



# TIPS

May  
2018

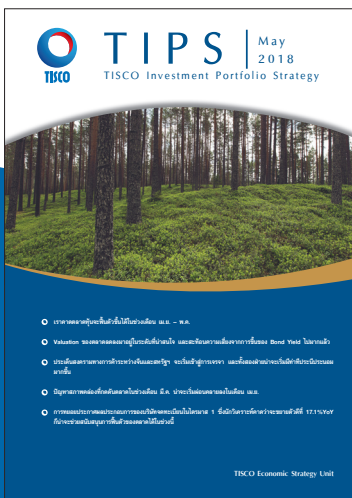
TISCO Investment Portfolio Strategy



- ราคาตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงเดือน เม.ย. – พ.ค.
- Valuation ของตลาดลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ และสะท้อนความเสี่ยงจากการขึ้นของ Bond Yield ไปมากแล้ว
- ประเด็นสงครามทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะเริ่มเข้าสู่การเจรจา และทั้งสองฝ่ายน่าจะเริ่มมีท่าทีประนีประนอมมากขึ้น
- ปัญหาสภาพคล่องที่กดดันตลาดในช่วงเดือน มี.ค. น่าจะเริ่มผ่อนคลายลงในเดือน เม.ย.
- การทยอยประกาศผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 1 ซึ่งนักวิเคราะห์คาดว่าจะขยายตัวดีที่ 17.1%YoY ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดได้ในช่วงนี้

## Contents

○ Executive Summary	3
○ Global Investment Strategy	4
Special Topic: มองตลาดฟื้นตัวในช่วงเดือน เม.ย. – พ.ค.	7
ตลาดหุ้น	14
ตลาดตราสารหนี้	17
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	19
○ Global Economic Insights	24
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	25
เศรษฐกิจยุโรป	30
เศรษฐกิจจีน	34
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	39
เศรษฐกิจไทย	42



### TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล  
วิลันดา ดิสรเตตวิวัฒน์  
ซาร่า ผลพิบูลย์

ทิพย์รัตน์ นันทปริดาวัฒน์  
วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล  
สุชานันท์ ภิภพสุชาวดี

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

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

# Executive Summary

เราคาดตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงเดือน เม.ย. – พ.ค. เนื่องจาก Valuation ที่ลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ ในขณะที่ประเด็นสงครามทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะเริ่มเข้าสู่การเจรจา และทั้งสองฝ่ายน่าจะเริ่มมีท่าทีประนีประนอมมากขึ้น ส่วนปัญหาสภาพคล่องที่กดดันตลาดในช่วงเดือน มี.ค. น่าจะเริ่มผ่อนคลายลงในเดือน เม.ย. นอกจากนี้การทยอยประกาศผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 1 ซึ่งนักวิเคราะห์คาดว่าจะขยายตัวดีที่ 17.1%YoY ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดได้ในช่วงนี้

สำหรับภาพรายกลุ่มอุตสาหกรรม หุ้นในกลุ่ม IT ทั่วโลกถูกกดดันจากความเสี่ยงเชิงนโยบายในหลายด้าน ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันการเติบโตของกำไรในอนาคต ในขณะที่ Valuation ยังคงสูงกว่าในอดีตแม้จะมีการปรับฐานลงมา เรายังคงชอบหุ้นในกลุ่มการเงินมากกว่า IT เนื่องจากกำไรที่มีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้นตามดอกเบี้ยขาขึ้น

ส่วนในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เรามองว่าราคาน้ำมัน และทองคำที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ได้รับแรงสนับสนุนจากดอลลาร์สหรัฐฯที่อ่อนค่า และความเสี่ยงทางการเมือง ทั้งจากความไม่แน่นอนในการต่ออายุข้อตกลงนิวเคลียร์ของอิหร่าน และการเข้าโจมตีซีเรีย ของสหรัฐฯ และชาติพันธมิตร ซึ่งเรามองว่าปัจจัยดังกล่าวเป็นปัจจัยระยะสั้นซึ่งมีแนวโน้มที่จะคลี่คลายลงในระยะข้างหน้า และทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวลดลงตาม

# Global Investment Strategy

## Key Recommendations

- เราคาดตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงเดือน เม.ย. – พ.ค. เนื่องจาก Valuation ที่ลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ ในขณะที่ประเด็นสงครามทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะเริ่มเข้าสู่การเจรจา และทั้งสองฝ่ายน่าจะเริ่มมีท่าทีประนีประนอมมากขึ้น ส่วนปัญหาสภาพคล่องที่กดดันตลาดในช่วงเดือน มี.ค. น่าจะเริ่มผ่อนคลายลงในเดือน เม.ย. นอกจากนี้การทยอยประกาศผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 1 ซึ่งนักวิเคราะห์คาดว่าจะขยายตัวดีที่ 17.1%YoY ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดได้ในช่วงนี้
- เราแนะนำในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้นและมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน
- เราแนะนำในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ
- เราแนะนำในตลาดหุ้นเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการลดลงของค่า P/E ได้

## Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,763	-0.1%	-2.1%	-2.6%	3.0%	0.5%	10.9%
Philippines PCOMP	7,944	-1.3%	-6.0%	-9.9%	-5.5%	-7.2%	4.1%
Indonesia JCI	6,361	3.3%	-2.1%	-0.1%	7.3%	0.1%	12.7%
Singapore STI	3,480	2.2%	-1.7%	-1.2%	5.3%	2.3%	9.2%
Malaysia KLCI	1,870	1.8%	0.5%	2.6%	6.6%	4.1%	7.2%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	30,898	2.4%	-2.2%	-1.6%	8.6%	3.3%	27.1%
China H HSCEI	12,325	1.5%	-2.9%	-1.2%	7.2%	5.3%	20.7%
MSCI China	93	4.0%	-4.6%	-3.1%	7.5%	4.1%	38.6%
China CSI300	3,938	1.3%	-4.6%	-6.8%	0.6%	-2.3%	12.2%
Taiwan TWSE	10,990	0.9%	-0.1%	1.0%	2.6%	3.3%	11.9%
Korea KOSPI	2,453	0.6%	-1.2%	-1.7%	-0.9%	-0.6%	15.2%
MSCI Korea	734	-0.1%	-2.6%	-3.4%	-2.7%	-2.0%	18.9%
India SENSEX	33,940	2.8%	0.1%	-1.9%	5.5%	-0.3%	14.5%
MSCI India	1,236	2.7%	0.4%	-4.0%	2.7%	-2.3%	12.2%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,837	0.8%	-2.6%	-3.8%	0.7%	-3.8%	-1.6%
Japan TOPIX	1,722	-0.1%	-1.1%	-8.2%	1.3%	-5.3%	16.4%
Japan Nikkei 225	21,671	0.1%	-0.7%	-8.4%	3.4%	-4.8%	16.8%
Europe STOXX600	376	2.4%	-0.8%	-5.6%	-3.6%	-3.3%	-1.5%
Euro STOXX50	3,420	2.4%	-0.3%	-5.3%	-5.2%	-2.4%	-1.4%
US Dow Jones	24,189	-0.3%	-3.9%	-6.3%	5.9%	-2.1%	17.5%
US S&P500	2,642	-0.1%	-5.1%	-5.2%	3.6%	-1.2%	12.7%
MSCI US REITs	1,048	-1.1%	-0.6%	-4.5%	-10.7%	-9.5%	-10.6%
J-REITs	1,699	-0.1%	2.6%	0.2%	4.1%	2.1%	-2.7%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,257	3.2%	0.6%	-6.7%	-4.0%	-5.6%	-1.2%
Germany DAX	12,294	2.8%	-1.0%	-7.2%	-5.3%	-4.8%	1.1%
France CAC 40	5,278	2.6%	0.0%	-4.3%	-1.5%	-0.7%	3.5%
Switzerland SMI	8,708	1.8%	-2.9%	-8.8%	-6.3%	-7.2%	0.5%
Portugal PSI 20	5,466	1.7%	0.5%	-2.8%	0.2%	1.4%	9.8%
Spain IBEX 35	9,736	2.3%	0.1%	-6.9%	-5.3%	-3.1%	-6.0%
Italy FTSE MIB	23,013	2.5%	1.1%	-1.8%	2.7%	5.3%	15.0%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	85,246	1.1%	-1.9%	7.4%	11.2%	11.6%	33.4%
Chile IPSA	5,614	1.3%	-0.7%	-2.1%	3.3%	0.9%	15.4%
Mexico MEXBO	48,532	2.3%	-0.3%	-1.2%	-2.9%	-1.7%	-0.9%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	573	2.1%	-2.9%	-2.9%	4.5%	0.6%	19.4%
MSCI Latin America	3,055	1.0%	-2.4%	2.3%	3.6%	8.0%	17.0%
MSCI All Country World	509	0.2%	-3.4%	-4.5%	3.1%	-0.7%	14.1%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	66.85	5.2%	8.9%	4.0%	32.1%	10.6%	25.9%
Brent Spot	72.00	5.4%	10.9%	3.0%	28.0%	7.7%	28.9%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.15	0.36	1.56	-0.42	-0.50	-1.30	2.40
Gold Spot	1351.30	2.0%	2.3%	1.5%	4.5%	3.7%	5.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2294.20	0.8%	2.2%	3.1%	3.7%	3.2%	8.1%
Bloomberg Agri Subindex	49.37	0.7%	-0.6%	5.2%	1.7%	3.9%	-5.8%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	276.20	0.1%	0.2%	-0.4%	0.3%	0.1%	4.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.75	0.0%	0.1%	0.4%	0.9%	0.6%	2.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	280.62	0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	0.7%	3.5%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	359.73	0.1%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.4%	4.8%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	237.63	0.0%	0.2%	0.3%	0.7%	0.6%	3.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.36	2	-1	-6	-7	-7	-15
2Y	1.39	5	0	-3	-5	-8	-19
5Y	1.84	1	-1	4	13	-1	-28
10Y	2.56	0	0	9	18	3	-17
Spread 10Y-2Y	117	-5	0	12	23	10	3
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.78	-5	-9	23	46	38	54
Japan 10Y	0.03	-1	-2	-5	-3	-2	0
UK 10Y	1.39	2	-10	8	1	20	34
German 10Y	0.50	0	-15	-8	4	7	30
Spain 10Y	1.27	11	-16	-27	-37	-30	-37
Italy 10Y	1.80	6	-21	-25	-36	-21	-48
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	20.24	0.2	4.5	10.1	10.3	9.2	4.5
Dollar index	89.47	-1.1%	-0.5%	-1.6%	-3.9%	-2.9%	-11.2%
USD/THB	31.12	-0.4%	-0.6%	-2.6%	-6.0%	-4.5%	-9.7%
EUR/USD	1.24	1.1%	0.4%	1.4%	4.6%	3.1%	16.7%
GBP/USD	1.42	1.4%	2.1%	3.4%	7.1%	5.0%	13.6%
USD/JPY	106.91	-0.5%	0.3%	-3.7%	-4.8%	-5.1%	-2.5%
USD/CNY	6.27	-0.5%	-1.0%	-3.6%	-4.9%	-3.7%	-9.0%
USD/CNH	6.27	-0.3%	-0.8%	-3.0%	-4.5%	-3.8%	-9.1%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

4/12/2018

7:52:40 AM

## Asset Allocation & Investment Themes

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

■ Current Recommendation    ■ Previous Recommendation

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

# Special Topic: มองตลาดฟื้นตัวในช่วง เดือน เม.ย. – พ.ค.

เราคาดตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงเดือน เม.ย. – พ.ค. เนื่องจาก Valuation ที่ลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ ในขณะที่ประเด็นสงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะเริ่มเข้าสู่การเจรจา และทั้งสองฝ่ายน่าจะเริ่มมีท่าทีประนีประนอมมากขึ้น ส่วนปัญหาสภาพคล่องที่กดดันตลาดในช่วงเดือน มี.ค. น่าจะเริ่มผ่อนคลายลงในเดือน เม.ย. นอกจากนี้การทยอยประกาศผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 1 ซึ่งนักวิเคราะห์คาดว่าจะขยายตัวดีที่ 17.1%YoY ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดได้ในช่วงนี้

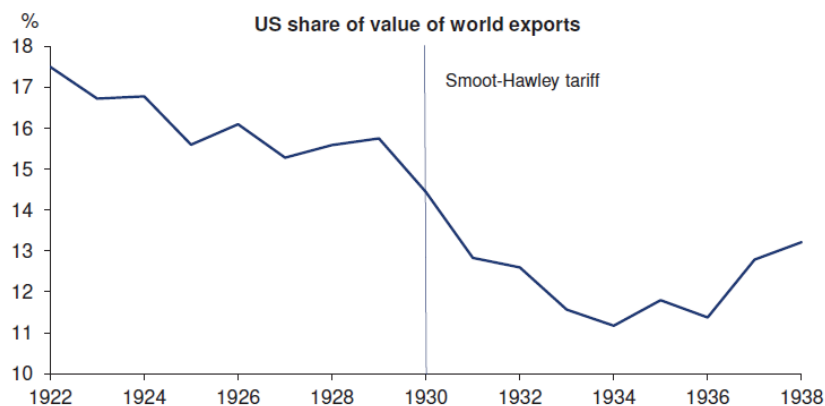
## ตลาดหุ้นถูกกดดันจากความเสี่ยงสงครามการค้า

โดยสหรัฐฯ ทยอยเพิ่มความรุนแรงของมาตรการกีดกันการค้าอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดประกาศจะขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากจีน ในหลายกลุ่มสินค้าซึ่งคิดเป็นมูลค่าการค้ารวม 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจีนได้ออกมาประกาศว่าจะตอบโต้โดยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าในสินค้า เช่น เมล็ดพืชและผลไม้ (เช่น ถั่วเหลือง), เครื่องบิน, เยื่อไม้, โลหะ, ไม้, ลินแร่, และหนังสือพิมพ์ ซึ่งคิดเป็นมูลค่ารวม 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เช่นกัน ซึ่งทำให้ตลาดกังวลต่อความเสี่ยงว่าสงครามการค้าจะยกระดับความรุนแรงมากขึ้นเรื่อยๆ และทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงแรงในช่วง 2-3 สัปดาห์ที่ผ่านมา

## เราประเมินโอกาสเกิดสงครามการค้าเต็มรูปแบบยังมีจำกัด เนื่องจาก 3 ปัจจัย ดังนี้

**ปัจจัยแรก** สหรัฐฯ มีบทเรียนในอดีตที่เจ็บปวดจากสงครามการค้าในช่วงปี 1930 ซึ่งเริ่มต้นขึ้นจากการผ่านกฎหมาย Smoot-Hawley Tariff ซึ่งกำหนดให้มีการขึ้นภาษีนำเข้าสูงถึง 60% ในสินค้าบางรายการ เพื่อเป็นการปกป้องผู้ผลิตในประเทศในช่วงเศรษฐกิจถดถอย (Great Depression) แต่ภาษีดังกล่าวกลับเป็นการจุดชนวนให้เกิดการตอบโต้ที่รุนแรงจากประเทศคู่ค้าของสหรัฐฯ ซึ่งส่งผลให้ส่วนแบ่งตลาดของสินค้าส่งออกสหรัฐฯ ลดลงอย่างรุนแรงในช่วงปี 1930 - 1934 และยิ่งเป็นการซ้ำเติมให้เศรษฐกิจแย่ไปกว่าเดิม

แผนภาพที่ 1 : ภาษี Smoot-Hawley Tariff ส่งผลให้ส่วนแบ่งตลาดของสินค้าส่งออกสหรัฐฯ ลดลงอย่างรุนแรง



Source: United Nations International Trade Statistics 1900-1960, Deutsche Bank

**ปัจจัยที่สอง** เราประเมินว่าการประกาศขึ้นภาษีของประธานาธิบดี Trump นั้นมีเป้าหมายเพื่อกระตุ้นคะแนนนิยมของผู้สมัคร ส.ส. และ ส.ว. ของพรรค Republican ในการเลือกตั้งกลางเทอมที่จะมาถึงในเดือน พ.ย. นี้ ซึ่งทำให้ในการประกาศขึ้นภาษีจึงมีลักษณะที่แข็งกร้าวและรุนแรงเพื่อเรียกร้องความสนใจจากสื่อ และเข้าถึงประชาชนโดยเฉพาะกลุ่มแรงงานในภาคอุตสาหกรรมซึ่งถูกกระทบจากการย้ายฐานการผลิตไปยังประเทศที่มีต้นทุนค่าจ้างต่ำกว่า ซึ่งประชาชนในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่จะอาศัยอยู่ในพื้นที่ที่เรียกรวมกันว่า Rust Belt ซึ่งครอบคลุมรัฐ Pennsylvania Ohio และ Michigan ซึ่งเป็นฐานเสียงที่สำคัญที่สนับสนุนให้ประธานาธิบดี Donald Trump ชนะการเลือกตั้งเมื่อปี 2016

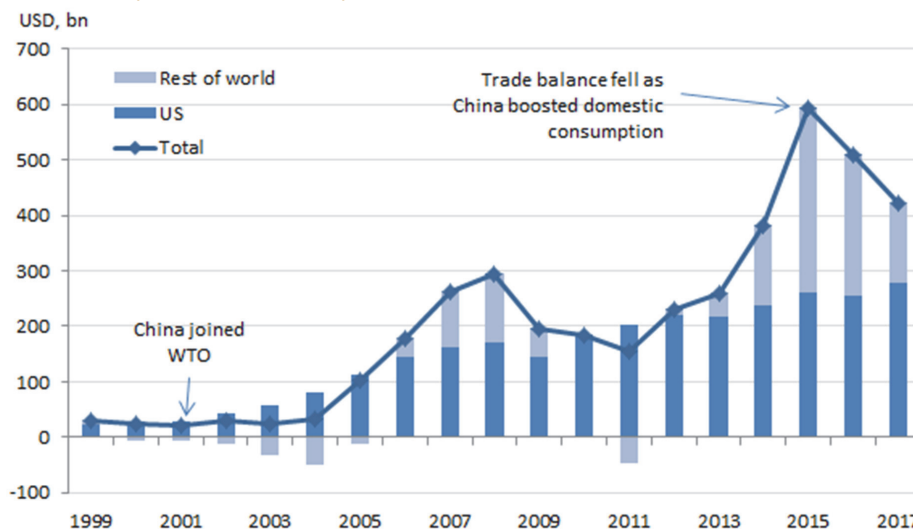
แม้ท่าทีของทำเนียบขาวจะมีลักษณะที่แข็งกร้าว แต่สหรัฐฯ ยังคงใช้ความระมัดระวังในการใช้มาตรการภาษีไม่ให้ส่งผลกระทบต่อทั้งเศรษฐกิจภายในประเทศและประเทศคู่ค้ามากนัก และป้องกันไม่ให้ความขัดแย้งยกระดับไปจนเป็นสงครามการค้าอย่างเต็มรูปแบบ ดังจะเห็นได้จากการขึ้นภาษีในสินค้ากลุ่มเหล็กและอลูมิเนียมก่อนหน้านี้ ซึ่งในตอนแรกสหรัฐฯ ประกาศให้ขึ้นภาษีนำเข้าจากประเทศคู่ค้าทุกประเทศ แต่ในภายหลังได้มีการยกเว้นการเก็บภาษีให้กับคู่ค้าที่สำคัญหลายประเทศ ได้แก่ สหภาพยุโรป (EU), แคนาดา, เม็กซิโก, อาเจนตินา, ออสเตรเลีย, บราซิล และเกาหลีใต้ ซึ่งการยกเว้นภาษีดังกล่าวจะถูกใช้เป็นเงื่อนไขในการเจรจาต่อรองด้านการค้าของสหรัฐฯ ต่อไป

นอกจากนี้ ประธานาธิบดี Trump ยังต้องเผชิญกับแรงต้านจากภายในพรรค Republican เอง โดยนาย Paul Ryan ประธานสภาผู้แทนราษฎรกล่าวว่าการขึ้นภาษีนำเข้าอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในประเทศ ในขณะที่นาย Mike Lee วุฒิสมาชิกจากพรรค Republican ได้เสนอให้สภาแก้ไขกฎหมายเพื่อจำกัดอำนาจของประธานาธิบดี ในการออกมาตรการกีดกันทางการค้าได้โดยไม่ต้องผ่านการพิจารณาจากสภา ซึ่งกระแสต่อต้านจากภายในพรรคดังกล่าวน่าจะเพียงพอที่จะช่วยยับยั้งการออกมาตรการที่ส่งผลกระทบต่อรุนแรง

และ**ประการสุดท้าย** จีนได้แสดงท่าทีที่พร้อมเจรจากับสหรัฐฯ โดยนาย Liu He รองนายกรัฐมนตรีด้านเศรษฐกิจของจีน กล่าวว่าสหรัฐฯ และจีนควรแก้ไขปัญหาความไม่สมดุลด้านการค้า โดยการเพิ่มมูลค่าการค้าระหว่างกันมากกว่าการใช้มาตรการกีดกันทางการค้าซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทั้งสองประเทศ โดยสื่อ Financial Times ได้รายงานว่าคณะผู้เจรจาการค้าของจีนได้มีการเสนอที่จะนำเข้าสินค้าประเภท Semiconductor จากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น เพื่อลดยอดการเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ และยังมีการพยายามผ่อนคลายนโยบายเพื่อเปิดช่องให้บริษัทต่างชาติเข้ามาลงทุนในธุรกิจหลักทรัพย์ในจีนได้เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นหนึ่งในข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ ในขณะที่นาย Xi Jinping ประธานาธิบดีจีนกล่าวว่าจีนมีแผนที่จะลดภาษีนำเข้าในหลายประเทศสินค้ารวมถึงรถยนต์ และเปิดรับการลงทุนจากบริษัทต่างชาติให้เข้ามาทำธุรกิจในจีนได้มากขึ้น รวมถึงยังกล่าวว่าจีนจะเพิ่มการปกป้องลิขสิทธิ์และทรัพย์สินทางปัญญาให้เข้มงวดมากขึ้น

นอกจากนี้ การลดยอดการเกินดุลการค้ายังสอดคล้องกับเป้าหมายระยะยาวในการปฏิรูปเศรษฐกิจของจีนให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้น และลดสัดส่วนของ GDP ในภาคการลงทุนและการส่งออก ซึ่งจะช่วยเพิ่มเสถียรภาพให้กับเศรษฐกิจจีนในระยะยาว โดยในช่วงปลายปี 2017 จีนได้มีความพยายามในการกระตุ้น การบริโภคในประเทศด้วยการลดภาษีนำเข้าให้กับสินค้ารวมเกือบ 200 รายการ ซึ่งครอบคลุมอุปโภคบริโภคหลายประเภท เช่น ยา อาหาร และเสื้อผ้าเครื่องนุ่งห่ม

