได้ปรับลดเป้าขาดดุลการคลัง (Fiscal deficits) ลงเป็น -2.6% ของ GDP จาก -3.0% ของ GDP ในปีก่อน ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณที่ชัดเจนถึงความต้องการลดการกระตุ้นเศรษฐกิจลง

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา การใช้จ่ายภาครัฐ โดยเฉพาะผ่านการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ได้เป็นเครื่องมือสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยทางการจีนได้กระตุ้นให้รัฐบาลท้องถิ่นเร่งลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเป็นจำนวนมากในช่วงปี 2009-2010 เพื่อช่วยหนุนไม่ให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง เนื่องจากเป็นช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจโลก ซึ่งการเร่งลงทุนในช่วงนั้นก็เป็สาเหตุสำคัญที่ทำให้หนี้ในระบบปรับเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (จาก 180% ต่อ GDP ในปี 2010 เป็น 279% ต่อ GDP ณ ไตรมาส 3/2017 ตามการประเมินของ DB) และเป็นการเพิ่มความเสี่ยงในภาคการเงิน

มาในตอนนี้ เศรษฐกิจจีนมีเสถียรภาพมากขึ้น กอปรความกังวลเรื่องหนี้ในระบบที่สูง ทำให้การเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังมีความจำเป็นน้อยลง ซึ่งเรามองว่าการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะชะลอตัวลงต่อ จากการใช้จ่ายภาครัฐที่มีแนวโน้มลดลงในปีนี้ และนโยบายการเงินที่เข้มงวด ทั้ง 1) การเพิ่มความเข้มงวดในการกู้ยืมเงินของรัฐบาลท้องถิ่นนับตั้งแต่ปลายไตรมาส 2/2017 และการเพิ่มความเข้มงวดในโครงการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชน (Public Private Partnerships: PPPs) ในช่วงปลายปีที่แล้ว ซึ่งรัฐบาลได้ระงับการลงทุนในโครงการที่ไม่จำเป็นและไม่เป็นไปตามเกณฑ์ รวมทั้งป้องกันไม่ให้โครงการ PPP เป็นช่องทางการระดมทุนของรัฐบาลท้องถิ่นซึ่งผิดวัตถุประสงค์และเป็นความเสี่ยงที่ทำให้หนี้ในระบบเพิ่มสูงขึ้น 2) การเพิ่มความเข้มงวดในสินเชื่อธนาคาร (Shadow banking) ซึ่งเป็นหนึ่งในช่องทางที่รัฐบาลท้องถิ่นเคยระดมทุนตามแผนกระตุ้นเศรษฐกิจปี 2009-2010 และ 3) การเพิ่มความเข้มงวดในนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์นับตั้งแต่เดือน ต.ค.2016 เพื่อป้องกันการเกิดฟองสบู่ ซึ่งส่งผลให้ราคาบ้านชะลอตัวลงต่อเนื่องและส่งผลให้ราคาที่ดินซึ่งเป็นหนึ่งในรายได้ของรัฐบาลท้องถิ่นที่สำคัญปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 39 : นโยบายการคลังมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น โดยทางการปรับลดเป้าขาดดุลการคลังลง และเพิ่มความเข้มงวดในการกู้ยืมเงินของรัฐบาลท้องถิ่น ซึ่งส่งผลให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานชะลอตัวลงต่อเนื่อง



แผนภาพที่ 40 : ทางการประกาศเป้า GDP ปีนี้ที่ “ประมาณ 6.5%” ซึ่งต่ำกว่าปีก่อนที่ “6.5% หรือมากกว่าหากเป็นไปได้”

Economic Indicators, %YoY	2018 target	2017 target	2017 actual
GDP	around 6.5%	6.5% or higher if possible	6.8%
Inflation	3.0%	3.0%	3.0%
M2	N/A	13.0%	8.2%
TSF, stock	N/A	12.0%	12.0%
FAI	N/A	9.0%	7.2%
Retail Sales	10.0%	10.0%	10.2%
Unemployment (%)	4.5%	4.5%	3.9%



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

เรคาดทางการจะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไปเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงิน

เรคาดว่ารัฐบาลจะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไป สะท้อนได้จากการให้ความสำคัญกับการลดความเสี่ยงทางการเงิน โดยในการประชุมสภาประชาชน (National People's Congress) ซึ่งจัดมีขึ้นระหว่างวันที่ 5-20 มี.ค. รัฐบาลจีนก็ได้เพิ่มอำนาจให้กับธนาคารกลางจีน (PBoC) ในการกำหนดกฎเกณฑ์ต่างๆ ในภาคการเงินและการกำหนดทิศทางทางการเงินนโยบาย ซึ่งจะช่วยลดช่องว่างในการดำเนินนโยบายและทำให้การลดความเสี่ยงในภาคการเงินมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

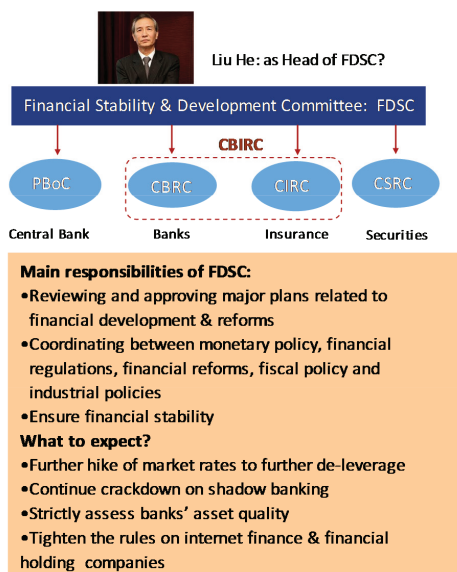
นอกจากนี้ รัฐบาลจีนยังได้ประกาศควมรวมคณะกรรมการกำกับภาคธนาคาร (CBRC) และคณะกรรมการกำกับภาคการประกันภัย (CIRC) เข้าด้วยกันเป็นคณะกรรมการกำกับภาคธนาคารและการประกันภัย (CBIRC) ซึ่งนับเป็นการปฏิรูปโครงสร้างภาคการเงินครั้งสำคัญของจีนนับตั้งแต่ปี 2003 โดยการรวมดังกล่าวจะช่วยลดช่องว่างในการดำเนินนโยบายต่างๆ ที่ส่งผลให้เกิดการแสวงหาผลประโยชน์จากช่องว่างทางกฎหมาย

ก่อนหน้านี้ ในเดือน ก.ค. 2017 ทางการเงินได้มีการจัดตั้ง Financial & Stability & Development Committee (FSDC) ขึ้น เพื่อเป็นศูนย์กลางควบคุมหน่วยงานภาคการเงินซึ่งขณะนั้นแบ่งออกเป็น 4 หน่วยงานหลัก ได้แก่ ธนาคารกลางจีน (PBoC), คณะกรรมการกำกับภาคธนาคาร (CBRC), คณะกรรมการกำกับภาคการประกันภัย (CIRC) และ คณะกรรมการกำกับตลาดหลักทรัพย์ (CSRC) ซึ่ง FSDC จะดำเนินการให้นโยบายและแผนการปฏิรูปต่างๆ มีความสอดคล้องกันและประสานงานระหว่างกันมากขึ้นระหว่างทั้ง 4 หน่วยงาน เนื่องจากก่อนหน้านี้ ทั้ง 4 หน่วยงานจะทำงานค่อนข้างแยกส่วนกันและไม่ค่อยประสานงาน ทำให้เกิดช่องว่างในการดำเนินนโยบายต่างๆ อันเป็นหนึ่งในสาเหตุสำคัญที่ทำให้สินเชื่อนอกภาคธนาคาร (Shadow Banking) เติบโตเร็วและเสถียรภาพในภาคการเงินของจีนสั้นคลอน

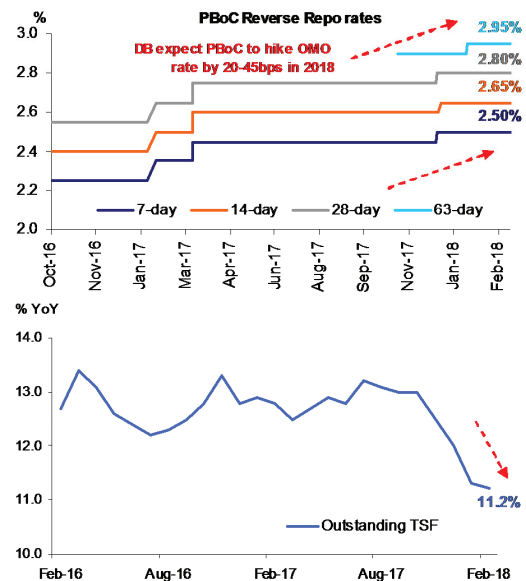
ซึ่งหลังการจัดตั้ง FSDC ก็ได้มีมาตรการควบคุมภาคการเงินออกมาอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะหลังการประชุมใหญ่พรรคคอมมิวนิสต์จีน (National Congress of the Communist Party of China: CPC) ที่เสร็จสิ้นไปในเดือน ต.ค. เช่น การเพิ่มความเข้มงวดในธุรกิจกลุ่มบริหารจัดการสินทรัพย์ (Asset Management) ซึ่งคาดว่าสินเชื่อกว่า 80% เป็นสินเชื่อนอกภาคธนาคาร และในต้นปีนี้ได้มีการออกมาตรการคุมเข้มเพิ่มเติมในภาคธนาคารด้วย

เรามองว่าการปฏิรูปโครงสร้างภาคการเงินสะท้อนให้เห็นถึงการให้ความสำคัญกับการลดความเสี่ยงทางการเงินของรัฐบาลจีน โดยหนึ่งในระบบได้อยู่ในระดับที่สูงมาก (279% ต่อ GDP ในไตรมาส 3 ตามการประเมินของ DB) ทำให้เรคาดว่าทางการจะยังคงใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไป โดยเรคาดว่าทางการจะปรับขึ้นดอกเบี้ยในตลาดเงิน (Repurchase rate) ราว 20-45bps ในปีนี้ (vs. ปีที่แล้วปรับขึ้น 3 ครั้งรวม 25bps) และคาดว่าทางการจีนจะเพิ่มความเข้มงวดในสินเชื่อนอกภาคธนาคารต่อไป ซึ่งจะส่งผลให้ยอดระดมทุนรวมคงค้าง (Outstanding TSF) ชะลอตัวลงต่อ

แผนภาพที่ 41 : การจัดตั้ง FSDC จะช่วยให้หน่วยงานภาคการเงินของจีนมีการประสานงานกันมากขึ้นและช่วยให้ทิศทางการดำเนินนโยบายเป็นไปในทิศทางเดียวกัน



แผนภาพที่ 42 : เรคาด PBoC จะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินราว 20-45bps ในปีนี้ และเพิ่มความเข้มงวดในสินเชื่อนอกภาคธนาคาร ซึ่งจะกดดันให้ยอดระดมทุนชะลอตัวลงต่อ



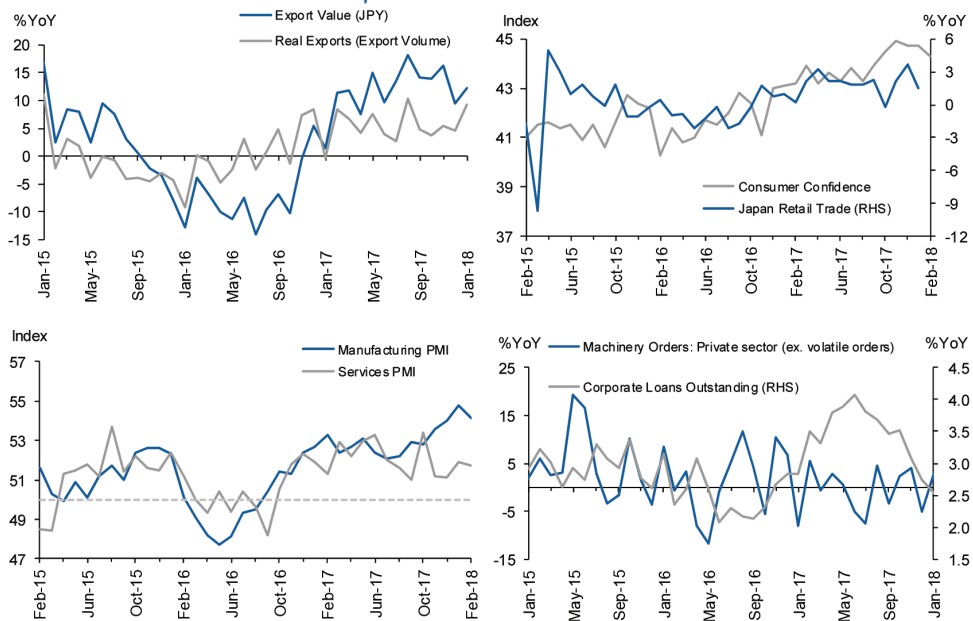
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังที่ลดลงและนโยบายการเงินที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น คาดว่าจะส่งผลให้เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลง โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีแรก โดยเรคาด GDP จีนจะขยายตัว +6.5% YoY และ +6.3% YoY ในไตรมาส 1 และ 2 ตามลำดับ ชะลอตัวลงจากที่ขยายตัวแรง +6.9% YoY ในปี 2017

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจภาพรวมยังคงฟื้นตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป จากภาคการส่งออกและการลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม เรา มองว่าการลงทุนภาคเอกชนซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการเร่งตัวของ GDP ในปีที่ผ่านมาให้ขยายตัว +1.7% จากปี 2016 ที่ 0.9% น่าจะขยายตัวต่อจนทำจุดสูงสุดในช่วงปลายไตรมาส 3 และจะค่อยชะลอลดตัวลง ตามการลดลงของการลงทุนก่อสร้างด้านสถานประกอบการร้านอาหารและโรงแรม ก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020

แผนภาพที่ 43 : การส่งออกและการลงทุนฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ภาคการบริโภค การผลิต และภาคบริการลดลง



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

การส่งออกและการลงทุนฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ภาคการบริโภค การผลิต และภาคบริการลดลง

การส่งออกฟื้นตัวขึ้น: ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยน เดือน ม.ค. ฟื้นตัวขึ้นเป็น +12.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +9.4%YoY ขณะที่ปริมาณการส่งออก (Export Volume) เร่งตัวขึ้นเป็น +9.3%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.5%YoY โดยเรา มองว่าการส่งออกน่าจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง จากการฟื้นตัวของอุปสงค์โลก