**แผนภาพที่ 2 : ดุลการค้าของจีนเกินดุลลดลงนับตั้งแต่ปี 2016 จากการส่งเสริมการบริโภคในประเทศ**



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



เรามองว่าพัฒนาการต่อจากนี้จะเป็นไปในแนวทางที่ประนีประนอมมากขึ้น โดยหลังจากสหรัฐฯ ประกาศรายการสินค้าที่จะขึ้นภาษีในช่วงต้นเดือน เม.ย. ก็เปิดโอกาสให้จีนเข้ามาเจรจาเป็นเวลา 30 วัน ซึ่งจีนก็พร้อมจะทำตามข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ หลายข้อ เช่น การเพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ และการเปิดโอกาสให้บริษัทสหรัฐฯ มาลงทุนในจีนได้เพิ่มขึ้น ส่วนทางบริษัทยักษ์ใหญ่ของสหรัฐฯ ที่มีฐานการผลิตในจีน และอาจได้รับผลกระทบจากมาตรการกีดกันทางการค้า ก็จะมีการเจรจาเพื่อขอผ่อนผันการเก็บภาษีจากรัฐบาลด้วยอีกทางหนึ่ง

### ผลกระทบต่อกำไรบริษัทจดทะเบียนมีจำกัด

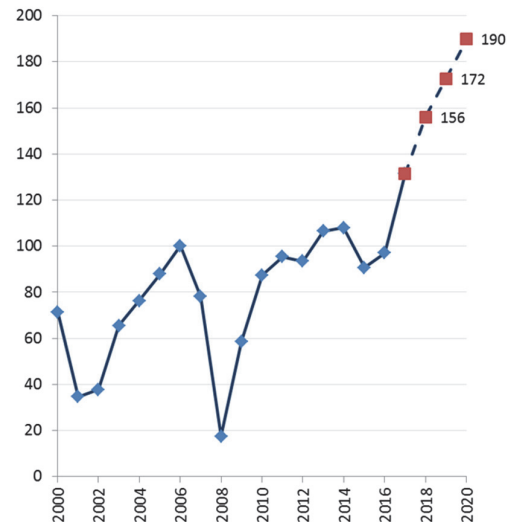
เราประเมินว่าการตั้งกำแพงภาษีระหว่างสหรัฐฯ และจีนจะกระทบต่อมูลค่าการค้าไม่เกิน 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งหากมีการเก็บภาษีนำเข้าในอัตรา 25% บนสินค้านำเข้ามูลค่า 1 แสนล้านเหรียญตามที่คาด ก็จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนเป็นจำนวนเงิน 2.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเพียง 1.7% ของคาดการณ์ผลกำไรของดัชนี S&P500 ในปี 2018 เท่านั้น ในขณะที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ว่าผลกำไรของดัชนี S&P500 จะเติบโตได้สูงถึง 18% ในปีนี้

แผนภาพที่ 3 : การขึ้นภาษีจะส่งผลกระทบต่อเพียง 1.7% ต่อคาดการณ์ผลกำไรของดัชนี S&P500 ในปี 2018

If trade value subject to tariff is limited to USD100bn, the impact on earnings will be <2%

Trade value subject to tariff	100.0	USD, bn
Tariff rate	25.0	%
Tax amount	25.0	USD, bn
% of S&P500 Earnings 2018F:	1.45 trn	1.72 %
% of US Nominal GDP 2017:	19.75 trn	0.13 %

Analysts expect strong earning growth in 2018 and beyond



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### Valuation กลับมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ

การปรับฐานของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมาทำให้ Valuation ของตลาดกลับมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจอีกครั้ง โดยค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ลดลงมาอยู่ที่ราว 16.1 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่เราประเมินว่าเหมาะสมตาม Earning Yield Gap Model และสอดคล้องกับคาดการณ์เงินเฟ้อในปัจจุบัน (ดูรายละเอียดใน TIPS ฉบับเดือน เม.ย. 2018)

แผนภาพที่ 4 : Forward P/E ของดัชนี S&P500 ลดลงมาอยู่ที่ราว 16.1 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่เราประเมินว่าเหมาะสมตาม Earning Yield Gap Model



Current market PER at 16x looks reasonable according to earning yield gap model

		Earning Yield Gap				
		2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%
Bond Yield	2.80%	19.8	18.9	18.0	17.2	16.5
	2.90%	19.4	18.5	17.7	16.9	16.3
	3.00%	19.0	18.2	17.4	16.7	16.0
	3.10%	18.7	17.9	17.1	16.4	15.7
	3.20%	18.3	17.5	16.8	16.1	15.5
	3.30%	18.0	17.2	16.5	15.9	15.3
	3.40%	17.7	16.9	16.3	15.6	15.0
	3.50%	17.4	16.7	16.0	15.4	14.8
	3.60%	17.1	16.4	15.7	15.2	14.6
	3.70%	16.8	16.1	15.5	14.9	14.4
	3.80%	16.5	15.9	15.3	14.7	14.2
3.90%	16.3	15.6	15.0	14.5	14.0	
4.00%	16.0	15.4	14.8	14.3	13.8	

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 5 : Forward P/E ของดัชนี S&P500 สอดคล้องกับ Inflation expectation ในปัจจุบันที่ราว 2.1%

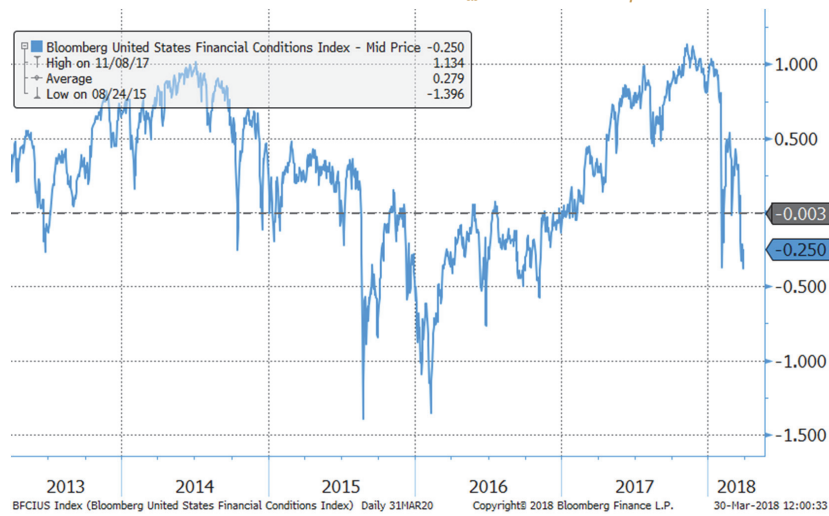


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); 5 year weekly data from Mar 2013 to present

แรงกดดันจากปัญหาสภาพคล่องจะผ่อนคลายลงในเดือน เม.ย.

ในขณะที่ตลาดกำลังมุ่งความสนใจไปประเด็นสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ซึ่งส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงมาแรงในช่วง 2-3 สัปดาห์ที่ผ่านมา แต่อีกปัจจัยหนึ่งที่เรามองว่าส่งผลกดดันตลาดไม่แพ้กัน ก็คือปัญหาสภาพคล่อง ซึ่งสะท้อนผ่านดอกเบี้ย LIBOR ที่พุ่งขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลก

แผนภาพที่ 6 : สภาพการเงินของสหรัฐฯ ดิ่งตัวมากที่สุดในรอบหลายปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 7 : สาเหตุหลักที่ทำให้สภาพการเงินดิ่งตัวมาจาก LIBOR Spread



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### LIBOR คืออะไร?

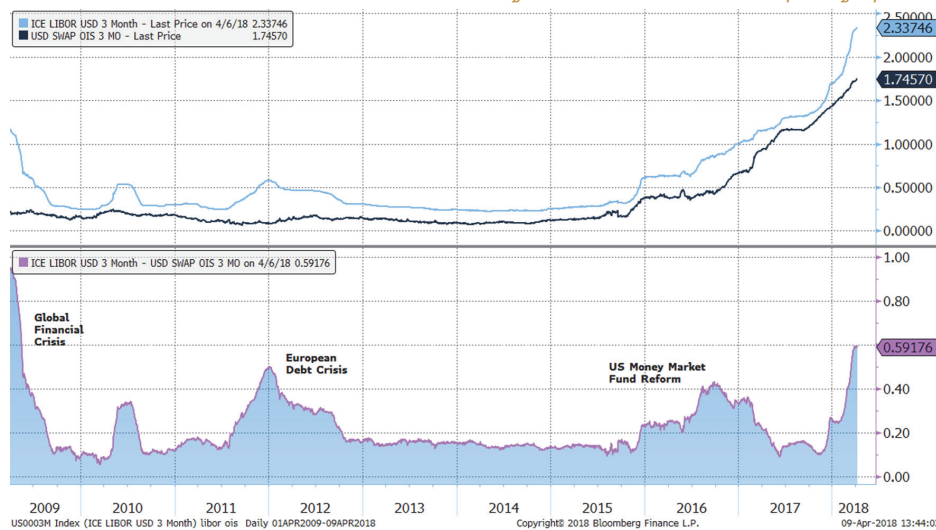
- ดอกเบี้ย LIBOR หรือ London Interbank Offered Rate เป็นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นสำหรับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ให้กู้ยืมระหว่างกันในตลาดลอนดอน ซึ่งโดยปกติมักเคลื่อนไหวตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ (Fed Funds Rate) แต่ในช่วงที่ตลาดมีปัญหาสภาพคล่อง และ/หรือความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น ดอกเบี้ย LIBOR ก็จะมีแนวโน้มสะท้อนความเสี่ยงดังกล่าว
- การเพิ่มขึ้นของ LIBOR เมื่อเทียบกับ Fed Funds Rate เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงสำคัญที่ตลาดจับตามอง ซึ่งจะเห็นได้จาก LIBOR/OIS\* Spread พุ่งสูงขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ เช่น ในปี 2008-09 (วิกฤตซับไพรม์ในสหรัฐฯ), กลางปี 2010 (วิกฤตหนี้กรีซ) และปลายปี 2011 (วิกฤตหนี้ภาครัฐในยุโรป) และในช่วงเดือน ต.ค. 2016 ที่สหรัฐฯ บังคับใช้กฎหมายสำหรับกองทุนรวมตลาดเงิน (Money Market Fund Reform) ซึ่งส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาดเงินในช่วงนั้น
- อัตราดอกเบี้ย LIBOR เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิงสำหรับสินเชื่อหลายประเภท เช่น สินเชื่อบ้าน สินเชื่อภาคธุรกิจ รวมถึงตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยลอยตัว เป็นจำนวนกว่า 350 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของ LIBOR จึงส่งผลให้ต้นทุนการเงินของทั้งภาครัฐครัวเรือนและภาคธุรกิจเพิ่มขึ้น

\* OIS หรือ Overnight Indexed Swap คือสินค้านอนุพันธ์ที่สะท้อนคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ในช่วงที่มีการทำสัญญา

นับตั้งแต่เดือน ธ.ค. ปีที่แล้ว 3-month LIBOR/OIS Spread ได้เพิ่มขึ้นมาจากระดับปกติที่ราว 10bps มาอยู่ที่ประมาณ 60bps ในปัจจุบัน ซึ่งนับเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009 โดยเราประเมินว่ามีสาเหตุจากปัญหาสภาพคล่องซึ่งถูกกระทบจาก 3 ปัจจัยดังนี้

1. การออกขายพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯ ซึ่งสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน มี.ค. ภายหลังจากการยกกระดิวเพดานหนี้ในช่วงต้นเดือน ก.พ. และการลดภาษีซึ่งทำให้รายได้ของรัฐบาลลดลง
2. การลดขนาดงบดุล (Balance Sheet Run-off) ของ Fed ซึ่งเริ่มต้นขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4 ปีที่แล้ว ส่งผลให้ปริมาณการซื้อพันธบัตรเพื่อทดแทนพันธบัตรที่ครบอายุ (Reinvestment) ลดลง
3. กฎหมายปฏิรูปภาษี ซึ่งสนับสนุนให้บริษัทสหรัฐฯ นำกำไรกลับประเทศ โดยก่อนหน้านี้เม็ดเงินของบริษัทสหรัฐฯ ที่อยู่นอกประเทศจะอยู่ในรูปแบบเงินลงทุนระยะสั้นในสกุลดอลลาร์ ดังนั้นการนำเงินกลับประเทศ จึงส่งผลให้สภาพคล่องของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เหือดหายไปจากตลาดเงิน

แผนภาพที่ 8 : 3-month LIBOR/OIS Spread เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 60bps ในปัจจุบัน สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009

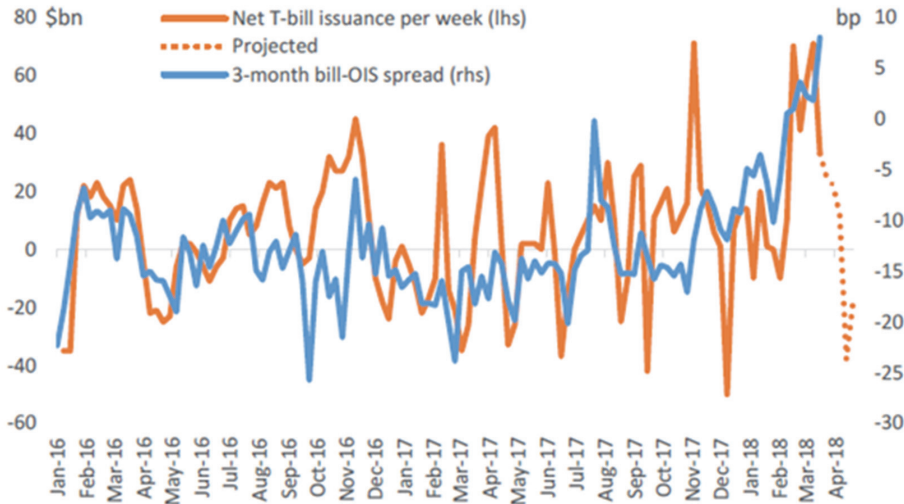


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปริมาณพันธบัตรที่ออกขายเป็นจำนวนมาก ประกอบกับเม็ดเงินจากผู้ซื้อรายใหญ่ เช่น Fed และ สภาพคล่องส่วนเกินของบริษัทสหรัฐฯ ในต่างประเทศที่ลดลงนั้น ส่งผลให้สภาพคล่องของเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ตึงตัวขึ้นและเป็นการ“แย่ง” เม็ดเงินลงทุนจากตลาดอื่นๆ รวมทั้งตลาดหุ้น ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับตัวลดลงในช่วงที่ผ่านมา

เราประเมินว่าปัญหาสภาพคล่องน่าจะมีแนวโน้มผ่อนคลายลงในเดือน เม.ย. เนื่องจากจะเป็นฤดูกาลจ่ายเงินภาษีของสหรัฐฯ ซึ่งจะทำให้รัฐบาลมีรายได้เข้ามาและออกขายพันธบัตรลดลง นอกจากนั้นยังมีพันธบัตรที่จะครบอายุเป็นจำนวนมาก ซึ่งจะทำให้ยอดออกพันธบัตรสุทธิพลิกกลับเป็นลบ (มีพันธบัตรครบอายุจ่ายคืนเงินต้น มากกว่าปริมาณพันธบัตรที่ออกใหม่) และทำให้สภาพคล่องกลับสู่ตลาดเพิ่มขึ้น ซึ่งน่าจะช่วยให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้ในช่วง 1-2 เดือนต่อจากนี้

แผนภาพที่ 9 : ปริมาณการออกพันธบัตรสุทธิ (Net Bond Issuance) ของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน มี.ค. แต่มีแนวโน้มลดลงในเดือน เม.ย.

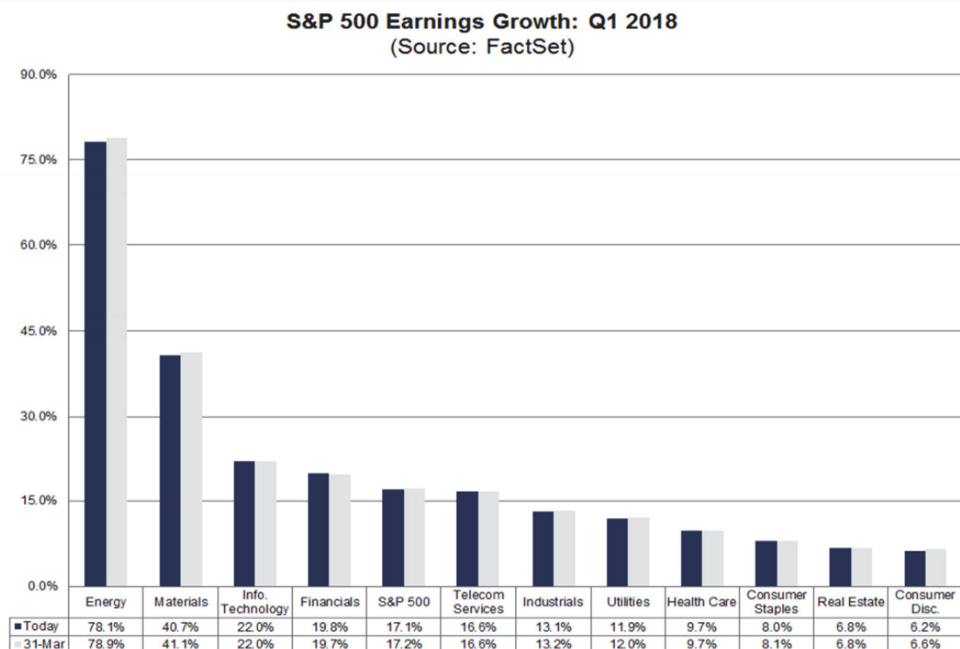


Source: Bloomberg, Deutsche Bank

**เรคาดตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงเดือน เม.ย. - พ.ค.**

เนื่องจาก Valuation ที่ลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ ในขณะที่ประเด็นสงครามทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะเริ่มเข้าสู่การเจรจา และทั้งสองฝ่ายน่าจะเริ่มมีท่าทีประนีประนอมมากขึ้น ส่วนปัญหาสภาพคล่องที่กดดันตลาดในช่วงเดือน มี.ค. น่าจะเริ่มผ่อนคลายลงในเดือน เม.ย. นอกจากนี้การทยอยประกาศผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 1 ซึ่งนักวิเคราะห์คาดว่าจะขยายตัวดีที่ 17.1% YoY ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดได้ในช่วงนี้ 📈

แผนภาพที่ 10 : นักวิเคราะห์คาดว่าผลประกอบการ 1Q18 จะขยายตัวดีที่ 17.1% YoY



Source: Factset

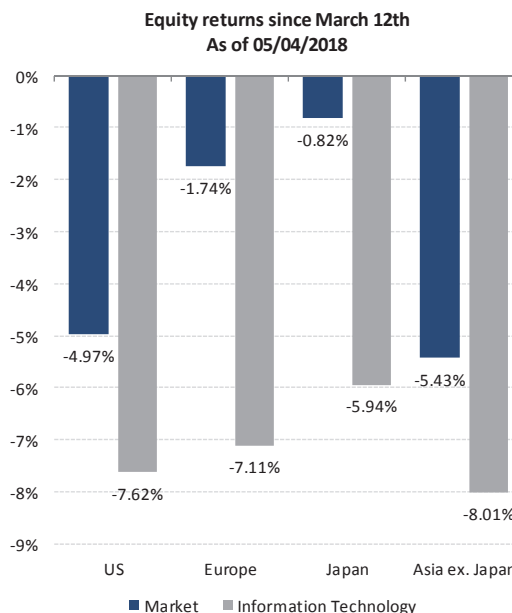
# ตลาดหุ้น

หุ้นกลุ่ม IT ทั่วโลกถูกกดดันจากความเสี่ยงเชิงนโยบายในหลายด้าน ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันการเติบโตของกำไรในอนาคต ในขณะที่ Valuation ยังคงสูงกว่าในอดีตแม้จะมีการปรับฐานลงมา เรายังคงชอบหุ้นในกลุ่มการเงินมากกว่า IT เนื่องจากกำไรที่มีแนวโน้มขยายตัวดีขึ้นตามดอกเบี้ยขาขึ้น

## หุ้นกลุ่ม IT สหรัฐฯ ปรับฐานลงราว 8% หลังทำจุดสูงสุดตอนกลางเดือน มี.ค. ที่ผ่าน

หลังจากทำจุดสูงสุดไปเมื่อกลางเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา หุ้นกลุ่ม IT ได้เผชิญกับช่วงเวลาที่เราเรียกว่า "เลวร้ายที่สุด" ในรอบกว่า 2 ปี โดยหุ้นกลุ่ม IT สหรัฐฯ ถูกเทขาย และปรับฐานลงราว 8% ในระยะเวลาเพียงแค่ 2 สัปดาห์ที่กว่าๆ เท่านั้น เนื่องจากด้วยผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่รุนแรงขึ้น โดยล่าสุดประธานาธิบดี Trump ได้ประกาศเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูงจากจีนมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% และจะเปิดรับฟังความเห็นจากสาธารณะไปจนถึงต้นเดือน มิ.ย. ก่อนที่จะมีผลบังคับใช้จริง ซึ่งรายบริษัทขนาดใหญ่หลายบริษัทในกลุ่ม IT ซึ่งเป็นที่ชื่นชอบของนักลงทุนหลายๆกลุ่ม เช่น Facebook, Amazon, Apple, Tesla ฯลฯ ยังเผชิญความเสี่ยงทางธุรกิจในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งอาจส่งผลให้อัตราการเติบโตของกำไรปรับตัวลดลงได้ โดยเราได้สรุปเหตุการณ์สำคัญของอุตสาหกรรม IT ไว้ในแผนภาพที่ 11

แผนภาพที่ 11 : หุ้นกลุ่ม IT ทั่วโลกปรับฐานเฉลี่ย 7% ในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้ดัชนีหุ้นสหรัฐฯ และ Asia ex Japan ซึ่งมีสัดส่วนของหุ้นกลุ่ม IT สูงราว 25% ปรับฐานลงตาม



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 12 : ลำดับเหตุการณ์สำคัญในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงให้แก่บริษัทในอุตสาหกรรม IT