การลงทุนพลิกกลับมาขยายตัว: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ม.ค. ขยายตัว +2.9%YoY จากเดือนก่อนที่ -5.0%YoY โดยเรา มองว่าการลงทุนน่าจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่องจนถึงช่วงปลายไตรมาส 3 ตามการลงทุนก่อสร้างก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020

ภาคการผลิตและภาคบริการลดลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.พ. ลดลง -0.7 จุด เป็น 54.1 จุด ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน ก.พ. ลดลง -0.2 จุด เป็น 51.7 จุด

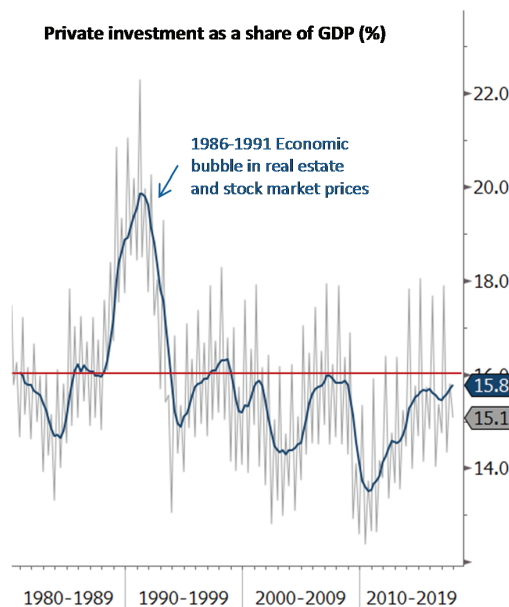
ภาคบริการชะลอลดตัวลง: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ม.ค. ชะลอลดตัวลงเป็น +1.5%YoY จากเดือนก่อนที่ +3.6%YoY เนื่องจากได้รับผลกระทบจากสภาพอากาศที่หนาวเย็นกว่าปีอื่น ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการใช้จ่าย ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน ก.พ. ลดลงเล็กน้อย +0.4 จุด เป็น 44.3 จุด ซึ่งยังคงอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับระดับหลังนายกฯ Shinzo Abe ประกาศใช้แผนปฏิรูปเศรษฐกิจ Abenomics ในปลายปี 2012

การลงทุนภาคเอกชนน่าจะขยายตัวทำจุดสูงสุดในช่วงปลายไตรมาส 3 นี้

เศรษฐกิจญี่ปุ่นได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจนในช่วงปีที่ผ่านมา จากการส่งออกและการลงทุนภาคเอกชนเป็นสำคัญ ซึ่งเรามองว่าการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวขึ้นมาอาจใกล้ถึงจุดสูงสุด จาก 2 เหตุผล ดังนี้

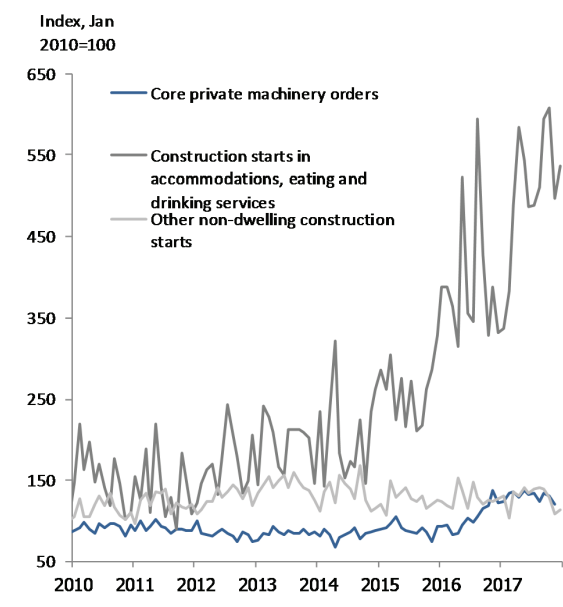
- 1) สัดส่วนการลงทุนภาคเอกชนต่อเศรษฐกิจที่อยู่ในระดับสูง โดย สัดส่วนการลงทุนภาคเอกชนต่อเศรษฐกิจขณะนี้อยู่ที่ 15.8% ซึ่งได้เพิ่มขึ้นมาใกล้ 16% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2000 และนับว่าเป็นระดับสูงในวัฏจักรเศรษฐกิจ หากไม่นับรวมในช่วงปี 1986-1991 ที่ญี่ปุ่นมีวิกฤติฟองสบู่ในภาคอสังหาและตลาดหลักทรัพย์
- 2) ในรายละเอียดของการลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้นมา การลงทุนก่อสร้างด้านสถานประกอบการร้านอาหารและโรงแรม (Accommodations, Eating and Drinking Services) ได้เร่งตัวขึ้นมาแรงตั้งแต่ปี 2015 ตามจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น และจากการเตรียมการก่อสร้างเพื่อรองรับผู้ชมการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกที่จะมีขึ้นในเดือน ก.ค. 2020 ซึ่งหากพิจารณาถึงระยะเวลาที่ต้องใช้ก่อสร้างก่อนการแข่งขัน 1-2 ปี การลงทุนภาคเอกชนดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะขยายตัวทำจุดสูงสุดในช่วงปลายไตรมาส 3 นี้ และจะเริ่มชะลอตัวลง

แผนภาพที่ 44 : การลงทุนภาคเอกชนน่าจะใกล้ถึงจุดสูงสุดแล้ว เมื่อเทียบกับ GDP



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

แผนภาพที่ 45 : การก่อสร้างด้านสถานประกอบการร้านอาหารและโรงแรม ได้เร่งตัวขึ้นแรง ตามจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น



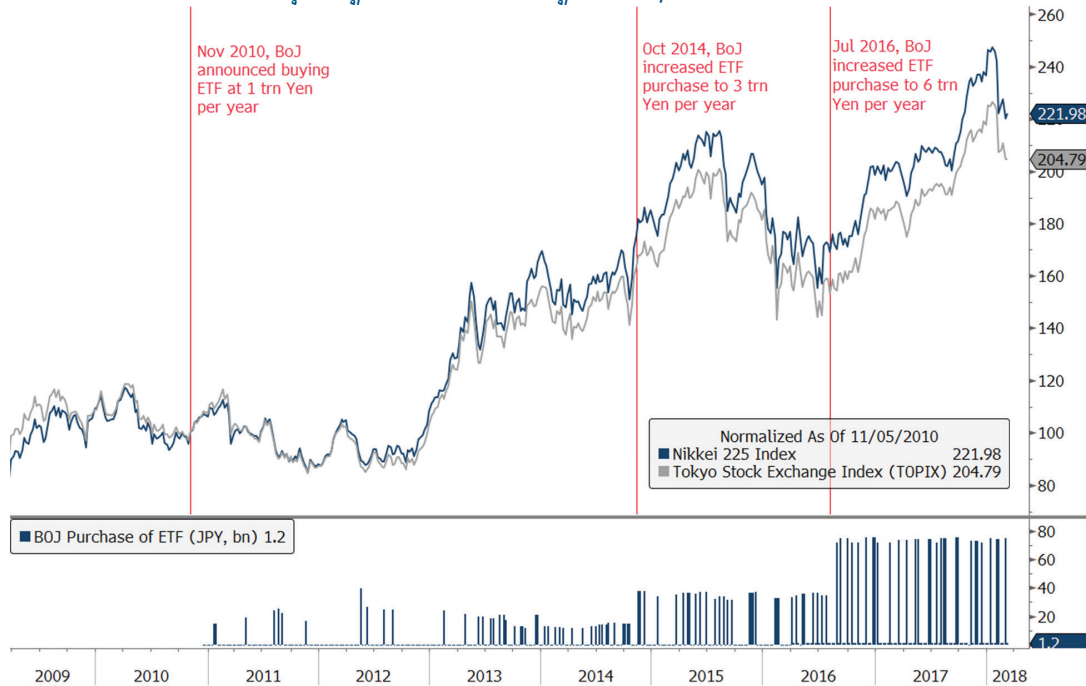
ความกังวลจากประเด็นการลด QQE ของ BoJ อาจทำให้เงินเยนแข็งค่าขึ้นอีกเล็กน้อย