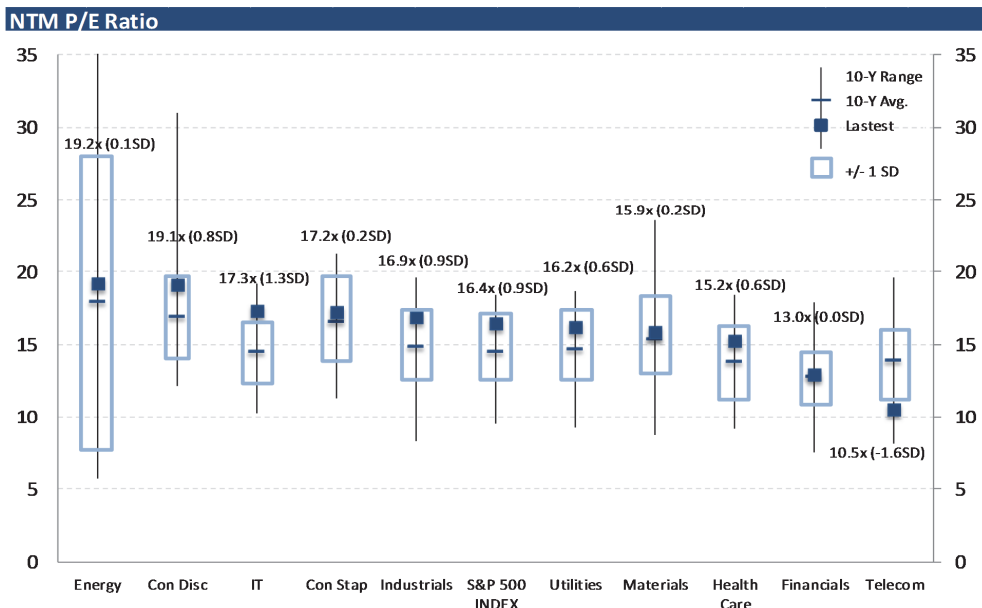
ความเสี่ยง	เหตุการณ์
ความเสี่ยงเฉพาะของอุตสาหกรรม (Industry Risk)	<ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการการยุโรป (EU Commission) วางแผนที่จะเรียกเก็บภาษีที่อัตรา 3% จากรายได้ของบริษัทขนาดใหญ่ที่ดำเนินธุรกิจ Digital เช่น Alphabet, Twitter, Facebook ฯลฯ (21 มี.ค.)</li> <li>ปธน. Trump ได้ประกาศเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูงจากจีนมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ที่อัตราภาษี 25% (22 มี.ค.)</li> <li>ความกังวลต่อปัญหาการละเมิดความเป็นส่วนตัว (Privacy Issue) ทางโลก Digital ที่เพิ่มมากขึ้น ส่งผลให้รัฐบาลสหรัฐฯ และยุโรปเริ่มมีท่าทีที่จะออกกฎหมายบังคับเพิ่มเติมเพื่อควบคุมปัญหาดังกล่าว</li> </ul>
ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Company Risk)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Facebook: บริษัทวิเคราะห์ข้อมูล Cambridge Analytica ซึ่งถูกจ้างโดยปธน. Trump ในช่วงเลือกตั้งปี 2016 ได้เข้าถึงข้อมูลส่วนตัวของผู้ใช้ Facebook จำนวน 50 ล้านคน โดยไม่ได้รับอนุญาต (18 มี.ค.)</li> <li>Nvidia: บริษัท Nvidia ซึ่งร่วมกับทาง Uber พัฒนารถยนต์ไร้คนขับ (Self-Driving Car) ประกาศหยุดทดสอบชั่วคราวหลังเกิดอุบัติเหตุชนคนเสียชีวิต ณ รัฐ Arizona (27 มี.ค.)</li> <li>Apple: นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการยอดขาย iPhone (28 มี.ค.)</li> <li>Tesla: บริษัท Tesla ถูกปรับลดระดับความน่าเชื่อถือโดย Moody's หลังเผชิญปัญหาด้านการผลิตโดยไม่สามารถผลิตรถยนต์ได้ตามจำนวนที่ตั้งเป้าเอาไว้ และปัญหาสภาพคล่องของบริษัท (28 มี.ค.)</li> <li>Amazon: บริษัท Amazon ถูกปธน. Trump โจมตีทาง Twitter อย่างหนัก ในเรื่องของการผูกขาดทางการค้า, ภาษีการขายสินค้า Online และสัญญาส่งพัสดุระหว่าง Amazon กับบริษัทไปรษณีย์สหรัฐฯ (US Postal Services) (29 มี.ค.)</li> <li>Intel: Apple ประกาศที่จะยุติการใช้ chips ของ Intel ในเครื่องคอมพิวเตอร์ Mac ของ Apple ตั้งแต่ปี 2020 (29 เม.ย.)</li> </ul>

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### Valuation ยังแพงอยู่ แม้เพิ่งถูกเทขายไป

แม้หุ้นกลุ่ม IT จะเพิ่งถูกเทขาย และปรับตัวลงแรงไปในช่วงที่ผ่านมา แต่ยังคงเทรดบนระดับ Valuation ที่สูงอยู่ โดยเป็นเพียงอุตสาหกรรมเดียวที่เทรดในระดับ Forward P/E สูงกว่า 1 SD ซึ่งแสดงว่าปัจจุบันหุ้นกลุ่ม IT เทรดในระดับ P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีในอดีตเกินกว่า 1 เท่าของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Mean) และยังคงมีส่วนต่าง Premium ของค่า Forward P/E ระหว่างหุ้นกลุ่ม IT กับดัชนี S&P500 อยู่อีกเล็กน้อย

แผนภาพที่ 13 : แม้เพิ่งถูกเทขายไป แต่ระดับ Valuation ของหุ้นในอุตสาหกรรม IT ยังคงสูงอยู่เมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

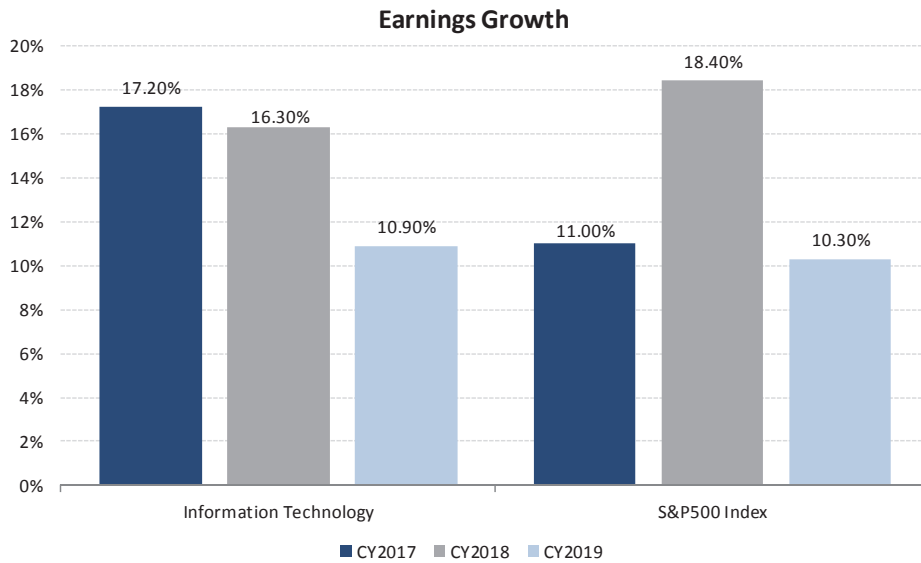


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### Earning Growth ปีนี้คาดว่าจะยังสูงที่ระดับสองหลัก แต่มีแนวโน้มลดลงไปเท่ากับตลาดในปีหน้า

ในส่วนของอัตราการเติบโตของกำไร (Earnings Growth) แม้จะเติบโตน้อยลงจากปีที่แล้ว แต่หุ้นกลุ่ม IT ยังถูกคาดว่าจะยังคงเติบโตได้ดีในระดับสองหลัก (Double-digit Growth) ที่ 16.3% ในปีนี้ อย่างไรก็ตามมี 2 สัญญาณที่น่าจับตามองคือ 1) ในปี 2018 คาดว่าหุ้นกลุ่ม IT จะมีอัตราการเติบโตของกำไรต่ำกว่าตลาด (ดัชนี S&P500) เนื่องจากอุตสาหกรรม IT ได้รับประโยชน์จากนโยบายลดภาษี น้อยกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และ 2) ในปี 2019 อัตราการเติบโตของกำไรของหุ้นในกลุ่ม IT และของตลาด จะลดลงมาอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกันราว 10%

แผนภาพที่ 14 : อัตราการเติบโตของกำไรของหุ้นในกลุ่ม IT ยังเติบโตได้ดีในปีนี้ แต่คาดว่าจะลดลงไปเท่ากับระดับของตลาดในปีหน้า



Source: FactSet, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สรุปได้ว่า ระดับ Valuation ของหุ้นกลุ่ม IT ที่แพงกว่าตลาด (ดัชนี S&P500) และอัตราการเติบโตของกำไรที่มีแนวโน้มลดลงไปเทียบเท่ากับตลาดในปีหน้า อาจเป็นสัญญาณที่ชี้ว่าการ Outperformance ของหุ้นกลุ่มยอดนิยมอย่าง IT ที่ลากยาวมาตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2009 เป็นเวลานานกว่า 10 ปี อาจจะใกล้ยุติลงแล้ว



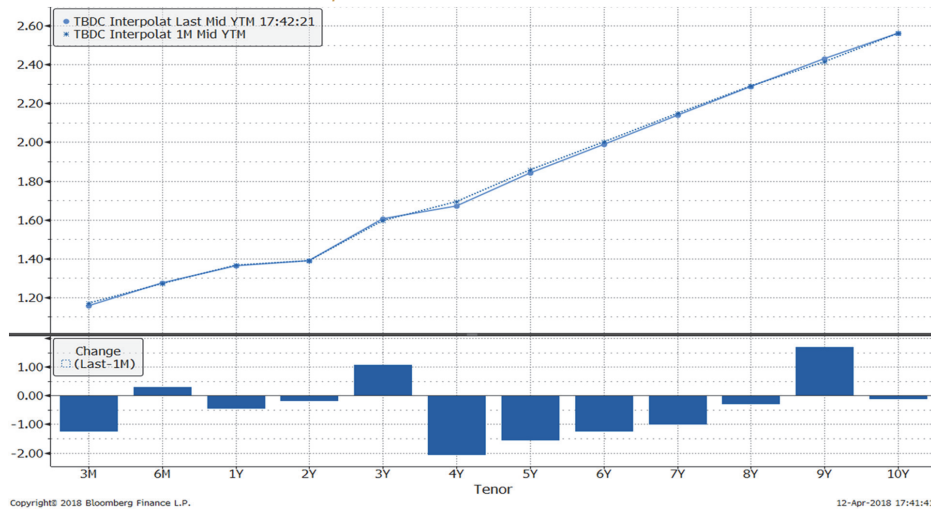
# ตลาดตราสารหนี้

เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.5% ตลอดทั้งปี 2018 จากอัตราเงินเฟ้อที่ยังขยายตัวในระดับต่ำและการบริโภคในประเทศที่ยังไม่ฟื้นตัวดี แต่คาดว่า Bond Yield ของไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั่วโลกจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น เช่น ในยุโรปเราคาดว่าธนาคารกลางยุโรป (ECB) จะสิ้นสุดมาตรการ QE สิ้นปีนี้และจะเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยกลางปี 2019 ในอังกฤษซึ่งเราคาดว่าธนาคารกลางอังกฤษ (BoE) จะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในการประชุมวันที่ 10 พ.ค.นี้ และในสหรัฐฯ ซึ่งเราคาดว่า Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้งในปี

## Bond Yield ปรับตัวลดลงเล็กน้อยในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยยังคงปรับตัวลดลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน ถึง 2 ปี ปรับตัวลดลง 0.2-1bps พันธบัตรอายุ 4 ถึง 7 ปี ปรับตัวลดลง 1-2bps และพันธบัตรอายุ 8 ปีและ 10 ปี ปรับตัวลดลง 0.1-0.3bps โดยมีเพียงพันธบัตรอายุ 6 เดือน, 3 ปี และ 9 ปี ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 15 : ผลตอบแทนพันธบัตรไทยปรับตัวลดลงในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยมีเพียงผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 6 เดือน, 3 ปี และ 9 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

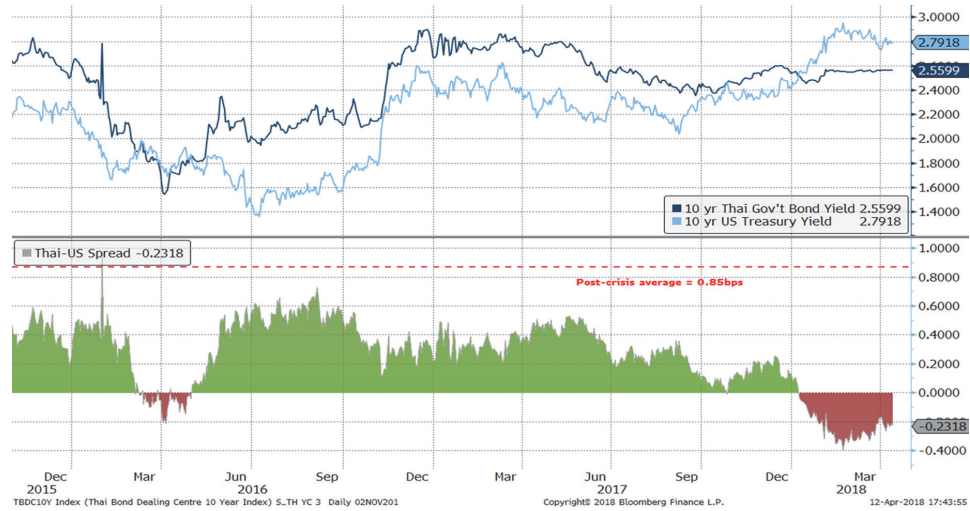
## เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปี ของไทยทรงตัวที่ 2.56% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ขณะที่ Bond Yield อายุ 10 ปีของสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงอยู่ที่ 2.79% โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากความกังวลเรื่องความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ซึ่งหากบานปลายจนกลายเป็นสงครามการค้า อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ

อย่างไรก็ดี เรามองว่า Bond Yield ของไทยจะปรับเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ตามแนวโน้มการปรับเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั่วโลกจากแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางในโลกที่จะเข้มงวดขึ้น เช่น ในยุโรป ซึ่งเราคาดว่า ECB จะสิ้นสุดมาตรการ QE สิ้นปีนี้และจะปรับขึ้นดอกเบี้ยกลางปีหน้า และในอังกฤษ เราคาดว่า BoE จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมวันที่ 10 พ.ค.นี้

ส่วน Bond Yield สหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจาก 1) การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งเราคาดจะปรับขึ้น 4 ครั้งในปี 2) การออกพันธบัตรเพิ่ม เพื่อชดเชยการขาดดุลการคลังที่เพิ่มขึ้นจากการปฏิรูปภาษีและการออกงบประมาณเพิ่มเติม และ 3) การลดขนาดงบดุลของ Fed ซึ่งปีนี้ Fed ได้เพิ่มมูลค่าสินทรัพย์สูงสุด (Cap) ที่จะปล่อยให้หมดอายุขึ้นเป็น 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน (จาก 1 หมื่นดอลลาร์สหรัฐต่อเดือนในปี 2017)

แผนภาพที่ 16 : Bond Yield ไทย (เส้นสีเขียว) ทรงตัวนับตั้งแต่ต้นปี ขณะที่ Bond Yield สหรัฐฯ ปรับตัวลดลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมาจากความกังวลเรื่องความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯและจีน



Source: Bloomberg

# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราแนะนำให้ขายทองคำก่อนสิ้นไตรมาส 2 เนื่องจากในระหว่างนี้จะมีความเสี่ยงทางการเมืองระหว่างประเทศ ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำปรับตัวสูงขึ้นในระยะสั้น โดยในระยะยาวราคาทองคำจะยังคงถูกกดดันจากนโยบายการเงินของธนาคารกลางหลายประเทศที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น สำหรับมุมมองด้านน้ำมัน เราคาดว่าสหรัฐฯ และพันธมิตรยุโรปจะแก้เงื่อนไขข้อตกลงนิวเคลียร์ของอิหร่านได้ทันวันที่ 12 พ.ค. ซึ่งจะทำให้ราคาน้ำมันลดลงราว 2.5-5 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล แต่จะราคาน้ำมันน่าจะถูกดึงดูดจากสต็อกน้ำมันดิบที่คาดว่าจะพลิกกลับมาลดลงในเดือน พ.ค. ทำให้เราประเมินว่าราคาน้ำมัน WTI จะทรงตัวที่ระดับ 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในระยะ 3 เดือนข้างหน้า และจะลดลงมาทรงตัวที่ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ณ สิ้นปีนี้

## ทองคำ

ราคาทองคำตั้งแต่ต้นปีได้ทรงตัวอยู่ในกรอบ 1,310-1,360 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ โดยในอนาคตเรายังคงมองว่าราคาทองคำจะยังคงถูกกดดันจากนโยบายการเงินของธนาคารกลางหลายประเทศที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น เช่น ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่ได้เริ่มลดขนาดงบดุล (Balance Sheet) ไปแล้วในเดือน ต.ค. และการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งเรามองว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 7 ครั้งในปี 2018 ถึง 2019 ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ ส่วนธนาคารกลางยุโรป เราคาดว่า จะยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้ ขณะที่ผู้ว่าการธนาคารกลางญี่ปุ่นได้ออกมากล่าวว่าจะเริ่มปรึกษากันถึงแนวทางในการลดมาตรการการผ่อนคลายทางการเงินลง

นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะส่งผลให้ Bond Yield เพิ่มขึ้น กดดันราคาทองคำต่อไป อย่างไรก็ตามในช่วงไตรมาส 2 เรามองว่าราคาทองคำอาจปรับตัวเพิ่มขึ้นได้จากความกังวลจากความตึงเครียดระหว่างประเทศ ดังนี้

- 1) **สงครามในซีเรีย:** ล่าสุดในวันที่ 13 เม.ย. สหรัฐฯ อังกฤษ และฝรั่งเศส ได้ยิงขีปนาวุธไปโรงเก็บอาวุธเคมีที่ซีเรีย เพื่อตอบโต้การใช้อาวุธเคมีกับประชาชน และทำให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้นมาเล็กน้อย (1.5%) ซึ่งการยิงขีปนาวุธเช่นนี้นับเป็นครั้งที่ 2 โดยก่อนหน้านี้เกิดขึ้นในปีก่อนซึ่งสหรัฐฯ ได้ยิงขีปนาวุธไปที่ฐานกำลังทางอากาศที่ซีเรีย เพื่อตอบโต้การใช้อาวุธเคมีเป็นครั้งแรก และทำให้ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 3%
- 2) **การคว่ำบาตรอิหร่าน:** ขณะนี้สหรัฐฯ ได้ผ่อนปรนการคว่ำบาตรอิหร่านภายใต้ข้อตกลงนิวเคลียร์ไปจนถึงวันที่ 12 พ.ค. นี้ ซึ่งหากสหรัฐฯ ไม่สามารถสรุปข้อตกลงใหม่ได้ สหรัฐฯ จะถอนตัวจากข้อตกลง
- 3) **การเจรจากับเกาหลีเหนือ:** ขณะนี้เกาหลีเหนือได้ตกลงว่าจะหยุดการยิงขีปนาวุธชั่วคราว จนกว่าจะถึงปลายเดือน พ.ค. หรือต้นเดือน มิ.ย. นี้ที่นาย Kim Jong Un ผู้นำเกาหลีเหนือจะเข้าพบประธานาธิบดี Trump เพื่อหารือเรื่องการยุติการพัฒนาอาวุธนิวเคลียร์ (Permanent Denuclearization) ซึ่งหากทั้งสองประเทศไม่สามารถตกลงกันได้ เกาหลีเหนืออาจกลับมายิงทดสอบขีปนาวุธอีกครั้ง

## เราแนะนำให้ขายทองคำก่อนสิ้นไตรมาส 2

เรามองว่าสุดท้ายแล้วทางการของทุกประเทศจะได้ข้อสรุปกัน และคลายความตึงเครียดลงได้ โดยประเด็นเรื่องสงครามในซีเรีย เดิมทีประธานาธิบดี Trump มีความเห็นให้ถอนกำลังทางทหารออกจากซีเรียมาตั้งแต่หาเสียงแล้ว ทำให้ประเด็นนี้น่าจะผ่อนคลายลงได้ไม่ยาก ส่วนประเด็นการคว่ำบาตรอิหร่าน เรามองว่ายุโรปน่าจะยอมรับเงื่อนไขของสหรัฐฯ และทำให้สหรัฐฯ ยอมผ่อนปรนการคว่ำบาตรต่อไป ขณะที่การเจรจากับเกาหลีเหนือน่าจะมีผลในทางที่ผ่อนคลายขึ้น เนื่องจากการพบกันครั้งนี้เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ที่ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ยอมตอบรับคำเชิญจากเกาหลีเหนือ

แผนภาพที่ 17 : ราคาทองคำอาจปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในช่วงไตรมาส 2 จากความกังวลจากความตึงเครียดระหว่างประเทศ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## น้ำมัน

เราคาดว่า สหรัฐฯ และพันธมิตรยุโรปสามารถแก้ไขข้อตกลงนิวเคลียร์ของอิหร่านได้ภายในวันที่ 12 พ.ค. ซึ่งทำให้สหรัฐฯจะยังคงอยู่ในข้อตกลงดังกล่าว ดังนั้นราคาน้ำมันจึงมีแนวโน้มกลับมาลดลงราว 2.5-5 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ขณะเดียวกันสต็อกน้ำมันดิบคาดว่าจะพลิกกลับมาลดลงในเดือน พ.ค. จากการที่โรงกลั่นน้ำมันกลับมาดำเนินการได้เต็มประสิทธิภาพก่อนช่วง Driving Season ซึ่งจะส่งผลให้ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นมาชดเชยราคาน้ำมันที่ลดลงจากปัจจัยข้างต้น โดยเราประเมินว่าราคาน้ำมัน WTI จะทรงตัวที่ระดับ 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในระยะ 3 เดือนข้างหน้า และจะลดลงมาทรงตัวที่ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ณ สิ้นปีนี้

### **สหรัฐฯเรียกร้องให้พันธมิตรยุโรปแก้ไขข้อตกลงนิวเคลียร์ของอิหร่านภายใน 12 พ.ค.นี้ มิฉะนั้นจะถอนตัวออกจากข้อตกลงดังกล่าว และกลับมาออกมาตรการคว่ำบาตรกับทางอิหร่านอีกครั้ง**

ในเดือน ก.ค. ปี 2015 สหรัฐฯ ซึ่งขณะนั้นนำโดยรัฐบาลของประธานาธิบดี Obama ได้ร่วมบรรลุข้อตกลงกับอีก 5 ชาติมหาอำนาจ อย่าง จีน รัสเซีย อังกฤษ ฝรั่งเศส และเยอรมนี เพื่อจำกัดโครงการนิวเคลียร์ของอิหร่าน โดยแลกกับการยกเลิกมาตรการคว่ำบาตรต่ออิหร่าน ซึ่งทำให้อิหร่านสามารถกลับมาส่งออกน้ำมันสู่ตลาดโลกได้ โดยหลังการยกเลิกการคว่ำบาตร ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านได้เพิ่มขึ้นจากราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2015 มาอยู่ที่ระดับสูงกว่า 2 ล้านบาร์เรลต่อวันในปัจจุบัน