การเข้าซื้อ Exchange-Traded Fund (ETF) ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้ส่งผลให้หุ้นที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง หรือหุ้น Large cap. Outperform หุ้นที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำ หรือหุ้น Small cap. มากขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจาก BoJ ได้คัดกรองซื้อหุ้น ETF ที่มีหลักธรรมาภิบาล (Governance) ที่ดี ตามการส่งเสริมของภาครัฐ ซึ่งโดยมากจะเป็นหุ้น Large cap. ที่อยู่ในดัชนี Nikkei ทำให้หุ้น Large cap. Outperform หุ้น Small cap. มากขึ้นเรื่อยๆ ตามปริมาณการเข้าซื้อที่เพิ่มขึ้น โดยล่าสุด BoJ ได้เพิ่มการเข้าซื้อ ETF จากปีละ 3 ล้านล้านเยน เป็นปีละ 6 ล้านล้านเยนในเดือน ก.ค. 2016

อย่างไรก็ดี ตลาดได้กังวลว่าเงินเฟ้อของญี่ปุ่นที่เริ่มฟื้นตัวขึ้น จะทำให้ BoJ เริ่มลดมาตรการผ่อนคลายการเงินลง ตามธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือยุโรป โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังการตอบคำถามในสภาของนาย Haruhiko Kuroda ผู้ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่นที่ได้กล่าวว่า BoJ จะลดนโยบายการเงินลงในปีงบประมาณ 2019 (1 เม.ย. 2019 - 31 มี.ค. 2020) หากเงินเฟ้อเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ตามที่คาดการณ์ไว้ โดยขณะนี้ทาง BoJ จะเริ่มปรึกษากันถึงแนวทางในการลดมาตรการผ่อนคลายการเงินลง

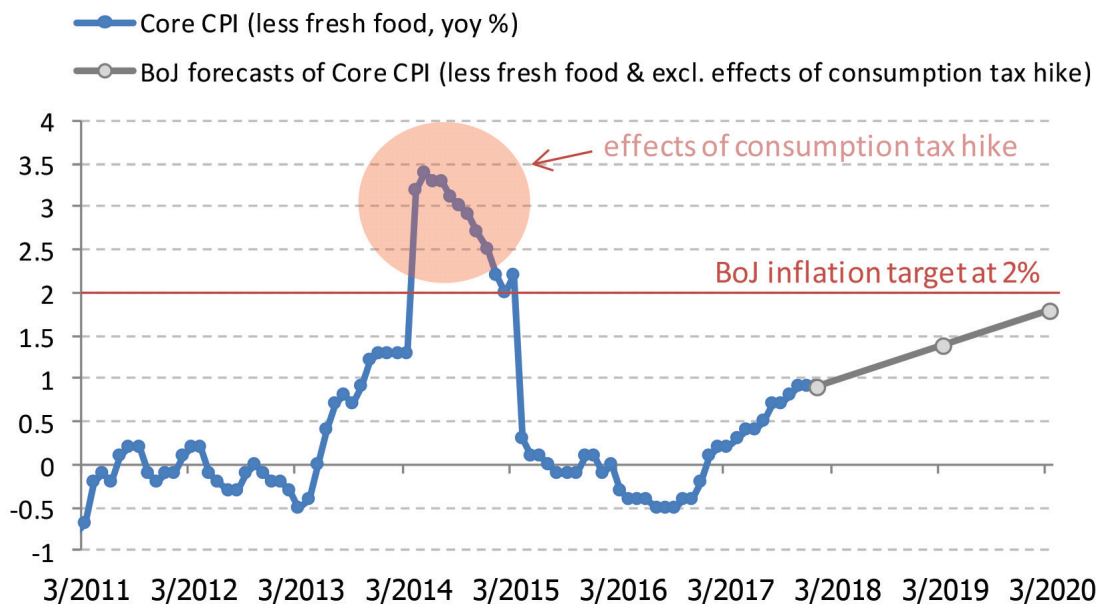
คำกล่าวของนาย Kuroda ครั้งนี้เป็นครั้งแรกที่เขากล่าวถึงช่วงเวลาที่จะเริ่มลดมาตรการผ่อนคลายการเงินลง ซึ่งการเปิดเผยว่าจะเริ่มปรึกษากันถึงการลดนโยบายการเงิน จะทำให้ค่าเงินเยนมีแนวโน้มอ่อนค่าลงได้ยาก ถึงแม้ Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ย และอาจทำให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น และทำให้ DB ปรับคาดการณ์ค่าเงินเยนจากที่จะค่อยๆอ่อนค่าลงระหว่างปี จนถึง 120 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี เป็นจะทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 100 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ตลอดปีนี้

แผนภาพที่ 46 : หุ้นที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงได้ Outperform ตั้งแต่ BoJ เข้าซื้อ ETF



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

แผนภาพที่ 47 : BoJ คาดว่าเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 0.9%YoY เป็น +1.4%YoY และ +1.8%YoY ในปี 2019 และ 2020 ตามลำดับ



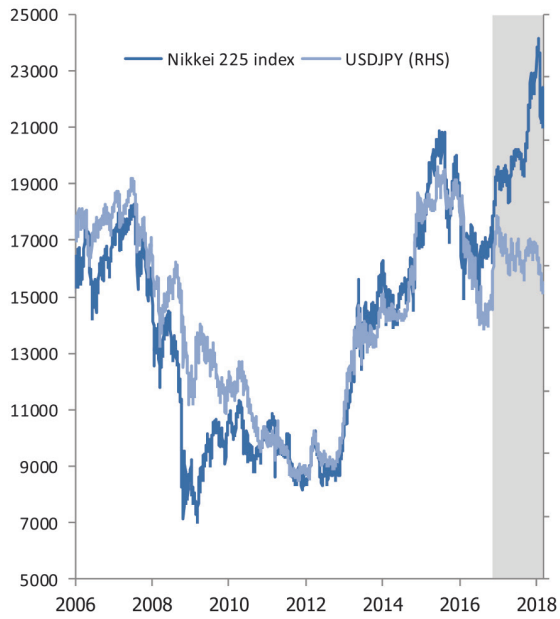
Source: Bank of Japan and Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของกำไรบริษัทต่อไป