ต่อมาในช่วงหาเสียงเลือกตั้งสหรัฐฯปี 2016 นาย Trump ได้ประกาศว่าข้อตกลงนิวเคลียร์ของอิหร่านเป็นข้อผิดพลาดที่เลวร้าย และต้องการจะทบทวนข้อตกลงนิวเคลียร์เสียใหม่หากได้รับเลือกเป็นประธานาธิบดี และล่าสุดในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา ประธานาธิบดี Trump ได้ประกาศขยายเวลาผ่อนปรนการคว่ำบาตรอิหร่านภายใต้ข้อตกลงนิวเคลียร์ออกไปอีก 120 วัน จนถึงวันที่ 12 พ.ค. 2018 เพื่อให้สหรัฐฯ และพันธมิตรยุโรปได้แก้ไขข้อตกลงให้เข้มงวดขึ้น มิเช่นนั้นทางสหรัฐฯจะถอนตัวออกจากข้อตกลงดังกล่าว และกลับมาออกมาตรการคว่ำบาตรกับทางอิหร่านอีกครั้ง ซึ่งคาดว่าจะเป็นการคว่ำบาตรแบบนอกเขตอำนาจ (Extraterritorial Sanctions) ที่มีผลบังคับใช้ต่อบริษัทต่างชาติที่ทำธุรกรรมผ่านสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐกับทางอิหร่าน

เงื่อนไขที่ประธานาธิบดี Trump ต้องการแก้ไขให้ข้อตกลงนิวเคลียร์ของอิหร่านเข้มงวดขึ้นมีดังนี้

- 1) จำกัดการทดสอบขีปนาวุธพิสัยไกล (Ballistic Missile Activities) ของอิหร่าน
- 2) อิหร่านต้องอนุญาตให้คณะผู้ตรวจสอบจาก UN เข้าทำการตรวจสอบแหล่งผลิตนิวเคลียร์ทุกแห่งที่ได้รับการร้องขอในทันที
- 3) ยกเลิกบทบัญญัติที่กำหนดให้ข้อตกลงนิวเคลียร์สิ้นสุดการบังคับใช้ในปี 2025 (Sunset Clause) เป็นถูกบังคับใช้อย่าง “ถาวร” (Permanent Restrictions)

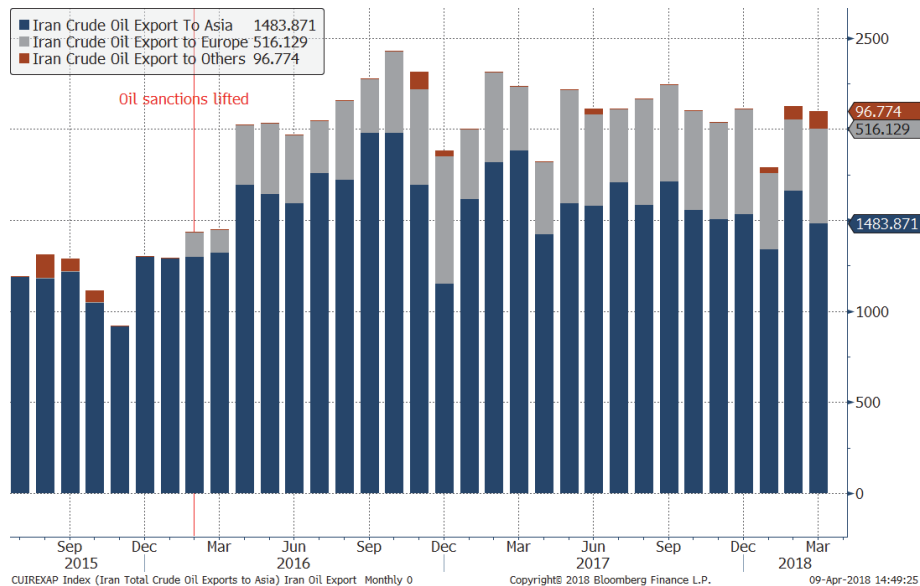
**เราประเมินว่ายุโรปสามารถแก้ไขเงื่อนไขข้อตกลงนิวเคลียร์ตามที่ทางสหรัฐฯ ร้องขอ ดังนั้นราคาน้ำมันมีแนวโน้มกลับตัวลงราว 2.5-5 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล**

เราประเมินว่า กลุ่มประเทศในยุโรปที่ร่วมลงนามข้อตกลงอย่างอังกฤษ ฝรั่งเศส และเยอรมนี สามารถแก้ไขเงื่อนไขข้อตกลงนิวเคลียร์ของอิหร่านตามที่ทางสหรัฐฯ ร้องขอ เนื่องจากหากสหรัฐฯ กลับมาคว่ำบาตรการอิหร่านอีกครั้ง จะส่งผลกระทบต่อการนำเข้าน้ำมันดิบของยุโรปจากอิหร่าน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการทำธุรกรรมผ่านสกุลเงินดอลลาร์ และยังส่งผลกระทบต่อการลงทุนของบริษัทยุโรปในอิหร่าน ซึ่งปัจจุบันต้องทำธุรกรรมผ่านธนาคารสหรัฐฯ (US Financial Network) ตัวอย่างเช่น บริษัท Shell ของอังกฤษ และเนเธอร์แลนด์ ต้องเผชิญความยุ่งยากในการลงทุนในอิหร่านจากข้อจำกัดดังกล่าว ซึ่งอาจส่งผลให้การลงทุนในการผลิตน้ำมันในอิหร่านต้องหยุดชะงักลง

โดยล่าสุดมีรายงานว่า ยุโรปได้ตกลงที่จะแก้ไขเงื่อนไขข้อ 1 และข้อ 2 ตามที่สหรัฐฯ ร้องขอ ขณะที่เงื่อนไขข้อ 3 ที่จะให้ยกเลิกบทบัญญัติ Sunset Clause ยังคงอยู่ในกระบวนการพิจารณา ซึ่งต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

หากเป็นไปตามที่เราประเมิน สหรัฐฯ จะผ่อนปรนการคว่ำบาตรอิหร่านต่อไป และส่งผลให้ราคาน้ำมันกลับตัวลงราว 2.5-5 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 18 : นับตั้งแต่ยกเลิกมาตรการคว่ำบาตรในปี 2015 ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านได้กลับมาเพิ่มขึ้นราว 8 แสนบาร์เรลต่อวัน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการส่งออกไปยังยุโรป



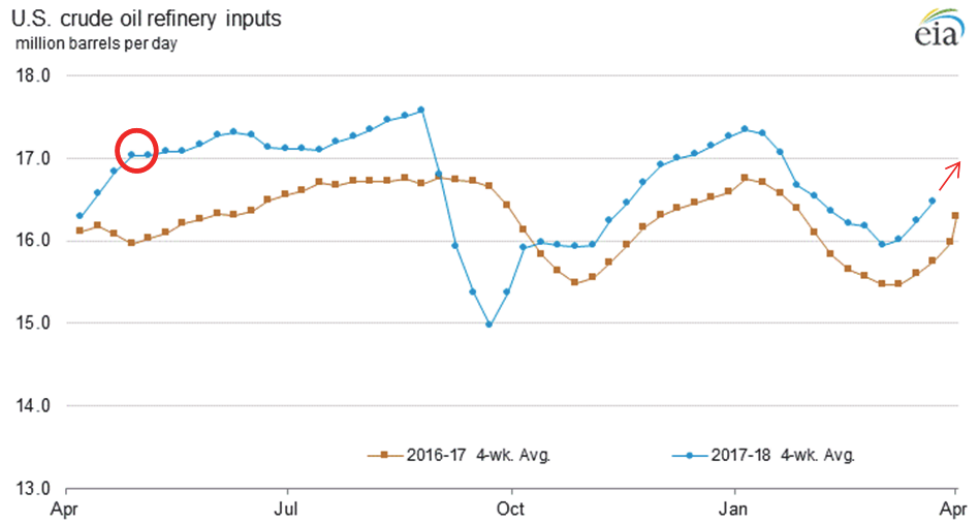
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ขณะเดียวกันการกลับมาดำเนินการได้เต็มประสิทธิภาพของโรงกลั่นน้ำมัน ในเดือน พ.ค. จะส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้น และชดเชยราคาน้ำมันที่ลดลงจากปัจจัยข้างต้น

ในช่วงเดือน ก.พ. ถึง มี.ค. โรงกลั่นน้ำมันได้เข้าสู่ช่วงของการซ่อมบำรุง (Maintenance Period) ซึ่งทำให้มีการชะลอการดึงน้ำมันดิบออกจากสต็อกเพื่อไปกลั่นเป็นน้ำมันสำเร็จรูป ดังนั้นสต็อกน้ำมันดิบจึงเพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา และคอยกดดันราคาน้ำมันดิบ

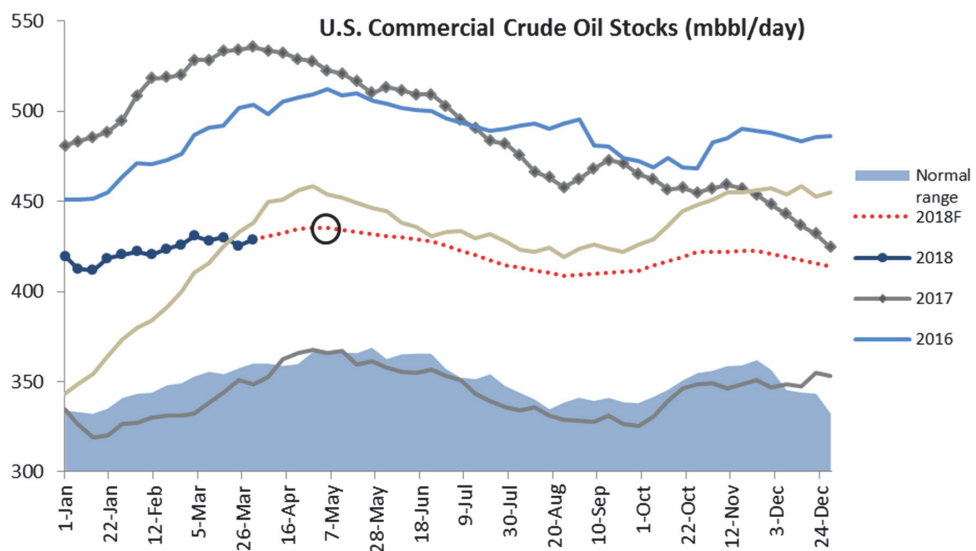
มองไปข้างหน้า เราคาดว่าสต็อกน้ำมันดิบจะพลิกกลับมาลดลงในเดือน พ.ค.จนถึงปลายไตรมาส 3 เนื่องจากโรงกลั่นน้ำมันจะกลับมาดำเนินการกลั่นได้เต็มประสิทธิภาพ และคาดว่าจะมีการกลั่น และสะสมน้ำมันสำเร็จรูปเป็นจำนวนมาก เพื่อรองรับความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปในสหรัฐฯ ในช่วง Driving Season เดือน มิ.ย. ถึง เดือน ส.ค. ดังนั้นราคาน้ำมันดิบจึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นจากปัจจัยฤดูกาลดังกล่าว และชดเชยราคาน้ำมันที่ลดลงจากปัจจัยเรื่องอิหร่านที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น โดยเราประเมินว่าราคาน้ำมัน WTI จะทรงตัวที่ระดับ 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในระยะ 3 เดือนข้างหน้า และจะลดลงมาทรงตัวที่ระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ณ ลีนปี

แผนภาพที่ 19 : ปริมาณน้ำมันดิบที่ใช้ในการกลั่น (Crude Oil Refinery Inputs) เพิ่มขึ้นตามอัตราการกลั่นของโรงกลั่นน้ำมัน ซึ่งคาดว่าจะกลับมาเพิ่มขึ้นสู่ระดับปกติในเดือน พ.ค. สะท้อนถึงการดำเนินการได้เต็มประสิทธิภาพของโรงกลั่น



Source: U.S. Energy Information Administration

แผนภาพที่ 20 : สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปลายเดือน ม.ค. และคาดว่าจะพลิกกลับมาลดลงในเดือน พ.ค.



Source: U.S. Energy Information Administration, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# Global Economic Insights

## Key Recommendation

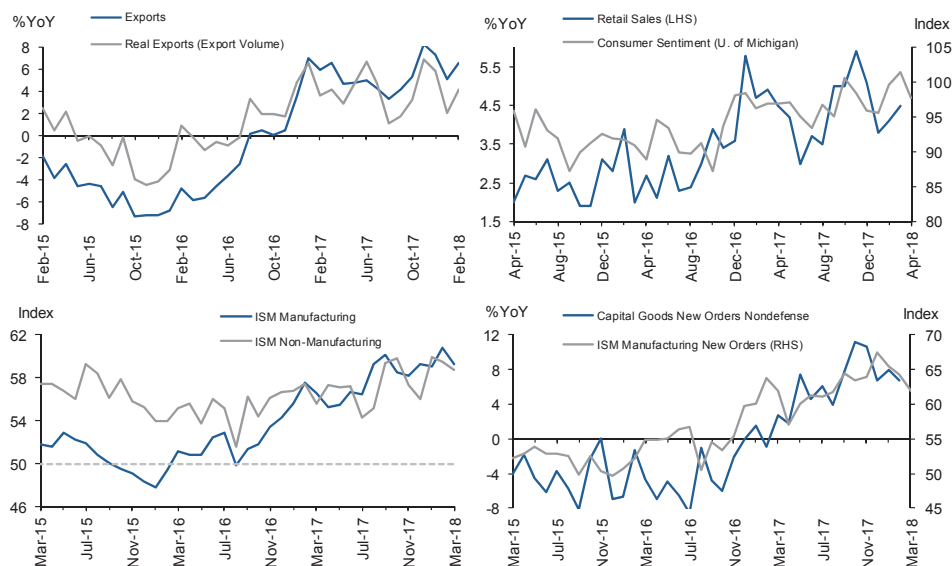
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะภาคการส่งออกที่กลับมาฟื้นตัวขึ้น หลังเทศกาลตรุษจีน เราประเมินว่านโยบายกีดกันการค้าไม่น่าส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมาก โดยเรามองว่าท้ายที่สุดจีนและสหรัฐฯ น่าจะสามารถสรุปการเจรจาการค้ากันได้โดยประนีประนอม ซึ่งน่าจะทำให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยได้อีก 3 ครั้งในปีนี้ตามที่เราคาด
- เศรษฐกิจยุโรปชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา จากความกังวลเรื่องสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน เรามองว่าการลงทุนจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญ ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากภาคส่งออกที่อาจได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าและความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าสหรัฐฯ
- เศรษฐกิจจีนไตรมาส 1/2018 ขยายตัว +6.8% YoY เท่ากับไตรมาสก่อนและที่ตลาดคาด เราคาดเศรษฐกิจจีนจะมีแนวโน้มชะลอตัวลงอย่างชัดเจนในช่วงครึ่งหลังของปี จากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด ซึ่งจะกดดันการลงทุนและภาคการผลิตและภาคอสังหาฯ
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอตัวลง โดยเฉพาะในภาคการส่งออก และการผลิตที่ลดลงแรงตามวันหยุดตรุษจีน ส่วนผลกระทบจากการเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ เราประเมินว่าญี่ปุ่นไม่น่าจะได้รับผลกระทบที่รุนแรง แม้ว่าญี่ปุ่นจะไม่ได้รับการยกเว้นจากการเก็บภาษีเหล็กและอลูมิเนียม และอาจได้รับผลกระทบต่อเนื่องจากสายการผลิตที่ส่งสินค้าที่จีน
- เศรษฐกิจไทยยังคงขยายตัวได้ต่อเนื่องตามแรงขับเคลื่อนหลักจากต่างประเทศ อย่างไรก็ตามการส่งออกมีความเสี่ยงจาก 1) การถูกตัดสิทธิพิเศษทางภาษีศุลกากร (GSP) ในบางกลุ่มสินค้า 2) การเฟ้อระว่างประเทศคู่ค้าที่มีการแทรกแซงค่าเงิน และ 3) ผลกระทบจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน



# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะภาคการส่งออกที่กลับมาฟื้นตัวขึ้น หลังเทศกาลตรุษจีน สำหรับมาตรการกีดกันการค้าที่มีความรุนแรงขึ้นมาตั้งแต่ต้นปี เรามองว่าท้ายที่สุดแล้วจีนและสหรัฐฯ จะสามารถสรุปการเจรจาการค้ากันได้อย่างประนีประนอม เนื่องจากทางสหรัฐฯ ก็มีความกังวลจากมาตรการตอบโต้กลับจากจีนเช่นกัน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในวงกว้างและทำให้คะแนนนิยมของพรรคลดลงได้ ทั้งนี้ เราประเมินว่ามาตรการกีดกันการค้าที่ไม่น่าส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากนัก ซึ่งน่าจะทำให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยได้อีก 3 ครั้งในปีนี้อย่างที่เราคาด

แผนภาพที่ 21 : การบริโภคและการส่งออกฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตและการลงทุนชะลอลงเล็กน้อย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## การบริโภคและการส่งออกฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตและการลงทุนชะลอลงเล็กน้อย

**การบริโภคฟื้นตัวขึ้น:** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +4.5%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.1%YoY ซึ่งการบริโภคน่าจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องได้ในระยะข้างหน้า ตามปัจจัยหนุนจากการลดภาษีส่วนบุคคล ขณะที่ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน เม.ย. ลดลง -3.6 จุด มาอยู่ที่ 97.8 จุด หลังจากที่ทำจุดสูงสุดในรอบเกือบ 20 ปีในเดือนก่อน

**การส่งออกฟื้นตัวขึ้น:** มูลค่าส่งออก เดือน ก.พ. ขยายตัว +6.6%YoY เพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ +5.1% YoY และปริมาณการส่งออก (Exports Volume) เพิ่มขึ้นเป็น +4.2%YoY จากเดือนก่อนที่ +2.1%YoY โดยการส่งออกได้ฟื้นตัวขึ้นหลังเทศกาลตรุษจีน ที่บริษัทกลับมาดำเนินการตามปกติ

**การลงทุนชะลอลงเล็กน้อย:** ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอากาศยานและเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุน เดือน ก.พ. ลดลงเป็น +6.8%YoY จากเดือนก่อนที่ +7.9%YoY ซึ่งเรามองว่าการลงทุนน่าจะขยายตัวได้ดีต่อ จากการปฏิรูปภาษี ที่ได้เอื้อให้บริษัทเร่งค่าใช้จ่ายด้านการลงทุน

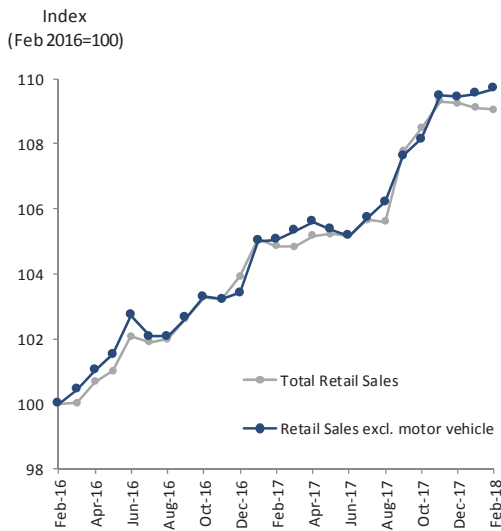
**ภาคการผลิตชะลอลงเล็กน้อย:** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ลดลงเล็กน้อย -1.5 จุด เป็น 59.3 จุด หลังจากเดือนก่อนที่ทำจุดสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2004

### ภาคการบริโภคจะยังคงขยายตัวได้ดี ตามยอดค้าปลีกที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น

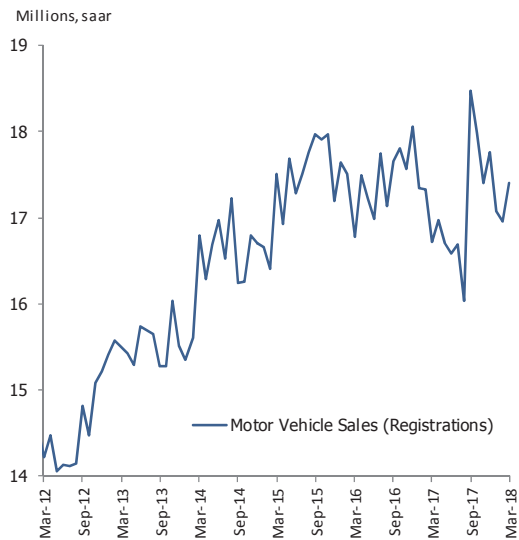
ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ได้ชะลอตัวลงตั้งแต่ปลายปีก่อน จากการลดลงของยอดขายรถยนต์ โดยยอดค้าปลีกเดือน ก.พ. อยู่ที่ +4.0% YoY ลดลงจากเดือน พ.ย. ที่ขยายตัว +5.9%YoY

อย่างไรก็ดี เรามองว่าภาคการบริโภคจะยังคงขยายตัวได้ดี เนื่องจากยอดค้าปลีกที่ไม่นับรวมยอดขายรถยนต์ยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ยังคงอยู่ในระดับสูงและการลดภาษีส่วนบุคคลของภาครัฐที่เพิ่งมีผลบังคับใช้ในปี ขณะที่ยอดขายรถยนต์มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ตามยอดจดทะเบียนรถยนต์ที่เริ่มกลับมาเพิ่มขึ้นในเดือน มี.ค.