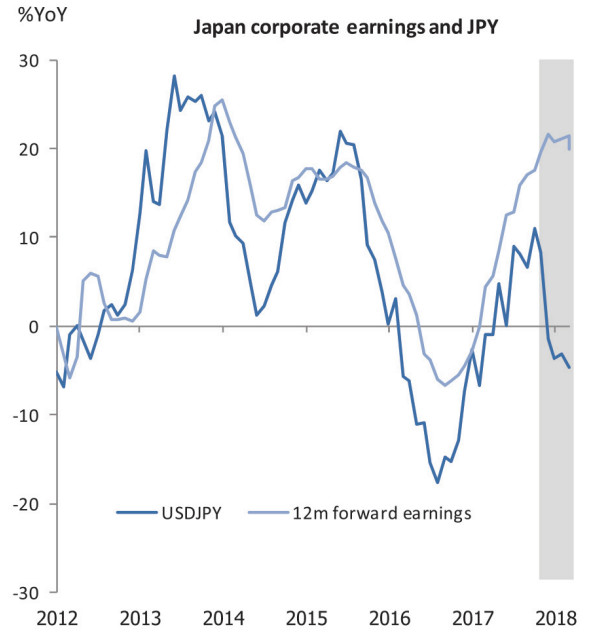
ในอดีตดัชนี Nikkei มักจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับค่าเงิน เนื่องจากสัดส่วนบริษัทส่งออกในดัชนีมีจำนวนมาก ทำให้การเคลื่อนไหวของค่าเงินมีผลต่อกำไรบริษัท (Earnings) และดัชนีค่อนข้างมาก กล่าวคือ ในช่วงที่เงินเยนอ่อนค่าจะทำให้สินค้าส่งออกมีมูลค่าถูกลง เมื่อนำไปขายต่างประเทศในสกุลเงินอื่น ก็จะทำให้มีความสามารถในการแข่งขันมากขึ้น และในขณะเดียวกันกำไรที่นำกลับจากนอกประเทศ แล้วแปลงกลับมาในรูปเงินเยนก็จะมีมูลค่ามากขึ้นด้วย ทำให้กำไรบริษัทและราคาหุ้นเพิ่มขึ้นตามการอ่อนค่าของเงินเยน

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจโลกที่ได้เริ่มฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ปีก่อนได้สนับสนุนให้กำไรและราคาหุ้นเพิ่มขึ้นตามอุปสงค์โลกที่ฟื้นตัวขึ้น สวนทางกับเงินเยนที่แข็งค่าตลอดปีที่ผ่านมา ซึ่งหากเศรษฐกิจโลกยังมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ต่อไป เงินเยนที่แข็งค่าขึ้นก็ไม่แน่ว่าจะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นมากนัก

แผนภาพที่ 48 : ดัชนี Nikkei ได้ฟื้นเพิ่มขึ้น
สวนทางกับเงินเยนที่แข็งค่า



แผนภาพที่ 49 : การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก
ช่วยสนับสนุนการเติบโตของกำไรบริษัท



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

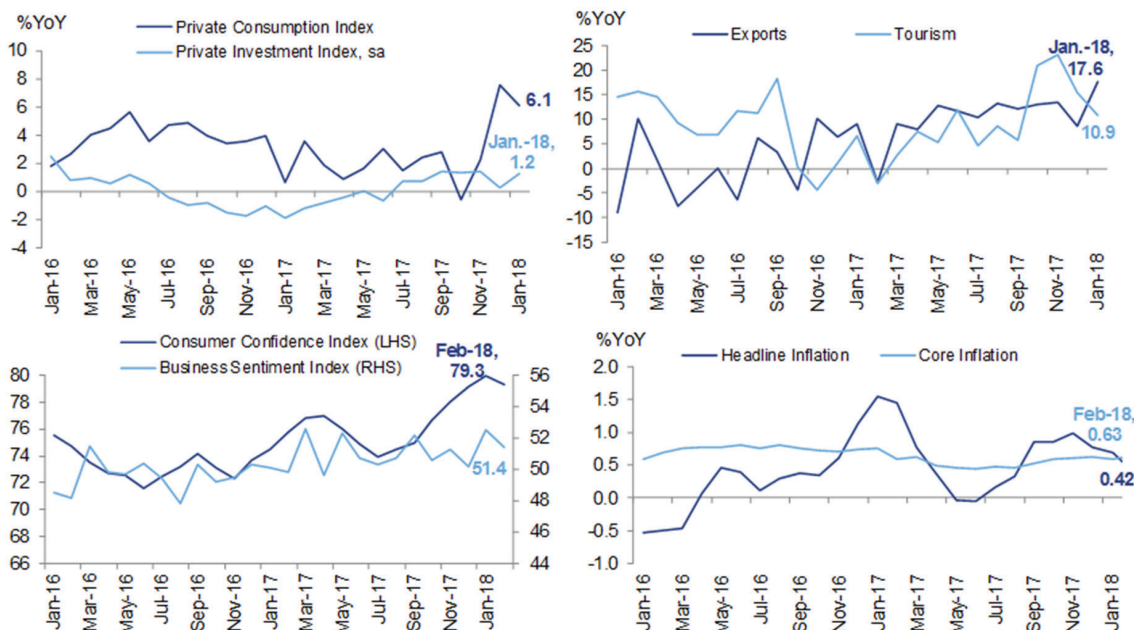
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มสดใสตั้งแต่ต้นปี 2018 ทั้งจากภาคต่างประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่องและอุปสงค์ในประเทศที่มีสัญญาณฟื้นตัว ของการลงทุนภาคเอกชน ในขณะที่การบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวสูงสุดในรอบ 5 ปี นำโดยยอดจำหน่ายรถยนต์ที่ขยายตัวโดดเด่น อย่างไรก็ตามได้เกษตรกรที่หดตัวต่อเนื่องมาตั้งแต่ปีที่แล้วจะยังเป็นปัจจัยจุดสำคัญที่ทำให้การบริโภคภาคเอกชนเติบโตอย่างไม่เข้มแข็งมากนัก สำหรับในปีเราประเมินว่าราคาสินค้าเกษตรจะยังถูกกดดันจากปริมาณการผลิตซึ่งมีแนวโน้มเข้าสู่ตลาดเป็นจำนวนมาก นอกจากนั้นราคาสินค้าเกษตรตกต่ำจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปฟื้นตัวช้าและส่งผลกระทบต่อ กนง. คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปตลอดทั้งปีนี้อีกด้วย

อุปสงค์ในประเทศเริ่มเร่งตัวขึ้น ส่วนภาคต่างประเทศขยายตัวต่อเนื่อง

การส่งออกและการท่องเที่ยวยังทำหน้าที่เป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย ส่วนอุปสงค์ในประเทศเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว ทั้งการลงทุนภาคเอกชนที่กลับมาขยายตัวดีหลังจากชะลอลงในเดือน ธ.ค. อีกทั้งการบริโภคภาคเอกชนก็ขยายตัวสูงต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่ารายได้เกษตรกรที่ยังอยู่ในระดับต่ำเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของภาคการบริโภคภาคเอกชน ในระยะถัดไป ผลผลิตทางการเกษตรที่คาดว่าจะเข้าสู่ตลาดในปริมาณมากอาจกดดันให้รายได้เกษตรกรยังอยู่ในระดับต่ำและทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปฟื้นตัวช้า ล่าสุดอัตราเงินเฟ้อเดือน ก.พ. อยู่ที่ +0.42% YoY (vs. +0.7% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 50 : การส่งออกและการท่องเที่ยวเติบโตอย่างแข็งแกร่ง อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัว

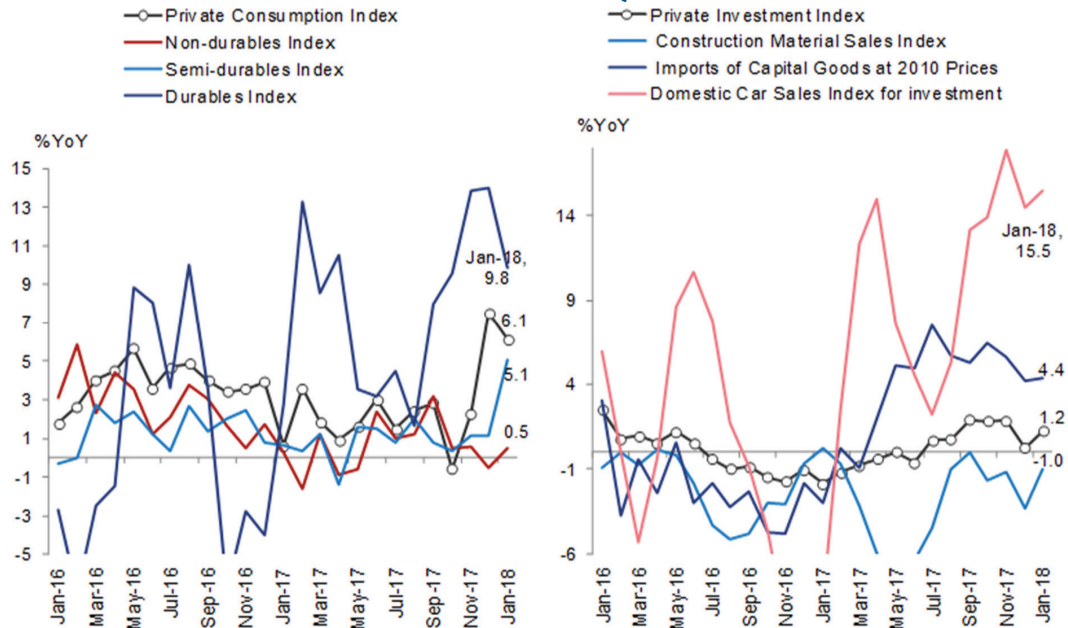


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อุปสงค์ในประเทศมีสัญญาณฟื้นตัว

การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มสดใสขึ้น สะท้อนจากดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (PCI) ที่ขยายตัวสูงต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง โดยดัชนีการบริโภคในเดือน ม.ค. ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +6.1% YoY (vs. +7.5% เดือนก่อน) และกระจายตัวดีขึ้นในทุกหมวด นำโดยสินค้าคงทนและสินค้ากึ่งคงทน ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนกลับมาขยายตัวดี +1.2% YoY ในเดือน ม.ค. (vs. +0.3% เดือนก่อน) ตามยอดจำหน่ายรถยนต์พาณิชย์ที่ขยายตัวสูง และการนำเข้าเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่เติบโตต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนว่าการลงทุนภาคเอกชนจะมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อไป

แผนภาพที่ 51 : การบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชนขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

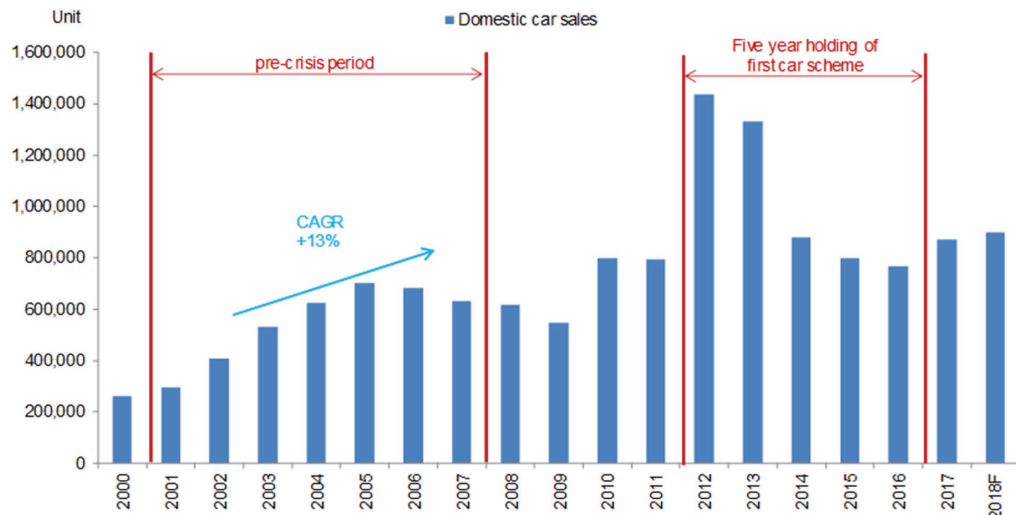


Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดจำหน่ายรถยนต์ในประเทศเร่งตัวขึ้นหลังโครงการรถยนต์คันแรกครบกำหนดการถือครอง

หลังจากที่โครงการรถยนต์คันแรกครบกำหนดระยะเวลาถือครอง 5 ปีในเดือน ก.ย. 2016 อุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยยอดจำหน่ายรถยนต์ภายในประเทศปี 2017 เพิ่มขึ้นเป็น 871,650 คัน หรือคิดเป็นการขยายตัว 13.4% เมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งนับเป็นการเพิ่มขึ้นครั้งแรกตั้งแต่มีโครงการรถยนต์คันแรกในปี 2011 เราประเมินว่ายอดจำหน่ายรถยนต์ในประเทศในปีนี้จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 900,000 คัน และกลับมาเร่งตัวขึ้นในระยะถัดไป โดยมีอัตราขยายตัวเฉลี่ยต่อปี CAGR +13% YoY เท่ากับในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008

แผนภาพที่ 52 : ยอดจำหน่ายรถยนต์ในประเทศปี 2017 กลับมาเพิ่มขึ้นหลังโครงการรถยนต์คันแรกครบกำหนดการถือครอง