แผนภาพที่ 22 : ยอดค้าปลีกลดลงจากยอดขายรถยนต์ ขณะที่ยอดขายสินค้าอื่น ๆ ยังคงขยายตัวได้ดีอยู่



แผนภาพที่ 23 : ยอดจดทะเบียนรถยนต์ฟื้นตัวขึ้นในเดือน มี.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### การเก็บภาษีนำเข้าที่ส่งผลกระทบต่อในวงกว้างยังไม่ผลบังคับใช้จริง

ในช่วงเดือน ม.ค. ถึง มี.ค. ความกังวลจากประเด็นสงครามการค้าได้เพิ่มขึ้น หลังจากสหรัฐฯประกาศเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าเครื่องซักผ้า แผงวงจรไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ เหล็ก และอลูมิเนียม ซึ่งมีหลายประเทศ เช่น ยุโรป และจีน ชูจะตอบโต้กลับ ซึ่งในเวลาต่อมาทางการจีนได้ตอบโต้กลับจริง โดยเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าผลไม้และเนื้อหมูจากสหรัฐฯ มูลค่า 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เท่ากับมูลค่าที่ได้รับผลกระทบจากการเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มเหล็กและอลูมิเนียมของสหรัฐฯ ทำให้ตลาดกังวลว่านโยบายกีดกันการค้าอาจลุกลามจนเป็นสงครามการค้าได้

อย่างไรก็ดี มาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ ที่ออกมาในระยะหลังได้มีการจำกัดกลุ่มประเทศที่จะได้รับผลกระทบมากขึ้น และทำให้ความกังวลจากประเด็นสงครามการค้าบรรเทาลง โดยตั้งแต่ปลายเดือน มี.ค. สหรัฐฯได้ยกเว้นการเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมให้กับบางประเทศไปแล้ว เช่น แคนาดา และเม็กซิโก นอกจากนี้มาตรการที่เหลือที่เตรียมจะออกมีเป้าหมายมุ่งไปที่จีนเพียงประเทศเดียว

โดยสรุปมาตรการกีดกันทางการค้าที่สหรัฐฯเปิดเผยตั้งแต่ต้นปี มีทั้งหมด 4 กลุ่มตามลำดับการเปิดเผย ดังนี้

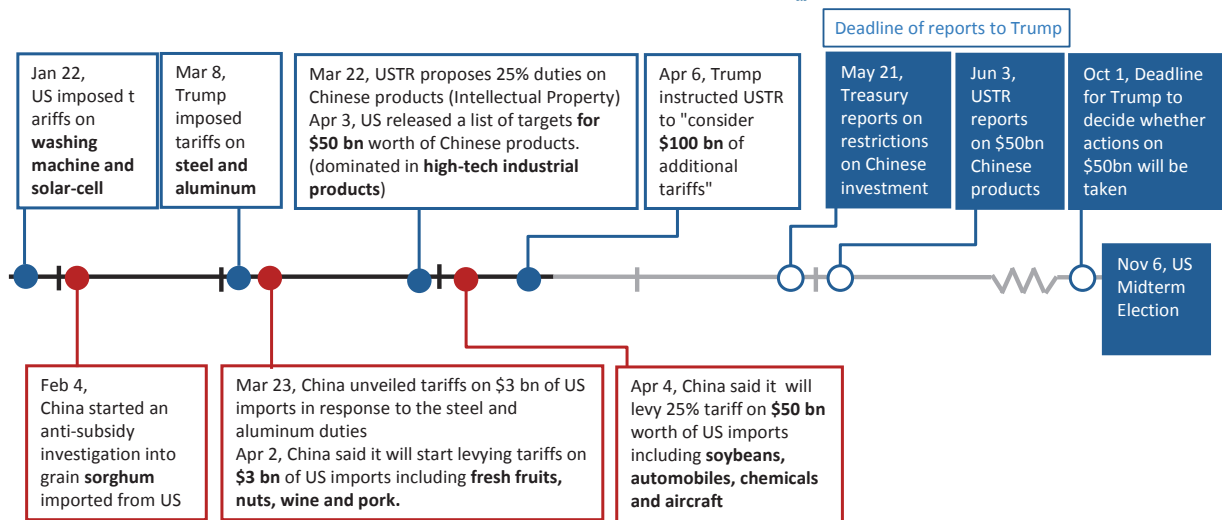
- 1) การเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าเครื่องซักผ้า และแผงวงจรไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ (Solar Panels) ในเดือน ม.ค. (ติดตามรายละเอียดได้ใน TIPS April 2018)
- 2) การเก็บภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าเหล็กและอลูมิเนียม ในเดือน มี.ค. (ติดตามรายละเอียดได้ใน TIPS April 2018)
- 3) การเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนในกลุ่มเทคโนโลยี มูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งภายหลังประธานาธิบดีสั่งให้ผู้แทนการค้า (US Trade Representative) ไปพิจารณาว่าสามารถเพิ่มมูลค่าเป็น 1.5 แสนล้านได้หรือไม่
- 4) การจำกัดการลงทุนของจีนในสหรัฐฯ

มาตรการข้างต้นที่ออกมาเพียง 2 รายการแรกที่มีผลบังคับใช้จริงแล้ว ส่วนมาตรการ 2 รายการหลังที่มีเป้าหมายมุ่งเน้นไปที่จีนเพียงประเทศเดียว และมีความเสี่ยงที่จีนจะตอบโต้กลับ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อวงกว้างกว่านั้น ยังไม่มีผลบังคับใช้จริง โดยทางการจีนก็ได้ประกาศออกมาว่า หากสหรัฐฯประกาศใช้มาตรการที่ 3 หรือการเก็บภาษีนำเข้ากับสินค้ามูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จีนจะตอบโต้กลับที่มูลค่าเท่ากัน ในกลุ่มสินค้าถั่วเหลือง และรถยนต์ ซึ่งเป็นความเสี่ยงในวงกว้างต่อเศรษฐกิจของทั้งสองประเทศ (ติดตามผลกระทบของมาตรการดังกล่าวได้ในเศรษฐกิจจีน)

โดยในขณะนี้มาตรการเก็บภาษีนำเข้าจากจีนกับสินค้ามูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯกำลังอยู่ในระหว่างการรับฟังความเห็นจากสาธารณะ และกำลังอยู่ในระหว่างเจรจการค้ากันระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ซึ่งตามกำหนดการผู้แทนการค้าจะทำการปรับปรุงแก้ไขรายละเอียดมาตรการ และรายงานให้กับประธานาธิบดี Donald Trump ภายในวันที่ 3 มิ.ย. ซึ่งประธานาธิบดีสามารถตัดสินใจบังคับใช้มาตรการได้ทันที หรือรอจนถึงเส้นตายวันสุดท้าย ในวันที่ 1 ต.ค. ซึ่งเรามองว่าท้ายที่สุดแล้วมาตรการที่ใช้จริงจะมีความประณีประนอมมากขึ้น เช่น รายชื่อสินค้าและมูลค่าที่จะถูกเรียกเก็บภาษีจริงอาจน้อยกว่าที่ประกาศออกมา

สำหรับมาตรการที่ 4 การจำกัดการลงทุนของจีนในสหรัฐฯ เป็นมาตรการตอบโต้กลับจากสหรัฐฯ หลังจากที่ได้ไปตรวจสอบและพบว่าจีนได้มีการยับยั้งการลงทุนจากต่างชาติ เช่น ในกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตรถยนต์ ผู้ให้บริการโทรคมนาคม และการค้นหาแร่หายาก ซึ่งทางกระทรวงการคลังสหรัฐฯ จะเปิดเผยรายละเอียดของมาตรการอีกครั้งภายในวันที่ 21 พ.ค. นี้

แผนภาพที่ 24 : ลำดับการออกมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ และการตอบโต้กลับจากจีน



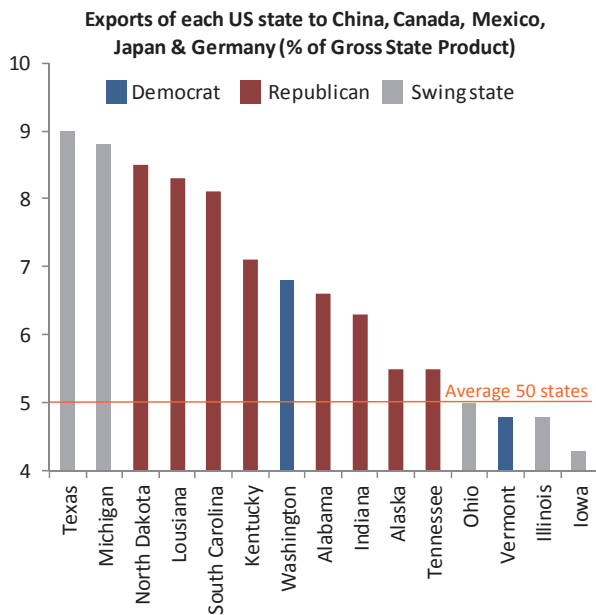
Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ประธานาธิบดี Trump มีความเสี่ยงที่จะสูญเสียคะแนนนิยมจากการออกมาตรการกีดกันการค้า

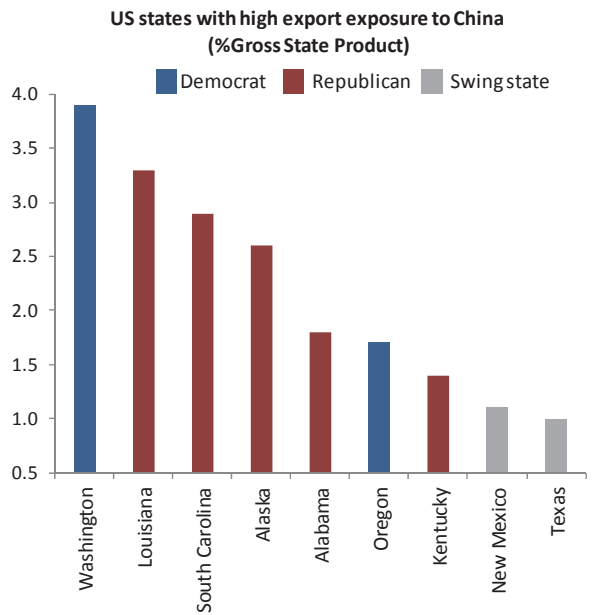
มาตรการกีดกันการค้าที่จีนเตรียมจะตอบโต้กลับจากการเก็บภาษีมูลค่านำเข้า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐนั้น เป็นกลุ่มสินค้าที่มีการผลิตมากในรัฐที่เป็น Swing State หรือรัฐที่มีฐานเสียงสูสีกันระหว่างพรรค Republican และ Democrat ในการเลือกตั้ง เช่น ถั่วเหลืองซึ่งมีรัฐแถบ Midwest เช่น Ohio และ Iowa ผลิตเป็นจำนวนมาก ซึ่งหากจีนตอบโต้กลับโดยการเก็บภาษีนำเข้าถั่วเหลืองตามที่ประกาศ จะกระทบกับเศรษฐกิจในรัฐนั้น ซึ่งอาจส่งผลให้คะแนนนิยมลดลง และอาจทำให้ประชาชนเปลี่ยนไปเลือกผู้แทนจากพรรค Democrat ในการเลือกตั้งผู้แทนราษฎรและวุฒิสภา (Midterm Election) ในเดือน พ.ย. นี้

นอกจากนี้ หากมองภาพรวมของรัฐที่ได้รับผลกระทบจะเห็นว่ารัฐที่เป็นฐานคะแนนเสียงของพรรค Republican มีสัดส่วนการส่งออกค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับขนาดเศรษฐกิจในแต่ละรัฐ (Gross State Product) และ 7 ใน 9 รัฐอันดับแรกที่มีสัดส่วนการค้ากับจีนสูงเป็นฐานเสียงของพรรค Republican หรือเป็น Swing States ซึ่งเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้เรามองว่าทางการจีนและสหรัฐน่าจะได้ข้อสรุปการเจรจการค้ากัน และมาตรการที่ใช้จริงจะมีความประณีประนอมขึ้นกว่าที่ประกาศไว้

แผนภาพที่ 25 : รัฐที่เป็นฐานเสียงของพรรค Republican มีสัดส่วนการส่งออกค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับขนาดเศรษฐกิจในแต่ละรัฐ



แผนภาพที่ 26 : 7 ใน 9 รัฐอันดับแรกที่มีสัดส่วนการค้ากับจีนสูงเป็นฐานเสียงของพรรค Republican หรือเป็น Swing States



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

**เราประเมินว่าผลกระทบจากมาตรการกีดกันการค้าไม่น่ารุนแรงนัก ซึ่งจะทำให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยได้ตามเดิม**

คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ ได้ออกมากล่าวแสดงความกังวลถึงมาตรการกีดกันการค้า ซึ่งการตอบโต้กลับที่รุนแรงจากประเทศอื่นอาจส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง จนทำให้ Fed ต้องปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจในระยะข้างหน้าลง ซึ่งอาจทำให้ Fed ไม่สามารถขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งในปีนี้ได้ตามที่คาดไว้ใน Dot Plot ในการประชุมครั้งล่าสุดในเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา (Fed ขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว 1 ครั้งในเดือน มี.ค.)

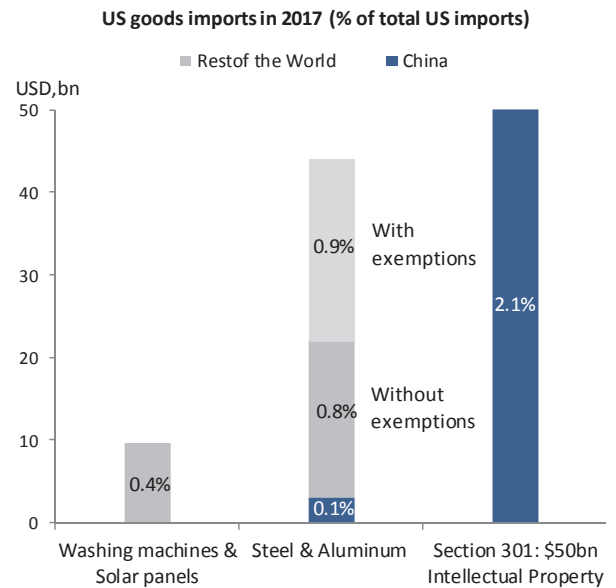
อย่างไรก็ดี เราประเมินว่ามาตรการกีดกันการค้าไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากนัก โดยมูลค่านำเข้าที่ได้รับผลกระทบจากการเก็บภาษีคิดเป็นเพียง 3.4% ของมูลค่านำเข้าทั้งหมด นอกจากนี้ เราประเมินว่ามาตรการกีดกันการค้าและการตอบโต้กลับจากคู่ค้าที่มูลค่าไม่เกิน 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้การขยายตัวของเศรษฐกิจ (GDP Growth) ลดลงเพียง 0.1 ถึง 0.2pp

กล่าวคือเศรษฐกิจสหรัฐฯ ปีนี้ที่เราคาดว่าจะขยายตัว 2.8% เมื่อรวมผลกระทบจากมาตรการกีดกันการค้า จะทำให้การขยายตัวของเศรษฐกิจลดลงเป็น 2.6 หรือ 2.7% ซึ่งไม่มากนัก และทำให้เราคงมุมมองการขึ้นดอกเบี้ยตามเดิม โดยคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยทั้งหมด 4 ครั้งในปีนี้

แผนภาพที่ 27 : สมาชิก Fed ได้แสดงความกังวลถึงนโยบายการค้าที่อาจทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง

FOMC voting members	Comments on Trade Policy
Jerome Powell (Chair)	"There's no thought that changes in trade policy should have any effect on the current outlook." -Mar 21, 2018
Lael Brainard (Board of Governors)	Trade policy is "a material uncertainty" to the outlook. "I think it's very hard to say now, how that could evolve -- but it's certainly something that I take into account, in thinking about risks." -Apr 3, 2018
John Williams (San Francisco)	"So far (the tit-for-tat on tariffs with China) doesn't change my view of the economy," But it could lead to an undesirable rise in inflation -Apr 6, 2018
Loretta Mester (Cleveland)	"This uncertainty may not be resolved quickly," "Assessing the impact on the U.S. macroeconomy will ultimately depend on how other countries react, including whether they impose their own tariffs or other trade barriers in response." -Mar 26, 2018

แผนภาพที่ 28 : การเก็บภาษีนำเข้าคิดเป็นสัดส่วนราว 3.4% ของมูลค่านำเข้าของสหรัฐฯทั้งหมด



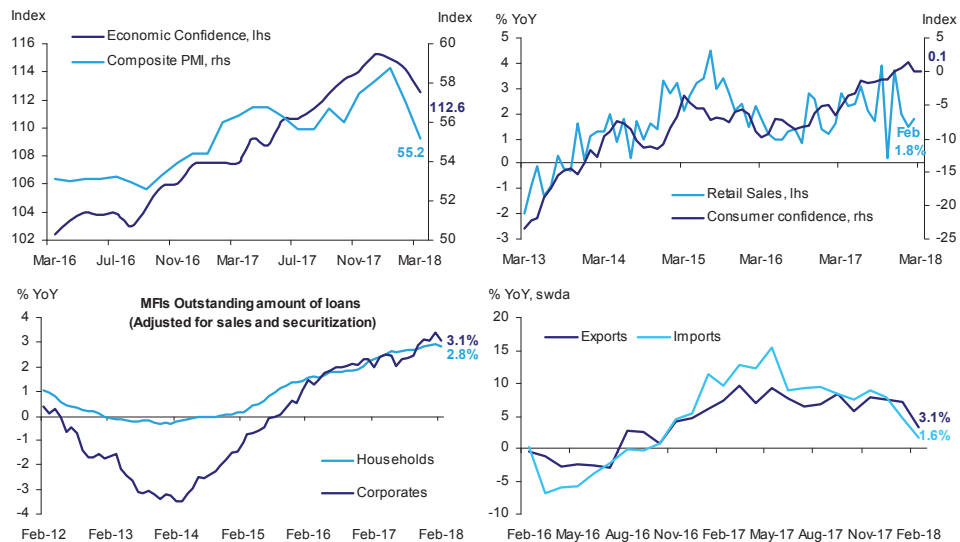
Source: Deutsche Bank, CNBC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจจะชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจหลายตัวได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากความกังวลเรื่องความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่อาจบานปลายจนกลายเป็นสงครามการค้า

อย่างไรก็ดี ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจยังคงอยู่ในระดับที่สูงและสะท้อนเศรษฐกิจไตรมาส 1 ที่จะยังขยายตัวได้ดีที่ 0.6% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน นอกจากนี้ การลงทุนได้ส่งสัญญาณการฟื้นตัวต่อเนื่องและจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญของปีนี้ ชดเชยผลกระทบจากภาคส่งออกที่อาจได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าและความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 29 : ดัชนี PMI และดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน มี.ค. ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้น ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อและภาคต่างประเทศชะลอลง



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

## โมเมนตัมทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา

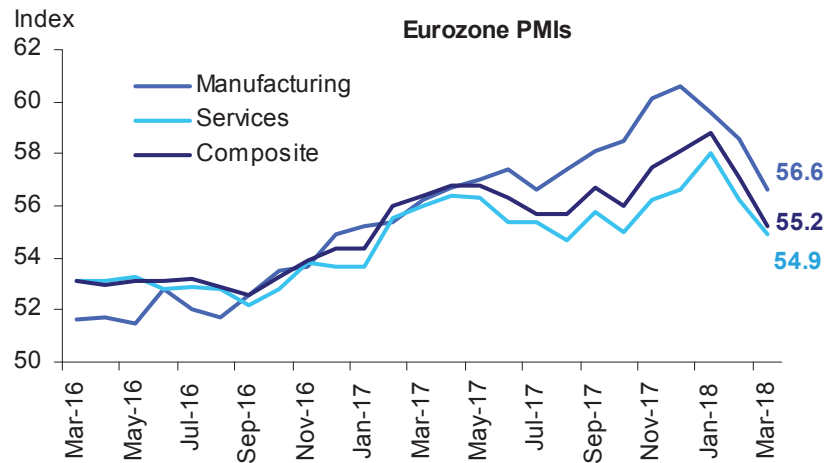
ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ เช่น ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี Composite PMI ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน มี.ค. โดยส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลจากความกังวลเรื่องนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่อาจจุดชนวนให้เกิดสงครามการค้าขึ้นได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจยุโรปที่ภาคส่งออกได้เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในปีที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดี ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นดังกล่าวยังคงอยู่ในระดับที่สูงและยังคงสะท้อนถึงเศรษฐกิจที่จะขยายตัวได้ดีต่อในไตรมาส 1 ซึ่งเราคาดว่าขยายตัว +0.6% QoQ เท่ากับไตรมาสก่อน

ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน มี.ค. ปรับตัวลดลง -1.6 จุด เป็น 112.6 จุด โดยลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2017 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 113.3 จุด ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ทรงตัวที่ 0.1 จุด เท่ากับเดือนก่อน ส่วนความเชื่อมั่นนักลงทุน (Investor Confidence) ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปี (19.6 จุด) ซึ่งอาจสะท้อนความกังวลจากความตึงเครียดทางการค้าที่ส่งผลให้ตลาดการเงินมีความผันผวนในช่วงที่ผ่านมา

ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน มี.ค. ปรับตัวลดลง -1.9 จุด เป็น 55.2 จุด โดยเป็นการปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2017 จากทั้งภาคการผลิต (-2.0, 56.6 จุด) และภาคบริการ (-1.3, 54.9 จุด) ที่ปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 30 : ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) เดือน มี.ค. ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 14 เดือนที่ 55.2 จุด



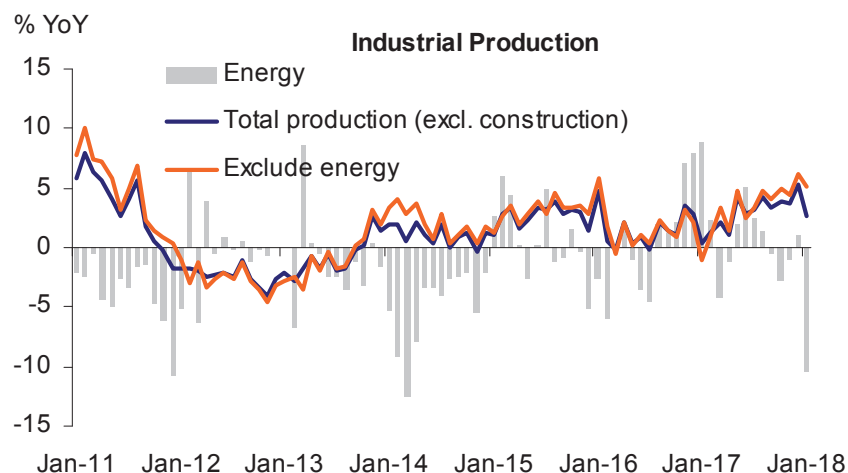
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดปล่อยสินเชื่อชะลอลงเล็กน้อยในเดือน ก.พ. โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ชะลอลงลงเป็น +3.1% YoY จาก +3.4% YoY ในเดือนก่อน ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ชะลอลงลงเป็น +2.8% YoY จาก +2.9% YoY ในเดือนก่อน

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. เติบโตขึ้นเป็น +1.8% YoY จากที่ชะลอลงลงเป็น +1.5% YoY ในเดือนก่อน โดยเรายังคงมองว่ายอดค้าปลีกจะขยายตัวได้ดีต่อในระยะข้างหน้าตามปัจจัยสนับสนุนการบริโภคที่อยู่ในระดับที่ดี โดยตลาดแรงงานได้ฟื้นตัวต่อเนื่อง (อัตราการว่างงานลดลงต่อเนื่องอยู่ที่ 8.5% ในเดือน ก.พ.) ซึ่งจะช่วยให้ยอดขายเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า อีกทั้ง ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังคงอยู่ในระดับที่สูงและเงินเฟ้อยังขยายตัวในระดับต่ำ

ส่วนภาคการผลิต ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ม.ค. ชะลอลงลงเป็น +2.7% YoY จาก +5.3% YoY ในเดือนก่อน จากผลผลิตในกลุ่มพลังงาน (Energy Production) ที่หดตัวแรง (-10.4% YoY vs. +1.0% เดือนก่อน) โดยเป็นผลจากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติ ซึ่งเมื่อหักผลผลิตในกลุ่มพลังงานออกไป ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมจะยังขยายตัวได้ดีที่ +5.2% YoY โดยเรามองว่าผลผลิตภาคอุตสาหกรรมจะยังขยายตัวได้ดีต่อในระยะข้างหน้า และสภาพอากาศที่กลับมาหนาวเย็นในปลายไตรมาส 1 จะหนุนให้ผลผลิตในกลุ่มพลังงานกลับมาเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 31 : ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (เส้นสีน้ำเงิน) ปรับลดลงแรงในเดือน ม.ค. จากสภาพอากาศที่อบอุ่นกว่าปกติกดดันผลผลิตในกลุ่มพลังงาน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

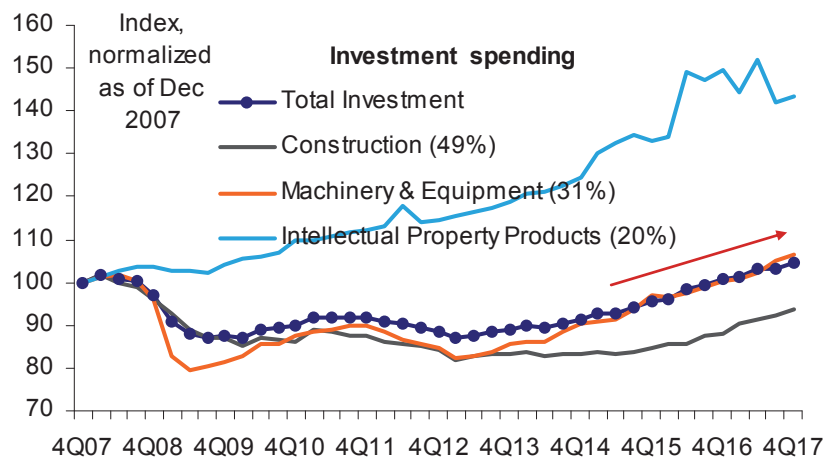
ภาคต่างประเทศชะลอตัวลงต่อเนื่องในเดือน ก.พ. โดยยอดส่งออก (Exports) ชะลอตัวลงเป็น +3.2% YoY จาก +7.1% YoY ในเดือนก่อน จากการส่งออกไปสหรัฐฯ (+0.85% YoY vs. +0.95% เดือนก่อน) และจีน (-3.7% YoY vs. +14.2% เดือนก่อน) ที่ชะลอตัวลงค่อนข้างมาก ส่วนการนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น +1.6% YoY จาก +4.6% YoY ในเดือนก่อน

เรามองว่าส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อในระยะข้างหน้าจากเงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากและความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งอาจบานปลายจนเกิดเป็นสงครามการค้า โดยดัชนีชี้วัดภาคส่งออก เช่น IFO export expectations ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 สู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปีที่ 12.8 จุด และดัชนี PMI new export orders เดือน มี.ค. ที่ลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปี

### การลงทุนจะเป็นแรงหนุนสำคัญสำหรับเศรษฐกิจในปี

เรามองว่าการลงทุนจะเป็นปัจจัยหนุนสำคัญสำหรับการเติบโตทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในปี (เราคาด GDP ปี 2018 จะขยายตัว +2.4% YoY ชะลอลงเล็กน้อยจากที่ขยายตัวแรง +2.5% YoY ในปีก่อน) โดยการลงทุนของยูโรโซนได้ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องจากที่หดตัวลงแรงหลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 โดยการลงทุนในกลุ่มเครื่องจักรกลและอุปกรณ์ (Machinery & Equipment) ได้เริ่มฟื้นตัวขึ้นนับตั้งแต่ไตรมาส 3/2013 และการลงทุนในกลุ่มก่อสร้าง (Construction) ได้เริ่มฟื้นตัวในช่วงไตรมาส 3/2015

แผนภาพที่ 32 : การลงทุนในภาคก่อสร้าง (เส้นสีดำ) อยู่ในระดับต่ำกว่าก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008



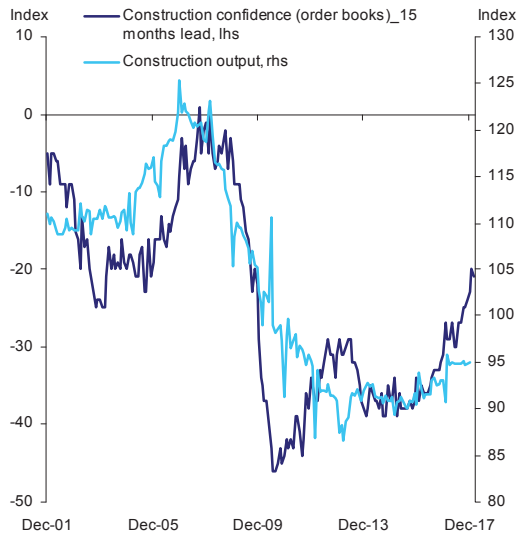
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนในภาคก่อสร้างยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ซึ่งเรามองว่าการลงทุนในภาคก่อสร้างยังมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นต่อในปี นี้ เนื่องจากดัชนียอดคำสั่งซื้อในกลุ่มก่อสร้าง (Construction Order Books) เดือน ธ.ค. 2017 ได้อยู่ในระดับสูงสูดนับตั้งแต่ปลายปี 2007 และสูงกว่าระดับผลผลิตในกลุ่มก่อสร้าง (Construction Output) ค่อนข้างมาก

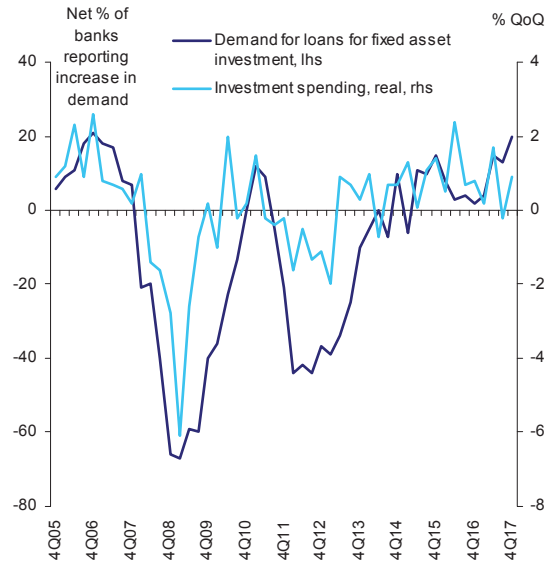
นอกจากนี้ ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่รายงานว่าความต้องการขอสินเชื่อในภาคธุรกิจเพื่อลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Demand for Loans for Fixed Assets Investment) ได้เพิ่มขึ้นในผลสำรวจภาวะการปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลางยุโรป (ECB Bank Lending Survey) ในไตรมาส 4/2017 ซึ่งรายงานดังกล่าวบ่งชี้ถึงการลงทุนที่จะเร่งตัวขึ้นต่อในปี 2018 นี้



แผนภาพที่ 33 : ผลผลิตในกลุ่มก่อสร้าง (เส้นสีอ่อน)  
มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามดัชนียอดขายคำสั่งซื้อที่อยู่ในระดับสูง



แผนภาพที่ 34 : ความต้องการขอสินเชื่อเพื่อลงทุนใน  
สินทรัพย์ถาวร (เส้นสีเข้ม) ที่เพิ่มขึ้นจะสนับสนุนการ  
ลงทุนในระยะข้างหน้าต่อไป



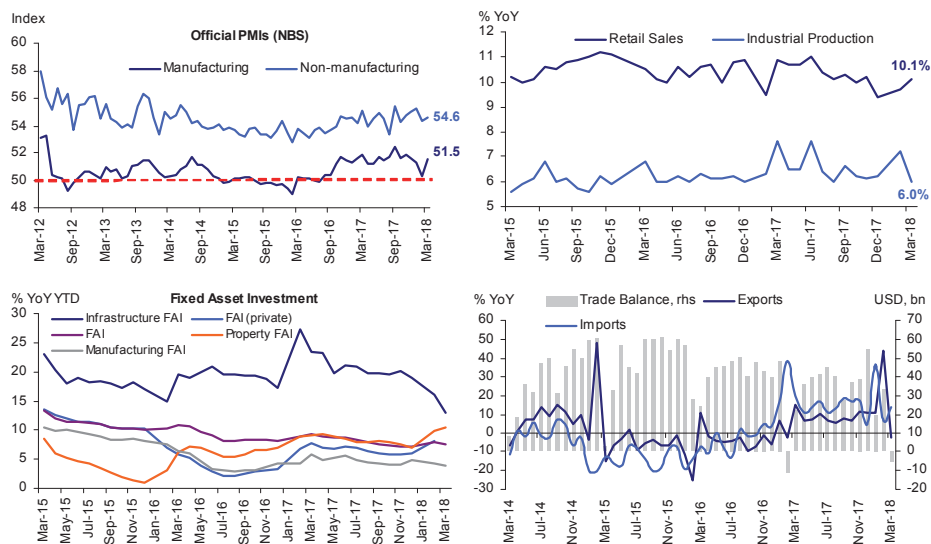
Source: Bloomberg, ECB, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาด GDP ปี 2018 จะขยายตัวได้ดีที่ +2.4% YoY ชะลอลดตัวลงเล็กน้อยจาก +2.5% YoY ในปี 2017 จากการลงทุนที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อไป, การบริโภคเอกชนที่จะขยายตัวได้ดีต่อตามปัจจัยสนับสนุนการบริโภคที่อยู่ในระดับที่ดี และภาวะทางการเงินที่ยังมีความผ่อนคลาย

# เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจไตรมาส 1/2018 ขยายตัว +6.8% YoY เท่ากับไตรมาสก่อนและที่ตลาดคาด จากการบริโภคและการลงทุนในภาคสังหาริมทรัพย์เป็นสำคัญ มองไปข้างหน้า เราคาดเศรษฐกิจจีนจะชะลตัวลงเป็น +6.6% YoY ในปี 2018 จากที่ขยายตัวแรง +6.9% YoY ในปีก่อน จากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อลดการเติบโตของสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking) ซึ่งจะกดดันการลงทุนและภาคการผลิตต่อไป และนโยบายภาคสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงเข้มงวด ซึ่งคาดว่าจะส่งผลชัดเจนขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี นอกจากนี้ ส่งออกซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีที่ผ่านมาจะได้รับแรงกดดันจากความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 35 : PMI ภาคการผลิตของทางการจีนเพิ่มขึ้นแรงในเดือน มี.ค. ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน มี.ค. ชะลตัวลง โดยมีเพียงยอดค้าปลีกที่เร่งตัวขึ้น



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

## ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน มี.ค. ชะลตัวลง โดยมีเพียงการบริโภคที่เร่งตัวขึ้น

ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน มี.ค.ชะลตัวลงมากกว่าคาดในภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออก หลังจากเร่งตัวขึ้นแรงในเดือน ม.ค.-ก.พ. จากปัจจัยชั่วคราวจากผลกระทบของเทศกาลตรุษจีนและสภาพอากาศที่หนาวเย็นกว่าปกติ ขณะที่ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ปรับเพิ่มขึ้น +1.2 จุด เป็น 51.5 จุด ซึ่งนับเป็นการปรับเพิ่มขึ้นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน พ.ย. และดีกว่าตลาดคาดที่ 50.6 จุด โดยดัชนีที่กลับมาเพิ่มขึ้นแรง ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากการที่ภาคธุรกิจกลับมาเร่งการผลิตหลังจากที่ได้หยุดยาวไปในช่วงเทศกาลตรุษจีน (15-21 ก.พ.) อีกทั้งมาตรการลดมลภาวะในอากาศช่วงฤดูหนาว (เดือน ต.ค.-มี.ค.) ที่ส่งผลให้โรงงานหลายแห่งต้องลดการผลิตหรือปิดโรงงานได้สิ้นสุดลงกลางเดือน มี.ค.

อย่างไรก็ดี ตัวเลขภาคการผลิตจริงชะลตัวลง โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มี.ค. ชะลตัวลงเป็น +6.0% YoY จาก +7.2% YoY ในเดือน ม.ค.-ก.พ. และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +6.3% YoY จากผลผลิตในกลุ่มพลังงานไฟฟ้าที่ชะลตัวลงค่อนข้างมากหลังเร่งตัวขึ้นแรงในเดือนก่อน (+2.1% YoY vs. +11.0% เดือนก่อน) จากสภาพอากาศที่หนาวกว่าปกติทำให้ความต้องการด้านพลังงานเพิ่มสูงขึ้น

มองไปข้างหน้า เราคาดภาคการผลิตจะชะลอลดตัวลงต่อจากแรงกดดันของการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด และการปฏิรูปด้านอุปทานเพื่อลดกำลังการผลิตส่วนเกินของรัฐบาลจีน

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. เติบโตขึ้นเป็น +10.1% YoY จาก +9.7% YoY ในเดือน ม.ค.-ก.พ. และที่ตลาดค้าปลีก ซึ่งเราคาดว่าภาคการบริโภคน่าจะยังคงเติบโตได้ดีต่อไปในระยะข้างหน้า จากรายได้ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะจากราคาส่งหาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งจะสนับสนุนให้การใช้จ่ายด้านการศึกษาและการรักษาพยาบาลเพิ่มสูงขึ้น

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน มี.ค. ชะลอลดลงเป็น +7.5% YoY YTD จาก +7.9% YoY YTD ในเดือน ม.ค.-ก.พ. และต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ +7.7% YoY YTD จากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ที่ชะลอลดลงต่อเป็น +13.0% YoY YTD (vs. +16.1% เดือนก่อน)

ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) เติบโตขึ้นเป็น +10.4% YoY YTD (vs. +9.9% เดือนก่อน) ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี สวนทางกับที่เราได้คาดการณ์ไว้ในตอนแรกว่าการลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์จะชะลอลดลงต่อในช่วงครึ่งแรกของปีนี้

ส่วนภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐเดือน มี.ค. พลิกกลับมาหดตัว -2.7% YoY จากที่เร่งตัวขึ้นแรง +44.5% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการหดตัวครั้งแรกในรอบ 1 ปีและต่ำกว่าตลาดคาดการณ์ที่ +11.8% YoY โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากเทศกาลตรุษจีนที่ปีนี้อยู่ปลายเดือน ก.พ. ทำให้ภาคธุรกิจยังไม่กลับมาดำเนินการตามปกติในเดือน มี.ค. ขณะที่ในปี 2017 ส่งออกเดือน มี.ค. ไม่ได้รับผลกระทบเนื่องจากเทศกาลตรุษจีนอยู่ปลายเดือน ม.ค.

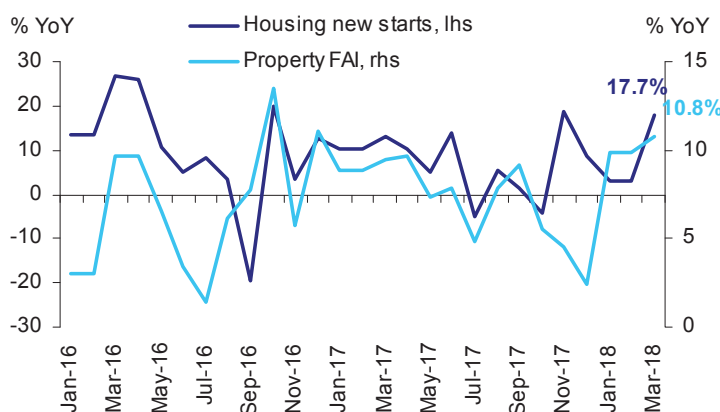
ด้านการนำเข้า (Imports) เติบโตขึ้นเป็น +14.4% YoY จาก +6.3% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ +12.0% YoY โดยการนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์ได้แก่ น้ำมันดิบ (+19.1% YoY vs. +26.4% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (+11.3% YoY vs. +11.5% เดือนก่อน) ยังคงขยายตัวดี ขณะที่การนำเข้าแร่เหล็กหดตัวเพิ่มขึ้น (-19.3% YoY vs. -5.3% เดือนก่อน)

เราคาดว่าส่งออกจะชะลอลดลงในปี นี้ จากความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งคาดว่าระยะเวลาในการเจรจาเรื่องการค้าจะนานและจะเป็นช่วงเวลาแห่งความตึงเครียดต่อไปในช่วงนี้ นอกจากนี้ การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดซึ่งส่งผลกดดันภาคการผลิตและการลงทุน อาจเริ่มส่งผลกระทบต่อส่งออกในระยะข้างหน้า

### เราปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปี 2018 ขึ้นเป็น +6.6% YoY จากภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ขยายตัวดีสวนทางกับที่คาด

GDP ไตรมาส 1/2018 ขยายตัว +6.8% YoY เท่ากับไตรมาสก่อน แต่ดีกว่าที่เราคาดที่ +6.7% YoY จากการบริโภคและการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นสำคัญ มองไปข้างหน้า เรายังคงคาดเศรษฐกิจปี 2018 จะชะลอลดลงจากที่ขยายตัวแรง +6.9% YoY ในปี 2017 จากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดซึ่งจะกดดันการลงทุนและภาคการผลิตต่อไป และนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงเข้มงวดซึ่งคาดว่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ในช่วงครึ่งหลังของปี นอกจากนี้ ส่งออกซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีที่ผ่านมาจะได้รับแรงกดดันจากความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 36 : การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (เส้นสีฟ้าอ่อน) และยอดสร้างบ้านใหม่เร่งตัวขึ้นในเดือน มี.ค.

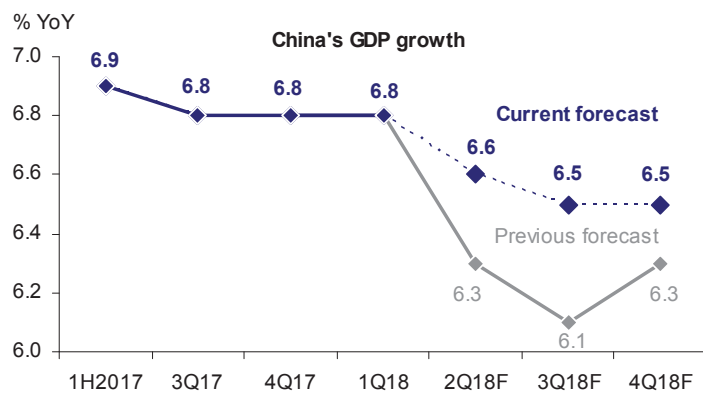


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี กิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เร่งตัวขึ้นสวนทางกับที่คาดว่าจะชะลอตัวลงในช่วงครึ่งแรกของปี เช่น การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เร่งตัวขึ้นในปีนี้สู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปีในเดือน มี.ค. (+10.8% YoY) และยอดสร้างบ้านใหม่ (New Housing Starts) เร่งตัวขึ้นแรงในเดือน มี.ค. (+17.8% YoY vs. +2.9% เดือนก่อน) ทำให้เราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปี 2018 ขึ้น +0.3bps เป็น +6.6% YoY

โดยภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ขยายตัวดีจะช่วยหนุนให้ยอดขายที่ดิน ซึ่งเป็นรายได้ภาครัฐที่สำคัญ (ยอดขายที่ดินคิดเป็นสัดส่วนกว่า 20% ของรายได้ภาครัฐ) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการใช้นโยบายการคลังที่เข้มงวดทั้งการควบคุมการกู้ยืมเงินของรัฐบาลท้องถิ่น และการเพิ่มความเข้มงวดในโครงการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชน (Public Private Partnerships: PPPs)

แผนภาพที่ 37 : เราปรับเพิ่มประมาณการ GDP ไตรมาส 2-4/2018



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

### ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา แต่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจยังมีจำกัด

ความตึงเครียดทางการค้าได้เพิ่มสูงขึ้นในช่วงต้นเดือน เม.ย. หลังจากที่ทางสหรัฐฯ ได้เรียกเก็บภาษีกับสินค้านำเข้าจากจีนกว่า 1,300 รายการ มูลค่ารวม 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าเทคโนโลยีขั้นสูงที่อยู่ในกลุ่ม “Made in China 2025” ที่รัฐบาลจีนได้สนับสนุนให้มีการพัฒนา หลังจากเข้าตรวจสอบและพบว่ามี การละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา (Intellectual Property) จากจีน ได้แก่ กลุ่มสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเครื่องบิน, เครื่องมือแพทย์, เครื่องใช้ไฟฟ้า, เครื่องจักรกล, ดาวเทียมเพื่อการสื่อสาร และชิ้นส่วนยานยนต์

ภายหลังจากที่สหรัฐฯ ได้เปิดเผยรายละเอียดสินค้า รัฐบาลจีนก็ได้ตอบโต้กลับโดยการประกาศจะขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าสหรัฐฯ 106 รายการ ที่สำคัญได้แก่ ถั่วเหลือง, เครื่องบิน, รถยนต์, เคมีภัณฑ์, เนื้อวัว, ยาสูบ, เหล้าวิสกี้, ข้าวสาลี, ข้าวฟ่าง, ข้าวโพด และฝ้าย รวมมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% เช่นเดียวกัน

อย่างไรก็ดี แผนการขึ้นภาษีดังกล่าวของทั้งสองฝ่ายยังไม่ได้มีผลบังคับใช้ โดยสหรัฐฯ ได้เปิดให้มีระยะเวลาเจรจา และรับฟังความเห็นจากสาธารณะ 60 วันหลังจากที่ประกาศแผนดังกล่าว ก่อนที่ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (US Trade Representatives) จะรายงานผลสรุปให้ปธน. Donald Trump พิจารณาในวันที่ 3 มิ.ย. ซึ่งปธน. Trump จะมีเวลาถึงวันที่ 1 ต.ค. ในการตัดสินใจที่ใช้มาตรการขึ้นภาษีดังกล่าว ขณะที่รัฐบาลจีนกล่าวว่ารายละเอียดสินค้าและการบังคับใช้ภาษีที่ได้ประกาศออกไป จะเปิดเผยอีกทีหลังการเจรจากับสหรัฐฯ

เราคาดว่าจีนและสหรัฐฯ จะพยายามเจรจากัน ซึ่งจะเป็นช่วงเวลาที่ต้องติดตามต่อไปในช่วงนี้ แต่คาดว่าสถานการณ์จะไม่บานปลายจนกลายเป็นสงครามการค้า และคาดว่าสุดท้ายแล้วรายชื่อสินค้าและมูลค่าที่จะถูกเรียกเก็บภาษีจริงจะลดลงจากที่ทั้งสองฝ่ายได้ประกาศออกมา เนื่องจาก

นาย Xi Jinping ประธานาธิบดีจีนมีท่าทีที่ประนีประนอมกับสหรัฐฯ และได้ย้ำความสำคัญในการเปิดประเทศมากขึ้น โดยปธน. Xi ได้กล่าวในงานประจำปี Boao Forum for Asia ว่าจีนจะเร่งเปิดเสรีในตลาดการเงินมากขึ้นในปีนี้ และจะเปิดเสรีในอุตสาหกรรมรถยนต์ โดยบริษัทต่างชาติที่เข้ามาเปิดโรงงานจะสามารถถือครองธุรกิจของตนได้ 100% จากที่ก่อนหน้านี้จะต้องร่วมทุนกับจีน

นอกจากนี้ ทางการเงินได้ยอมรับข้อเสนอของสหรัฐฯ โดยจะลดภาษีนำเข้ารถยนต์ (ปัจจุบัน 25% vs. สหรัฐฯ 2.5%) และสินค้าอื่นๆ ลง รวมถึงสนับสนุนการนำเข้าสินค้า และจะเพิ่มความเข้มงวดในการปกป้องทรัพย์สินทางปัญญาของทั้งธุรกิจจีนและธุรกิจต่างชาติ ซึ่งเป็นสิ่งที่ปรน. Trump ต้องการเพื่อให้การค้าระหว่างกันมีความเป็นธรรมมากขึ้น

ทางด้านสหรัฐฯ เองก็อาจจะยอมเจรจาอย่างประนีประนอมเช่นเดียวกัน เนื่องจากการตอบโต้กลับของจีนจะส่งผลกระทบต่อคะแนนเสียงของพรรค Republican ซึ่งอาจเสียเสียงข้างมากในการเลือกตั้งกลางเทอมที่จะมีขึ้นในเดือน พ.ย. นี้

เรามองว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนมีค่อนข้างจำกัด โดยในกรณีที่สหรัฐฯ ตัดสินใจเรียกเก็บภาษีสับกับสินค้านำเข้ามูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 25% นั้น คิดเป็นมูลค่าเพียง 1.25 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือ 0.1% ของ GDP จีน เท่านั้น

**แผนภาพที่ 38 : สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีสับกับสินค้านำเข้าจากจีนกว่า 1,300 รายการ มูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% โดยมุ่งเน้นไปที่กลุ่มเครื่องจักรกลและอิเล็กทรอนิกส์**

Product	US imports from China (bn)	Share of China exports (% of total in each product)
Machinery	\$20.63	13.39%
Electronics	\$19.26	14.55%
Optical products	\$4.74	10.30%
Steel, aluminum & other metals	\$1.28	3.60%
Automobile & parts	\$1.00	7.28%
Chemicals	\$0.97	11.34%
Seats for aircraft, vehicles, etc	\$0.59	18.15%
Pharmaceutical	\$0.55	12.87%
Aircrafts	\$0.44	24.50%
Rubber	\$0.18	18.16%
Railway	\$0.16	9.49%
Ships	\$0.16	0.72%
Arms & ammunition	\$0.04	43.02%
	\$50.00	~ 11.5% of China exports to US

**แผนภาพที่ 39 : จีนโต้ตอบโดยประกาศจะขึ้นภาษีสับกับสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ 106 รายการ มูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% เช่นเดียวกัน**

Product	China imports from the US (bn)	Share of US exports (% of total in each product)
Soybean	\$13.80	62.10%
Aircraft	\$13.30	9.90%
Automobile	\$12.70	15.10%
Chemicals, plastics,	\$7.40	10.50%
Others	\$2.90	8.10%
	\$50.10	~ 38% of US exports to China

• The impact on China's economy is minimal. If US imposes 25% tariffs on \$50bn worth of goods, the incremental tariffs would be only \$12.5bn or 0.1% of GDP  
 • Soybean was always the US crop to target, in China's perspective, as its exports are worth \$14bn, half of all US agriculture exports to China, with China the largest US export market. It also produced in all the electoral Midwest swing states (i.e. Ohio, Iowa, Minnesota)

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

### บริษัทข้ามชาติสหรัฐฯ จะได้รับผลกระทบมากหากจีนจำกัดการเข้าถึงตลาดและการลงทุน

เรามองว่าการที่ปรน. Trump ออกคำสั่งให้ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ พิจารณาการขึ้นภาษีนำเข้ากับจีนเพิ่มเติมอีก 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (เป็น 1.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) เมื่อวันที่ 8 เม.ย. นั้น จะเป็นความเสี่ยงให้จีนใช้มาตรการโต้ตอบกลับด้วยวิธีอื่น นอกเหนือจากการขึ้นภาษีนำเข้าในมูลค่าที่เท่ากัน

โดยจีนนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่าเพียง 1.3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เท่านั้น ทำให้เหลือส่วนต่างอีก 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในการโต้ตอบ ซึ่งหนึ่งในมาตรการที่จีนอาจใช้คือ การประกาศระงับการลงทุนหรือจำกัดการเข้าถึงตลาดของบริษัทข้ามชาติสหรัฐฯ ซึ่งเรามองว่าจะส่งผลกระทบต่อสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก

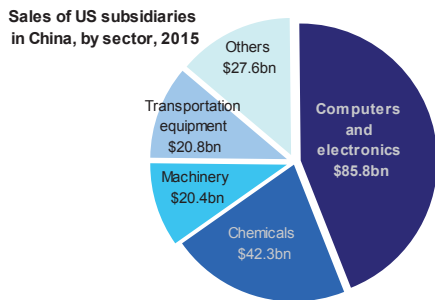
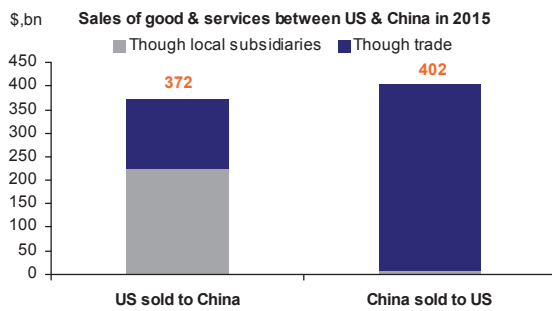
สำนักวิเคราะห์เศรษฐกิจสหรัฐฯ (BEA) รายงานว่าบริษัทข้ามชาติสหรัฐฯ ได้เข้ามาลงทุนและตั้งบริษัทลูก (Subsidiaries) ในจีนเป็นจำนวนมาก ซึ่งในปีที่ผ่านมา บริษัทข้ามชาติเหล่านี้มียอดขายในจีนสูงกว่ายอดขายของบริษัทแม่ในสหรัฐฯ เสียอีก โดยในปี 2015 ยอดขายสินค้าในจีนที่เกิดจากบริษัทข้ามชาติสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่า 3.72 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดย 2.22 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เกิดจากการขายผ่านบริษัทย่อยที่ตั้งอยู่ในจีน และอีก 1.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นการส่งออกจากสหรัฐฯ มายังจีนแบบปกติ

ยกตัวอย่างเช่น GM ซึ่งเป็นบริษัทรถยนต์รายใหญ่ที่สุดของสหรัฐฯ รายงานว่าในปี 2017 ยอดขายรถยนต์ในจีนมีจำนวน 4 ล้านคัน ซึ่งมากกว่าสหรัฐฯ ที่ขายได้ 3.6 ล้านคัน ส่วน Apple รายงานว่าสามารถขาย iPhone ในจีนได้ราว 310 ล้านเครื่องผ่านบริษัทลูกในจีน ซึ่งมากกว่ายอดขายในสหรัฐฯ กว่าเท่าตัว

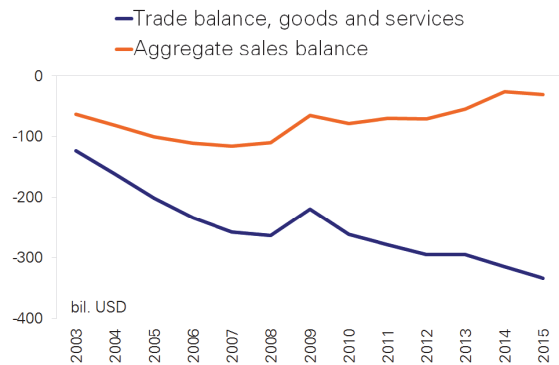
อย่างไรก็ดี ยอดขายผ่านบริษัทลูกที่อยู่ในจีนดังกล่าว ไม่ได้ถูกนำมาคิดรวมเป็นยอดส่งออกของสหรัฐฯ เนื่องจาก การขายทั้งหมดได้เกิดขึ้นในจีน ทำให้เมื่อดูข้อมูลการค้าแบบปกติเพียงอย่างเดียว จะเห็นว่าสหรัฐฯ ขาดดุลการค้ากับ จีนค่อนข้างมาก (3.76 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ขณะที่หากนับรวมการค้าขายของบริษัทลูกที่อยู่ในจีนเป็นมูลค่าการส่งออก ด้วยแล้ว สหรัฐฯ จะขาดดุลการค้ากับจีนลดลงเหลือเพียงราว 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เท่านั้น แสดงให้เห็น ว่าการลงทุนในจีนช่วยให้การค้าระหว่างกันมีความสมดุลมากขึ้น

จากตัวเลขดังกล่าวอาจสะท้อนได้ว่าการลงทุนสร้างบริษัทลูกในจีนนั้น มีความสำคัญกับสหรัฐฯ มากกว่าการค้า ระหว่างประเทศแบบปกติ เนื่องจากได้สร้างมูลค่าที่สูงกว่ามูลค่าการส่งออก ดังนั้น หากรัฐบาลจีนประกาศระงับการ ลงทุนของบริษัทข้ามชาติสหรัฐฯ ก็จะมีส่งผลกระทบต่อสหรัฐฯ อย่างแน่นอน

แผนภาพที่ 40 : ยอดขายสินค้าในจีนที่เกิดจากบริษัท ย่อยสหรัฐฯ (แห่งสี่เทา) สูงกว่าการค้าระหว่างประเทศ แบบปกติ โดยส่วนใหญ่เป็นสินค้ากลุ่มอิเล็กทรอนิกส์



แผนภาพที่ 41 : หากนับรวมรายได้ที่เกิดจากบริษัท ข้ามชาติสหรัฐฯ ที่ลงทุนในจีน ดุลการค้าระหว่างจีน และสหรัฐฯ จะมีความสมดุลกันมากขึ้น (เส้นสีส้ม)

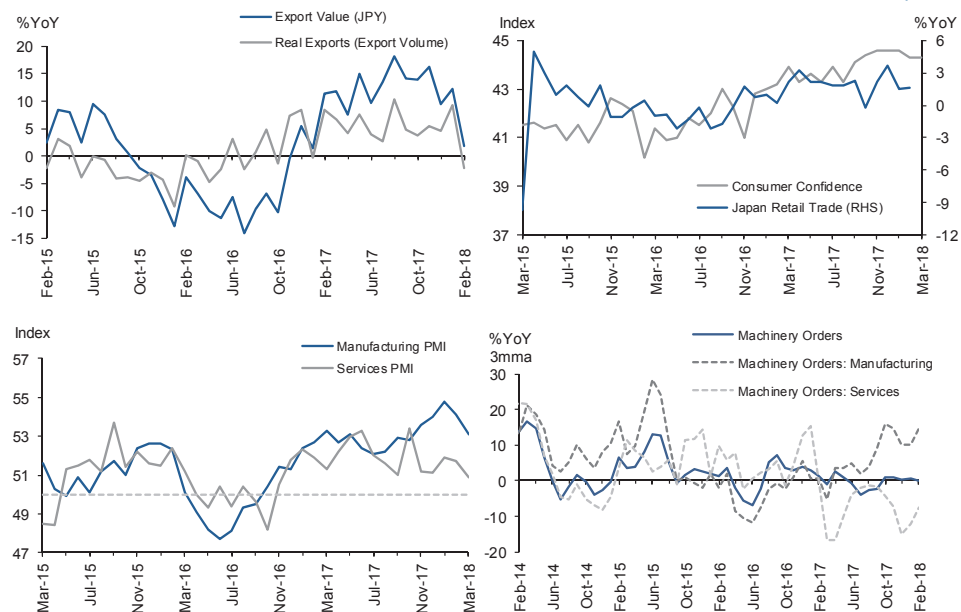


Source: US EBA, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ภาพรวมเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงอย่างเห็นได้ชัด โดยเฉพาะในภาคการส่งออก และการผลิตที่ลดลงแรงตามวันหยุดตรุษจีน ขณะที่การบริโภคและการลงทุนในเดือนที่ผ่านมาค่อนข้างทรงตัว ส่วนผลกระทบจากการเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ เราประเมินว่าญี่ปุ่นไม่น่าจะได้รับผลกระทบที่รุนแรง แม้ว่าญี่ปุ่นจะไม่ได้รับการยกเว้นจากการเก็บภาษีเหล็กและอลูมิเนียม และอาจได้รับผลกระทบต่อเนื่องจากสายการผลิตที่ส่งสินค้าที่จีน แต่การส่งออกสินค้าในกลุ่มดังกล่าวมีสัดส่วนที่น้อยมากเมื่อเทียบกับขนาดเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 42 : ดัชนีวัดเศรษฐกิจลดลงในภาคการส่งออก และการผลิต ขณะที่การบริโภคและการลงทุนค่อนข้างทรงตัว



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

## ดัชนีวัดเศรษฐกิจลดลงในภาคการส่งออก และการผลิต ขณะที่การบริโภคและการลงทุนค่อนข้างทรงตัว

**การส่งออกลดลงแรง:** ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยน เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงเป็น +1.8%YoY ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดที่ +1.4%YoY โดยการส่งออกในเดือน ก.พ. ได้ลดลงจากเดือนก่อนที่ +12.3% YoY จากเทศกาลตรุษจีน นอกจากนี้ปริมาณการส่งออก (Export Volume) หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 13 เดือนที่ -2.1%YoY จากเดือนก่อนที่ +9.3% YoY โดยเรามองว่าการส่งออกที่ชะลอตัวในเดือนนี้น่าจะเป็นเพียงชั่วคราว จากช่วงเทศกาลตรุษจีน ซึ่งน่าจะกลับมาขยายตัวได้ในเดือนหน้า ตามการขยายตัวของอุปสงค์โลก

**ภาคการผลิตและภาคบริการลดลง:** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ลดลง -1.0 จุด เป็น 53.1 จุด ซึ่งนับเป็นการลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน มี.ค. ลดลง -0.8 จุด เป็น 50.9 จุด

**การลงทุนชะลอตัวลงเล็กน้อย:** ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ก.พ. ชะลอตัวลงเป็น +0.1%YoY, 3mma จากเดือนก่อนที่ +0.67%YoY, 3mma โดยการลงทุนชะลอตัวลงจากภาคบริการที่ยังคงหดตัวอยู่ ขณะที่การลงทุนภาคการผลิตเร่งตัวขึ้น ในระยะข้างหน้าเรามองว่าการลงทุนน่าจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่องจนถึงช่วงปลายไตรมาส 3 ตามการลงทุนก่อสร้างก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020

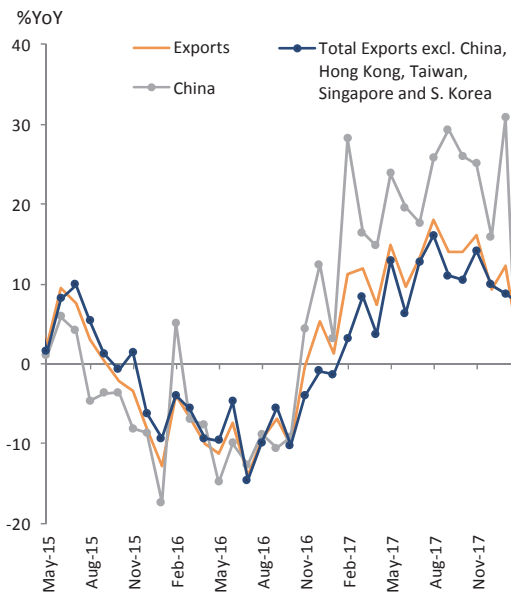
**การบริโภคทรงตัว:** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. ขยายตัว +1.6%YoY ใกล้เคียงกับเดือนก่อนที่ +1.5%YoY ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน มี.ค. ทรงตัวที่ 44.3 จุด ซึ่งยังคงอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับระดับในช่วงที่นายกรัฐมนตรี Shinzo Abe ประกาศใช้แผนปฏิรูปเศรษฐกิจ Abenomics ในปลายปี 2012

**ภาคการส่งออกที่ชะลอตัวมาจากผลกระทบจากเทศกาลตรุษจีน**

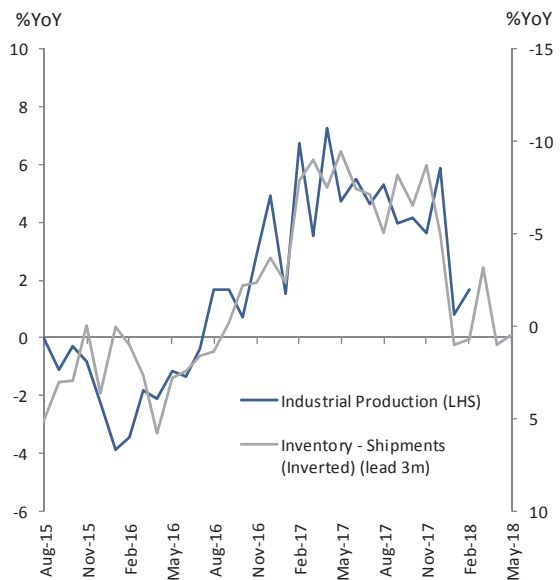
ภาคการผลิตและการส่งออกได้ลดลงมาแรงในช่วงต้นปีที่ผ่านมา โดยการส่งออกได้ลดลงมาจากเดือน พ.ย. ที่ +16.2%YoY มาอยู่ที่เพียง +1.8%YoY ในเดือน ก.พ. ขณะที่ดัชนีภาคการผลิต (Industrial Production) ได้ลดลงแรงจาก +5.9%YoY ในเดือน ธ.ค. เป็น +1.7%YoY ในเดือน ก.พ. ซึ่งสาเหตุที่ทำให้ภาคการส่งออก และการผลิตชะลอตัวลงมาแรงน่าจะมาจากวันหยุดในช่วงเทศกาลตรุษจีน ซึ่งโรงงานได้หยุดดำเนินการเป็นจำนวนมาก

หากไม่นับรวมการส่งออกไปยังประเทศที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับเทศกาลตรุษจีน ได้แก่ จีน ฮองกง ไต้หวัน สิงคโปร์ และเกาหลีใต้ การส่งออกยังคงขยายตัวได้ดีที่ 7.6%YoY ในเดือน ก.พ. ซึ่งเรามองว่าหากพ้นช่วงผลกระทบจากเทศกาลตรุษจีนไป การส่งออกก็น่าจะฟื้นตัวขึ้นต่อ ซึ่งจะส่งผลให้ภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้นได้เช่นกัน

แผนภาพที่ 43 : หากไม่นับรวมประเทศที่ได้รับผลกระทบจากตรุษจีน การส่งออกขยายตัวได้ดี



แผนภาพที่ 44 : ภาคการผลิตน่าจะยังคงฟื้นตัวขึ้นต่อ หากการส่งออกฟื้นตัวขึ้น



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

**นโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นค่อนข้างน้อย**

นโยบายการค้าของสหรัฐฯที่ออกไปแล้วและอาจกระทบกับเศรษฐกิจญี่ปุ่น คือ การเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม และผลกระทบจากการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีน โดยมีผลกระทบ ดังนี้

**การเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม:** โดยหลังจากที่ประธานาธิบดีTrump ประกาศเก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียมที่อัตรา 25% และ 10% ตามลำดับ ประธานาธิบดีได้ยกเว้นการเก็บภาษีให้กับหลายประเทศ เช่น กลุ่ม NAFTA ซึ่งมีแคนาดาและเม็กซิโก กลุ่ม European Union บราซิล และเกาหลีใต้ ซึ่งรวมแล้วสหรัฐฯได้ยกเว้นการเก็บภาษีคิดเป็น 53% ของยอดนำเข้าในกลุ่มสินค้านี้ทั้งหมด แต่ญี่ปุ่นไม่ได้รับการยกเว้นจากการเก็บภาษีดังกล่าว

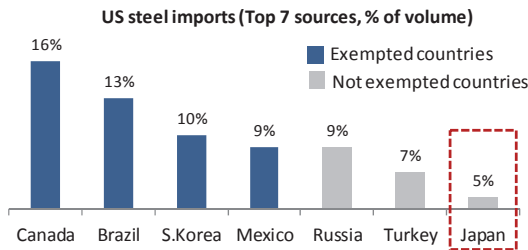
อย่างไรก็ดี เราประเมินว่าผลกระทบจากการถูกเก็บภาษีไม่น่าจะมากนัก เนื่องจากญี่ปุ่นมียอดส่งออกสินค้าในกลุ่มเหล็กและอลูมิเนียมคิดเป็นเพียง 0.2% ของยอดส่งออกทั้งหมดในทุกกลุ่มสินค้า และสหรัฐฯเป็นตลาดส่งออกอันดับ 5 ในกลุ่มสินค้านี้



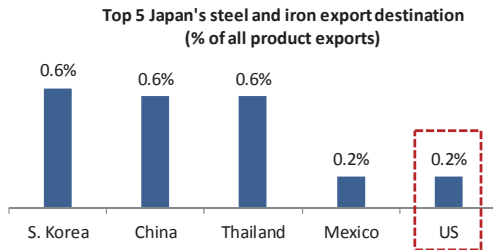
สำหรับการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนของสหรัฐฯ: ญี่ปุ่นอาจได้รับผลกระทบจากสายการผลิต (Supply Chain) ในสินค้าที่ส่งไปจีนเล็กน้อย โดยเมื่อคิดจากการนำเข้าสินค้ากลุ่มคอมพิวเตอร์และอิเล็กทรอนิกส์ของสหรัฐฯจากจีน ญี่ปุ่นมีมูลค่าเกี่ยวข้องกับสินค้าที่ส่งผ่านจีนไปสหรัฐฯ คิดเป็นเพียง 0.3% ของขนาดเศรษฐกิจญี่ปุ่น ซึ่งน้อยกว่าประเทศในภูมิภาคเดียวกันค่อนข้างมาก

แผนภาพที่ 45 : นโยบายกีดกันการค้าของสหรัฐฯส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นค่อนข้างน้อย

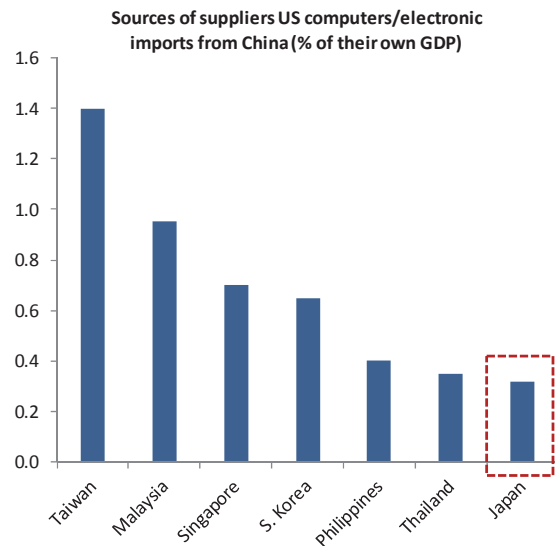
Trump has exempted supplier of 53% of US steel from tariffs, but not Japan...



..., however Japan's steel and iron export to US was only 0.2% of total exports in 2017



Japan exposed to roughly 0.3% of GDP from China's supply chain



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

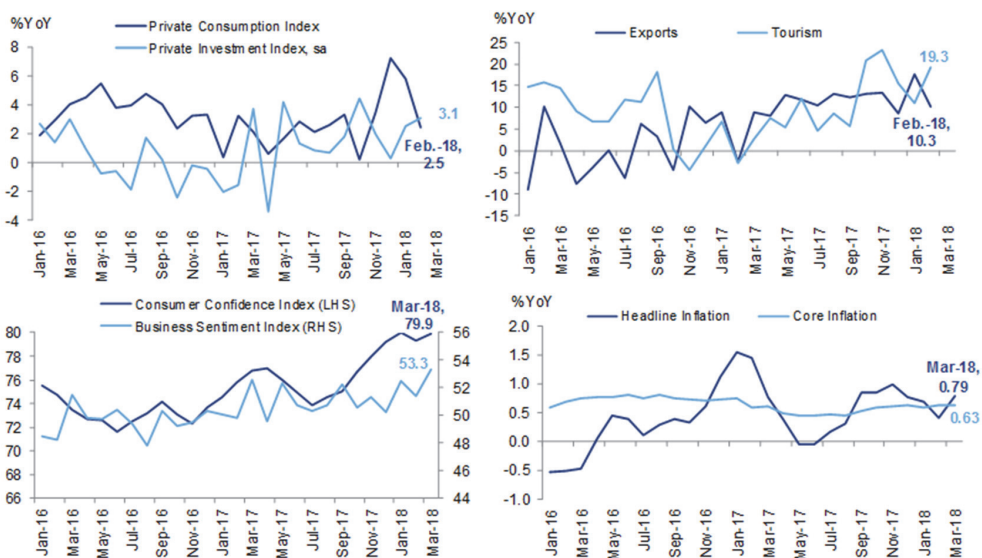
# เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยยังคงขยายตัวได้ต่อเนื่องตามแรงขับเคลื่อนหลักจากภาคต่างประเทศ ขณะที่อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป อย่างไรก็ตามการส่งออกของไทยที่มีสัดส่วนราว 70% ของ GDP อาจมีความเสี่ยงจาก 1) การถูกตัดสิทธิพิเศษทางภาษีศุลกากร (GSP) ในกลุ่มสินค้าที่มีมูลค่าส่งออกเกินเกณฑ์ที่สหรัฐฯ กำหนด 2) การเฟ้อระว่างประเทศคู่ค้าที่มีการแทรกแซงค่าเงิน ซึ่งไทยเข้าเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาทั้ง 3 ข้อในปี 2017 และ 3) สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ที่ไทยอาจได้รับผลกระทบทางอ้อมจากการเป็นห่วงโซ่อุปทานของจีน อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าสหรัฐฯ จะไม่ใช้มาตรการกีดกันทางการค้าที่เข้มงวดกับไทย ขณะที่สหรัฐฯ และจีนจะสามารถยุติข้อขัดแย้งของสงครามการค้าได้ในที่สุด ดังนั้นมาตรการกีดกันทางการค้าจะส่งผลกระทบต่อส่งออกของไทยในวงจำกัด

## ภาคต่างประเทศหนุนเศรษฐกิจไทย อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัว

ภาคต่างประเทศยังคงเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะการท่องเที่ยวที่ได้รับอานิสงส์จากนักท่องเที่ยวชาวจีนที่ทำสถิติสูงสุด 1.2 ล้านคนในช่วงเทศกาลตรุษจีน ขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศเริ่มฟื้นตัว ทั้งการบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชนที่ขยายตัวดี สอดคล้องกับความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจไทยที่เพิ่มขึ้นไปทำจุดสูงสุดใหม่ ทั้งนี้อัตราเงินเฟ้อเดือน มี.ค. เร่งตัวสูงขึ้นจากอานิสงส์ของฐานราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำ มองไปข้างหน้าเราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นอย่างช้าๆ โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงกว่าปีก่อน ขณะที่ราคาอาหารสดยังหดตัวต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 46 : การส่งออกและการท่องเที่ยวขยายตัวต่อเนื่อง อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัว

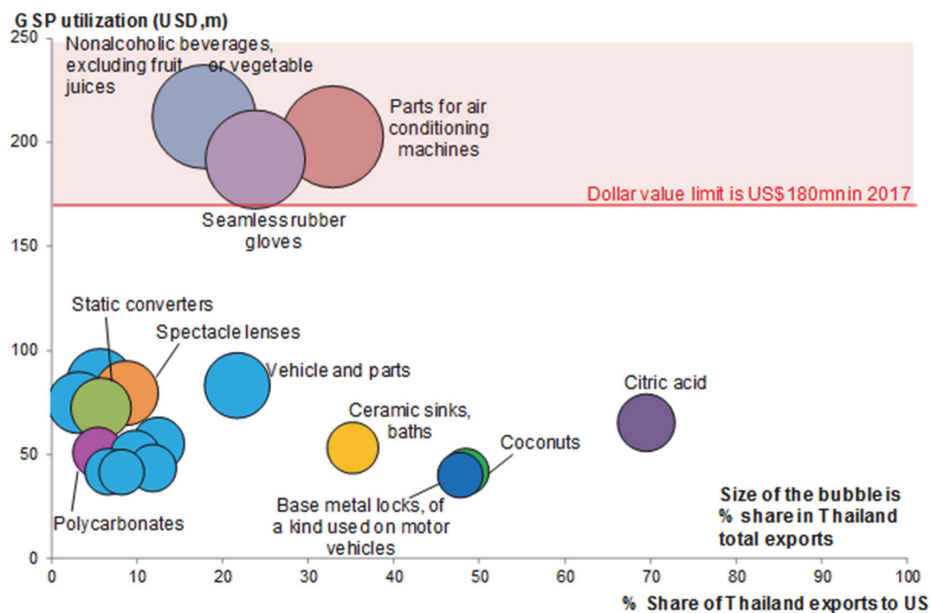


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism, Ministry of Commerce, University of the Thai Chamber of Commerce, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## เครื่องปรับอากาศ ถุงมือยาง และเครื่องตีไม่มีแอลกอฮอล์มีความเสี่ยงที่จะถูกระงับสิทธิ GSP

สหรัฐฯ ได้พิจารณาผ่านร่างกฎหมายการต่ออายุโครงการให้สิทธิพิเศษทางภาษีศุลกากร (GSP) แก่สินค้าไทยจำนวนกว่า 3,000 รายการ เป็นระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2018-2020 และในเดือน พ.ย. 2018 สหรัฐฯ จะพิจารณาการระงับสิทธิ GSP ในกลุ่มสินค้าที่เกินเพดานอีกครั้ง โดยสหรัฐฯ จะประเมินว่าเป็นสินค้าที่ประเทศคู่ค้ามีความสามารถในการแข่งขัน ในปี 2017 สินค้าไทย 3 กลุ่ม ได้แก่ เครื่องปรับอากาศ ถุงมือยาง และเครื่องตีไม่มีแอลกอฮอล์ มีมูลค่าส่งออกไปสหรัฐฯ เกินเพดานที่กำหนด (ในปี 2017 กำหนดไว้ที่ 180 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ทั้งนี้สินค้าทั้ง 3 กลุ่มพึ่งพึ่งตลาดสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก โดยคิดเป็นสัดส่วนราว 20-30% ของมูลค่าส่งออกสินค้าในแต่ละกลุ่ม อย่างไรก็ตาม ภายใต้อาณัติของ GSP จะไม่รุนแรงมากนัก เนื่องจากมูลค่าส่งออกของสินค้า 3 กลุ่มไปสหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.1% ของการส่งออกทั้งหมดของไทย

แผนภาพที่ 47 : สินค้า 3 กลุ่มที่มีความเสี่ยงในการระงับสิทธิ GSP พึ่งพึ่งตลาดสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก



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)

## ไทยเข้าเกณฑ์การแทรกแซงค่าเงินทั้ง 3 ข้อ แต่ยังไม่ได้เป็นประเทศคู่ค้าหลักของสหรัฐฯ

กระทรวงการคลังของสหรัฐฯ เตรียมเปิดเผยรายงานการเฝ้าระวังการแทรกแซงค่าเงินของประเทศคู่ค้าหลักในช่วงกลางเดือน เม.ย. โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาการแทรกแซงค่าเงินมีทั้งหมด 3 ข้อ ได้แก่ 1. ดุลการค้าเกินดุลกับสหรัฐฯ เกิน 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ 2. ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลมากกว่า 3% ของ GDP 3. ธนาคารกลางเข้าซื้อเงินต่างชาติมากกว่า 2% ของ GDP ล่าสุดไทยเข้าเกณฑ์ครบทั้ง 3 ข้อ จึงมีความเสี่ยงที่จะถูกจัดอยู่ในกลุ่มเฝ้าระวัง อย่างไรก็ตาม ภายใต้อาณัติของ GSP จะไม่รุนแรงมากนัก เนื่องจากมูลค่าส่งออกของสินค้า 3 กลุ่มไปสหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.1% ของการส่งออกทั้งหมดของไทย

แผนภาพที่ 48 : ไทยเข้าเกณฑ์ทั้ง 3 ข้อ แต่ยังไม่เป็น 12 ประเทศคู่ค้าหลักของสหรัฐฯ

Criteria	2016	2017	Rank	Rank	Exports	Imports	Total Trade	% of Total Trade
1. Trade Surplus with US >20,000 M.USD	19,032	20,353	1	China	130	506	636	16.4%
2. Current account surplus >3 % of GDP	12	10	2	Canada	282	300	582	15.0%
3. Net foreign exchange purchase >2 % of GDP	8	8	3	Mexico	243	314	557	14.3%
			4	Japan	68	137	204	5.3%
			5	Germany	54	118	171	4.4%
			6	Korea, South	48	71	119	3.1%
			7	United Kingdom	56	53	109	2.8%
			8	France	34	49	83	2.1%
			9	India	26	49	74	1.9%
			10	Italy	18	50	68	1.8%
			11	Taiwan	26	43	68	1.8%
			12	Brazil	37	29	67	1.7%
			13	Netherlands	42	18	60	1.5%
			14	Ireland	11	49	60	1.5%
			15	Switzerland	22	36	58	1.5%
			16	Vietnam	8	46	55	1.4%
			17	Malaysia	13	37	50	1.3%
			18	Singapore	30	19	49	1.3%
			19	Hongkong	40	8	48	1.2%
			20	Belgium	30	15	45	1.2%
			21	Thailand	11	31	42	1.1%
				Other	319	366	684	17.5%
				Total	1,547	2,343	3,890	100.0%

Source: US Census Bureau, Trade Map, Bank of Thailand (BoT), The Office of the National Economic and Social Development Board (NESDB), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ไทยอาจได้รับผลกระทบทางอ้อมจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ในฐานะที่เป็นห่วงโซ่อุปทานของจีน

สหรัฐฯและจีนเป็นคู่ค้าสำคัญของไทยมีสัดส่วนราว 1 ใน 4 ของมูลค่าส่งออกรวม หากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯและจีนปะทุขึ้น เราคาดว่าไทยจะได้รับผลกระทบในทางอ้อม โดยหากจีนส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ ลดลงจะส่งผลให้ไทยซึ่งอยู่ในห่วงโซ่อุปทานของจีนมีแนวโน้มส่งออกสินค้าไปจีนได้ลดลงเช่นกัน ในเบื้องต้นเราประเมินว่าหากสหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนมูลค่า 50,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะทำให้มูลค่าส่งออกของไทยลดลง 0.7% ของมูลค่าส่งออก และGDP ลดลง 0.2%

ไทยมีแนวโน้มส่งออกสินค้าไปจีนได้ลดลงในกลุ่มสินค้าเป้าหมายที่สหรัฐฯจะขึ้นภาษีกับจีน อาทิ ผลิตภัณฑ์ยางคอมพิวเตอร์และชิ้นส่วน เคมีภัณฑ์ รถยนต์และอุปกรณ์ แผงวงจรไฟฟ้า ฯลฯ ซึ่งมีมูลค่าประมาณ 1.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็นสัดส่วนราว 6% ของมูลค่าส่งออกของไทย

จากนั้นเราลดทอนผลกระทบด้วยการหักสินค้าส่วนที่จีนนำเข้าเพื่อใช้ในประเทศ และสินค้าที่จีนส่งออกไปยังประเทศอื่น ซึ่งจะได้มูลค่าสินค้ากลุ่มเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่ประมาณ 1,564 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือราว 0.7% ของมูลค่าส่งออกรวมของไทย

ส่วนผลกระทบต่อ GDP เราประเมิน โดยการใช้อัตรามูลค่าเพิ่มขึ้นของสินค้าส่งออกในแต่ละรายการ ซึ่งจะคำนวณได้ผลกระทบต่อ GDP ที่น้อยมากเพียงประมาณ 0.2%

ในทางกลับกันหากจีนตอบโต้ด้วยการขึ้นภาษีนำเข้ากับสหรัฐฯ ไทยอาจได้ประโยชน์จากการส่งออกสินค้าไปจีนได้เพิ่มขึ้น โดยสินค้าที่จีนประกาศว่าจะขึ้นภาษีกับสหรัฐฯ หลายกลุ่มเป็นสินค้าที่ไทยมีศักยภาพในการผลิตและได้รับความนิยมสูงในตลาดจีน เช่น กลุ่มผลไม้และถั่ว และเนื้อหมู เป็นต้น

แผนภาพที่ 49 : สินค้าส่งออกของไทยในห่วงโซ่อุปทานของจีนที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า

Products	a Export value (USD, m)	b % China re-exported goods	c % of China export to US	d = a x b x c Vulnerable export value (USD, m)	e Value-added to Thai GDP	d x e Impact to Thai GDP (USD, m)
Rubbers and products	5,806	48.0%	23.5%	655	62.6%	410
Computer and parts	2,125	65.0%	23.8%	329	34.8%	114
Chemicals	1,853	49.0%	13.0%	118	55.4%	65
Auto parts	1,478	20.0%	19.5%	58	45.1%	26
Integrated circuit	1,074	65.0%	23.8%	166	46.6%	77
Machinery and Parts	642	47.0%	53.8%	162	44.4%	72
Electrical appliances	425	62.0%	23.8%	63	37.5%	24
Iron and steel	362	54.0%	3.2%	6	37.2%	2
Optical	170	39.0%	10.6%	7	51.7%	4
Total	13,935			1,564		795
% of Thailand exports	5.89%			0.66%		0.34%
% of Thailand GDP	2.95%			0.33%		0.17%

Note: Value-added to Thai GDP and China re-exported goods data in 2011 from OECD  
Source: Trade Map, Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 50 : จีนอาจนำเข้าสินค้าบางชนิดจากไทยแทนสหรัฐฯ

Products	China import from US (USD, m)	China import from Thailand (USD, m)
Plastic	6,085	3,000
Chemical	4,133	1,224
Nuts and Fruits	576	1,153
Vehicle and parts	13,984	740
Aircraft and parts	13,285	0.1
Soya bean	13,764	-
Pork	409	-
<b>Total</b>	<b>52,236</b>	<b>6,116</b>
Share of Total import (%)	38.7	15.9

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

**ผลิตภัณฑ์ยางและเครื่องใช้ไฟฟ้าจะได้รับผลกระทบสูงสุด หากสหรัฐฯ ใช้มาตรการกีดกันทางการค้าที่เข้มงวด**

หากสหรัฐฯ ใช้มาตรการกีดกันทางการค้าที่เข้มงวดใน 3 มาตรการสำคัญ ได้แก่ 1) การตัดสิทธิ GSP ไทยในกลุ่มสินค้าที่มีมูลค่าส่งออกเกินเพดานที่กำหนด (ในปี 2017 กำหนดไว้ที่ 180 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) 2) การถูกจัดให้อยู่ในกลุ่มประเทศ Monitoring List ซึ่งจะให้นาคารกลางแทรกแซงค่าเงินบาทได้ยากขึ้น เงินบาทจึงมีแนวโน้มแข็งค่าและอาจส่งผลให้ธุรกิจส่งออกมีกำไรในรูปเงินบาทลดลง และ 3) ผลกระทบทางอ้อมของสงครามการค้าของสหรัฐฯ และเงินที่ไทยอาจจะส่งออกสินค้าวัตถุดิบและสินค้าขั้นต้นไปจีนได้ลดลง เราประเมินว่าผลิตภัณฑ์ยางและเครื่องใช้ไฟฟ้าจะได้รับผลกระทบมากที่สุด

อย่างไรก็ดี ไทยมีโอกาสนในการขยายส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มสินค้าที่จีนขึ้นภาษีนำเข้ากับสหรัฐฯ ได้แก่ รถยนต์และอุปกรณ์ พลาสติก เคมีภัณฑ์ ผลไม้และถั่ว

แผนภาพที่ 51 : สินค้าที่ได้รับผลกระทบทางบวกและทางลบจากมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ

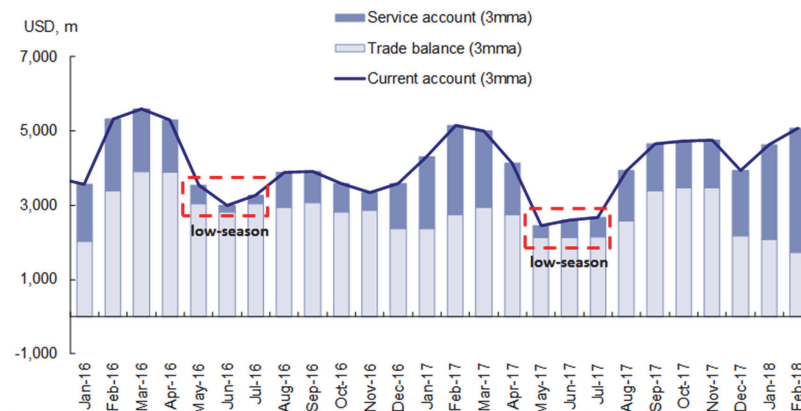
Products	Risk losing US GSP tax advantage	THB appreciation if Thailand is added to US currency manipulator list	Indirect effect from US tariff against Chinese products	Potential gains from China tariff against US products
Auto and parts		X	X	X
Computer and parts		X	X	
Rubber products	X	X	X	
Plastic		X		X
Integrated circuited		X	X	
Machinery and parts		X	X	
Chemical		X	X	X
Electrical appliances	X	X	X	
Nuts and Fruits		X		X
Iron and steel		X		
Optical		X		

Source: US Census Bureau, Trade Map, Bank of Thailand (BoT), Ministry of Commerce (MoC), The Office of the National Economic and Social Development Board (NESBD), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ดุลบัญชีเดินสะพัดในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้ามีแนวโน้มชะลอลงและส่งผลให้เงินบาทเริ่มมีแนวโน้มอ่อนค่า**

ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาดุลบริการที่เพิ่มขึ้นช่วยชดเชยดุลการค้าที่ลดลง ส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ในช่วงเดือน พ.ค.- ก.ค. ดุลบริการมีแนวโน้มที่จะลดลงจากปัจจัยฤดูกาลด้านการท่องเที่ยวที่จำนวนนักท่องเที่ยวมักจะลดลงในช่วงเดือนที่มีวันหยุดยาว (Low Season) และบริษัทในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งนิยมจ่ายเงินปันผลในเดือน เม.ย. ซึ่งนักลงทุนต่างชาติจะนำเงินปันผลออกไปนอกประเทศ ดุลบัญชีเดินสะพัดในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้าที่มีแนวโน้มชะลอลงจะเริ่มส่งผลให้เงินบาทกลับมาอ่อนค่า

แผนภาพที่ 52 :ดุลบริการมีแนวโน้มชะลอตัวในช่วงเดือน พ.ค.-ก.ค. จากปัจจัยฤดูกาลด้านการท่องเที่ยว



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

**กนง. ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP เป็น +4.1% เท่ากับที่เรคาด**

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ในปี 2018 จาก +3.9% YoY เป็น +4.1% YoY เท่ากับที่เรคาด โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักจากภาคส่งออกสะท้อนได้จากการปรับเพิ่มคาดการณ์มูลค่าส่งออกจาก +4.0% YoY เป็น +7.0% YoY ขณะเดียวกัน กนง. ปรับเพิ่มคาดการณ์การบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชนขึ้นมาเล็กน้อยและแสดงความกังวลต่อหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงจะยังกดดันให้การบริโภคภาคเอกชนฟื้นตัวช้า นอกจากนี้ กนง. ปรับลดอัตราเงินเฟ้อทั่วไปลงจาก +1.1% YoY เป็น +1.0% YoY ตามราคาอาหารสดที่ยังหดตัวต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 53 : กนง. ปรับเพิ่มประมาณการ GDP โดยมีการส่งออกและการท่องเที่ยวเป็นปัจจัยสนับสนุนหลัก

Economic Forecasts		2018F		2019F	
		BoT	BoT	TISCO ESU	BoT
		Dec'17	Mar'18		Mar'18
Real GDP	YoY (%)	3.9	4.1	4.1	4.1
Real Private Consumption	YoY (%)	3.1	3.3	3.4	3.3
Real Public Consumption	YoY (%)	3.2	2.9	2.8	3.3
Real Private Investment	YoY (%)	2.3	3.0	4.4	3.6
Real Public Investment	YoY (%)	9.0	9.5	9.6	3.4
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	4.0	7.0	7.0	3.6
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	7.5	11.5	10.8	5.4
Current Account Balance	US\$, bn	43.1	42.2	42.0	39.5
Current Account	% GDP	n.a	n.a	8.2	n.a
Headline Inflation	YoY (%)	1.1	1.0	1.1	1.2
Core Inflation	YoY (%)	0.8	0.7	0.6	0.8
Tourist Arrivals	million	37.3	37.6	38.3	39.0
Thai Baht - period end	Bt/USD	n.a	n.a	32.0	n.a
Policy rate - period end	%	n.a	n.a	1.5	n.a

Source: Bank of Thailand (BoT), 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 นันทปริดาวัฒน์

Economist

- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### วีระพันธ์ โรจน์รัฐกุล

Strategist

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

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

### สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

Research Assistant

- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : [wealth@tisco.co.th](mailto:wealth@tisco.co.th)

[www.tiscowealth.com](http://www.tiscowealth.com)

## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป  
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

### สาขาธนาคารเขตกรุงเทพฯ 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	: 02 673 7017
	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	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์	: 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2	: 02 416 0811
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกชัย ชั้น M	: 02 108 2998	เกสโก้โรดส์ พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เกสโก้โรดส์ รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315				
จันทร - ศุกร	สำนักงานใหญ่	: 02 633 7094	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	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141

### สาขาธนาคารเขตภูมิภาค

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	โลดส์โคราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนพิทักษ์ภูเก็ต หาดใหญ่	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

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