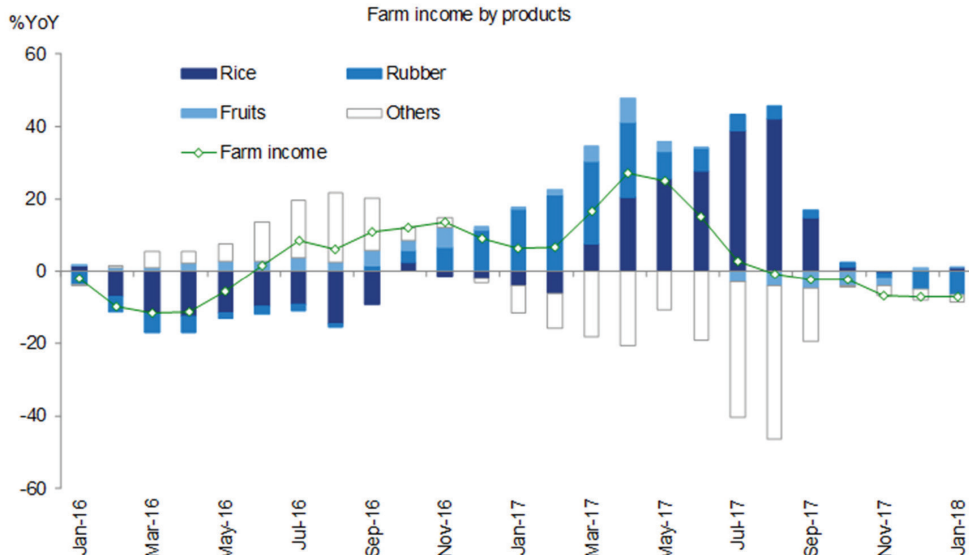


Source: The Federation of Thai Industries (FTI), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รายได้เกษตรกรที่หดตัวต่อเนื่อง ยังเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของการบริโภคภาคเอกชน

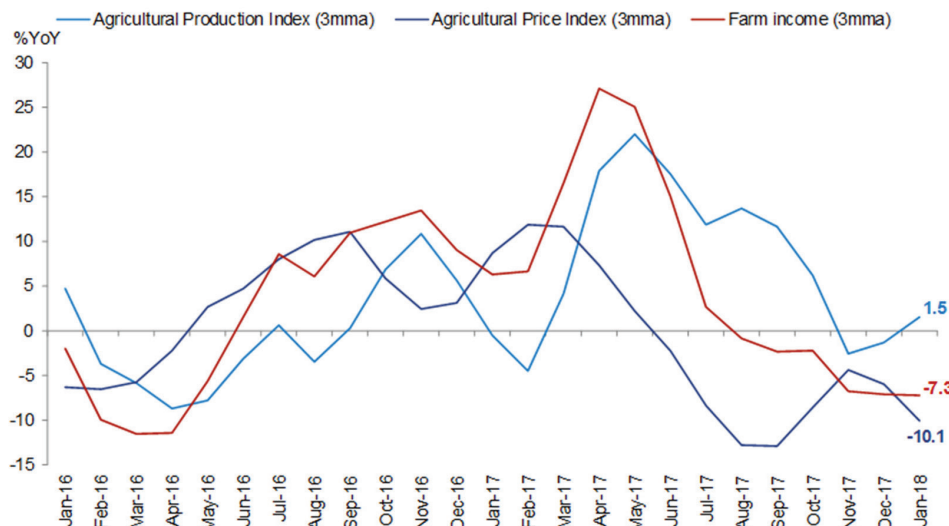
รายได้เกษตรกรเริ่มหดตัวอย่างเห็นได้ตั้งแต่ปลายปี 2017 ตามรายได้ของชาวสวนยางพาราและชาวนาที่หดตัวเป็นสำคัญ โดยในช่วง 4Q17 รายได้ของชาวสวนยางหดตัวมากถึง -23.5% YoY เป็นผลมาจากผลผลิตที่เข้าสู่ตลาดในปริมาณมากอย่างต่อเนื่อง +3.0% YoY (vs. +10.4% YoY ไตรมาสก่อน) กดดันให้ราคายางพาราหดตัว -11.3% YoY ขณะที่รายได้ของชาวนาหดตัว -0.8% YoY เป็นผลจากผลผลิตข้าวที่หดตัว -8.6% YoY เนื่องจากผลผลิตข้าวได้รับความเสียหายจากเหตุการณ์น้ำท่วม

แผนภาพที่ 53 : รายได้ชาวนาและชาวสวนยางหดตัวต่อเนื่องตั้งแต่ 4Q17



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

แผนภาพที่ 54 : รายได้เกษตรกรหดตัวตั้งแต่ครั้งหลังของปี 2017 จากผลผลิตทางการเกษตรที่เข้าสู่ตลาดในปริมาณมาก

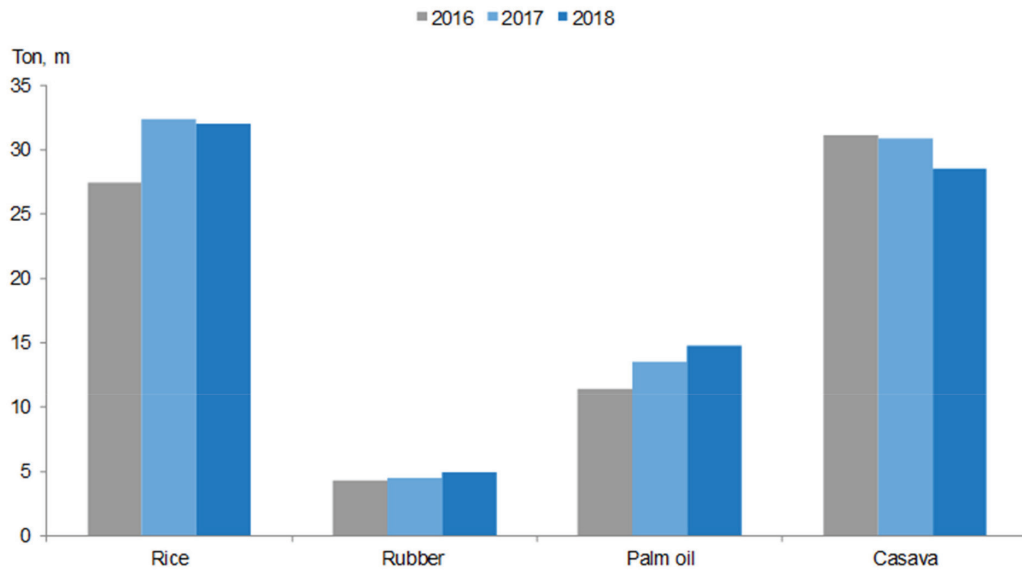


Source: Office of Agricultural Economics (OAE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มองไปข้างหน้าเราคาดว่าสภาพอากาศที่เอื้ออำนวยจะส่งเสริมให้ผลผลิตทางการเกษตรเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะข้าว ยางพาราและปาล์มน้ำมัน ซึ่งจะยังคงกดดันให้ราคาสินค้าเกษตรเหล่านี้อยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง รายได้เกษตรกรในปี 2018 จึงมีแนวโน้มทรงตัวจากปีก่อนและยังเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของการบริโภคภาคเอกชน

สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร (สศก.) คาดการณ์ว่า ในปี 2018 พืชเศรษฐกิจหลักกลุ่มจะมีปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้น โดยได้อานิสงส์จากปริมาณน้ำฝนที่เพียงพอ นำโดยยางพารา (+9.3% YoY) และปาล์มน้ำมัน (+9.1% YoY) ซึ่ง จะยิ่งซ้ำเติมสถานะผลผลิตที่ล้นตลาดในปัจจุบันและกดดันให้ราคาสินค้าเกษตรอยู่ในระดับต่ำต่อไป สำหรับผลผลิตข้าว คาดว่าจะลดลงเล็กน้อย -1.2% YoY โดยมีสาเหตุจากชาวนาปีที่เพาะปลูกในช่วงฤดูฝนของปี 2017 ได้รับความเสียหายจากเหตุการณ์น้ำท่วมในเดือน ก.ค. อย่างไรก็ตาม ชาวนามีแนวโน้มเร่งปลูกข้าวนาปรังเพื่อชดเชยรายได้ที่ลดลง

แผนภาพที่ 55 : ผลผลิตทางการเกษตรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น



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

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงก่อนเลือกตั้งทุนการบริโภคภาคเอกชน

ในช่วงก่อนเลือกตั้ง รัฐบาลระดมออกมาตรการกระตุ้นการบริโภคภาคเอกชนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 4Q17 เพื่อให้การเติบโตของการบริโภคภาคเอกชนกระจายตัวไปสู่เศรษฐกิจฐานรากมากขึ้น โดยมาตรการที่ออกมาจะมุ่งช่วยเหลือผู้บริโภค 2 กลุ่มหลัก ได้แก่ ผู้มีรายได้น้อย และเกษตรกร สำหรับมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย หรือผู้มีรายได้ไม่เกิน 100,000 บาท/ปี จะได้รับเงินอุดหนุนค่าครองชีพและจัดอบรมพัฒนาทักษะทางธุรกิจ นอกจากนี้ยังมีมาตรการลดหย่อนภาษีการท่องเที่ยวเมืองรองที่จะช่วยกระจายรายได้จากการท่องเที่ยวที่มักกระจุกตัวในเมืองหลักไปยังพื้นที่ต่างๆ ทั่วประเทศ ส่วนมาตรการช่วยเหลือเกษตรกรจะสนับสนุนเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำเพื่อชะลอการขายสินค้าเกษตรในช่วงที่ราคาสินค้าเกษตรอยู่ในระดับต่ำและสินเชื่อเพื่อการแปรรูปเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับสินค้าเกษตร

แผนภาพที่ 56 : รัฐบาลระดมออกมาตรการกระตุ้นการบริโภคภาคเอกชน

Begin date	End date	Measures	Details	Bt, bn
Non-Agricultural Measures				
Oct-17	Dec-18	First Subsidy for low-income earners	Cash subsidy for people with annual income < Bt 100,000	40
Nov-17	Dec-17	Shopping Tax Break	Bt 15,000 Personal income tax deduction on consumption expenditures	-
Jan-18	Dec-18	Second-tier province tourism	Bt 15,000 Personal income tax deduction on tourism expenditures in 55 second-tier provinces	-
Mar-18	Dec-18	Second Subsidy for low-income earners	Develop skill of low-income earners and cash subsidy	35
Apr-18		Minimum wage	Increase minimum wage 5-22 baht per day	-
Agricultural Measures				
Oct-17	Sep-18		Soft loan for rice processing	12.5
Oct-17	Apr-18	Rice	Soft loan to millers and local traders to stock up rice for 2 months	0.9
Nov-17	Feb-18		Loan to farmers for rice storage	21
Dec-17	Apr-18		Rubber purchase scheme by government	12
Jan-18	Dec-19		Soft loan for rubber processing	35
Jan-18	Mar-18	Rubber	Export cutbacks by International Tripartite Rubber Council (ITRC)	-
Jan-18	Mar-18		Tapping holiday for 200,000 Rai (subsidy Bt400 per Rai, not exceed Bt4,000 per household)	-
2018		Cassava	Soft loan for processing cassava	0.6
Total				157

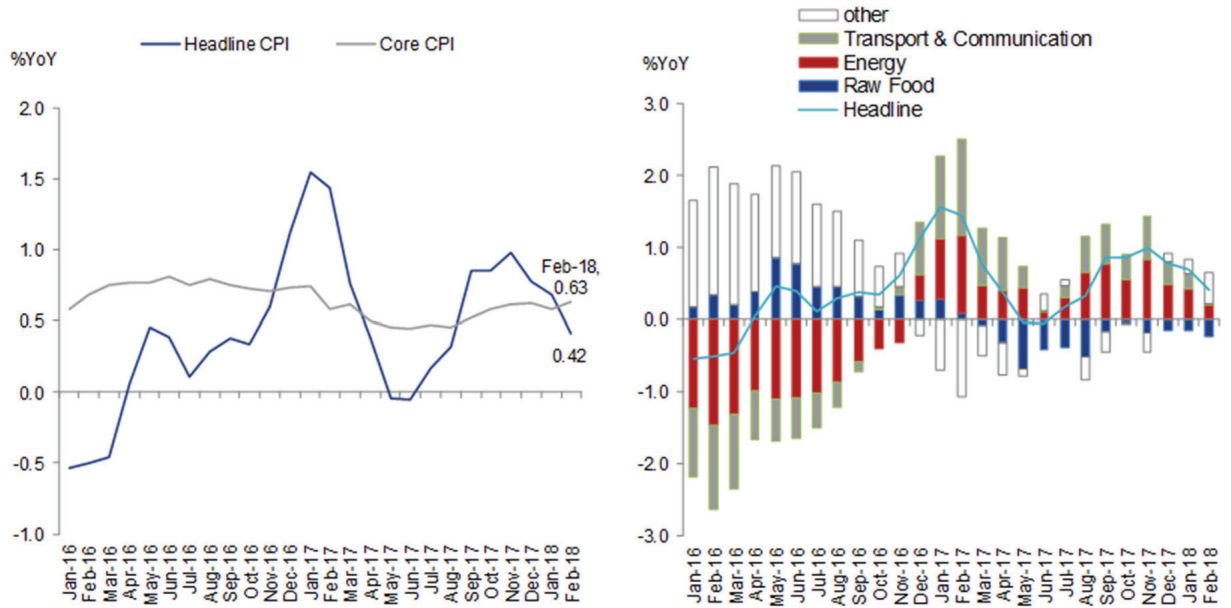
Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาสินค้าเกษตรที่อยู่ในระดับต่ำกดดันให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปฟื้นตัวช้า

ราคาสินค้าเกษตรหรืออาหารสดเป็นปัจจัยสำคัญที่ฉุดอัตราเงินเฟ้อทั่วไปให้ลดต่ำลงมาตั้งแต่ไตรมาส 4/2017 โดยอาหารสดมีน้ำหนักราว 15.7% ของตะกร้าเงินเฟ้อ ซึ่งหากราคาสินค้าเกษตรหดตัวในระยะถัดไปอาจทำให้อัตราเงินเฟ้อฟื้นตัวช้า อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าในหมวดพลังงานที่มีน้ำหนักราว 11.8% ของตะกร้าเงินเฟ้อยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งคาดว่าจะช่วยชดเชยราคาอาหารสดที่ปรับลดลงและส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปฟื้นตัวอย่างช้าๆ

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่ฟื้นตัวช้าและยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่ากรอบอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายที่ 2.5% ± 1.5% ประกอบกับการบริโภคในประเทศยังฟื้นตัวอย่างไม่เข้มแข็งนัก ทำให้เรายังคงคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ +1.5% ตลอดทั้งปีนี้

แผนภาพที่ 57 : ราคาอาหารสดกดดันให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปฟื้นตัวช้า



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

TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

Head of Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

วิลันดา ดิสเรเตตีวัฒน์

Economist

- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

ซาร่า ผลพิบูลย์

Economist

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

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

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 ชั้น 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
ถนนพหลโยธิน ภูเก็ต	: 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 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว