



TIPS

June
2018

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เราคาดว่า Bond Yield จะเริ่มทรงตัวที่ระดับ 3% ซึ่งจะช่วยหนุนให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้ในช่วงเดือน พ.ค. – มิ.ย.
- แต่ควรลงทุนอย่างระมัดระวังและรอจังหวะขายทำกำไรหาก Yield Curve มีแนวโน้ม Invert ในช่วงครึ่งปีหลัง
- เราแนะนำ Overweight (เพิ่มน้ำหนักการลงทุน) ในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นจีน ซึ่งมีปัจจัยบวกจากการลด RRR และการผ่อนคลายสภาพคล่อง

Contents

○ Executive Summary	3
○ Global Investment Strategy	4
Special Topic: อนาคต Bond Yield จะเริ่มทรงตัวที่ระดับ 3% ซึ่งจะช่วยหนุนให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้ในขณะนี้ แต่ควรลงทุนอย่างระมัดระวัง และรอจังหวะขายทำกำไรหาก Yield Curve มีแนวโน้ม Invert ในช่วงครึ่งปีหลัง	7
ตลาดหุ้น	13
ตลาดตราสารหนี้	15
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	17
○ Global Economic Insights	22
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	23
เศรษฐกิจยุโรป	28
เศรษฐกิจจีน	34
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	39
เศรษฐกิจไทย	43



TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสเรเตตตีวัฒน์
ซาร่า ผลพิบูลย์

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล
สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

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

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

Executive Summary

Bond Yield 10 ปี ของสหรัฐฯ พุ่งทะลุ 3.0% เป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2014 หลังความกังวลจากสงครามการค้าโลกเริ่มผ่อนคลาย ประกอบกับแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นตามราคาน้ำมัน มองไปข้างหน้า เราคาด Bond Yield สหรัฐฯ จะไม่พุ่งสูงขึ้นไปกว่านี้มากนัก และจะเริ่มทรงตัวที่ระดับประมาณ 3.0%

เราคาดว่าตลาดหุ้นจะเริ่มฟื้นตัวขึ้น หาก Bond Yield ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3% โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมของตลาดจาก Earning Yield Gap Model ซึ่งเราสมมติให้ Bond Yield เพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3% และ Earning Yield Gap ที่ 3% ซึ่งให้ค่า Forward P/E ที่เหมาะสมของดัชนี S&P500 ที่ 16.7 เท่า ซึ่งสูงกว่าระดับปัจจุบันที่ 16.2 เท่า

แม้การทรงตัวของ Bond Yield จะเป็นผลดีต่อตลาดหุ้นในระยะสั้น แต่การที่ Bond Yield ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ก็อาจทำให้ Yield Curve เริ่ม Invert ในช่วงต้นปี ซึ่งเป็นสัญญาณชี้ถึงความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession)

ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงและอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีหน้า อาจทำให้ตลาดหุ้น (ซึ่งจะเคลื่อนไหวสะท้อนการเกิดเหตุการณ์ล่วงหน้า) กลับมาผันผวนและมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งในช่วงปลายปีนี้ นอกจากนี้ในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ยังมีความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตามองอีกสองประการ ได้แก่ สภาพคล่องที่ลดลงจากการลด Balance Sheet ของ Fed และการยุติ QE ของ ECB และ ความเสี่ยงจากการเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย. ซึ่งพรรค Republican มีโอกาสสูญเสียเสียงข้างมากในทั้งสภานและสภาล่าง และอาจเป็นอุปสรรคต่อการขับเคลื่อนนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ รวมถึงอาจเป็นความเสี่ยงให้ ประธานาธิบดี Trump ถูกนำเข้ากระบวนการถอดถอน (Impeachment) ซึ่งทำให้นักลงทุนต้องลงทุนด้วยความระมัดระวังเป็นพิเศษ

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เราคาดว่า Bond Yield จะเริ่มทรงตัวที่ระดับ 3% ซึ่งจะช่วยหนุนให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้ในช่วงเดือน พ.ค. – มิ.ย.
- แต่ควรลงทุนอย่างระมัดระวังและรอจังหวะขายทำกำไรหาก Yield Curve มีแนวโน้ม Invert ในช่วงครึ่งปีหลัง
- เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นจีน ซึ่งมีปัจจัยบวกจากการลด RRR และการผ่อนคลายสภาพคล่อง

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,767	0.4%	0.0%	-2.2%	4.5%	0.7%	14.3%
Philippines PCOMP	7,886	4.7%	0.2%	-8.4%	-3.9%	-7.9%	1.2%
Indonesia JCI	5,838	-0.8%	-7.1%	-11.4%	-3.3%	-8.1%	3.4%
Singapore STI	3,540	-0.1%	1.2%	2.8%	6.0%	4.0%	9.7%
Malaysia KLCI	1,848	0.1%	-1.6%	0.5%	7.6%	2.9%	3.9%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	31,152	2.5%	2.8%	0.1%	7.4%	4.1%	23.0%
China H HSCEI	12,441	2.4%	3.6%	-0.8%	7.9%	6.2%	19.2%
MSCI China	94	1.5%	3.6%	-0.7%	5.7%	5.2%	32.7%
China CSI300	3,924	1.2%	3.0%	-1.1%	-4.4%	-2.6%	14.5%
Taiwan TWSE	10,875	1.7%	-0.7%	4.4%	2.4%	2.2%	8.4%
Korea KOSPI	2,448	0.2%	-0.4%	1.1%	-3.4%	-0.8%	6.6%
MSCI Korea	734	-0.3%	-1.0%	0.0%	-5.0%	-2.0%	8.6%
India SENSEX	35,544	0.9%	3.6%	4.5%	7.4%	4.4%	16.2%
MSCI India	1,258	-0.2%	0.8%	1.5%	3.5%	-0.5%	11.3%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,113	0.1%	4.7%	3.5%	2.9%	0.8%	4.5%
Japan TOPIX	1,802	1.6%	3.8%	3.7%	2.3%	-0.8%	13.8%
Japan Nikkei 225	22,754	1.5%	4.2%	4.8%	1.8%	0.0%	14.2%
Europe STOXX600	392	0.6%	3.9%	3.1%	1.9%	0.8%	-0.9%
Euro STOXX50	3,564	0.2%	3.6%	4.0%	0.0%	1.7%	-2.1%
US Dow Jones	24,706	1.4%	0.5%	-2.0%	5.3%	-0.1%	17.8%
US S&P500	2,711	1.5%	1.3%	-0.8%	4.9%	1.4%	12.9%
MSCI US REITs	1,066	-1.6%	1.7%	1.8%	-9.3%	-7.9%	-4.9%
J-REITs	1,726	0.1%	2.5%	3.7%	6.2%	3.8%	-1.3%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,723	2.1%	7.3%	5.9%	4.5%	0.5%	2.7%
Germany DAX	12,970	0.4%	4.7%	4.2%	-0.6%	0.4%	1.3%
France CAC 40	5,553	0.6%	4.5%	5.1%	4.1%	4.5%	2.7%
Switzerland SMI	8,994	0.2%	3.1%	0.1%	-1.7%	-4.1%	-1.5%
Portugal PSI 20	5,700	2.9%	4.5%	3.5%	8.1%	5.8%	9.7%
Spain IBEX 35	10,208	0.4%	4.5%	3.8%	1.2%	1.6%	-7.1%
Italy FTSE MIB	24,297	0.6%	4.1%	6.6%	9.4%	11.2%	11.5%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	85,130	2.6%	2.7%	0.7%	17.4%	11.4%	23.9%
Chile IPSA	5,711	1.2%	1.7%	1.6%	7.5%	2.6%	17.1%
Mexico MEXBO	46,259	-1.0%	-4.5%	-5.4%	-3.1%	-6.3%	-6.5%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	570	0.8%	0.3%	-1.2%	2.4%	0.0%	14.6%
MSCI Latin America	2,801	0.1%	-6.1%	-9.9%	2.3%	-1.0%	1.4%
MSCI All Country World	516	0.5%	0.7%	-1.2%	3.9%	0.6%	11.5%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	71.02	-0.2%	7.2%	15.1%	28.8%	17.5%	46.0%
Brent Spot	78.07	1.1%	9.3%	20.4%	27.2%	16.7%	51.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	7.05	0.98	1.85	3.89	0.83	0.60	4.06
Gold Spot	1292.77	-1.5%	-4.1%	-4.0%	1.0%	-0.8%	4.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2342.33	0.5%	1.2%	4.2%	4.9%	4.7%	9.1%
Bloomberg Agri Subindex	48.49	-0.7%	-0.1%	-0.8%	1.3%	2.1%	-6.4%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	274.03	0.0%	-0.9%	-0.6%	-0.3%	-0.6%	3.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.37	0.0%	-0.2%	0.1%	0.5%	0.4%	1.6%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	279.26	0.1%	-0.5%	-0.1%	0.7%	0.2%	2.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	355.58	-0.1%	-1.2%	-0.6%	-0.1%	-0.7%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	236.27	0.0%	-0.6%	-0.2%	0.4%	0.0%	2.5%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.50	4	14	9	7	8	0
2Y	1.63	3	24	23	19	16	7
5Y	2.03	3	19	18	11	18	-12
10Y	2.73	6	17	18	24	20	-5
Spread 10Y-2Y	110	3	-7	-5	5	3	-12
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	3.07	6	24	19	69	66	74
Japan 10Y	0.06	1	1	0	1	1	2
UK 10Y	1.52	7	8	-13	23	33	38
German 10Y	0.65	8	13	-12	27	22	23
Spain 10Y	1.36	4	12	-15	-19	-21	-27
Italy 10Y	1.95	9	16	-11	12	-6	-32
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	14.63	-0.1	-1.9	-4.8	2.9	3.6	4.0
Dollar index	93.26	0.2%	4.3%	4.7%	-0.7%	1.2%	-4.9%
USD/THB	32.15	0.1%	3.0%	2.7%	-2.3%	-1.3%	-6.8%
EUR/USD	1.18	-0.2%	-4.5%	-4.6%	0.5%	-1.5%	6.8%
GBP/USD	1.35	-0.4%	-5.7%	-3.7%	2.4%	-0.1%	4.5%
USD/JPY	110.27	0.6%	2.9%	3.8%	-2.3%	-2.1%	-2.6%
USD/CNY	6.38	0.1%	1.6%	0.6%	-3.7%	-2.0%	-7.5%
USD/CNH	6.37	0.1%	1.6%	1.1%	-4.0%	-2.2%	-7.4%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

5/16/2018

7:19:40 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาคาด Bond Yield 10 ปี เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับ 3.0% - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง - การปรับฐานทำให้เริ่มมี Upside เพิ่มขึ้น - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่อง - Valuation เริ่มแพงเมื่อเทียบกับภูมิภาค - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - นโยบายการเงินมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้นจนถึงไตรมาส 2 - ตลาดปรับฐานลงมาแรงถือเป็นโอกาสซื้อ - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - Fund Flow น่าจะไหลเข้าช่วงไตรมาส 1 จากดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่า - ได้ประโยชน์จากการเติบโตของหุ้นกลุ่ม Tech - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป - การปรับฐานทำให้ตลาดมี Upside เพิ่มขึ้น - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังคงอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผล - ผลประกอบการเติบโตแข็งแกร่ง รวมทั้งมีการเพิ่มอัตรการจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนตามมาตรการปฏิรูปธรรมาภิบาล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงการเมืองลดลงหลังการเลือกตั้งอิตาลี - แต่ยุโรปแข็งค่ากดดันกำไรบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> - กำไรยังถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าจะกดดันราคาทองคำ - ความเสี่ยงจากเกาหลีเหนือและเงินเฟ้อที่น่าจะทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 3 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้น - ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น Neutral โดยแนะนำให้ซื้อเพื่อขายทำกำไรในระยะสั้น
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดน้ำมันดิบโลกจะเผชิญกับภาวะอุปสงค์มากกว่าอุปทาน (Supply Deficit) ตลอดทั้งปี 2018 - สต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลงจนถึงต้นเดือน ก.ย. - ปรับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันดิบ WTI ขึ้น 5 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรล ทั้งในระยะ 3 เดือนข้างหน้า และ ณ สิ้นปี 2018 เป็น 70 และ 65 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรล ตามลำดับ - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs				<ul style="list-style-type: none"> - Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - การขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed มีความเสี่ยงที่จะกดดันราคาให้ลดลง - คงคำแนะนำ Underweight
J-REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - คงคำแนะนำ Underweight
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> - โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ Current Recommendation ■ Previous Recommendation

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

Special Topic: เราคาด Bond Yield จะเริ่มทรงตัวที่ระดับ 3% ซึ่งจะช่วยหนุนให้ตลาดหุ้นฟื้นตัวได้ในช่วงนี้ แต่ควรลงทุนอย่างระมัดระวังและรอจังหวะขายทำกำไรหาก Yield Curve มีแนวโน้ม Invert ในช่วงครึ่งปีหลัง

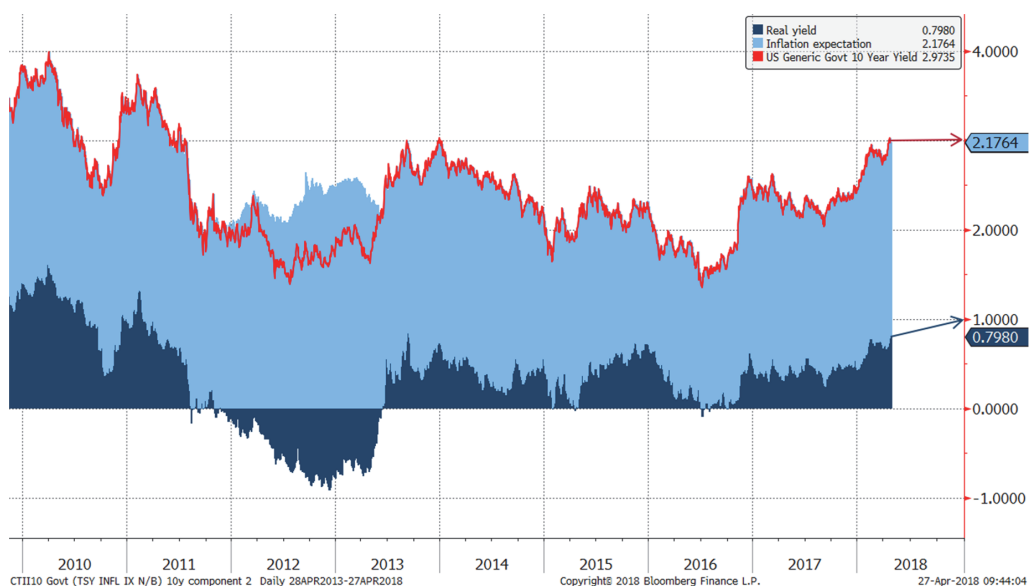
Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ พุ่งทะลุ 3.0% เป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2014 หลังความกังวลจากสงครามการค้าโลกเริ่มผ่อนคลาย ประกอบกับแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นตามราคาน้ำมัน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ Bond Yield พุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในที่ผ่านมา Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นส่งผลต่อเนื่องไปกดดันระดับ Valuation และทำให้ตลาดหุ้นเกิดการปรับฐานทั่วโลก ซึ่งเป็นประเด็นที่เราเตือนนักลงทุนมาตลอดตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว

เราคาด Bond Yield สหรัฐฯ จะทรงตัวที่ระดับประมาณ 3.0%

มองไปข้างหน้า เราคาด Bond Yield สหรัฐฯ จะไม่พุ่งสูงขึ้นไปกว่านี้มากนัก และจะเริ่มทรงตัวที่ระดับประมาณ 3.0% เนื่องจาก

1. เราประเมินว่า Bond Yield ที่ระดับประมาณ 3.0% ถือเป็นระดับที่เหมาะสมในปีนี้ โดยคาดว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Yield หรืออัตราผลตอบแทนของพันธบัตรชดเชยเงินเฟ้อ) ที่ก่อนหน้านี้ถูกกดดันจากมาตรการ QE ให้ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่า 1% มาโดยตลอดในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา จะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับประมาณ 1% ตามแนวโน้มการทยอยขึ้นดอกเบี้ยและลด QE ของธนาคารกลางหลักทั่วโลกในปีนี้ ในขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อของตลาด (Inflation Expectation) คาดว่าจะทรงตัวเท่ากับเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed ที่ 2% ซึ่งทั้งสองส่วนรวมกันจะทำให้ Bond Yield ที่เหมาะสมนั้นอยู่ที่ระดับประมาณ 3%

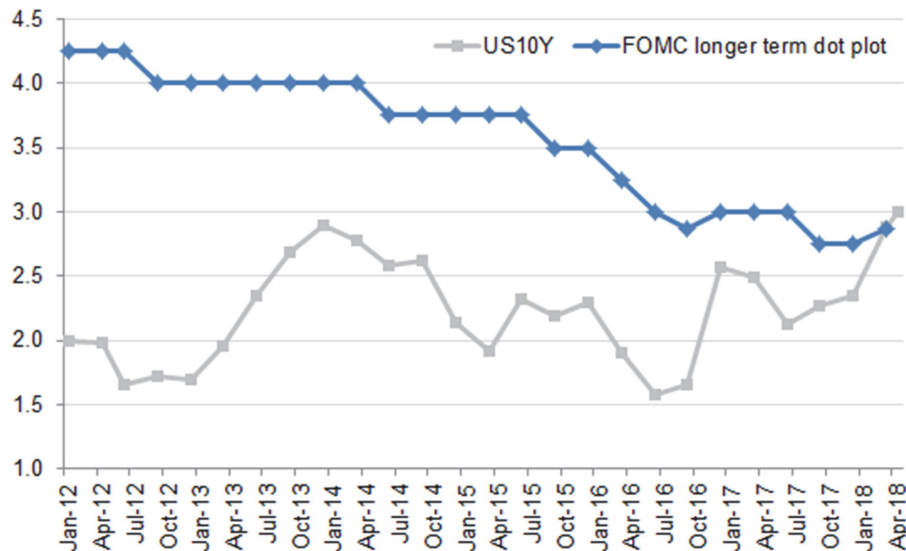
แผนภาพที่ 1 : เราประเมินว่า Bond Yield สหรัฐฯ ที่ระดับประมาณ 3.0% ถือเป็นระดับที่เหมาะสมในปีนี้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2. Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ซึ่งสะท้อนถึงคาดการณ์ของตลาดต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายในระยะยาว (Terminal Fed Funds Rate) ได้เพิ่มขึ้นมาอยู่สูงกว่าคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในระยะยาวของ Fed เป็นครั้งแรกในรอบหลายปี (FOMC Longer Run Dot Plot ซึ่งล่าสุดอยู่ที่ 2.875% ในการประชุมเดือน มี.ค.) ซึ่งชี้ว่าตลาดได้สะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว และน่าจะทำให้ Bond Yield ไม่เพิ่มขึ้นจากรดับนี้มากนัก

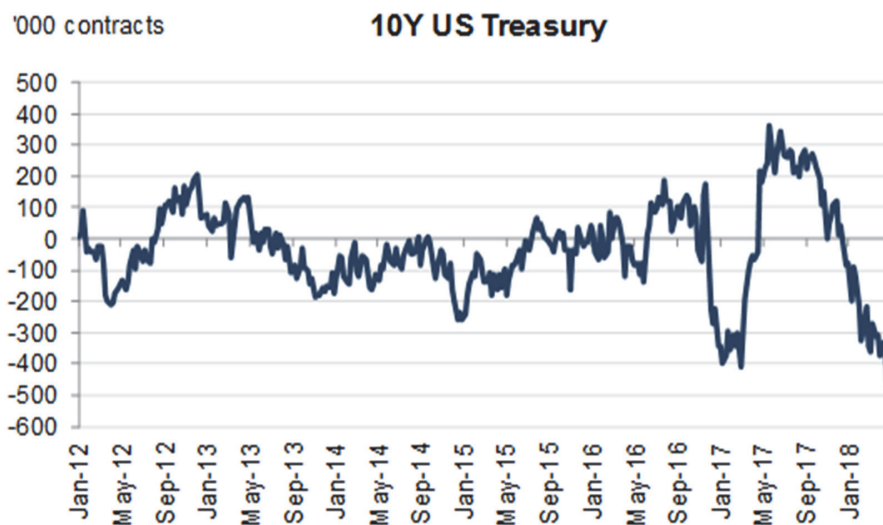
แผนภาพที่ 2: Bond Yield เพิ่มขึ้นมาอยู่สูงกว่า FOMC Longer Run Dot Plot เป็นครั้งแรกในรอบหลายปี ซึ่งชี้ว่าตลาดได้สะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3. สถานะการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (CFTC Commitment of Traders Report) ชี้ว่านักลงทุนในกลุ่ม Hedge Funds มีสถานะ Short พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ซึ่งสะท้อนว่ากลุ่มนักเก็งกำไรที่คาดว่า Bond Yield จะเพิ่มสูงขึ้นได้มีการ Take Position ไปหมดแล้ว (ด้วยการ Short พันธบัตร) ซึ่งน่าจะทำให้แรงขายในตลาดพันธบัตรเริ่มลดลง และแรงซื้อคืนจากนักเก็งกำไรเพื่อปิด Position ซึ่งจะช่วยชะลอการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ต่อจากนี้

แผนภาพที่ 3: สถานะการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้า ชี้ว่านักลงทุนในกลุ่ม Hedge Funds มีสถานะ Short พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์



Source: CFTC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นในระยะ 1-2 เดือนนี้

เราประเมิน Downside ของตลาดมีจำกัด และตลาดหุ้นจะเริ่มฟื้นตัวขึ้น หาก Bond Yield ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3% โดยเราประเมินมูลค่าเหมาะสมของตลาดจาก Earning Yield Gap Model ซึ่งเราสมมติให้ Bond Yield เพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3% และ Earning Yield Gap ที่ 3% ซึ่งให้ค่า Forward P/E ที่เหมาะสมของดัชนี S&P500 ที่ 16.7 เท่า ซึ่งสูงกว่าระดับปัจจุบันที่ 16.2 เท่า นอกจากนี้ ตลาดหุ้นยังมีปัจจัยบวกจากการทยอยประกาศผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 1 ซึ่งนักวิเคราะห์คาดว่าจะขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง ซึ่งก็น่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของตลาดได้ในขณะนี้

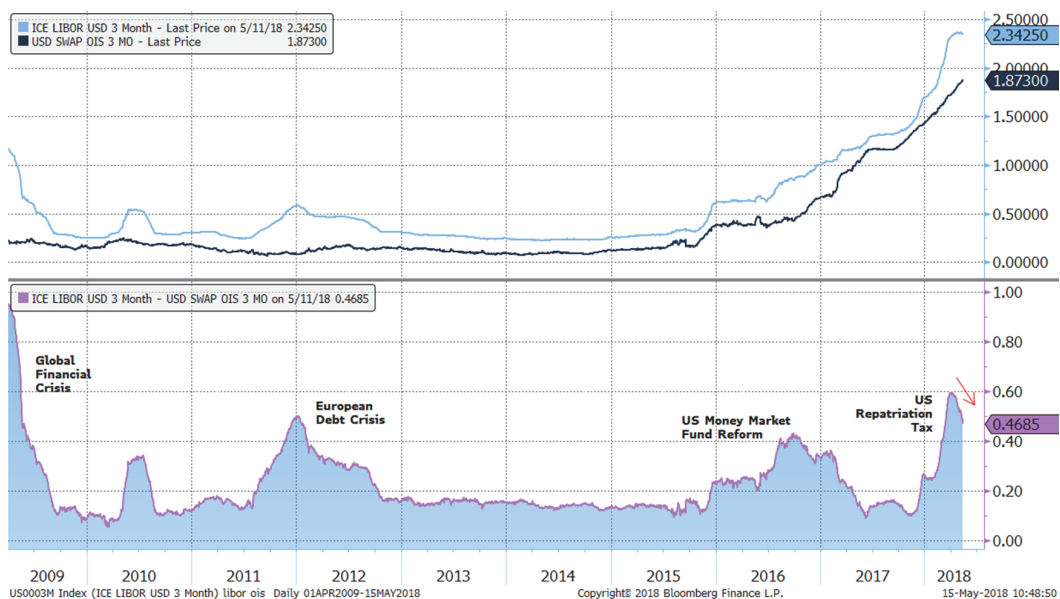
แผนภาพที่ 4 : Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบัน (S&P500 Forward PER = 16.2x) ได้สะท้อนผลกระทบจากการขึ้นดอกเบี้ยไปมากแล้ว (Fair Forward PER by Earning Yield Gap Model)

		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)

นอกจากนั้น ปัญหาสภาพคล่องซึ่งเป็นอีกหนึ่งปัจจัยกดดันตลาดหุ้นในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา ยังเริ่มมีสัญญาณผ่อนคลายลง (ดูรายละเอียดใน TISCO ESU Special issue: LIBOR พุ่งขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลก สะท้อนปัญหาสภาพคล่อง วันที่ 30 มี.ค. 2018) โดย LIBOR/OIS Spread ซึ่งสะท้อนถึงความตึงตัวของสภาพคล่องในตลาดเงินได้กลับมาลดลงตั้งแต่ช่วงต้นเดือน เม.ย.

แผนภาพที่ 5 : LIBOR/OIS Spread ซึ่งสะท้อนถึงความตึงตัวของสภาพคล่องในตลาดเงินกลับมาลดลงตั้งแต่ต้นเดือน เม.ย.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Yield Curve อาจ Invert ในช่วงปลายปีนี้-ต้นปีหน้า ซึ่งถึงความเสี่ยง Recession

แม้การทรงตัวของ Bond Yield จะเป็นผลดีต่อตลาดหุ้นในระยะสั้น แต่การที่ Bond Yield ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ก็อาจเป็นสัญญาณซึ่งถึงความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ได้

Yield Curve หรือส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและระยะสั้นของสหรัฐฯ นับเป็นสัญญาณสำคัญที่สะท้อนมุมมองของตลาดหุ้นต่อแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจในอนาคต ในภาวะปกติ Yield Curve จะมีลักษณะ “ชันขึ้น” คือพันธบัตรที่มีอายุมากกว่าจะให้ดอกเบี้ยสูงกว่าพันธบัตรระยะสั้น แต่เมื่อใดที่ Yield Curve มีลักษณะ “Invert” (ดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาว ต่ำกว่า ระยะสั้น) ก็จะเป็นสัญญาณว่าตลาดคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า (Bond Yield ระยะยาว ต่ำกว่าระยะสั้น ซึ่งว่าตลาดมองว่า Fed จะต้องลดดอกเบี้ยลงในอนาคต เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ)

ในปัจจุบัน Bond Yield ระยะสั้นอายุ 2 ปีอยู่ที่ระดับประมาณ 2.55% ในขณะที่ Bond Yield อายุ 10 ปีทรงตัวที่ 3% ซึ่งทำให้ความชันของ Yield Curve (Bond Yield 10 ปี ลบด้วย 2 ปี) อยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2007 ที่ 45 bps

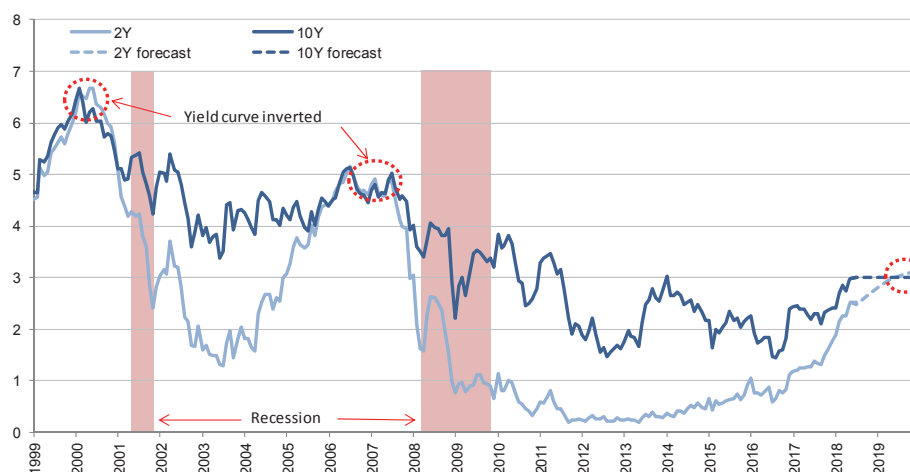
Bond Yield ระยะสั้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ซึ่งหากเป็นไปตามที่เราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยทุกไตรมาสๆ ละ 25 bps ไปจนถึงสิ้นปี 2019 Bond Yield อายุ 2 ปี ก็จะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 3% ในช่วงไตรมาส 1/2019 ซึ่งหาก Bond Yield อายุ 10 ปียังคงทรงตัวอยู่ที่ 3% ณ เวลานั้น ก็จะทำให้ Yield Curve เข้าสู่ภาวะ Invert ในช่วงต้นปี 2019

แผนภาพที่ 6 : เราคาด Bond Yield อายุ 2 ปี จะเพิ่มขึ้นถึงระดับ 3% ในช่วงไตรมาส 1/2019

	Policy rate forecast (midpoint)	2Y yield forecast
2Q18	1.63%	2.47%
3Q18	1.88%	2.66%
4Q18	2.13%	2.81%
1Q19	2.38%	2.94%
2Q19	2.63%	3.03%
3Q19	2.88%	3.09%
4Q19	3.13%	3.13%

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 7 : หาก Bond Yield อายุ 10 ปียังคงทรงตัวอยู่ที่ 3% ก็จะทำให้ Yield Curve เข้าสู่ภาวะ Invert ในช่วงต้นปี 2019



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในอดีตที่ผ่านมา การ Invert ของ Yield Curve สามารถพยากรณ์การเกิดขึ้นของ Recession ได้อย่างแม่นยำ และ Recession มักเกิดขึ้นในเวลา 15 เดือนโดยเฉลี่ยหลังจาก Yield Curve Invert ซึ่งหาก Yield Curve เริ่ม Invert ในช่วงไตรมาส 1/2019 ตามที่เราคาด เศรษฐกิจสหรัฐฯ ก็อาจมีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะ Recession ในช่วงต้นปี 2020

การ Invert ของ Yield Curve นับเป็นสัญญาณการสิ้นสุดของวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งก็มักเป็นสัญญาณของการ “จบรอบ” ของตลาดหุ้นขาขึ้น (Bull Market) ด้วยเช่นกัน ดังนั้น นักลงทุนควรจับตาดูความเคลื่อนไหวของ Yield Curve อย่างใกล้ชิด และควรพิจารณาลดสัดส่วนการลงทุนในหุ้นหาก Yield Curve เริ่ม Invert

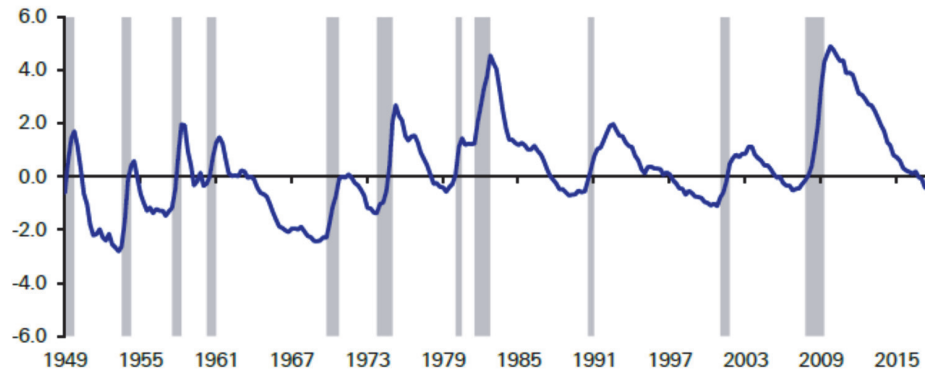
นอกจากการ Invert ของ Yield Curve แล้ว ข้อมูลในอดีตอื่นๆ ก็ยังชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงปลายปี 2019 ถึงต้นปี 2020 โดยจากการศึกษาของ Deutsche Bank พบว่า เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession หลังจากอัตราการว่างงานลดลงต่ำกว่าอัตราการจ้างงานเต็มที่ (NAIRU: Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) เป็นเวลา 36 เดือนโดยเฉลี่ย ซึ่งอัตราการว่างงานสหรัฐฯ ได้ลดลงต่ำกว่า NAIRU มาตั้งแต่เดือน ก.ย. 2016 ซึ่งชี้ว่า Recession จะเกิดในช่วงเดือน ก.ย. 2019 และอีกปัจจัยหนึ่งก็คือการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งในอดีตเศรษฐกิจมักเข้าสู่ภาวะถดถอยโดยใช้เวลา 33 เดือน (ค่ากลาง) หรือ 44 เดือน (ค่าเฉลี่ย) หลังจากที่ Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก ซึ่งหากเรานับว่า Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน ธ.ค. 2016 (ไม่นับเดือน ธ.ค. 2015 เนื่องจากขึ้นดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวแล้วหยุดไป 1 ปีเต็ม) เศรษฐกิจก็มีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะ Recession ในช่วง ก.ย. 2019 – พ.ย. 2020

แผนภาพ 8 : ข้อมูลในอดีตอื่นๆชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงปลายปี 2019 ถึงต้นปี 2020

Trigger	Occurred in	Time to recession	Recession prediction
Unemployment Falls Below NAIRU (non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)	Sept 2016	36 Months	Sept 2019
Fed Starts Raising Rates	Dec 2016 (Skip Dec 2015 Because One Time Hike)	33 Months (median) 41 Months (avg)	Sept 2019 May 2020
Yield Curve (2/10) Inverts	Not Yet. But 45bps Spread is Lowest since 2007. If 10Y Stays at 3%, Yield Curve is Expected to Invert in 1Q19.	15 Months	2Q20

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

แผนภาพที่ 9 : เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession หลังอัตราการว่างงานลดลงต่ำกว่าอัตราการจ้างงานเต็มที่เป็นเวลา 36 เดือนโดยเฉลี่ย (แกนตั้งแสดง Unemployment Rate – NAIRU, ส่วนที่แรเงาคือ Recession)



Source: Deutsche Bank

แผนภาพที่ 10 : เศรษฐกิจมักเข้าสู่ภาวะถดถอยโดยใช้เวลา 33 เดือน (ค่ากลาง) หรือ 41 เดือน (ค่าเฉลี่ย) หลังจาก Fed ขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก

Timing			Moves				Next Recession	
Start Date of Hike Cycle	End Date of Hike Cycle	Duration of Cycle (Months)	Start Level of Rates (Pre-Cycle)	First Hike Size	End Level of Rates	Total Amount of Hiking	Date of Next Recession	Time to Next Recession (Months)
15/04/1955	23/08/1957	28	1.50	0.25	3.50	2.00	Aug 57	28
12/09/1958	11/09/1959	12	1.75	0.25	4.00	2.25	Apr 60	19
17/07/1963	04/04/1969	69	3.00	0.50	6.00	3.00	Dec 69	77
01/03/1972	01/05/1974	26	3.50	2.00	13.00	9.50	Nov 73	20
01/12/1976	03/03/1980	39	4.75	1.13	20.00	15.25	Jan 80	37
07/08/1980	05/12/1980	4	9.50	0.50	20.00	10.50	Jul 81	11
02/05/1983	21/08/1984	15	8.50	1.13	11.75	3.25	Jul 90	86
16/12/1986	04/09/1987	9	5.88	0.12	7.25	1.37	Jul 90	43
29/03/1988	24/02/1989	11	6.50	0.25	9.75	3.25	Jul 90	28
04/02/1994	01/02/1995	12	3.00	0.25	6.00	3.00	Mar 01	85
30/06/1999	16/05/2000	11	4.75	0.25	6.50	1.75	Mar 01	21
30/06/2004	29/06/2006	24	1.00	0.25	5.25	4.25	Dec 07	42
Average		22	4.47	0.57	9.42	4.95		41
Median		14	4.13	0.25	6.88	3.13		33

Source: Deutsche Bank

ระว่างตลาดปรับฐานอีกครั้งในไตรมาส 4

ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงและอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีหน้า อาจทำให้ตลาดหุ้น (ซึ่งจะเคลื่อนไหวสะท้อนการเกิดเหตุการณ์ล่วงหน้า) กลับมาผันผวนและมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งในช่วงปลายปีนี้ นอกจากนี้ในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ยังมีความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตามองอีกสองประการได้แก่ สภาพคล่องที่ลดลงจากการลด Balance Sheet ของ Fed และการยุติ QE ของ ECB และ ความเสี่ยงจากการเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย. ซึ่งพรรค Republican มีโอกาสสูญเสียเสียงข้างมากในทั้งสภานและสภาล่าง และอาจเป็นอุปสรรคต่อการขับเคลื่อนนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ รวมถึงอาจเป็นความเสี่ยงให้ ประธานาธิบดี Trump ถูกนำเข้าสู่กระบวนการถอดถอน (Impeachment) ซึ่งทำให้นักลงทุนต้องลงทุนด้วยความระมัดระวังเป็นพิเศษ

ดังนั้นนักลงทุนควรจับตามองสัญญาณของความเสี่ยงในช่วงครึ่งปีหลังดังนี้

1. ความชันของ Yield Curve (10 ปี – 2 ปี) ซึ่งหากลดลงอย่างต่อเนื่องก็จะชี้ถึงความเสี่ยง Recession ในปีหน้า
2. Libor-OIS Spread ซึ่งหากกลับมาเพิ่มขึ้นก็จะสะท้อนถึงสภาพคล่องที่ตึงตัว
3. โพลสำรวจความนิยมของพรรค Republican ในการเลือกตั้ง Mid Term ของสหรัฐฯ (วันที่ 6 พ.ย.) ซึ่งหากพรรค Republican มีแนวโน้มที่จะสูญเสียเสียงข้างมากในสภา ก็อาจทำให้ตลาดหุ้นผันผวน

ตลาดหุ้น

ผลประกอบการไตรมาส 1/2018 ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ขยายตัวได้อย่างโดดเด่น และดีกว่าตลาดหุ้นยุโรป ขณะเดียวกันระดับ Valuation ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ดูน่าสนใจมากขึ้นในเชิงเปรียบเทียบ ดังนั้นเรายังคงแนะนำการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงินในสหรัฐฯ ที่จะได้รับประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน (Financial Deregulation)

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ : ผลประกอบการไตรมาส 1/2018 ออกมาอยู่ในเกณฑ์ดีมาก โดยกำไรเติบโตที่ระดับ +24%

ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ในช่วงไตรมาส 1/2018 ขยายตัวในเกณฑ์ดีมาก โดยเติบโตที่ระดับราว +24% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีที่แล้ว และขยายตัวได้ดีกว่าคาดในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม นำโดยบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน (Energy), การเงิน (Financials) และ เทคโนโลยีสารสนเทศ (Information Technology) มองไปข้างหน้า เราคาดว่าผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ จะเติบโตได้ดีในระดับราว +20% เฉลี่ยทั้งปีนี้

ปัจจัยหลักที่ส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทในดัชนี S&P 500 เติบโตได้อย่างโดดเด่น คือ 1) การลดภาษีนิติบุคคลจากนโยบายปฏิรูปภาษีของสหรัฐฯ ซึ่งทำให้บริษัทจดทะเบียนมีกำไรสุทธิหลังหักภาษีเพิ่มขึ้น 2) ราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวขึ้นเกินกว่า 65% ตั้งแต่กลางปีที่ผ่านมา ซึ่งส่งผลให้กำไรของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานเติบโตได้อย่างโดดเด่น และ 3) การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ซึ่งทำให้รายได้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Net Interest Margin: NIM) ของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 11 : (สหรัฐฯ) ผลประกอบการไตรมาส 1/2018 ออกมาอยู่ในเกณฑ์ดีมาก โดยกำไรเติบโตที่ระดับ +24%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ขณะที่ตลาดหุ้นยุโรป: แม้ผลประกอบการไตรมาส 1/2018 จะออกมาดีกว่าคาด แต่อยู่ในระดับต่ำที่ +4%

แม้ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี STOXX600 ในช่วงไตรมาส 1/2018 จะขยายตัวได้ดีกว่าการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่ระดับ +1% แต่เป็นการขยายตัวในระดับต่ำเพียง +4% โดยมีเพียงบริษัทในอุตสาหกรรมพลังงาน (Energy) และ เทคโนโลยีสารสนเทศ (Information Technology) ที่เติบโตได้ดีในไตรมาสที่ผ่านมา ขณะที่บริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน (Financials) ชะลอการเติบโตของกำไรมากที่สุด มองไปข้างหน้า เราคาดว่าผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในยุโรปจะขยายตัวได้ดีขึ้นใน 3 ไตรมาสที่เหลือของปีนี้ แต่จะขยายตัวในระดับเพียง 8% เฉลี่ยทั้งปีนี้

ปัจจัยหลักที่ส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทในดัชนี STOXX600 เติบโตในระดับต่ำ คือ 1) การแข็งค่าของเงินยูโร กดดันกำไรของบริษัทจดทะเบียน 2) สภาพอากาศที่หนาวกว่าปกติในเดือน ก.พ.-มี.ค. ส่งผลให้การผลิตและการบริโภคชะงักตัวลง ซึ่งคาดว่าเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว และ 3) ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่ยังคงอัตราดอกเบี้ยติดลบ กดดันกำไรของธนาคารพาณิชย์ในยุโรป

แผนภาพที่ 12 : (ยุโรป) ผลประกอบการไตรมาส 1/2018 ออกมาในระดับต่ำ โดยกำไรเติบโตที่ระดับเพียง +4%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

P/E Discount ของตลาดหุ้นยุโรป ลดลงต่ำสุดในรอบ 2 ปี และอยู่เหนือค่าเฉลี่ย 5 ปี

ตั้งแต่เดือน เม.ย. ดัชนี STOXX600 ปรับเพิ่มขึ้นราว 6% มากกว่าดัชนี S&P500 ซึ่งเพิ่มขึ้นราว 3% ทำให้ส่วนต่าง (Discount) ของค่า Forward P/E ระหว่างตลาดหุ้นยุโรป กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ ลดลงต่ำสุดในรอบ 2 ปี และอยู่เหนือค่าเฉลี่ย 5 ปี เรามองว่าการที่ P/E Discount ของดัชนี STOXX600 ลดลงอยู่ในระดับต่ำ ประกอบกับแนวโน้มการเติบโตของกำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ที่โดดเด่นกว่าตลาดหุ้นยุโรป ทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีความน่าสนใจในการลงทุนมากกว่า ซึ่งเรายังคงชอบหุ้นในกลุ่มการเงิน (Financials) ในสหรัฐฯ เนื่องจากกำไรที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน (Financial Deregulation)

แผนภาพที่ 13 : P/E Discount ของตลาดหุ้นยุโรป ลดลงต่ำสุดในรอบ 2 ปี และอยู่เหนือค่าเฉลี่ย 5 ปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

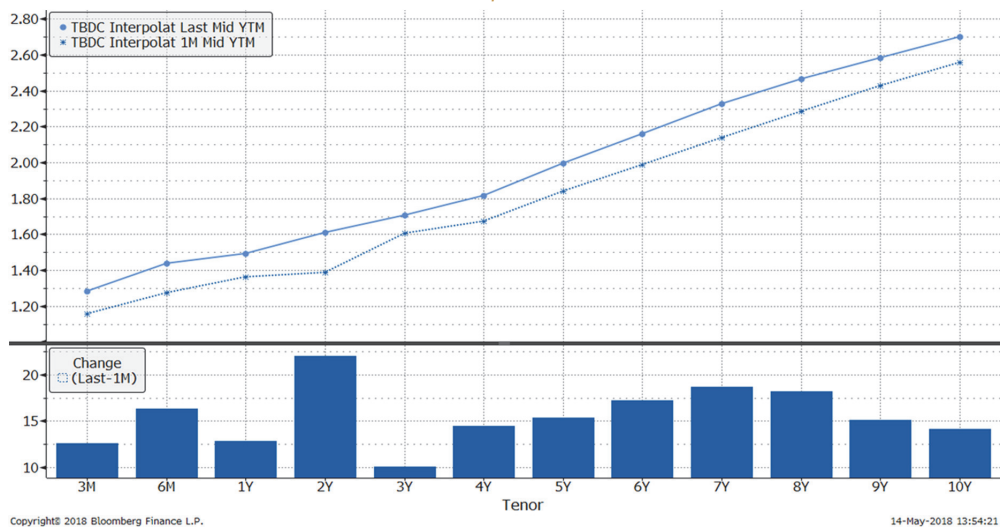
ตลาดตราสารหนี้

เราคงจำแนะนำ Underweight (ลดน้ำหนักการลงทุน) พันธบัตรรัฐบาลไทย เนื่องจาก 1) เรามองว่าเงินบาทที่แข็งค่าในช่วงที่ผ่านมาซึ่งเป็นแรงจูงใจให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาซื้อพันธบัตรไทย ได้แข็งค่าขึ้นทำจุดสูงสุดไปแล้ว โดยเราคาดเงินบาทจะอยู่ที่ระดับ 32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปีนี้ (vs. 32.1 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในปัจจุบัน) และ 2) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ได้หดแคบลงอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก ทำให้มีความเสี่ยงที่นักลงทุนต่างชาติจะเทขายพันธบัตรไทยต่อ และทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

Bond Yield ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

ผลตอบแทนพันธบัตรไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรอายุ 2 ปีที่ปรับเพิ่มขึ้นแรง 22bps โดยพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือนถึง 1 ปีปรับเพิ่มขึ้น 13-16bps พันธบัตรอายุ 3 ถึง 5 ปีเพิ่มขึ้น 10-15 bps พันธบัตรอายุ 6-9 ปี เพิ่มขึ้น 15-19bps ส่วนพันธบัตรอายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้น 14bps

แผนภาพที่ 14 : ผลตอบแทนพันธบัตรไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรอายุ 2 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 22bps

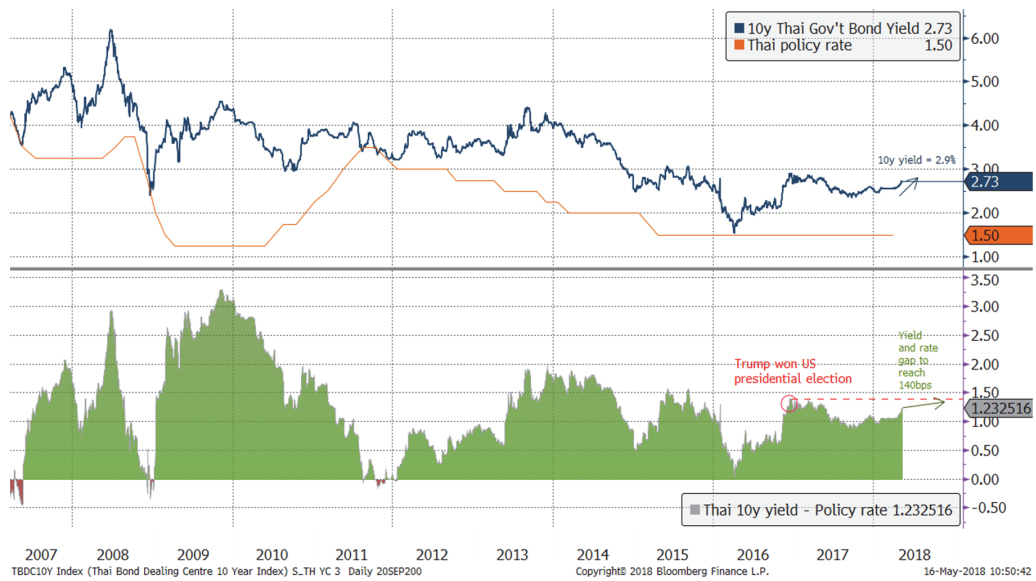


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมินว่า Bond Yield จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ ทำให้เราคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรไทยจะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ โดยเราประเมินว่าความชันของ Yield Curve ไทย (ส่วนต่างระหว่าง Yield พันธบัตร 10 ปี กับดอกเบี้ยนโยบาย) จะเพิ่มขึ้นเป็น 140bps ซึ่งเป็นระดับเดียวกับในช่วงหลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ซึ่งนาย Donald Trump ได้ชนะการเลือกตั้ง ส่งผลให้ตลาดคาดหวังนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของประธานาธิบดี Trump เช่น การปฏิรูปภาษี และการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ

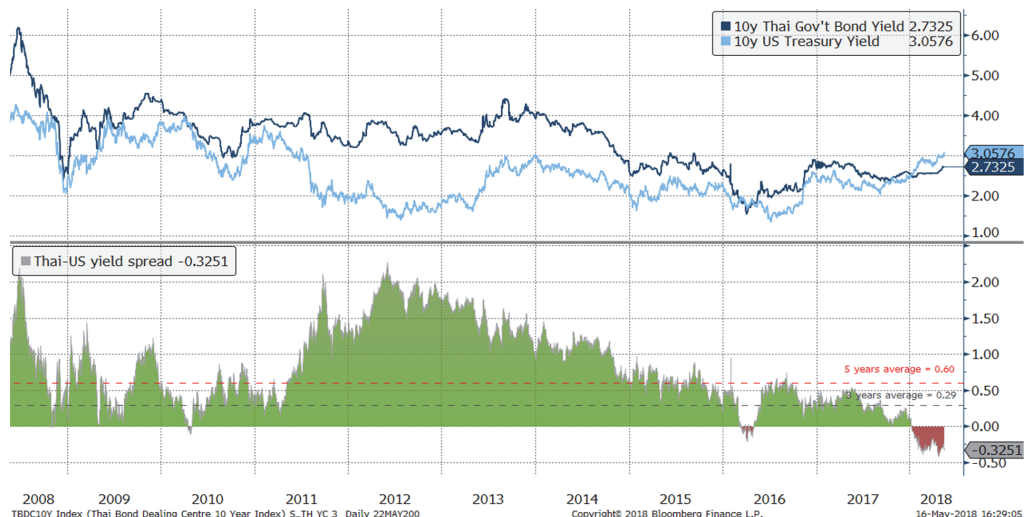
แผนภาพที่ 15 : เราคาด Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้



Source: Bloomberg

โดยเรามองว่าผลตอบแทนพันธบัตรไทยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อในระยะข้างหน้าเนื่องจาก 1) เรามองว่าเงินบาทที่แข็งค่าซึ่งเป็นปัจจัยดึงดูดให้นักลงทุนเข้ามาซื้อพันธบัตรไทยเป็นจำนวนมากในช่วงที่ผ่านมาได้แข็งค่าขึ้นทำจุดสูงสุดไปแล้ว โดยเราคาดเงินบาทจะอยู่ที่ระดับ 32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปีนี้ (vs. 32.1 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน) ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติลดการเข้าซื้อพันธบัตรไทย เนื่องจากมีความน่าสนใจลดลง และ 2) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยกับสหรัฐฯ ได้หดแคบลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก โดยปัจจุบันอยู่ที่ระดับ -0.23% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในรอบ 3 ปี และ 5 ปี (0.29% และ 0.60% ตามลำดับ) ทำให้เรามองว่าพันธบัตรไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่เรามองว่าผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จะทรงตัวอยู่ที่ 3% ในปีนี้

แผนภาพที่ 16 : ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนไทยกับสหรัฐฯ ได้อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยค่อนข้างมาก ทำให้เรามองว่า Bond Yield ไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

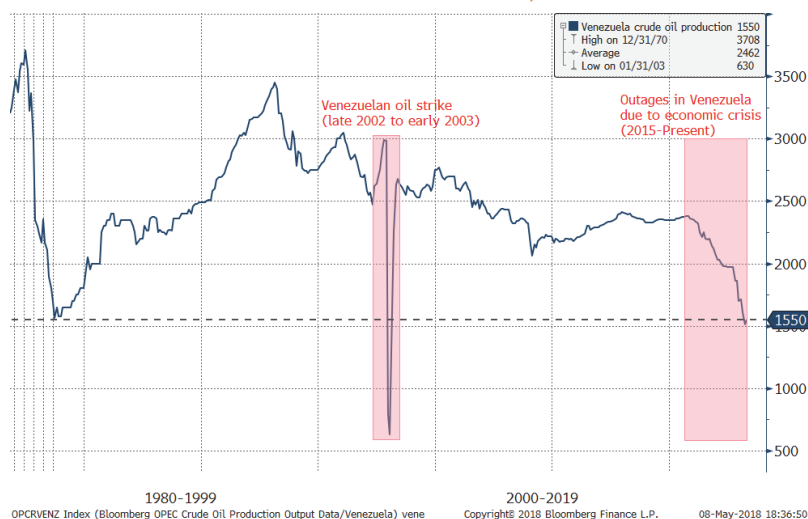
เราได้รับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันดิบ WTI ขึ้น 5 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ทั้งในระยะ 3 เดือนข้างหน้า และ ณ สิ้นปี 2018 เป็น 70 และ 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ตามลำดับ หลังสหรัฐฯ ได้ประกาศถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่าน ซึ่งจะส่งผลให้อุปทานน้ำมันดิบโลกตึงตัวมากขึ้นในระยะข้างหน้า ประกอบกับมุมมองที่ว่าตลาดน้ำมันดิบโลกจะเผชิญภาวะ Supply Deficit ตลอดทั้งปีนี้ สำหรับทองคำ เราแนะนำให้ซื้อเพื่อขายทำกำไรในระยะสั้นในช่วงที่ราคาปรับฐานลงมา เนื่องจากเรามองว่าราคาทองคำน่าจะกลับไปเพิ่มขึ้นจากความเสี่ยงทางการเมือง และเงินเฟ้อที่น่าจะทำจุดสูงสุดของปีนี้ในไตรมาส 3

ตั้งแต่ช่วงเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา ราคาน้ำมันดิบ WTI พุ่งขึ้นแรงเกินกว่า 10% และทะลุ 70 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2014 เนื่องจากอุปทานน้ำมันดิบโลกที่ตึงตัวขึ้น หลังปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในเวเนซุเอลาลดลงอย่างรวดเร็ว และสหรัฐฯ ได้ตัดสินใจถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่าน และเตรียมกลับมาใช้มาตรการคว่ำบาตรอิหร่านอีกครั้ง ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านลดลง และทำให้อุปทานน้ำมันดิบโลกตึงตัวยิ่งขึ้นมากกว่าเดิม โดยคาดว่าส่งผลกระทบต่อตลาดน้ำมันดิบในช่วงปลายปีนี้

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในเวเนซุเอลาลดลงต่อเนื่อง ส่งผลให้ตลาดน้ำมันดิบโลกตึงตัวมากขึ้น

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในเวเนซุเอลายังคงลดลงต่อเนื่องโดยลดลงราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน จากจุดสูงสุดในปี 2015 มาที่ระดับ 1.55 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน เม.ย. ต่ำสุดในรอบกว่า 60 ปี (ไม่นับช่วงปี 2002-2003 ซึ่งเป็นช่วงหยุดงานประท้วง) ส่งผลให้ตลาดน้ำมันดิบโลกตึงตัวมากกว่าที่คาด เนื่องด้วยปัญหาเศรษฐกิจภายในประเทศซึ่งดูท่าจะรุนแรงขึ้นเรื่อยๆ ทำให้บริษัทน้ำมันในเวเนซุเอลาขาดแคลนทั้งบุคลากรและเงินทุนในการลงทุน และซ่อมบำรุงแหล่งขุดเจาะน้ำมันและโรงกลั่น ยิ่งไปกว่านั้นเวเนซุเอลายังมีความเสี่ยงที่อาจถูกสหรัฐฯ ใช้มาตรการคว่ำบาตรต่ออุตสาหกรรมน้ำมัน โดยสหรัฐฯ อาจจำกัดการนำเข้าน้ำมันดิบ (Crude Oil) จากเวเนซุเอลา โดยล่าสุดทาง IEA ได้ประเมินว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของเวเนซุเอลาอาจลดลงสู่ระดับ 1.38 ล้านบาร์เรลต่อวัน ณ ปีสิ้นปีนี้ ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 70 ปี

แผนภาพที่ 17 : ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในเวเนซุเอลาลดลงต่อเนื่องมาที่ระดับ 1.55 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือนเม.ย. ต่ำสุดในรอบกว่า 60 ปี

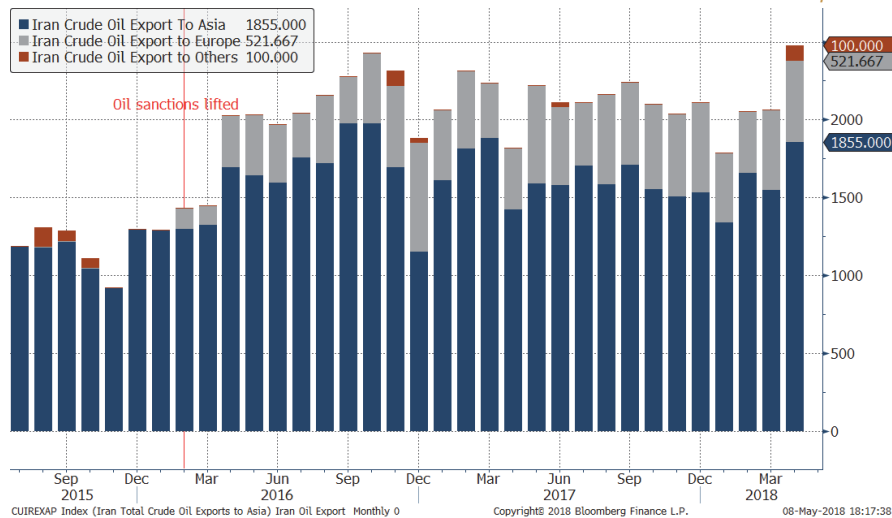


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สหรัฐฯ ตัดสินใจถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่าน และเตรียมกลับมาใช้มาตรการคว่ำบาตรอิหร่าน ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านลดลงราว 2-5 แสนบาร์เรลต่อวัน

ในวันที่ 8 พ.ค. ที่ผ่านมา ประธานาธิบดี Trump ประกาศว่าสหรัฐฯตัดสินใจถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่าน (Joint Comprehensive Plan of Action; JCPOA) และเตรียมกลับมาใช้มาตรการคว่ำบาตรอิหร่านอีกครั้ง ซึ่งคาดว่าจะเริ่มบังคับใช้ในอีก 180 วันหลังจากนี้ โดยเราประเมินว่า ในระยะสั้น การที่สหรัฐฯถอนตัวออกจากข้อตกลงจะไม่ส่งผลต่ออุปทานน้ำมันดิบในตลาดโลกมากนัก เนื่องจากสหรัฐฯไม่ได้มีการนำเข้าน้ำมันดิบจากอิหร่านโดยตรง แต่จะส่งผลกระทบต่อประเทศอื่นๆ ต้องลดการนำเข้าน้ำมันดิบจากอิหร่านลงเพื่อที่จะยังคงสามารถเข้าถึงตลาดการเงินของสหรัฐฯได้ โดยสหรัฐฯจะใช้เวลาในการปรับตัวและลดการนำเข้าน้ำมันดิบจากอิหร่านเป็นระยะเวลา 180 วัน ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลให้ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านลดลงราว 2-5 แสนบาร์เรลต่อวัน และจะส่งผลกระทบต่อตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงปลายปีนี้

แผนภาพที่ 18 : นับตั้งแต่ยกเลิกมาตรการคว่ำบาตรในปี 2015 ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านเพิ่มขึ้นราว 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งราวครึ่งหนึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นจากการส่งออกไปยังยุโรป



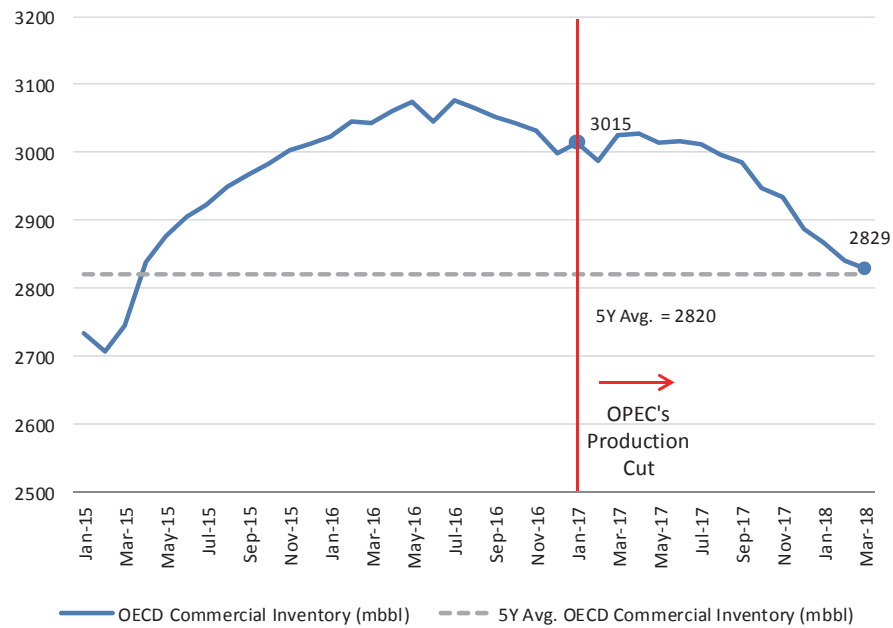
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จับตาการประชุม OPEC ในวันที่ 22 มิ.ย. ซึ่งคาดว่า OPEC จะคงข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันไปจนถึงสิ้นปีนี้ตามเดิม แม้ว่าอุปทานส่วนเกินในตลาดน้ำมันดิบโลกจะลดลงมาที่เป้าหมายเบื้องต้นของ OPEC แล้วก็ตาม

OPEC จะหารือถึงแนวทางการต่ออายุข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในการประชุมวันที่ 22 มิ.ย. นี้ โดยข้อตกลงลดปริมาณการผลิต ซึ่งมีผลบังคับใช้มาตั้งแต่ปลายปี 2016 ได้ส่งผลให้ปริมาณสต็อกน้ำมันดิบโลกลงไปทีระดับใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปีซึ่งเป็นเป้าหมายเบื้องต้นของทาง OPEC แล้ว ซึ่งทำให้หลายฝ่ายคาดว่า OPEC อาจตกลงเพิ่มปริมาณการผลิตในการประชุมดังกล่าว

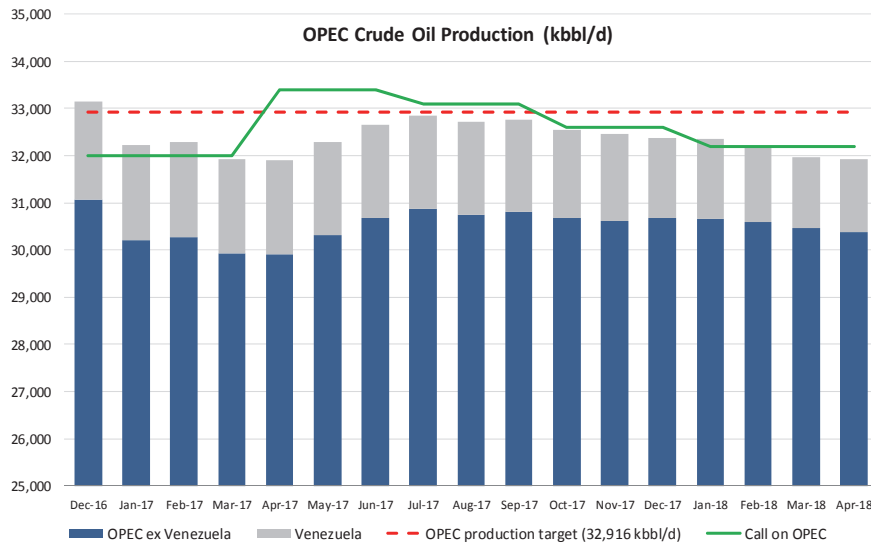
อย่างไรก็ตามเราคาดว่า OPEC จะคงข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันไปจนถึงสิ้นปีนี้ตามเดิม แม้จะบรรลุเป้าหมายที่เคยตั้งเอาไว้ เนื่องจากซาอุดีอาระเบียยังต้องการจะผลักดันราคาน้ำมันดิบให้ปรับตัวขึ้นต่อ โดยข้อมูลล่าสุดจากทาง IMF ได้ระบุว่าซาอุดีอาระเบียต้องการราคาน้ำมันดิบ Brent ที่ระดับ 88 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล (หากเทียบเป็นราคาน้ำมันดิบ WTI จะอยู่ที่ระดับราว 82 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล) เพื่อที่ทางรัฐบาลซาอุดีอาระเบียจะมีรายได้เพียงพอสำหรับงบประมาณการคลังของประเทศในปีนี้

แผนภาพที่ 19 : ปริมาณสต็อกน้ำมันดิบโลกปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว เข้าใกล้ระดับเป้าหมายเบื้องต้นของทาง OPEC



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

แผนที่ภาพ 20 : ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของ OPEC ลดลงต่อเนื่อง 7 เดือนติด เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในเวเนซุเอลาที่ลดลงอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง

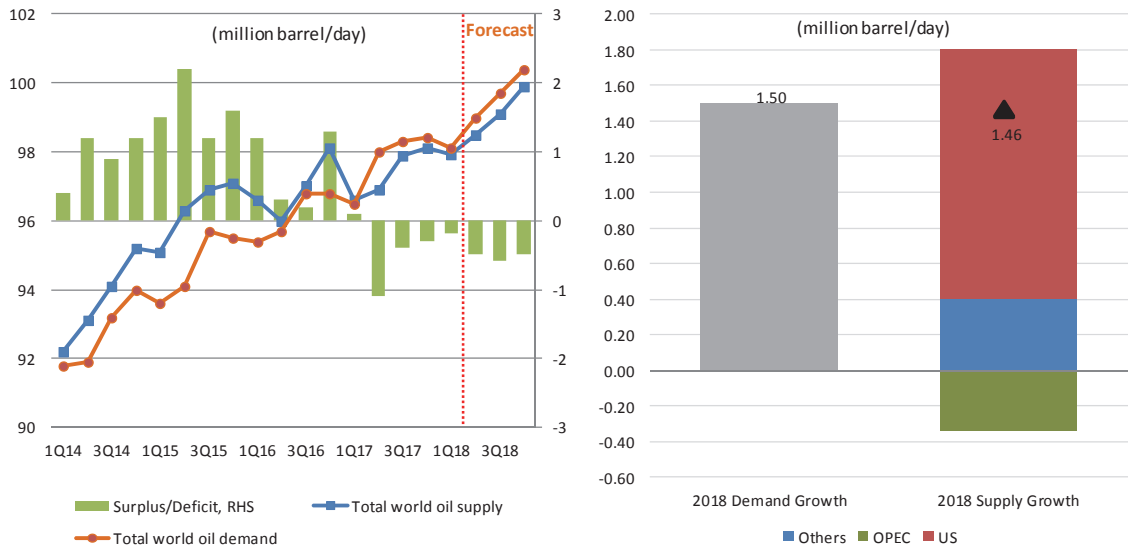


Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมินว่า ตลาดน้ำมันดิบโลกจะเผชิญกับภาวะขาดแคลน (Supply Deficit) ตลอดทั้งปี 2018

เราประเมินว่า ตลาดน้ำมันดิบโลกจะเผชิญกับภาวะอุปสงค์มากกว่าอุปทาน (Supply Deficit) ตลอดทั้งปี 2018 เนื่องจากอุปสงค์ที่จะเพิ่มขึ้นตามปัจจัยทางฤดูกาล และความต้องการน้ำมันจากประเทศจีน และอินเดียที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่อุปทานจะลดลงต่อเนื่อง เนื่องจาก OPEC มีแนวโน้มที่จะควบคุมปริมาณการผลิตน้ำมันดิบไปจนถึงสิ้นปี และภาวะ Supply Disruption ในเวเนซุเอลา และอิหร่าน

แผนภาพที่ 21 : ตลาดน้ำมันดิบโลกจะเผชิญกับภาวะ Supply Deficit ตลอดทั้งปี 2018



Source: EIA, IEA, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราปรับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันดิบ WTI ขึ้น 5 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล เป็น 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018

เราปรับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันดิบ WTI ขึ้น 5 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ทั้งในระยะ 3 เดือนข้างหน้า และ ณ สิ้นปี 2018 เป็น 70 และ 65 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ตามลำดับ หลังสหรัฐฯได้ประกาศถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่าน ซึ่งจะส่งผลให้อุปทานน้ำมันดิบโลกตึงตัวมากขึ้นในระยะข้างหน้า ประกอบกับมุมมองที่ว่าตลาดน้ำมันดิบโลกจะเผชิญภาวะ Supply Deficit ตลอดทั้งปีนี้

อย่างไรก็ตาม ในระยะ 3 เดือนข้างหน้า เรามองว่าราคาน้ำมันดิบจะผันผวนในกรอบ 68-72 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล เนื่องจากความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้นในตะวันออกกลางหลังสหรัฐฯถอนตัวออกจากข้อตกลงนิวเคลียร์อิหร่าน และความไม่ชัดเจนในแนวทางการดำเนินการของ OPEC ก่อนการประชุมในวันที่ 22 มิ.ย. ประกอบกับความต้องการน้ำมันในสหรัฐฯที่จะเพิ่มขึ้นในช่วง Driving Season เดือน มิ.ย. ถึง เดือน ส.ค.

ทองคำ

ราคาทองคำในเดือนที่ผ่านมาปรับฐานทะลุกรอบแนวรับของตั้งแต่ต้นปีที่ 1,310 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ มาอยู่ที่ 1,290 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ ตามแรงกดดันจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้นราว 3.8% ในเดือนที่ผ่านมา และ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นทะลุระดับ 3% หลังรายงานตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ออกมาแข็งแกร่ง ซึ่งจะกดดันให้ Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่คาดไว้ตาม Dot Plot ที่ทั้งหมด 3 ครั้งในปีนี้ และอีก 2 ครั้งในปีหน้า ทำให้ราคาทองคำปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 22 : ราคาทองคำลดลง ตามเงินดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้น และ Bond Yield ที่เพิ่มขึ้นทะลุระดับ 3%



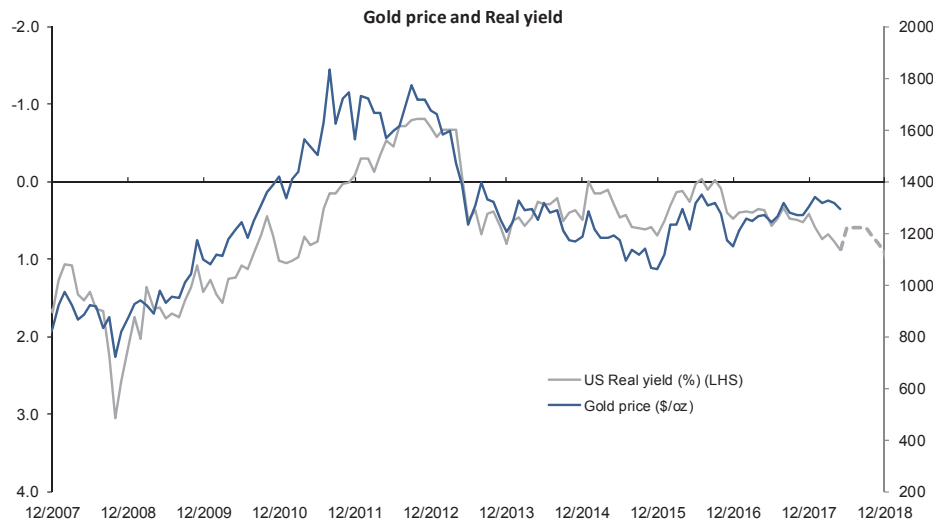
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราแนะนำให้ซื้อทองคำในระยะสั้นในขณะที่ราคาอยู่ต่ำกว่า 1,300 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์

เรามองว่าราคาทองคำมีโอกาสกลับมาเพิ่มขึ้นจาก 1) ความเสี่ยงทางการเมือง ซึ่งล่าสุดทางเกาหลีเหนือเชื่อว่า จะถอนตัวออกจากการพบกันระหว่างผู้นำสหรัฐฯ และเกาหลีเหนือในวันที่ 12 มิ.ย. นี้ หากสหรัฐฯยังคงกดดันให้ เกาหลีเหนือทิ้งโครงการพัฒนาอาวุธนิวเคลียร์เพียงฝ่ายเดียว และ 2) การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อสหรัฐฯ ซึ่งน่าจะทำจุดสูงสุดในช่วงไตรมาส 3 ซึ่งจะทำให้ราคาทองคำกลับมาเพิ่มขึ้นได้

อย่างไรก็ดีเรามองว่าตลอดปีนี้ ราคาทองคำน่าจะทรงตัวอยู่ในระดับ 1,280 ถึง 1,355 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ เนื่องจากราคาทองคำน่าจะยังคงถูกกดดันจากผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield) ที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงปลายปี ทำให้เราแนะนำให้ซื้อทองคำในระยะสั้น

แผนภาพที่ 23 : ราคาทองคำน่าจะทรงตัวอยู่ในระดับ 1,280 ถึง 1,355 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ ตามแรงกดดันจากผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield) ที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงปลายปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



Global Economic Insights

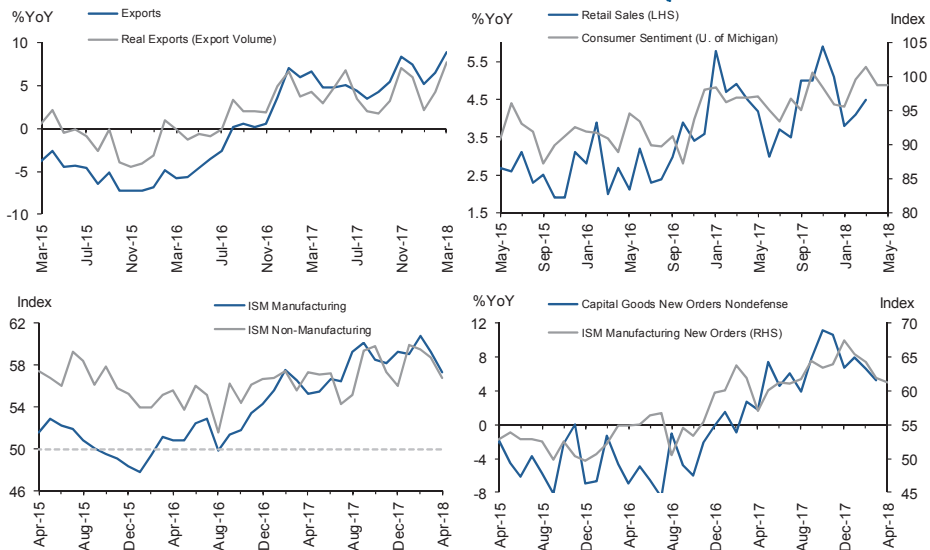
Key Recommendation

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ** ยังคงขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะภาคการส่งออกที่เร่งตัวขึ้น สำหรับการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ และสหรัฐฯ ได้ประกาศเลื่อนการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนออกไป หลังการเจรจามีความคืบหน้า ทั้งนี้เรคาดว่าค่าจ้างมีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้น ตามตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะกดดันให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น
- **เศรษฐกิจยุโรปในไตรมาส 1** ชะลอตัวลงเป็น +0.4% QoQ จาก +0.7% QoQ ในไตรมาสก่อน โดยเรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะกลับมาเร่งตัวขึ้นเป็น +0.6% QoQ จากการบริโภคและการลงทุนที่มีแนวโน้มขยายตัวดี ช่วยชดเชยภาคส่งออกที่อาจได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าและความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าสหรัฐฯ
- **เศรษฐกิจจีนในไตรมาส 2** มีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +6.6% YoY จาก +6.8% YoY ในไตรมาสก่อน โดยเรคาดทางการจะยังคงใช้นโยบายการเงินเข้มงวดเพื่อลดระดับหนี้ในระบบ ซึ่งจะกดดันการลงทุนและภาคการผลิตต่อไป ขณะที่ภาคส่งออกยังคงมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ
- **เศรษฐกิจญี่ปุ่นเริ่มกลับมาฟื้นตัวขึ้น** ในเดือนที่ผ่านมา ในภาคการส่งออกและการผลิต เรามองว่า BoJ จะไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินตลอดปีนี้ เนื่องจากเงินเฟ้อน่าจะทำจุดสูงสุดไปแล้วในเดือน ก.พ. ที่ +1.0% YoY และมีแนวโน้มลดลงต่อจากผลกระทบของเงินเยนที่แข็งค่า
- **เศรษฐกิจไทยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากภาคต่างประเทศ** แต่ปัจจัยในประเทศยังฟื้นตัวช้า โดยการบริโภคได้รับแรงกดดันจากหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงและรายได้เกษตรกรที่อยู่ในระดับต่ำ ในระยะถัดไปการลงทุนภาครัฐใน 2H18 มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นจากการทยอยประมูลโครงสร้างพื้นฐานใหม่หลายโครงการ ซึ่งจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและผลักดันให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้นตาม

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

ภาพรวมเศรษฐกิจยังคงขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะภาคการส่งออกที่เร่งตัวขึ้น ขณะที่ภาคการลงทุนและการผลิตชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ซึ่งเรามองว่าน่าจะเป็นเพียงชั่วคราวจากการเร่งลงทุนในช่วงปลายปีก่อน และน่าจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นในระยะข้างหน้าได้ สำหรับความคืบหน้าด้านการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ล่าสุดสหรัฐฯ ประกาศเลื่อนการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนออกไป หลังการเจรจามีความคืบหน้า ทั้งนี้เราคาดว่าค่าจ้างมีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้น ตามตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะกดดันให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น

แผนภาพที่ 24 : การส่งออกเร่งตัวแรง การบริโภคฟื้นตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนและการผลิตชะลอตัวลงต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออกเร่งตัวแรง การบริโภคฟื้นตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนและการผลิตชะลอตัวลงต่อเนื่อง

การส่งออกเร่งตัวขึ้น: มูลค่าส่งออก เดือน มี.ค. ขยายตัว +8.8%YoY เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากเดือนก่อนที่ +6.5% YoY หลังผลกระทบจากเทศกาลตรุษจีนในเดือน ม.ค. หดหายไป และทำให้บริษัทกลับมาดำเนินการตามปกติ ส่วนปริมาณการส่งออก (Exports Volume) เพิ่มขึ้นเป็น +7.6%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.2%YoY

การบริโภคฟื้นตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +4.5%YoY จากเดือนก่อนที่ +4.1%YoY ซึ่งการบริโภคน่าจะฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องได้ในระยะข้างหน้า ตามปัจจัยหนุนจากการลดภาษีส่วนบุคคล ขณะที่ผลสำรวจความเชื่อมั่นผู้บริโภค โดย U. of Michigan เดือน พ.ค. ทรงตัวที่ 98.8 จุด ใกล้เคียงกับระดับสูงสุดในรอบ 14 ปี และดีกว่าตลาดคาดที่ 98.3 จุด

การลงทุนชะลอตัวลงต่อเนื่อง: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุน เดือน มี.ค. ลดลงเป็น +5.5%YoY จากเดือนก่อนที่ +6.6%YoY นับเป็นการชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 โดยมาจากการชะลอตัวของยอดคำสั่งซื้อเครื่องจักร และเครื่องใช้ไฟฟ้า ซึ่งน่าจะชะลอตัวลงเพียงชั่วคราว หลังการเร่งซื้อในช่วงปลายปีก่อน

ในระยะข้างหน้าเรามองว่าการลงทุนน่าจะกลับมาขยายตัวได้ดีต่อ จากการปฏิรูปภาษี ที่ได้เอื้อให้บริษัทเร่งค่าใช้จ่ายด้านการลงทุน นอกจากนี้ผลสำรวจประจำครึ่งปีของ ISM ที่เปิดเผยในเดือน พ.ค. ระบุว่าผู้ประกอบการจะใช้จ่ายด้านการลงทุนในปี 2018 เพิ่มขึ้น 10% เมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งสูงกว่าผลสำรวจครั้งก่อนในเดือน ธ.ค. 2017 ที่ 2.7%

ภาคการผลิตชะลอตัวลงต่อเนื่อง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน เม.ค. ลดลง -2.0 จุด เป็น 57.3 จุด ซึ่งเป็นการปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 2 เดือนและต่ำกว่าตลาดคาดหวังที่ 58.5 จุด โดยมาจากการลดลงของยอดคำสั่งซื้อใหม่ การจ้างงาน และสินค้าคงคลัง อย่างไรก็ตามในระยะเวลาข้างหน้าเรามองว่าภาคการผลิตน่าจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นตามการลงทุน

สหรัฐฯ ประกาศเลื่อนการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนออกไป หลังการเจรจามีความคืบหน้า

ในวันที่ 20 พ.ค. จีนและสหรัฐฯ รายงานแถลงการเจรจาการค้าร่วมกัน (Joint Statement) เป็นครั้งแรก โดยในรายงานระบุว่าจีนจะลดยอดเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ ลง โดยจีนจะเพิ่มการนำเข้าสินค้าเกษตรและน้ำมันจากสหรัฐฯ มากขึ้น และจีนจะเพิ่มความเข้มงวดในกฎหมายลิขสิทธิ์ทางปัญญา (Intellectual Property) มากขึ้น ขณะที่ทางสหรัฐฯ ให้สัมภาษณ์ว่าจะเลื่อนการประกาศใช้มาตรการเก็บภาษีนำเข้ากับจีนออกไปก่อน

การออกแถลงการณ์ร่วมกันในการเจรจาการค้าร่วมกัน (Joint Statement) สะท้อนท่าทีที่ประนีประนอมมากขึ้น และน่าจะมีรายละเอียดมากขึ้นในการเจรจาต่อไป ซึ่งการลดยอดขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ และการเพิ่มความเข้มงวดในกฎหมายลิขสิทธิ์ทางปัญญาเป็นส่วนหนึ่งในข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ ในการเจรจาครั้งก่อนในวันที่ 3-5 พ.ค. ที่ทั้งสองฝ่ายมีข้อเรียกร้อง ดังนี้

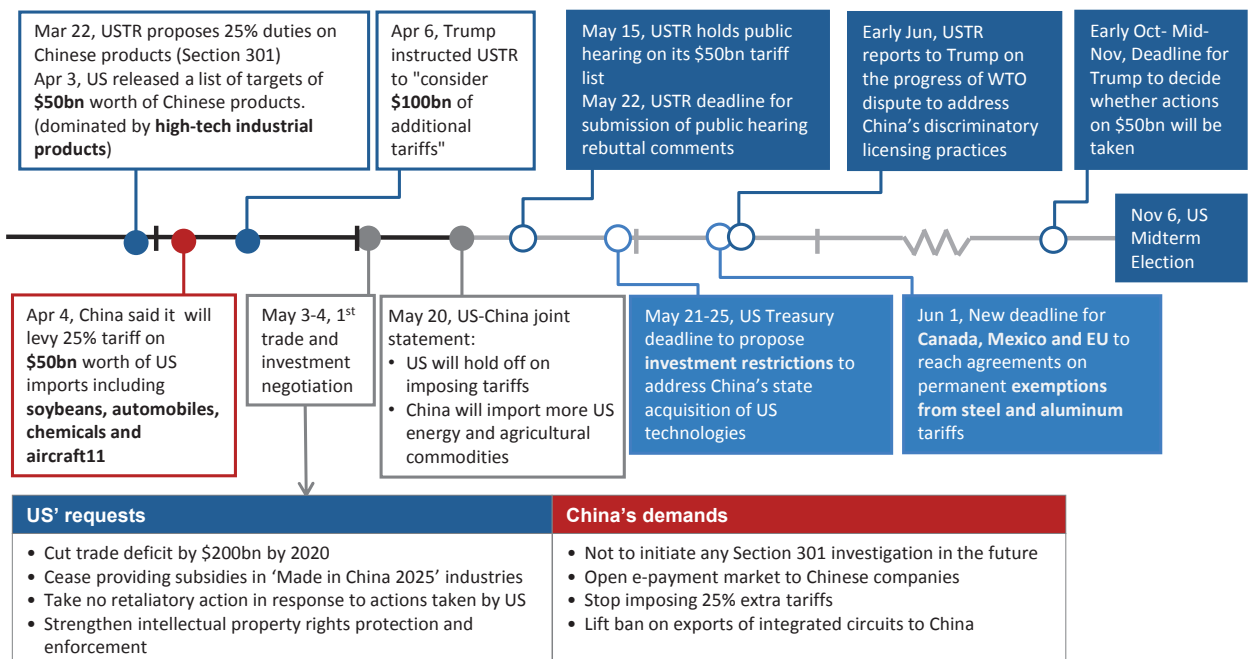
ฝั่งสหรัฐฯ ได้เรียกร้องให้จีน:

- ลดยอดเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ ลง 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในปี 2020 (จีนมียอดเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ 3.75 แสนล้านดอลลาร์ในปี 2017)
- เพิ่มความเข้มงวดในมาตรการเพื่อลดการละเมิดลิขสิทธิ์ทางปัญญา
- ยกเลิกการให้การช่วยเหลือของภาครัฐในกลุ่มเทคโนโลยีขั้นสูงตามโครงการ “Made in China 2025”
- ไม่ตอบโต้การเรียกเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ

ส่วนฝั่งจีนต้องการให้สหรัฐฯ:

- ยุติการตรวจสอบการเข้าซื้อกิจการ Tech. ในสหรัฐฯ
- ยกเลิกการจำกัดปริมาณการส่งออกแผงวงจรรวมไฟฟ้า (Integrated Circuit) ไปจีน
- ยกเลิกการเรียกเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพิ่มเติม 25% ที่สหรัฐฯ เตรียมประกาศใช้
- ไม่เข้าตรวจสอบการละเมิดทรัพย์สินทางปัญญาตามมาตรา 301 กับจีนอีกในอนาคต
- เปิดตลาดการจ่ายเงินผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์ (e-Payment) ให้กับบริษัทจีน

แผนภาพที่ 25 : สหรัฐฯ ประกาศเลื่อนการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนออกไป หลังการเจรจามีความคืบหน้า

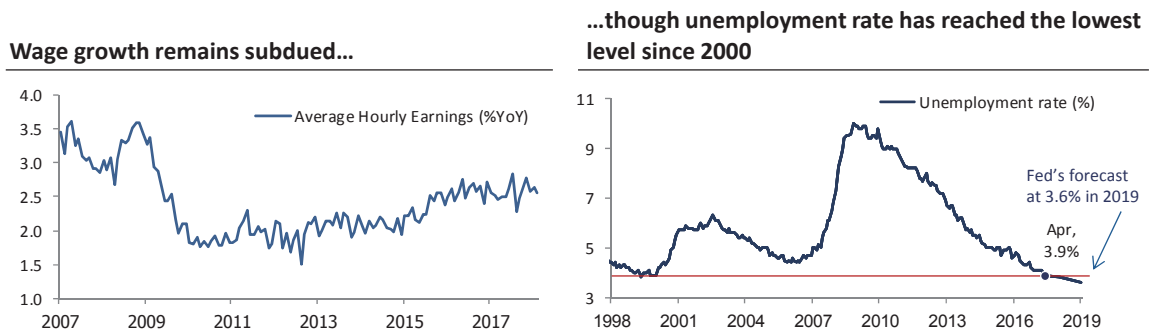


Source: Deutsche Bank, Reuters, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แรงงานกลับเข้าสู่ตลาดแรงงานมากขึ้น ทำให้ค่าจ้างยังไม่เร่งตัวขึ้น

อัตราว่างงาน (Unemployment Rate) ได้ลดลงจากสูงกว่า 9% ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 มาอยู่ที่ 3.9% ในเดือน เม.ย. 2018 ซึ่งต่ำกว่าระดับ 4.5% ที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มองว่าเป็นระดับที่ชี้ว่าตลาดแรงงานเข้าสู่การจ้างงานเต็มที่ (Full Employment) และนับว่าเป็นระดับต่ำสุดในรอบเกือบ 20 ปี แต่ค่าจ้าง (Average Hourly Earnings) ยังไม่ฟื้นตัวขึ้นเท่าที่ควร โดยก่อนวิกฤติเศรษฐกิจค่าจ้างขยายตัวราว 3.5%YoY สูงกว่าอัตราการขยายตัวของค่าจ้างในปัจจุบันที่ 2.6%YoY

แผนภาพที่ 26 : อัตราว่างงานลดลงมากตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 แต่ค่าจ้างยังไม่เร่งตัวขึ้น



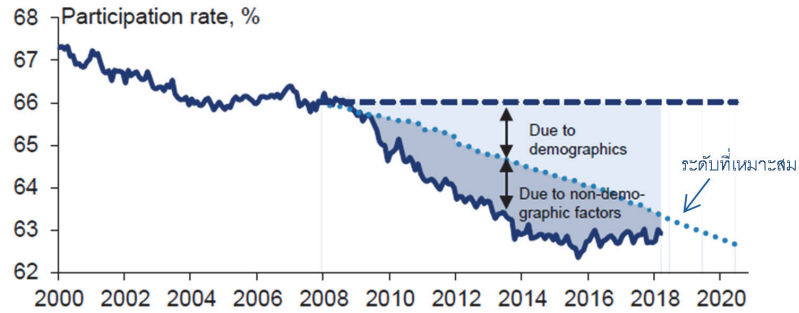
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่าค่าจ้างที่ยังไม่เร่งตัวขึ้น มีสาเหตุมาจากการกลับเข้าสู่ตลาดแรงงานของคนที่เคยหางานก่อนหน้านี้ (Labor Market Slack) ซึ่งอัตราว่างงานไม่ได้นับรวมคนที่ถอดใจเลิกหางานและออกจากตลาดแรงงานไป หรือคนที่ทำงาน Part-time ในระหว่างที่รอหางาน Full-time ทำให้อัตราว่างงานไม่สามารถอธิบายสภาพตลาดแรงงานได้ครบถ้วน ขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (Labor Force Participation Rate) และอัตราการว่างงาน (U-6: Unemployment rate) สะท้อนการกลับเข้าสู่ตลาดแรงงาน ทำให้อุปทานของตลาดแรงงานยังไม่ลดลงมากพอที่จะผลักดันให้ค่าจ้างเพิ่มขึ้น

โดยอัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน ได้ทรงตัวที่ 63% มาตั้งแต่ปี 2014 หลังจากที่ลดลงต่อเนื่องมาตั้งแต่หลังวิกฤติเศรษฐกิจที่ 66% ส่วนอัตราการว่างงาน (U-6: Unemployment Rate) ซึ่งนับแรงงานที่กว้างกว่าอัตราว่างงานปกติ โดยรวมคนว่างงานที่เลิกหางาน (Discouraged Workers) คนว่างงานที่เคยหางานทำ แต่ไม่ได้หางานทำในช่วง 4 สัปดาห์ก่อนการสำรวจ (Marginally Attached Workers) และผู้ที่กำลังทำงาน Part-time และต้องการทำงานเต็มเวลาเข้าไปด้วย โดยอัตราการว่างงาน (U-6) เดือน เม.ย. ได้ลดลงมาอยู่ที่ 7.8% ต่ำกว่าระดับก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี 2008 ที่ราว 8.0% เป็นครั้งแรก

อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานที่ขยับเข้าใกล้อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานที่เหมาะสมมากขึ้น และอัตราการว่างงาน (U-6) ที่ลดต่ำกว่าระดับก่อนวิกฤติ ซึ่งว่าจำนวนคนที่เหลือจะกลับเข้ามาในตลาดแรงงานมีจำกัด ทำให้เรามองว่าอุปทานในตลาดแรงงานมีแนวโน้มลดลงต่อ และน่าจะสามารถผลักดันให้ค่าจ้างขยายตัวเพิ่มขึ้นได้

แผนภาพที่ 27 : อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานขยับเข้าใกล้อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานที่เหมาะสมมากขึ้น

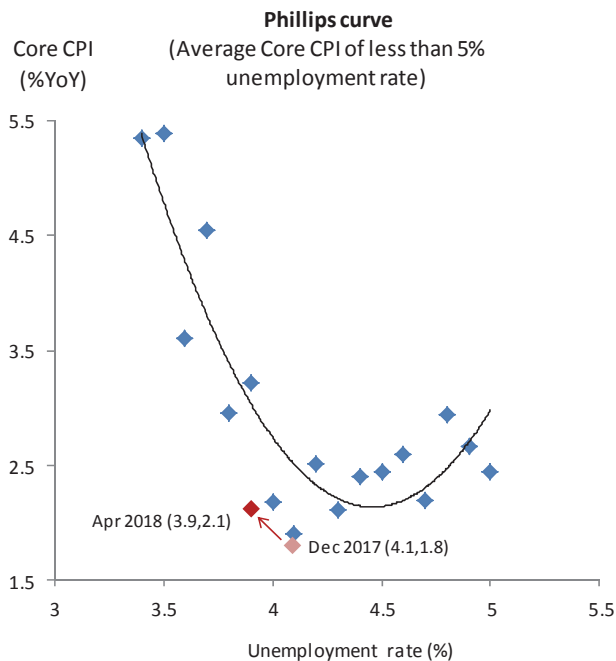


Source: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าจ้างที่เร่งตัวขึ้นจะผลักดันให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น

ตลาดแรงงานที่ตึงตัวมากขึ้น จะผลักดันให้ค่าจ้างเร่งตัวขึ้น และส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ โดยตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมาอัตราว่างงานได้ลดลงจาก 4.1% เป็น 3.9% และเงินเฟ้อซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารสดและน้ำมัน (Core CPI) ได้เร่งตัวขึ้นจาก +1.8%YoY เป็น +2.1%YoY ในเดือน เม.ย. สอดคล้องกับผลการศึกษาความสัมพันธ์เฉื่อยระหว่างตัวเลขอัตราว่างงาน และเงินเฟ้อ Core CPI ย้อนหลังตั้งแต่ปี 1960 ตาม Phillips Curve Model พบว่าเงินเฟ้อ Core CPI จะเร่งตัวขึ้นแรงหลังจากที่อัตราว่างงานลดลงต่ำกว่า 4%

แผนภาพที่ 28 : เงินเฟ้อ Core CPI จะเร่งตัวขึ้นแรงหลังจากที่อัตราว่างงานลดลงต่ำกว่า 4%

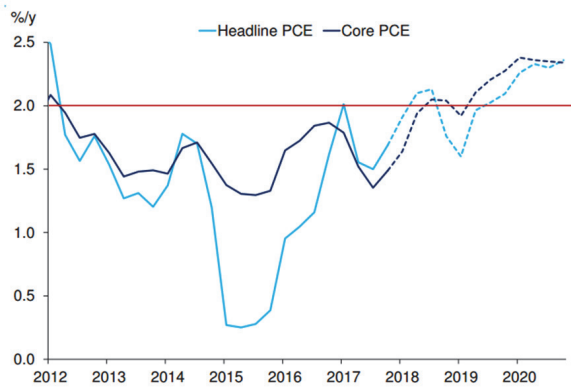


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

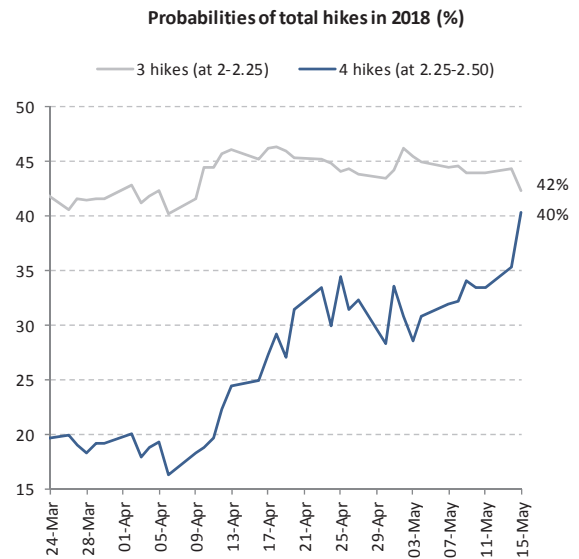
เราประเมินว่าอัตราว่างงานจะลดลงต่อเนื่องเป็น 3.4% ณ สิ้นปี 2018 และ 3.2% ณ สิ้นปี 2019 และทำให้เงินเฟ้อ Core PCE ที่ Fed ใช้เป็นเป้าหมายในการกำหนดทิศทางของนโยบายการเงินจะพุ่งขึ้นทะลุเป้าหมายที่ 2% ในปี 2019 ซึ่งจะกดดันให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น

เรามองว่า Fed น่าจะปรับ Dot Plot ขึ้น ในการประชุมครั้งต่อไปในเดือน มิ.ย. ซึ่งจะส่งสัญญาณว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยรวม 4 ครั้งในปีนี้ เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 3 ครั้ง โดยขณะนี้ตลาดได้เพิ่มความน่าจะเป็นที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้งมาเท่ากับความน่าจะเป็นที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้ง ที่ระดับ 40% หลังตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ออกมาดีต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 29 : เงินเฟ้อ Core PCE มีแนวโน้มพุ่งขึ้นทะลุเป้าหมายที่ 2% ของ Fed ในปี 2019



แผนภาพที่ 30 : ตลาดประเมินความเป็นไปได้ที่ Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้งเพิ่มขึ้นหลังตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ออกมาดีต่อเนื่อง



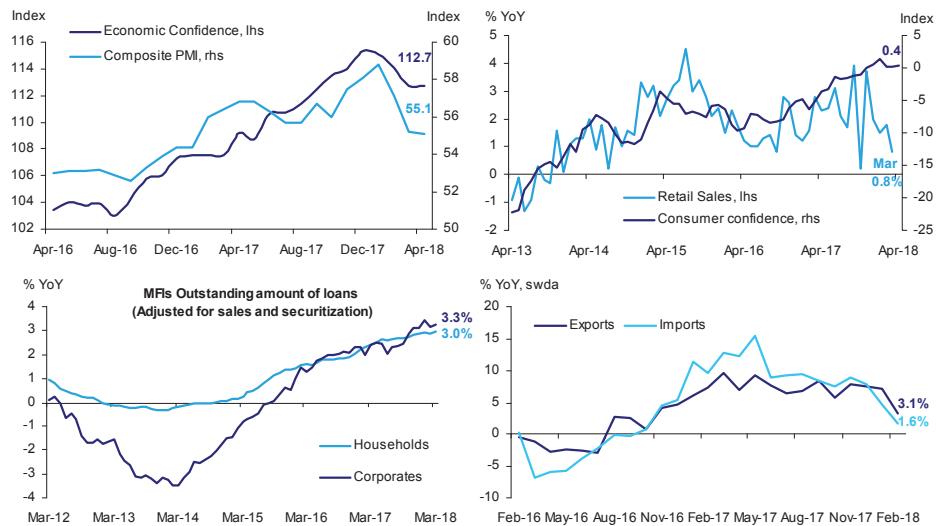
Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจไตรมาส 1 ชะลอตัวลงเป็น +0.4% QoQ จากที่ขยายตัวดี +0.7% QoQ ไตรมาสก่อน จากแรงกดดันของปัจจัยชั่วคราวอย่างสภาพอากาศและการเฉลิมฉลองเทศกาล Easter รวมถึงฐานที่สูงจากเศรษฐกิจไตรมาส 4/2017 ที่ขยายตัวดี

โดยเราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะกลับมาเร่งตัวขึ้นเป็น +0.6% QoQ จากการบริโภคและการลงทุนที่มีแนวโน้มขยายตัวดี ช่วยชดเชยภาคส่งออกที่อาจได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าและความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าสหรัฐฯ ด้านนโยบายการเงิน เรายังคงคาด ECB จะยุติมาตรการ QE ลั้นปีนี้ และจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกกลางปีหน้า

แผนภาพที่ 31 : ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMI ทรงตัวในเดือน เม.ย. ส่วนยอดค้าปลีกและภาคต่างประเทศชะลอตัวลง ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อเร่งตัวขึ้น



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

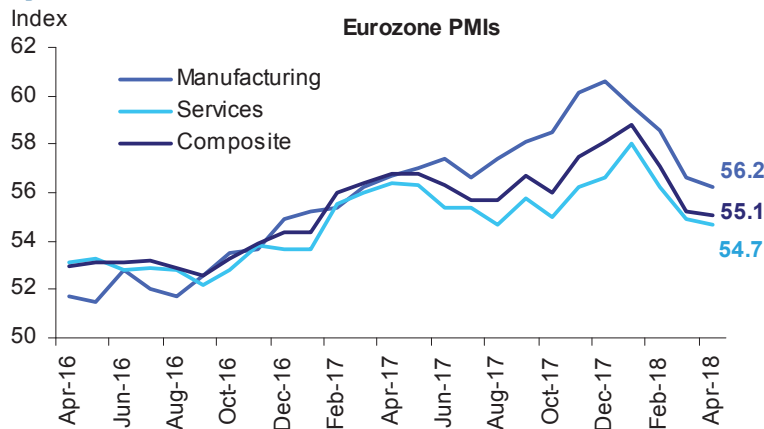
โมเมนตัมทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงในไตรมาส 1

เศรษฐกิจไตรมาส 1 ชะลอตัวลงเป็น +0.4% QoQ จากที่ขยายตัวดี +0.7% QoQ ในไตรมาสก่อน โดยส่วนหนึ่งน่าจะเป็นผลจากสภาพอากาศและการเฉลิมฉลองเทศกาล Easter ซึ่งเป็นปัจจัยชั่วคราว รวมถึงฐานที่สูงจากเศรษฐกิจไตรมาส 4/2017 โดยเราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะกลับมาเร่งตัวขึ้นเป็น +0.6% QoQ ตามดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ที่ออกมาทรงตัวอยู่ในระดับสูง หลังจากที่ได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในไตรมาส 1

ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน เม.ย. ทรงตัวที่ 112.7 จุด เท่ากับเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ 112.0 จุด โดยดัชนีทรงตัวหลังจากที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 3 เดือน ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น +0.4 จุด

ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน เม.ย. ปรับลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 55.1 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. 2017 จากทั้งภาคการผลิต (-0.4, 56.2 จุด) และภาคบริการ (-0.2, 54.7 จุด) ที่ปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 32 : ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) เดือน เม.ย. ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 55.1 จุด



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดปล่อยสินเชื่อเร่งตัวขึ้นในเดือน มี.ค. โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) เร่งตัวขึ้นเป็น +3.3% YoY จาก +3.2% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่สินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) เร่งตัวขึ้นเป็น +3.0% YoY จาก +2.9% YoY ในเดือนก่อน

เรามองว่าสินเชื่อมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ตามรายงานภาวะการปล่อยสินเชื่อของธนาคารกลางยุโรป (ECB's Bank Lending Survey) ไตรมาส 1 ซึ่งชี้ว่าธนาคารส่วนใหญ่จะผ่อนคลายเงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นในไตรมาส 2 นอกจากนี้ ธนาคารส่วนใหญ่มองว่าความต้องการขอสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 2 ตามปัจจัยสนับสนุน ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ, การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรที่เพิ่มขึ้นของภาคธุรกิจ, การใช้จ่ายในกลุ่มสินค้าคงทนที่เพิ่มขึ้น และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง

ยอดปล่อยสินเชื่อที่ขยายตัวดีจะช่วยสนับสนุนการบริโภคและการลงทุนในระยะข้างหน้า ซึ่งเรามองว่าจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีนี้ ช่วยชดเชยภาคส่งออกซึ่งได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรแข็งค่าและความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น +0.8% YoY ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค.2017 จากที่ขยายตัว +1.8% YoY ในเดือนก่อน โดยเรามองว่าเป็นผลจากปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น เช่น สภาพอากาศที่หนาวกว่าปกติในเดือน ก.พ.- มี.ค. ส่งผลให้ผู้บริโภคไม่ออกมาใช้จ่าย แต่คาดว่าจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า เนื่องจากปัจจัยสนับสนุนการบริโภคนั้นยังอยู่ในระดับที่ดี เช่น ตลาดแรงงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง (อัตราการว่างงานเดือน มี.ค. อยู่ที่ 8.5%) ซึ่งจะช่วยผลักดันให้อัตราค่าจ้างเพิ่มขึ้น, ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง และอัตราเงินเฟ้อที่ยังขยายตัวในระดับต่ำ

ส่วนภาคต่างประเทศชะลอตัวลงต่อในเดือน 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

เรามองว่าส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าจากเงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากนับตั้งแต่ปลายปีก่อน และความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งอาจบานปลายจนเกิดเป็นสงครามการค้า โดยดัชนีชี้วัดภาคส่งออก เช่น IFO Export Expectations เดือน เม.ย. ได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง 5 เดือน สู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 1 ปีที่ 15.6 จุด และดัชนี PMI New Export Orders เดือน เม.ย. ที่ลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 17 เดือน

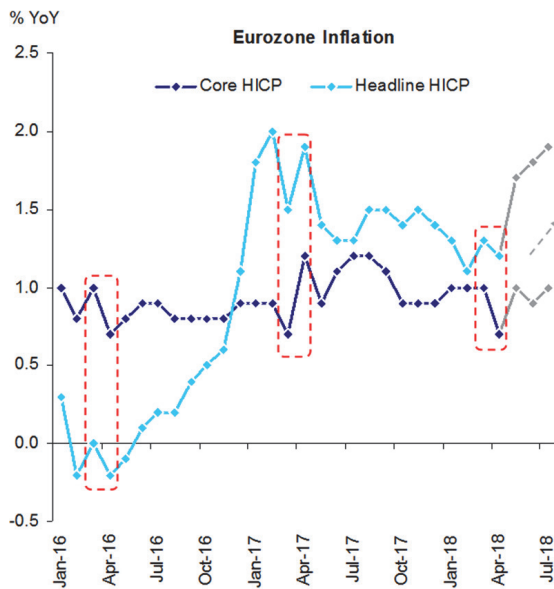
เงินเพื่อเดือน เม.ย. จะลดตัวลงมากกว่าคาดจากปัจจัยชั่วคราวแต่จะกลับมาเร่งตัวขึ้นในเดือนถัดไป ซึ่งจะยังคงสนับสนุนให้ ECB ยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้

เงินเพื่อทั่วไป (Headline HICP) เดือน เม.ย. จะลดตัวลงเป็น +1.2% YoY จาก +1.3% YoY ในเดือนก่อน และที่ตลาดคาด ส่วนเงินเพื่อพื้นฐาน (Core CPI) จะลดตัวลงค่อนข้างมากเป็น +0.7% YoY จาก +1.0% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการลดลงต่ำสุดในรอบ 13 เดือน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +0.9% YoY

เงินเพื่อที่ขยายตัวต่ำกว่าคาดนี้ มีสาเหตุหลักมาจากปัจจัยชั่วคราวจากการเหลื่อมเดือนของเทศกาลวันหยุด Easter ที่อยู่ในเดือน เม.ย. ในปีก่อน (vs. อยู่ในเดือน มี.ค.ปีนี้) ส่งผลให้ฐานราคาในภาคบริการที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวเพิ่มสูงขึ้นในเดือน เม.ย.ปีก่อน โดยเรามองว่าเงินเพื่อจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในเดือนถัดไป (คาดเงินเพื่อทั่วไปจะขยายตัวเฉลี่ยที่ 1.6% YoY ในปีนี้) ตามต้นทุนราคาสินค้าในประเทศที่สูงขึ้น เช่น ราคาน้ำมันได้ปรับตัวสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับปีก่อน (ราคาน้ำมันปรับเพิ่มขึ้นราว 10% นับตั้งแต่ต้นปี) และอัตราค่าจ้างที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นตามตลาดแรงงานที่ฟื้นตัว ซึ่งจะยังคงสนับสนุนให้ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ยุติมาตรการ QE ในเดือน ธ.ค.

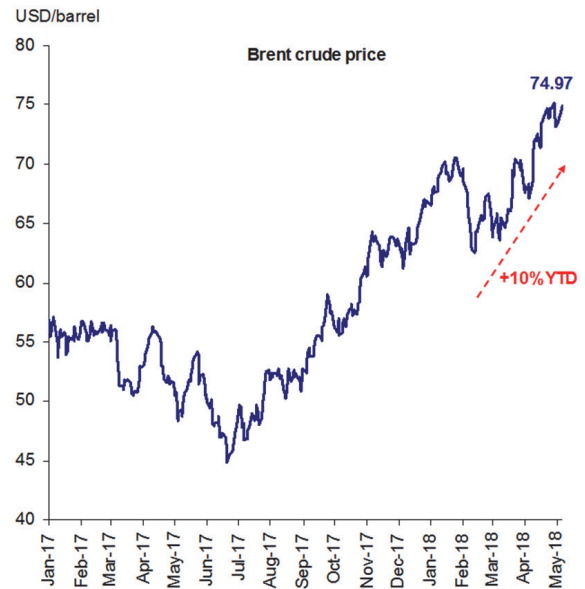
อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจไตรมาส 1 ที่อ่อนกำลังลง (+0.4% QoQ vs.+0.7% ไตรมาสก่อน) และเงินเพื่อเดือน เม.ย.ที่ขยายตัวต่ำกว่าคาด ทำให้เรามองว่า ECB จะชะลอการประกาศลด QE ออกไปเป็นในการประชุมวันที่ 26 ก.ค. (จากเดิมที่คาดจะประกาศในเดือน มิ.ย.) เพื่อประเมินสถานการณ์จากประมาณการเศรษฐกิจฉบับใหม่ที่จะออกในการประชุมวันที่ 14 มิ.ย.

แผนภาพที่ 33 : เงินเพื่อเดือน เม.ย.จะลดตัวลงมากกว่าคาดจากการเหลื่อมเดือนของเทศกาล Easter



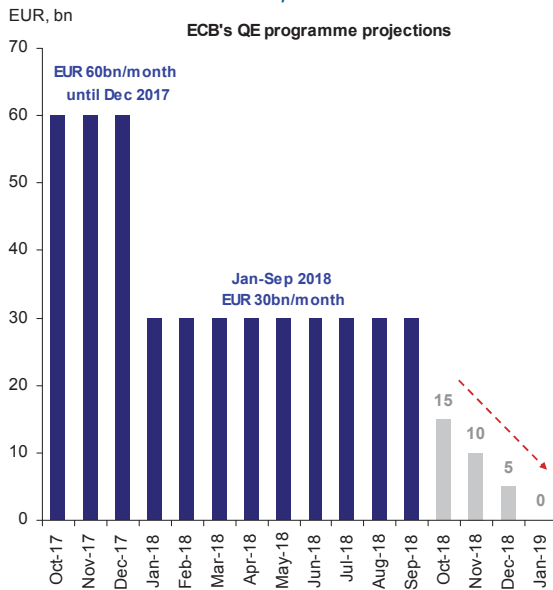
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 34 : ราคาคงเงินเพื่อจะเร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า ตามแรงกดดันของต้นทุนราคาสินค้าในประเทศที่สูงขึ้น

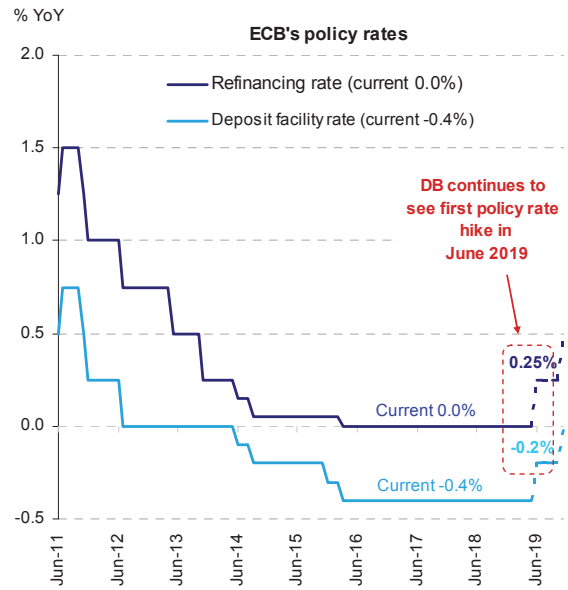


โดยเรายังคงคาด ECB จะประกาศชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE Tapering) ในไตรมาส 4 และยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้ ส่วนอัตราดอกเบี้ย เราคาด ECB จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน มิ.ย. 2019 โดยจะปรับ Deposit Rate ขึ้น +20bps เป็น -0.2% และปรับ Refinancing Rate ขึ้น +25bps เป็น 0.25% และคาดจะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งสองตัวทุก 6 เดือนหลังจากนั้น

แผนภาพที่ 35 : เราคาด ECB จะทยอยลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ในไตรมาส 4 และยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้...



แผนภาพที่ 36 : ...และยังคงคาด ECB จะปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน มิ.ย. 2019

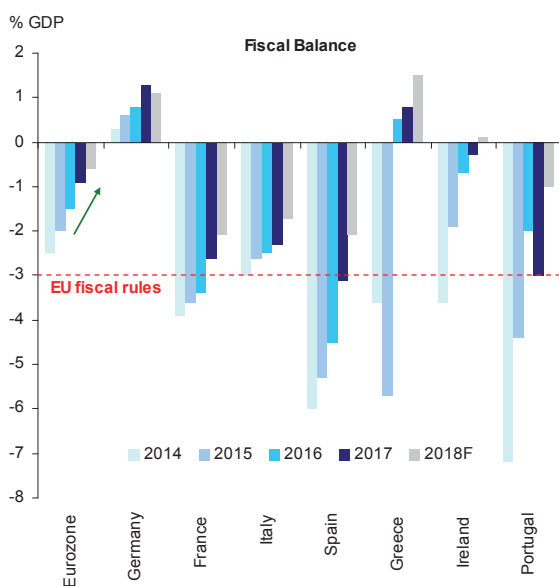


Source: Bloomberg, ECB, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

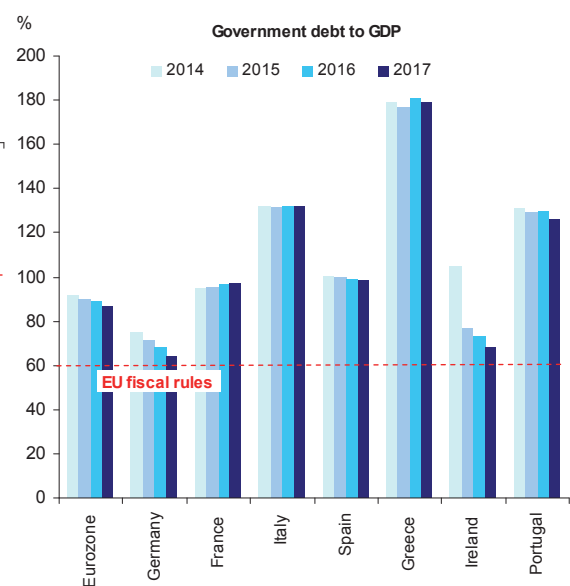
นอกจากนี้ เรามองว่าการยุติมาตรการ QE จะไม่ส่งผลกระทบต่อตลาดพันธบัตรมากนัก เนื่องจากสถานะทางการคลังของยูโรโซนได้ปรับดีขึ้นต่อเนื่องจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวและการใช้นโยบายดอกเบี้ยต่ำของ ECB ที่ส่งผลให้ภาระรายจ่ายดอกเบี้ยลดลง

โดยในปี 2017 ดุลการคลังของยูโรโซนขาดดุล 0.9% ของ GDP ลดลงจากปีก่อนที่ 1.5% และเกือบถึงระดับต่ำสุดที่ 0.6% ในปี 2007 ซึ่งเป็นช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ขณะที่หนี้สาธารณะของยูโรโซนปรับตัวลดลงเป็น 86.7% ของ GDP จาก 89% ในปี 2016

แผนภาพที่ 37 : ดุลการคลังของยูโรโซนขาดดุลลดลงเป็น 0.9% ของ GDP ในปี 2017 จาก 1.5% ในปีก่อน



แผนภาพที่ 38 : หนี้สาธารณะของยูโรโซนลดลงเป็น 86.7% ของ GDP ในปี 2017 จาก 89% ในปีก่อน



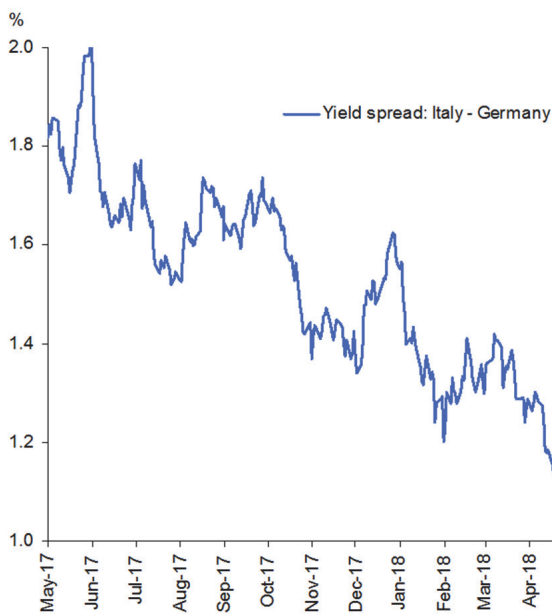
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

พรรค M5S และ LN ซึ่งเป็น Anti-EU เจรจาจัดตั้งรัฐบาลร่วมกันและมีแนวโน้มสำเร็จ ซึ่งจะเป็นปัจจัยลบต่อตลาดทุน เนื่องจากนโยบายของทั้งสองพรรคอาจนำไปสู่ความขัดแย้งกับ EU

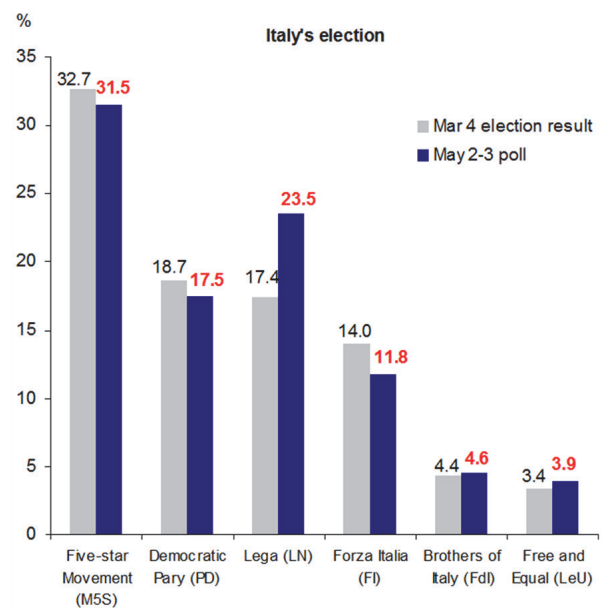
การเลือกตั้งทั่วไปของอิตาลีเมื่อวันที่ 4 มิ.ค. ไม่มีพรรคการเมืองใดได้เสียงข้างมากในสภา ทำให้ต้องมีการจัดตั้งรัฐบาลผสม (Coalition) โดยในขณะนี้การเจรจาดังกล่าวระหว่างพรรค Five-star Movement (M5S) และพรรค Lega (LN) ได้มีความคืบหน้าและอาจประสบผลสำเร็จ

การจัดตั้งรัฐบาลร่วมกันระหว่างพรรค M5S และพรรค LN นั้น นับเป็นปัจจัยลบต่อตลาดทุน เนื่องจากทั้งสองฝ่ายต่างชูนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปและต้องการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อฐานะการคลังของประเทศ และขัดกับกฎการคลัง (Fiscal rules) ของ EU ซึ่งอาจนำไปสู่ความขัดแย้งในภูมิภาค และความเสี่ยงในการที่อิตาลีแยกตัวออกจาก EU

แผนภาพที่ 39 : ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรอิตาลีและเยอรมนีซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงเพิ่มขึ้น



แผนภาพที่ 40 : ผลสำรวจล่าสุดชี้ว่าคะแนนนิยมพรรค LN ซึ่งเป็น Anti-EU เพิ่มขึ้น ซึ่งนับเป็นปัจจัยลบกับตลาดทุน



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

หากการจัดตั้งรัฐบาลล้มเหลว อิตาลีก็จะต้องเผชิญการเลือกตั้งใหม่ ซึ่งมีโอกาสเกิดขึ้นเร็วสุดในเดือน ก.ค. โดยเรามองว่าการเลือกตั้งใหม่จะส่งผลกระทบต่อตลาดทุนเช่นเดียวกันกับการจัดตั้งรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN เนื่องจากการเลือกตั้งใหม่คาดว่าจะออกมาในรูปแบบเดิมคือไม่มีพรรคใดได้เสียงข้างมากในสภา นอกจากนี้ พรรค M5S และพรรค LN มีแนวโน้มที่จะได้คะแนนเสียงเพิ่มขึ้น โดยผลสำรวจล่าสุดชี้ว่าคะแนนนิยมของพรรค LN ได้เพิ่มขึ้นค่อนข้างมากหลังการเลือกตั้งในวันที่ 4 มิ.ค. ขณะที่คะแนนนิยมพรรค M5S ทรงตัวอยู่ในระดับสูง ทำให้แกนนำในการจัดตั้งรัฐบาลมีโอกาสเป็นหนึ่งในสองพรรคนี

แผนภาพที่ 41 : รัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN นับเป็นปัจจัยลบต่อตลาดทุน เนื่องจากทั้งสองพรรคชูนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรป และต้องการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อฐานะการคลังของประเทศ

Party*	Political spectrum	EU stance	Policies
M5S	Populist	Anti-EU	Cut taxes, introduce basic income, push fiscal deficit > 3% of GDP, repeal EU fiscal compact, repeal current pension system
LN	Right-wing	Anti-EU	Flat income tax at 15%, push fiscal deficit > 3% of GDP, repeal EU fiscal compact, repeal current pension reform
PD	Centre-left	Pro-EU	Adjust income tax for low income, keep fiscal deficit ratio below 3% with some flexibility to be negotiated with EU, no change to pension system
FI	Centre-right	Pro-EU	Flat income tax at 20%, introduce basic income, keep fiscal deficit ratio below 3%, increase in pensions for low income earners
FdI	Right-wing	Anti-EU	Cut taxes
LeU	Left-wing	Pro-EU	Minor changes to current pension reforms

*Includes only parties that received more than 3% of national vote, which is the minimum threshold to acquire a seat in parliament

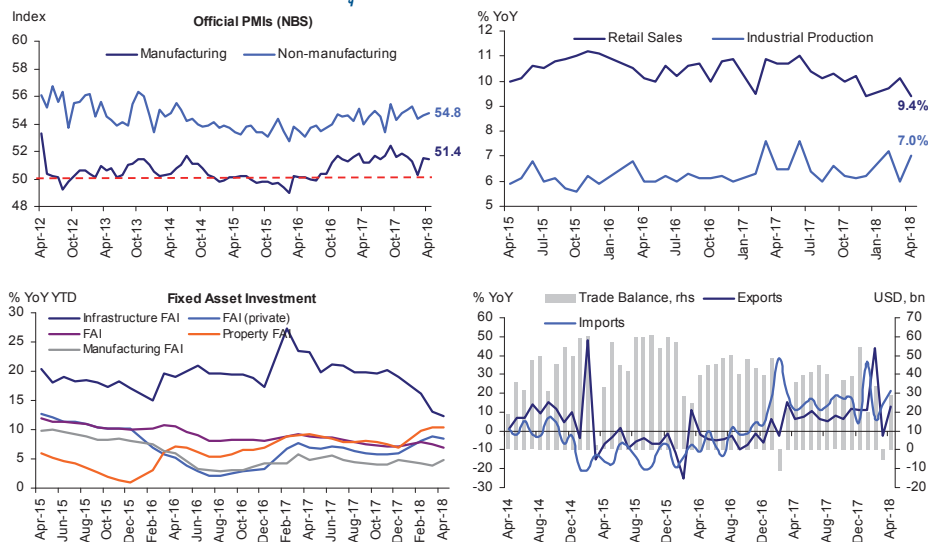
**Past pension reform, esp. in 2012, managed to stabilise pension expenditures, which are the highest among OECD countries (15% of GDP)

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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอลงตัวลงเป็น +6.6% YoY จาก +6.8% YoY ในไตรมาสก่อน โดยเราคาดว่าทางภาครัฐจะยังคงใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อลดระดับหนี้ในระบบซึ่งจะกดดันการลงทุนและภาคการผลิตต่อไป ขณะที่ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อภาคส่งออกซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญในปีก่อน

แผนภาพที่ 42 : ดัชนี PMI ของทางการจีนทรงตัว ส่วนภาคต่างประเทศและผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเร่งตัวขึ้นในเดือน เม.ย. ขณะที่การลงทุนและการบริโภคชะลอลงมากกว่าคาด



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

ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน เม.ย. การบริโภคและการลงทุนชะลอลงมากกว่าคาด ขณะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและส่งออกเร่งตัวขึ้นดีกว่าคาด

เศรษฐกิจไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอลงตัวลงเป็น +6.6% YoY จากที่ขยายตัว +6.8% YoY ในไตรมาสก่อน โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน เม.ย. ชะลอลงตัวลง โดยเฉพาะการลงทุนและการบริโภคที่ชะลอลงมากกว่าคาด ส่วนภาคการผลิตและการส่งออกกลับมาเร่งตัวขึ้นหลังชะลอลงค่อนข้างมากในเดือนก่อน

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน เม.ย. ลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 51.4 จุด แต่ดีกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 51.3 จุด โดยรายละเอียดระบุ ดัชนียอดคำสั่งซื้อทั้งภายใน (-0.4, 52.9 จุด) และภายนอกประเทศ (-0.6, 50.7 จุด) ต่างปรับตัวลดลง ส่วนดัชนีผลผลิตทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 53.1 จุด ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) เพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 54.8 จุด ส่วนทางกับตลาดคาดที่จะลดลงเล็กน้อยเป็น 54.5 จุด

การบริโภคชะลอลง โดยยอดค้าปลีก (Retail Sales) ชะลอลงเป็น +9.4% YoY จาก 10.1% ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบ 4 เดือน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +10.0% YoY โดยเรามองว่าการบริโภคจะกลับมาเร่งตัวขึ้นและจะยังคงเติบโตได้ดีในปีนี้ จากรายได้ประชากรที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น, ความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากราคาส่งหาปริมาณที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน เม.ย. ชะลอตัวลงต่อเป็น +7.0% YoY YTD จาก +7.5% YoY YTD ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +7.4% YoY YTD โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็น +12.4% YoY YTD ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี (vs. +13.0% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ที่ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +10.3% YoY YTD (vs. +10.4% เดือนก่อน)

ด้านภาคการผลิต ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +7.0% YoY จาก +6.0% YoY ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ +6.4% YoY อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าภาคการผลิตจะชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า จากการปฏิรูปด้านอุปทานเพื่อลดกำลังการผลิตส่วนเกินของรัฐบาลจีนและการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดซึ่งได้กดดันการลงทุน

ภาคต่างประเทศขยายตัวมากกว่าคาดในเดือน เม.ย. โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐพลิกกลับมาขยายตัว +12.9% YoY จากที่หดตัว -2.7% YoY ในเดือนก่อนและดีกว่าตลาดคาดที่ +8.0% YoY โดยส่งออกไปยังประเทศหลักพลิกกลับมาขยายตัวในกลุ่ม Developed Market ได้แก่ สหภาพยุโรป (+10.9% YoY vs. -7.0% เดือนก่อน), สหรัฐฯ (+9.7% YoY vs. -5.6% เดือนก่อน) และญี่ปุ่น (+9.6% YoY vs. -3.7% เดือนก่อน) ส่วนส่งออกในกลุ่ม Emerging Market เร่งตัวขึ้นแรงในกลุ่มอาเซียน (+17.7% YoY vs. +1.4% เดือนก่อน), ไต้หวัน (+13.4% YoY vs. +8.1% เดือนก่อน) และฮ่องกง (+10.8% YoY vs. +7.5% เดือนก่อน)

ด้านการนำเข้า (Imports) เร่งตัวขึ้นเป็น +21.5% YoY จาก +14.4% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ +16.0% YoY โดยการนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์ได้แก่ น้ำมันดิบ (+42.9% YoY vs. +19.1% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (+11.5% YoY vs. +11.3% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ขณะที่การนำเข้าแร่เหล็ก (-14.3% YoY vs. -19.3% เดือนก่อน) หดตัวลดลง ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน เม.ย. กลับมาเกินดุล +2.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ จากที่ขาดดุล -4.98 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนก่อน

เราคาดว่าโมเมนตัมการส่งออกจะอ่อนกำลังลงในระยะข้างหน้าจาก 1) ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่การเจรจาไม่มีแนวโน้มยึดเยื้อกว่าจะได้ข้อสรุป 2) การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด ซึ่งกดดันการลงทุนและการผลิต อาจเริ่มกดดันส่งออกในระยะข้างหน้า และ 3) PMI New Exports Orders เดือน เม.ย. ที่ปรับตัวลดลงทั้งในดัชนี โดย Caixin และดัชนีของทางการจีน ซึ่งสะท้อนโมเมนตัมในภาคส่งออกที่จะอ่อนกำลังลง

PBoC ปรับลด RRR ลง 1% สำหรับธนาคารส่วนใหญ่ เพื่อชดเชยสภาพคล่องในระบบที่ดึงตัวจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำ (Reserve Requirement Ratio: RRR) ลง 1% เป็น 16% สำหรับธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่และ 14% สำหรับธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็ก เมื่อวันที่ 25 เม.ย. ซึ่งเป็นการปรับลดครั้งแรกในรอบกว่า 2 ปี โดยการปรับลดอัตราส่วนเงินกันสำรองดังกล่าว จะส่งผลให้ธนาคารมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 1.3 ล้านล้านหยวน ซึ่ง PBoC ได้กำหนดให้สถาบันการเงินนำสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นไปชำระคืนเงินกู้จากโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ของ PBoC และนำไปปล่อยกู้ให้กับธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (MSEs)

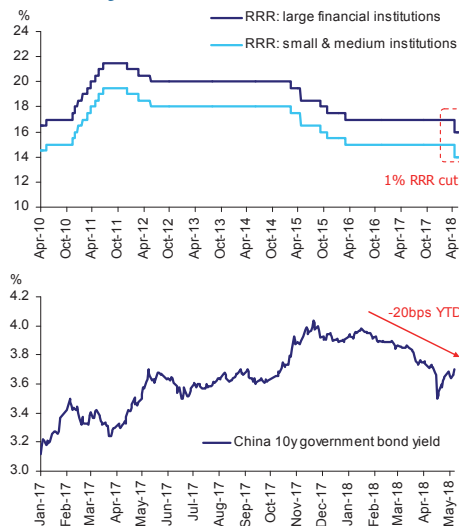
เราคาดว่า การลด RRR ลงไม่ใช่การปรับเปลี่ยนแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินของ PBoC แต่เป็นการช่วยลดผลกระทบจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด เช่น การลดเติบโตของสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking) ที่ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินอยู่ในระดับสูงและสภาพคล่องในระบบลดลง และการบังคับให้ธนาคารนำสินเชื่อของบุคคลเข้ามานับรวมอยู่ในงบดุล ซึ่งได้ส่งผลให้ความสามารถในการปล่อยกู้ของธนาคารลดลง (เนื่องจากต้องตั้งเงินทุนสำรองมากขึ้น)

การปรับลด RRR ลงได้ส่งผลให้ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นมากกว่าคาด โดยยอดระดมทุนรวมสุทธิ (Total Social Financing) เดือน เม.ย. ได้เพิ่มขึ้นมากกว่าคาดเป็น 1.56 ล้านล้านหยวน จาก 1.33 ล้านล้านหยวนในเดือนก่อน จากการเพิ่มขึ้นของยอดปล่อยกู้เงินหยวน (New Yuan Loans) ที่เพิ่มขึ้นมากกว่าคาดเป็น 1.18 ล้านล้านหยวน (vs. 1.12 ล้านล้านหยวนในเดือนก่อน)

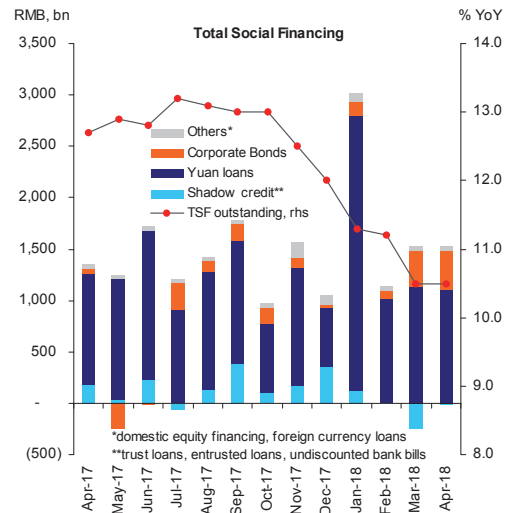
อย่างไรก็ดี ยอดปล่อยสินเชื่อภาคธนาคาร (Shadow Banking) ที่ PBoC ต้องการควบคุม ซึ่งได้แก่ Entrusted Loans, Trust Loans และ Undiscounted Bank Bills รวมกันได้ติดลบต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ที่ -1.21 หมื่นล้านหยวน ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดระดมทุนคงค้าง (Outstanding TSF) ทรงตัวที่ +10.5% YoY เท่ากับเดือนก่อน ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบหลายปี และต่ำกว่าเป้าหมายของทางการจีนที่ +12.0% YoY

เราคาดว่า PBoC จะยังคงใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อลดความเสี่ยงในภาคการเงินและลดระดับหนี้ในระบบที่สูง (274% ของ GDP ปี 2017 ตามการประเมินของ Deutsche Bank) เนื่องจากเศรษฐกิจยังขยายตัวได้ดีอยู่ (+6.8% YoY ในไตรมาส 1) และคาดว่า PBoC จะประกาศลด RRR ลงอีกราว 1-2% ในปีนี้ เพื่อรักษาไม่ให้สภาพคล่องในระบบตึงตัวมากเกินไป

แผนภาพที่ 43 : PBoC ลด RRR ลง 1% เป็น 16% และ 14% สำหรับธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่และขนาดเล็ก ตามลำดับ



แผนภาพที่ 44 : สินเชื่อชะลอตัวลงต่อเนื่องตามการลดลงของสินเชื่อภาคธนาคารจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด



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

ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลลดลงต่อเนื่องและหดตัวครั้งแรกในรอบ 17 ปี ในไตรมาส 1 จากการปฏิรูปเศรษฐกิจที่เน้นการบริโภคในประเทศมากขึ้น

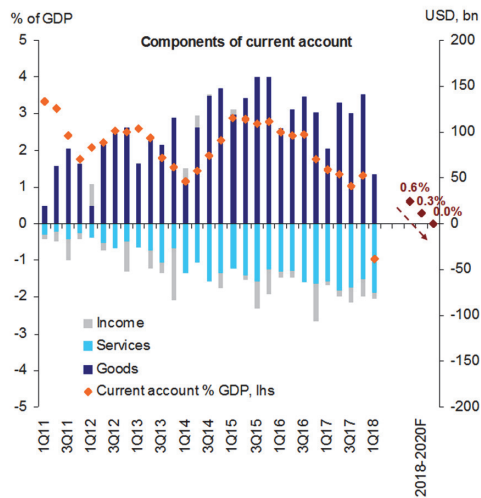
ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ของจีนขาดดุล 0.9% ของ GDP ในไตรมาส 1/2018 ซึ่งนับเป็นการขาดดุลครั้งแรกนับตั้งแต่ไตรมาส 2/2001 จากอุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่งส่งผลให้การนำเข้าสินค้าขยายตัวดีกว่าการส่งออกและการใช้จ่ายในการท่องเที่ยวต่างประเทศได้เพิ่มขึ้นแรงส่งผลให้ดุลการค้าด้านบริการของจีนขาดดุลเพิ่มขึ้น

ทางการเงินหันมาปฏิรูปเศรษฐกิจให้พึ่งพาการบริโภคเอกชนมากขึ้นแทนการส่งออกและการลงทุนเพื่อลดความผันผวนของเศรษฐกิจโลก หลังจากทวิภาคีเศรษฐกิจปี 2008 ได้ส่งผลให้เศรษฐกิจโลกผันผวนและกระทบภาคส่งออกโดยดุลบัญชีเดินสะพัดของจีนได้เกินดุลลดลงต่อเนื่อง

มองไปข้างหน้า เราคาดว่าดุลบัญชีเดินสะพัดของจีนจะเกินดุลลดลงต่อเนื่อง จาก 1.3% ของ GDP ในปี 2017 เป็น 0.6%, 0.3% และ 0.0% ในปี 2018-2020 ตามลำดับ จาก

- 1) อุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่ง จากรายได้ประชากรที่ขยายตัวต่อเนื่องและความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นจากราคาสังหาริมทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการบริโภคในประเทศต่อไป
- 2) รัฐบาลจีนได้ประกาศที่จะนำเข้าสินค้ามากขึ้น โดยในช่วงที่ผ่านมาได้ประกาศแผนลดภาษีนำเข้ารถยนต์, ยา, และสินค้าบริโภคอื่นๆ ซึ่งจะส่งผลให้การนำเข้าขยายตัวสูงกว่าการส่งออก
- 3) ดุลการค้าด้านบริการมีแนวโน้มขาดดุลเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะจากแนวโน้มการท่องเที่ยวต่างประเทศของชาวจีนที่จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2017 ชาวจีนได้เดินทางออกนอกประเทศราว 136 ล้านคน เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 52 ล้านคนในปี 2010
- 4) ความตึงเครียดทางการค้าอาจส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกสินค้าอย่างรุนแรง โดยประเทศหลักอย่างสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป ต่างมองจีนเป็นความเสี่ยงต่ออุตสาหกรรมภายในประเทศของตน และได้พยายามหาวิธีจำกัดการส่งออกของจีน เช่น การขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีน และการตรวจสอบการละเมิดทรัพย์สินทางปัญญา (Intellectual Property)

แผนภาพที่ 45 : ดุลบัญชีเดินสะพัดไตรมาส 1/2018 ขาดดุลเป็นครั้งแรกในรอบ 17 ปี จากการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นและการใช้จ่ายนอกประเทศ เช่น การท่องเที่ยวที่สูงขึ้น



แผนภาพที่ 46 : ดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีแนวโน้มเกินดุลลดลงต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยกดดันค่าเงินหยวนในระยะยาว



Current Account balance will likely decline further due to:

- Strong domestic demand from robust income growth and wealth gains from high property prices
- Import growth will likely continue to outpace exports as government tariffs spurs domestic consumption i.e. reduces import tariffs on cars and other consumption products such as pharmaceuticals
- Services trade deficit will continue to increase primarily driven by travel and tourism
- Ongoing trade tension which may negatively impact exports

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

ทางการจีนเปิดเสรีในภาคการเงินมากขึ้นและผ่อนคลายมาตรการควบคุมเงินไหลออกครั้งแรกในรอบ 3 ปี

ทางการจีนได้ผ่อนคลายมาตรการควบคุมเงินไหลออกเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี หลังเงินหยวนมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยได้ประกาศขยายวงเงินให้นักลงทุนจีนสามารถนำเงินไปลงทุนในต่างประเทศได้เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนเงินรวม 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ผ่านการเพิ่มโควตาการลงทุนใน 3 ช่องทาง ได้แก่

- โครงการ Qualified Domestic Limited Partnership (QDLP) ในเซี่ยงไฮ้จำนวน 5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- โครงการ Qualified Domestic Investment Enterprise (QDIE) ในเซินเจิ้นจำนวน 5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- โครงการ Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) ได้ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 9.83 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ จากเดิมที่ 8.99 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ

การประกาศเพิ่มโควตาการลงทุนในต่างประเทศดังกล่าวนับเป็นการผ่อนคลายมาตรการควบคุมเงินไหลออกเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2015 ที่ PBoC ได้ประกาศลดค่าเงินหยวนลง 2% ซึ่งได้ส่งผลให้เกิดกระแสเงินไหลออกเป็นจำนวนมากและทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) ปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วงปี 2016

มาในปัจจุบัน การใช้มาตรการควบคุมเงินไหลออกอย่างต่อเนื่อง การเข้าแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเป็นครั้งคราว และการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด ส่งผลให้เงินหยวนแข็งค่าขึ้นมาอยู่ในระดับเคียงตอนที่ประกาศลดค่าเงินหยวน ทำให้ทางการเริ่มผ่อนคลายมาตรการควบคุมลง

การผ่อนคลายมาตรการควบคุมเงินไหลออกสะท้อนถึงความต้องการเปิดเสรีตลาดการเงินมากขึ้น ตามคำกล่าวของปธน. Xi Jinping ซึ่งส่วนหนึ่งอาจเพื่อลดความตึงเครียดด้านการค้ากับสหรัฐฯ ซึ่งได้เรียกร้องให้จีนเปิดเสรีในภาคการเงินมากขึ้น โดยในเดือน เม.ย. ทางการจีนได้ประกาศเร่งการดำเนินการเพิ่มสัดส่วนการถือครองสถาบันการเงินของนักลงทุนต่างชาติ หลังจากทีในเดือน พ.ย. 2017 ได้ประกาศเปิดให้นักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามาถือหุ้นใหญ่ในสถาบันการเงินจีนโดยมีรายละเอียดดังนี้

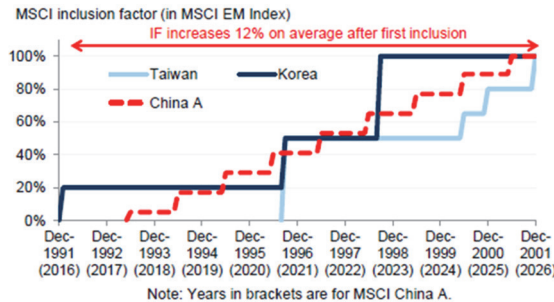
- บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทจัดการกองทุนและธุรกิจซื้อขายล่วงหน้า: เพิ่มสัดส่วนการถือครองของนักลงทุนต่างชาติเป็น 51% จากเดิมที่ 49% และเพิ่มขึ้นเป็น 100% ในอีก 3 ปีข้างหน้า
- ธนาคารพาณิชย์และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน: เพิ่มสัดส่วนการถือครองของบริษัทต่างชาติเป็น 30% จากเดิมที่กำหนดให้บริษัทต่างชาติมีสัดส่วนการถือครองได้ไม่เกิน 20% และบริษัทต่างชาติถือรวมกันทั้งหมดได้ไม่เกิน 25%
- บริษัทประกัน: เพิ่มสัดส่วนการถือครองของบริษัทประกันต่างชาติเป็น 51% จากเดิมที่ 50% ในอีก 3 ปีข้างหน้า และเพิ่มขึ้นเป็น 100% ในอีก 5 ปีข้างหน้า

นอกจากนี้ ทางการเงินยังได้เพิ่มโควตาการซื้อขายรายวันผ่านทางตลาดเชื่อมหุ้น Shenzhen-Hong Kong Connect และ Shanghai-Hong Kong Connect โดยการซื้อขายจากฮ่องกงมาแผ่นดินใหญ่ (Southbound) เพิ่มขึ้นเป็น 4.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ จาก 1.05 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และจากแผ่นดินใหญ่มาฮ่องกง (Northbound) เพิ่มขึ้นเป็น 5.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ จาก 1.3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และได้เตรียมเปิดทางเชื่อมตลาดหุ้น Shanghai-London Connect ภายในปีนี้

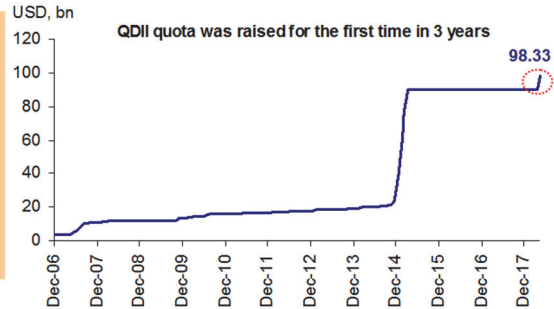
แผนภาพที่ 47 : MSCI จะนำหุ้น A-share เข้าคำนวณในดัชนีอ้างอิงในวันที่ 1 มิ.ย. โดยเรคาด Inclusion Factor จะเพิ่มขึ้นเป็น 100% ในปี 2026

MSCI A-share inclusion starts June 1

- The inclusion universe was increased to 230 names
- Implementation will be done in 2 stages: 2.5% Inclusion Factor (IF) on Jun 1 and another 2.5% on Sep 4
- A-share will account for 0.8% of MSCI EM after Sep and will account for 13.3% as IF rises to 100% (est. 2026)
- Estimated initial inflows to A-share seen minimal, \$12.8bn, but could increase to around \$320bn once IF reaches 100%



แผนภาพที่ 48 : ทางการเงินผ่อนคลายมาตรการควบคุมเงินไหลออกครั้งแรกในรอบ 3 ปี โดยขยายวงเงินในการลงทุนภายนอกประเทศของนักลงทุนจีน



Raised quotas for outbound investment for the first time in 3 years:

- Quota raised to \$5bn for both QDLP program in Shanghai and QDIE program in Shenzhen
- Quota raised to \$98bn for Qualified Domestic Institutional Investor (QDII)

Increased daily quota for both SH-HK and SZ-HK stock connects:

- Southbound: from \$10.5bn to \$42bn
- Northbound: from \$13bn to \$52bn

Eliminate restrictions on foreign investments in FIs

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

เรามองการผ่อนคลายมาตรการควบคุมลงจะช่วยเพิ่มความน่าสนใจให้กับนักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในตลาดจีนมากขึ้น โดยเฉพาะในปีที่ MSCI จะนำรวมหุ้น A-Share จำนวน 234 ตัวเข้าในการคำนวณดัชนี MSCI Emerging Market (MSCI EM) โดยจะเริ่มในวันที่ 1 มิ.ย.นี้

การนำรวมในปีแรกนี้จะแบ่งเป็น 2 ระยะ ได้แก่ วันที่ 1 เดือน มิ.ย. ที่ Inclusion Factor (IF) = 2.5% และวันที่ 4 ก.ย.ที่ IF = 5.0% ซึ่งจะส่งผลให้ดัชนี A-share มีสัดส่วนในดัชนีอ้างอิง MSCI EM ที่ 0.8% (หลังจากวันที่ 4 ก.ย. เป็นต้นไป) โดยเรคาดว่าสัดส่วนในดัชนี MSCI EM จะเพิ่มขึ้นเป็น 13.3% เมื่อ IF เพิ่มขึ้นจนเป็น 100% ซึ่งเราประเมินว่าจะเป็นในปี 2026 (หากประเมินโดยเทียบกับ IF ของไต้หวันและเกาหลีใต้ที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 12%)

Goldman Sachs ประเมินว่าเบื้องต้นจะมีกระแสเงินไหลเข้าดัชนี A-Share ราว 1.28 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งค่อนข้างน้อย แต่คาดว่ากระแสเงินจะไหลเข้าเพิ่มขึ้นเป็นราว 3.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ เมื่อ Inclusion Factor เพิ่มขึ้นจนครบ 100%

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจเริ่มกลับมาฟื้นตัวขึ้นในเดือนที่ผ่านมา ในภาคการส่งออกและการผลิต หลังผลกระทบจากเทศกาลตรุษจีนหมดไป ขณะที่การลงทุนและการบริโภคชะลอตัวลง ซึ่งเรามองว่าการบริโภคที่ชะลอตัวลงในไตรมาส 1 น่าจะมาจากปัจจัยชั่วคราว และจะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามความเชื่อมั่นที่อยู่ในระดับสูงและค่าจ้างที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น ส่วนการลงทุนน่าจะค่อยๆฟื้นตัวขึ้นต่อจนถึงช่วงปลายไตรมาส 3 ก่อนจะชะลอตัวลงตามการลดลงของการก่อสร้างเพื่อเตรียมงานก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020

สำหรับนโยบายการเงิน เรามองว่าเงินเฟ้อน่าจะทำจุดสูงสุดไปแล้วในเดือน ก.พ. ที่ +1.0%YoY และมีแนวโน้มลดลงต่อจากผลกระทบของเงินเยนที่แข็งค่า ซึ่งทำให้ BoJ ไม่น่าจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินตลอดปีนี้ ทั้งนี้ ปัจจัยที่ต้องติดตาม คือ คณะรัฐมนตรีของรัฐบาลนายก Abe ที่ลดลงมาแรง ซึ่งหากไม่สามารถฟื้นขึ้นได้ อาจทำให้นายก Abe แพ้การเลือกตั้งหัวหน้าพรรคในเดือน ก.ย. นี้ ซึ่งจะกระทบกับความต่อเนื่องของนโยบาย Abenomics

แผนภาพที่ 49 : ภาคการส่งออก การผลิตและบริการฟื้นตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนและการบริโภคชะลอตัวลง



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

ภาคการส่งออก การผลิตและบริการฟื้นตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนและการบริโภคชะลอตัวลง

การส่งออกฟื้นตัวขึ้น: ยอดส่งออกในรูปเงินเยน เดือน มี.ค. ขยายตัว +2.1%YoY เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากเดือนก่อนที่ +1.8% YoY ขณะที่ปริมาณการส่งออก (Export Volume) พลิกกลับมาขยายตัว +1.8%YoY จากเดือนก่อนที่ -2.1%YoY หลังผลกระทบจากเทศกาลตรุษจีนในเดือน ม.ค.-ก.พ. หมดไป และทำให้บริษัทกลับมาดำเนินการตามปกติ

ภาคการผลิตและภาคบริการเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 53.8 จุด ซึ่งนับเป็นการเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 3 เดือน ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น +1.6 จุด เป็น 52.5 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 6 เดือน

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

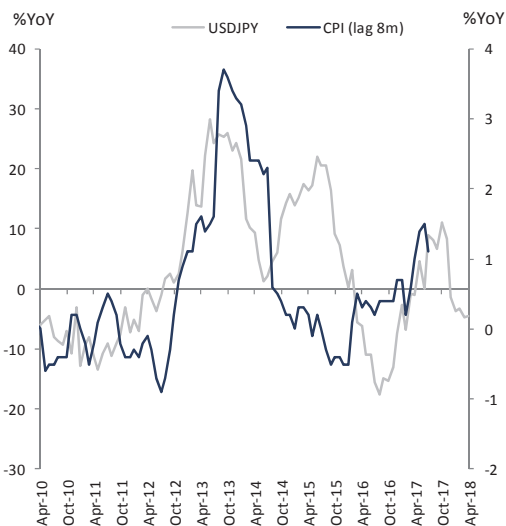
การบริโภคชะลอตัวลง: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น +1.0%YoY จากเดือนก่อนที่ +1.7%YoY ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน เม.ย. ลดลง-0.7 จุด มาอยู่ที่ 43.6 จุด ซึ่งเรามองว่าการบริโภคที่ชะลอตัวลงในไตรมาส 1 น่าจะมาจากปัจจัยชั่วคราว จากผลกระทบของการเร่งซื้อโทรศัพท์รุ่นใหม่ในช่วงปลายปีก่อน ทำให้การบริโภคน่าจะกลับมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อ ประกอบกับค่าจ้างที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น จะสนับสนุนการใช้จ่ายให้เพิ่มขึ้น โดยค่าจ้าง (Cash Earnings) ล่าสุดเดือน มี.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +2.1%YoY ซึ่งนับว่าเป็นการขยายตัวมากที่สุดตั้งแต่ปี 2003

เงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลง จากผลของเงินเยนที่แข็งค่า ทำให้ BoJ ไม่น่าจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินในปี

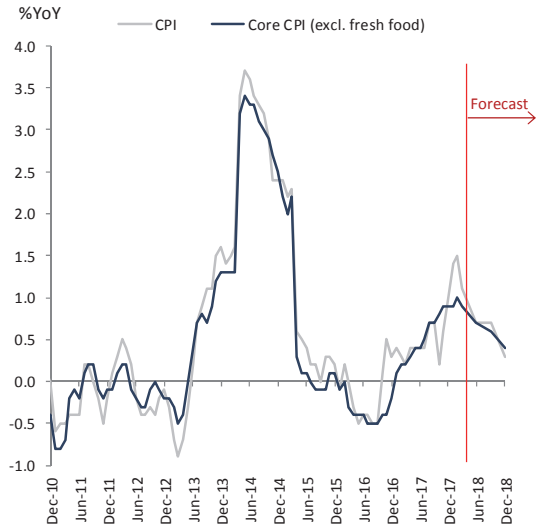
เงินเฟ้อ ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารสด (Core CPI) ที่เป็นเป้าหมายที่ 2% ของ BoJ ได้ฟื้นตัวขึ้นมาจากที่ติดลบในปี 2016 และทำจุดสูงสุดที่ +1.0%YoY ในเดือน ก.พ. อย่างไรก็ตามเรามองว่าเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า จากผลกระทบของเงินเยนที่แข็งค่าในระหว่างไตรมาส 4/2017 และ 1/2018 ราว 5% ซึ่งเราได้ทำการศึกษาและพบว่าผลของเงินเยนที่แข็งค่าจะใช้เวลาประมาณ 6-8 เดือน เพื่อส่งผ่านมูลค่าการนำเข้าที่ลดลง และทำให้เงินเฟ้อลดลง

เงินเฟ้อที่จะลดลงในระยะข้างหน้าทำให้เรามองว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) น่าจะยังไม่มีเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินตลอดปีนี้ โดยจะยังคงใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายต่อไป จนกว่าเงินเฟ้อ Core CPI จะสามารถทรงตัวอยู่เหนือ +1.0%YoY ได้อย่างน้อย 3-6 เดือน

แผนภาพที่ 50 : จากการศึกษาพบว่าผลของเงินเยนที่แข็งค่าจะใช้เวลาประมาณ 6-8 เดือน เพื่อส่งผ่านมูลค่าการนำเข้าที่ลดลง และทำให้เงินเฟ้อลดลง



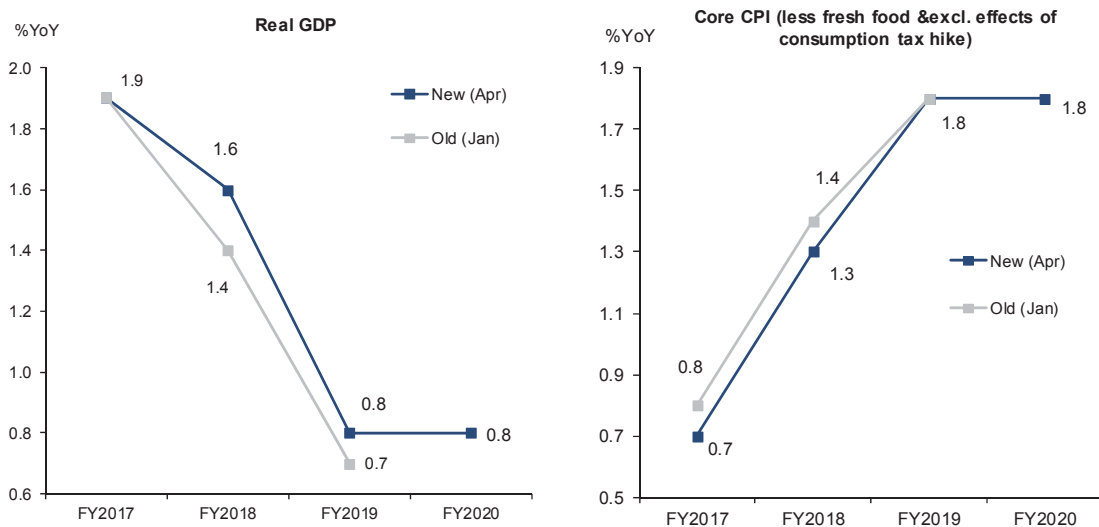
แผนภาพที่ 51 : เงินเฟ้อมีแนวโน้มกลับมาลดลงต่อเนื่อง ในระยะข้างหน้า



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

นอกจากนี้ทาง BoJ ได้มีการส่งสัญญาณว่าจะใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นไปในการประชุมที่ผ่านมาในเดือน เม.ย. โดยการนำคาดการณ์ช่วงเวลาที่จะคิดว่าเงินเฟ้อจะถึงเป้าหมายที่ 2% ออกจากรายงานการประชุม พร้อมกันนี้ BoJ ได้ปรับลดประมาณการเงินเพื่อไม่นับรวมราคาอาหารสด (Core CPI) ในปีงบประมาณ 2018 (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2018) ลงเล็กน้อยเป็น +1.3% จาก +1.4% แต่ได้ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปีงบประมาณ 2018 และ 2019 ขึ้นเป็น +1.6% และ +0.8% จาก +1.4% และ +0.7% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 52 : BoJ ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปีงบประมาณ 2018 และ 2019 ขึ้นเป็น +1.6% และ +1.8% แต่ปรับลดประมาณการเงินเพื่อ Core CPI ในปีงบประมาณ 2018 ลงเล็กน้อยเป็น +1.3%



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

คะแนนนิยมของคณะรัฐบาลนายก Abe ที่ลดลงแรงตั้งแต่ต้นปี อาจเป็นความเสี่ยงให้นายก Abe แพ้การเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP ในเดือน ก.ย. นี้

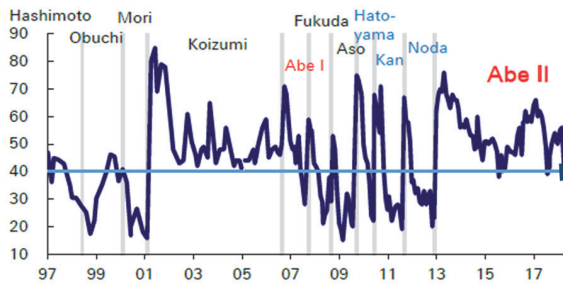
คะแนนนิยมของคณะรัฐบาลนายก Shinzo Abe ได้ลดลงแรงมาตั้งแต่ต้นเดือน มี.ค. ไกล่เคียงระดับก่อนการเลือกตั้งในปีก่อน จากการกลับมาของข่าวอื้อฉาวตั้งแต่ต้นปี ได้แก่

- ข่าวการปรับแก้เนื้อหาในเอกสารที่จะเข้าสภาที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายที่ดินของรัฐในราคาต่ำกว่าราคาตลาดของผู้อำนวยการโรงเรียนที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับภรรยาของนายก Abe ซึ่งการซื้อขายดังกล่าวเกิดขึ้นในปีก่อนแต่ยังไม่มีหลักฐานชี้ว่านายกและภรรยามีส่วนเกี่ยวข้อง
- ข่าวการลาออกของผู้อำนวยการสำนักงานสรรพากร และข่าวการเสียชีวิตของเจ้าหน้าที่กระทรวงการคลัง ซึ่งมีหน้าที่รับผิดชอบการจัดทำเอกสารฉบับนี้ ซึ่งเบื้องต้นพนักงานสืบสวนสันนิษฐานเป็นการฆ่าตัวตาย
- ข่าวการถูกกล่าวหาของรองรัฐมนตรีคลังว่าไปล่องเกินทางเพศนักข่าว ซึ่งล่าสุดรองรัฐมนตรีได้ประกาศลาออกแล้ว แต่ยังไม่ยอมรับว่าได้ล่องเกิน

ก่อนหน้านี้คะแนนนิยมของคณะรัฐบาลนายก Abe ได้ลดลงไปทำจุดต่ำสุดในเดือน ก.ค. 2017 เป็น 39% จากข่าวการซื้อขายที่ดิน แต่ได้ฟื้นขึ้นมาแล้วหลังจากที่นาย Abe ชนะการเลือกตั้งเป็นนายกต่ออีกสมัย อย่างไรก็ตามการแก้ไขเอกสารส่งผลให้ความนิยมของคณะรัฐมนตรีของนายก Abe ลดลงจาก 55% มาเป็น 39% ในเดือน เม.ย. ซึ่งหากคะแนนนิยมลดลงต่ำกว่า 40% เป็นเวลานาน อาจทำให้ความเป็นไปได้ที่นายก Abe จะลาออก หรือแพ้การเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP ที่จะมิขึ้นในเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น ซึ่งจะกระทบกับนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ Abenomics และ Sentiment ของตลาดหุ้นได้

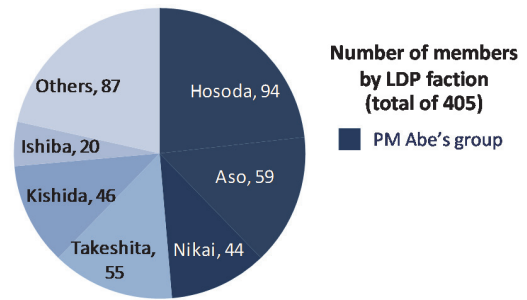
อย่างไรก็ดี นาย Abe ยังคงยืนยันว่าจะไม่ลาออก และเรามองว่านาย Abe น่าจะชนะการเลือกตั้งหัวหน้าพรรค เนื่องจากสมาชิกพรรคส่วนมากยังคงสนับสนุนเขาอยู่ ซึ่งสมาชิกรายนี้ประกอบด้วยกลุ่มพรรคพวกของนาย Hiroyuki Hosoda นาย Taro Aso และนาย Toshihiro Nikai จำนวน 197 คน ซึ่งรวมแล้วเป็นจำนวนเกือบครึ่งหนึ่งของสมาชิกทั้งหมดที่ราว 405 คน ขณะที่กลุ่มอื่นๆในพรรค LDP ยังไม่ได้มีการรวมกลุ่มกันอย่างชัดเจน

แผนภาพที่ 53 : คะแนนนิยมของคณะรัฐบาล นาย Abe ได้ลดลงแรง ท่ามกลางข่าวอื้อฉาว



Source: Nikkei Research, Deutsche Securities

แผนภาพที่ 54 : สมาชิกพรรคส่วนมากยังคงสนับสนุน นาย Abe ทำให้เขาน่าจะได้รับเลือกให้เป็นหัวหน้าพรรคต่อในการเลือกตั้งเดือน ก.ย.



Scenarios	LDP leadership election in Sep	Outcomes
1	Abe wins	Abe continues being PM; limited market impact
2	Abe loses	New LDP leader would serve as PM through Sep 2021
3	Abe resigns before Sep	

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

เศรษฐกิจไทย

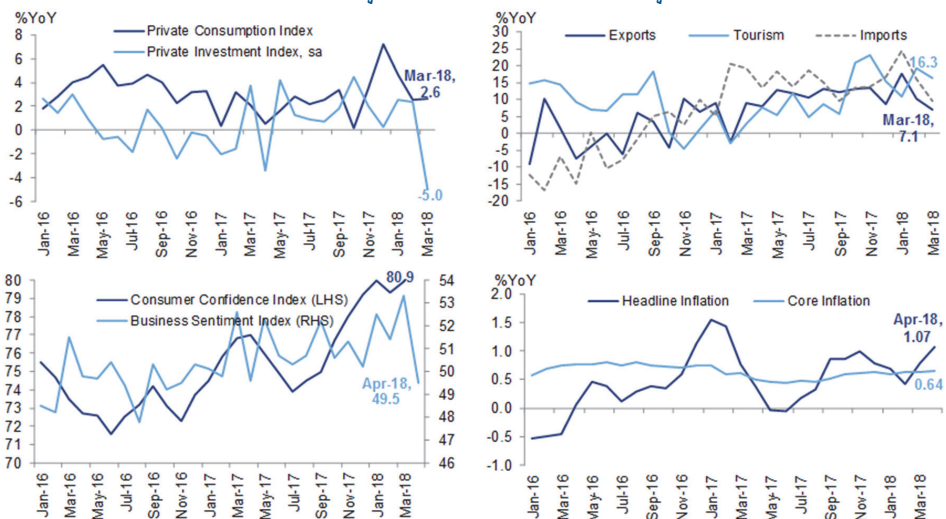
เศรษฐกิจไทยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากภาคต่างประเทศ สำหรับเศรษฐกิจในประเทศยังฟื้นตัวช้า การบริโภคภาคเอกชนได้รับแรงกดดันจากหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงและรายได้เกษตรกรที่อยู่ในระดับต่ำ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในเดือน เม.ย. เติบโตขึ้นแต่กรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายเป็นครั้งแรกในรอบ 14 เดือน โดยมีปัจจัยหนุนสำคัญจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังทรงตัว เรายังคงมุมมองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ +1.5% ในปี 2018

ในระยะถัดไป เราประเมินว่าการลงทุนภาครัฐใน 2H18 มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานใหม่หลายโครงการจะทยอยประมุล อาทิ รถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ซึ่งจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและผลักดันให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวดีขึ้น ส่งผลให้ผลให้เศรษฐกิจในปี 2018 ขยายตัว +4.1% YoY ตามที่เราคาด

ภาคต่างประเทศยังคงขยายตัวดี ในขณะที่อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวช้า

ภาคต่างประเทศยังคงเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ โดยมูลค่าส่งออกเดือน มี.ค. ขยายตัว +7.1% YoY (vs. +10.3% เดือนก่อน) และจำนวนนักท่องเที่ยวเดือน มี.ค. ขยายตัว +16.3% YoY (vs. +19.3% เดือนก่อน) ส่วนเศรษฐกิจภายในประเทศยังคงไม่แข็งแกร่ง โดยการบริโภคภาคเอกชนทรงตัวจากเดือนก่อน ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนหดตัวชั่วคราวจากการนำเข้าเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่เร่งตัวขึ้นในช่วงก่อน อย่างไรก็ตามอัตราเงินเฟ้อเดือน เม.ย. เติบโตขึ้นไปแต่กรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย โดยมีแรงสนับสนุนจากราคาพลังงานเป็นหลัก ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานทรงตัวสะท้อนถึงอุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่แข็งแกร่ง เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยในปี 2018

แผนภาพที่ 55 : การลงทุนภาคเอกชนทรงตัว การลงทุนภาคเอกชนหดตัว

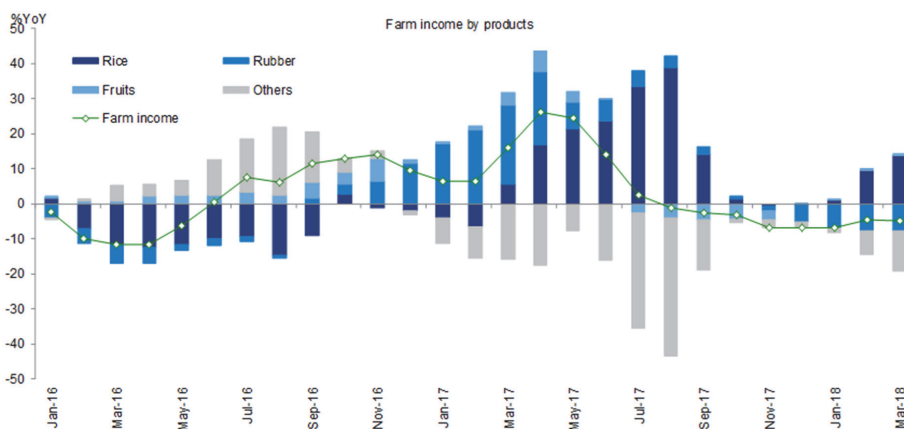


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รายได้เกษตรกรหดตัวลดลงจากอุปสงค์ข้าวในตลาดโลกที่มากขึ้น

อุปสงค์ข้าวในตลาดโลกที่มากขึ้นส่งผลให้ราคาข้าวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยราคาข้าวเปลือกเฉลี่ยเดือน ก.พ. และ มี.ค. เพิ่มขึ้น +15.1% และ +16.5% YoY ตามลำดับ สูงขึ้นจากเดือน ม.ค. ที่ราคาข้าวเพิ่มขึ้น +11.1% YoY ราคาข้าวที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้รายได้เกษตรกรปรับตัวดีขึ้น โดยรายได้เกษตรกรในเดือน ก.พ. และ มี.ค. หดตัว -4.5% YoY และ -4.9% YoY ตามลำดับ หลังจากที่รายได้เกษตรกรในเดือน ม.ค. หดตัวสูงถึง -6.7% YoY อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าสภาพอากาศที่เอื้ออำนวยในปีนี้จะทำให้มีผลผลิตข้าวที่เข้าสู่ตลาดจำนวนมาก ซึ่งจะกดดันราคาข้าวในระยะถัดไป นอกจากนี้ ราคายางพารายังมีแนวโน้มที่ไม่สดใส เนื่องจากจีนซึ่งเป็นผู้นำเข้ายางพารารายใหญ่ของโลกยังมีปริมาณสต็อกยางอยู่ในระดับสูง รายได้เกษตรกรโดยรวมจึงยังมีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 56 : รายได้เกษตรกรปรับตัวดีขึ้นจากราคาข้าวที่เพิ่มขึ้น

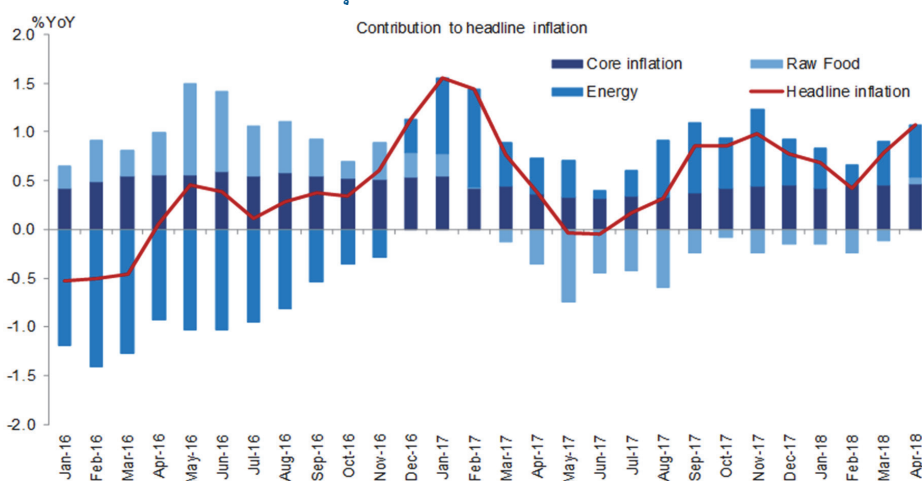


Source: Office of Agricultural Economics (OAE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อัตราเงินเฟ้อแตะกรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายเป็นครั้งแรกในรอบ 14 เดือน

อัตราเงินเฟ้อเดือน เม.ย. เร่งตัวขึ้นที่ +1.07% YoY (vs. +0.79% เดือนก่อน) จากราคาพลังงานที่ขยายตัวสูง (+4.7% YoY vs. +3.8% เดือนก่อน) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปทรงตัวที่ +0.64% YoY (vs. +0.63% เดือนก่อน) สะท้อนว่าอุปสงค์ในประเทศยังคงฟื้นตัวช้า มองไปข้างหน้า เราประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อจะเคลื่อนไหวเข้าใกล้กรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย โดยมีราคาพลังงานเป็นปัจจัยหนุนที่สำคัญ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า กนง.จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018 เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่แข็งแกร่ง

แผนภาพที่ 57 : ราคาพลังงานหนุนให้อัตราเงินเฟ้อแตะกรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อเป้าหมาย

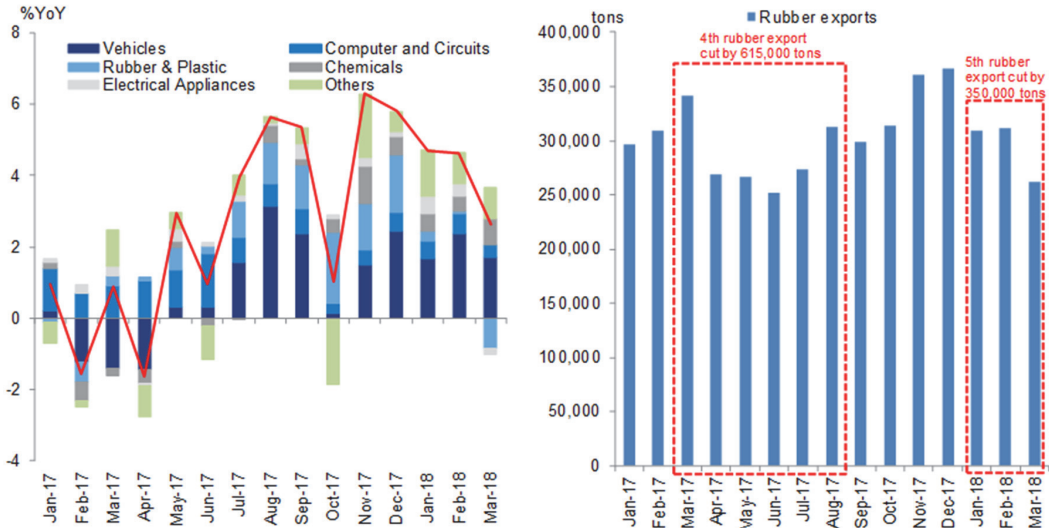


Source: Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมชะลอลงชั่วคราวจากการผลิตยางพาราในช่วงที่สภาไตรภาคีลดปริมาณการส่งออก

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) เดือน เม.ย. ชะลอลงเป็น +2.6% YoY ต่ำสุดในรอบห้าเดือน จากการผลิตผลิตภัณฑ์ยางและพลาสติกที่หดตัว -8.3% YoY (vs. +0.5% เดือนก่อน) เนื่องจากสภาไตรภาคียางพารา ประกอบด้วย ไทย อินโดนีเซียและมาเลเซีย ซึ่งมีปริมาณผลผลิต 70% ของผลผลิตทั่วโลก มีข้อตกลงลดปริมาณการส่งออกยางพารา 3.5 แสนตันตั้งแต่วันที่ 25 ธ.ค. 17 - 31 มี.ค. 18 โดยไทยจะต้องลดปริมาณการส่งออก 2.3 แสนตัน อย่างไรก็ตาม ไรท์ดี เรา คาดว่าการผลิตผลิตภัณฑ์ยางจะกลับมาเร่งตัวขึ้นหลังจากที่ข้อตกลงของสภาไตรภาคียางพาราลิ้นสุดลงในเดือน มี.ค. ส่วน การผลิตสินค้าเพื่อส่งออกก็มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 58 : MPI ชะลอลงชั่วคราวจากการผลิตยางพาราที่ลดลง

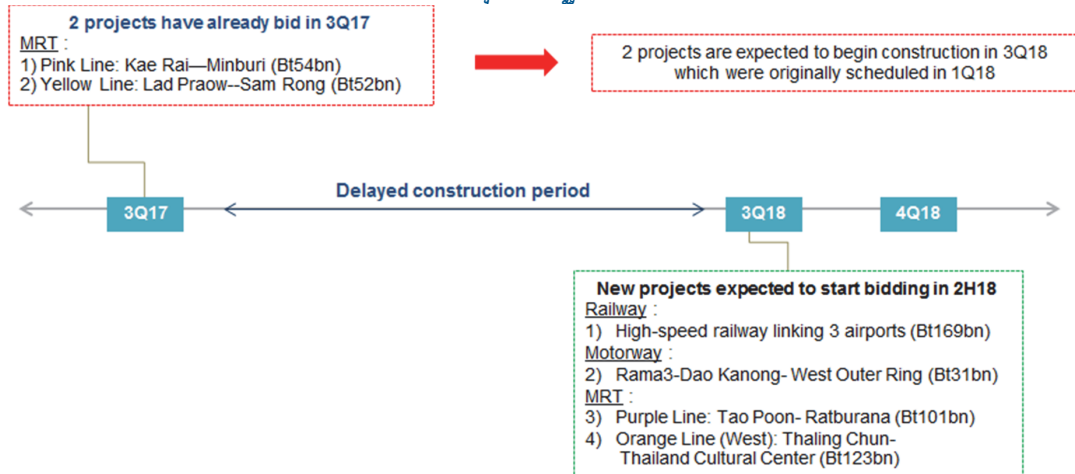


Source: Office of Industrial Economics (OIE), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนภาครัฐใน 2H18 มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นจากช่วง 1H18

โครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองที่ประมูลเสร็จใน 3Q17 แต่การก่อสร้างมีความล่าช้าจากการส่งมอบพื้นที่ ล่าสุด การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) จะเร่งรัดให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องส่งมอบพื้นที่ในเดือน พ.ค. และคาดว่าจะเข้าสู่ระยะก่อสร้างใน 3Q18 นอกจากนี้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกหลายโครงการมูลค่าราว 4.2 แสนล้านบาทจะทยอยเข้าสู่ช่วงประมูล อาทิ โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินที่จะเริ่มประมูลหลังจากที่ประกาศ TOR ในเดือน พ.ค. โครงการทางพิเศษสายพระราม 3-ดาวคะนอง-วงแหวนรอบนอกกรุงเทพมหานครด้านตะวันตกที่จะเริ่มประมูลหลังจากที่มีการระดมทุน Thailand Future Fund (TFF) ในเดือนมิ.ย.-ก.ค. โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ (เตาปูน-ราษฎร์บูรณะ) และรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก (ตลิ่งชัน-ศูนย์วัฒนธรรม)

แผนภาพที่ 59 : การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นใน 2H18



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

สำนักงานเศรษฐกิจการคลังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยปี 2018 ไว้ที่ +4.2% YoY

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) คงคาดการณ์ GDP 2018F ขยายตัว +4.2% YoY ซึ่งใกล้เคียงกับที่เรา คาดที่ +4.1% YoY โดยปรับเพิ่มคาดการณ์การส่งออกจากเดิม +6.0% YoY เพิ่มขึ้นเป็น +8.0%YoY และปรับเพิ่มคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวจาก 38.2 ล้านคน เป็น 39.9 ล้านคน ขณะเดียวกัน สศค. ปรับลดคาดการณ์ การบริโภคภาคีรัฐจากเดิม +3.4% YoY ลดลงเป็น +3.0% YoY และการลงทุนภาครัฐจากเดิม +11.8% YoY ลดลงเป็น +8.9% YoY

แผนภาพที่ 60 : สำนักงานเศรษฐกิจการคลังคงประมาณการ GDP ไว้ที่ +4.2% YoY ใกล้เคียงกับที่เราคาด

Economic Forecasts		2018F		
		FPO Jan'18	FPO Apr'18	TISCO ESU
Real GDP	YoY (%)	4.2	4.2	4.1
Real Private Consumption	YoY (%)	3.5	3.5	3.4
Real Public Consumption	YoY (%)	3.4	3.0	2.8
Real Private Investment	YoY (%)	3.8	3.8	4.4
Real Public Investment	YoY (%)	11.8	8.9	9.6
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	6.6	8.0	7.0
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	8.6	12.5	10.8
Tourist Arrivals	million	38.2	39.9	38.3
Trade Balance	US\$, bn	29.3	25.3	23.4
Current Account Balance	US\$, bn	45.5	46.6	42.0
Current Account	% GDP	9.1	9.1	8.2
Dubai crude price - period average	US\$/bbl	61.5	64.0	57.0
Headline Inflation	YoY (%)	1.2	1.2	1.1
Core Inflation	YoY (%)	0.8	0.7	0.6
Thai Baht - period average	Bt/USD	32.3	31.5	32.0
Thai Baht - period end	Bt/USD	n.a.	n.a.	32.0
Policy rate - period end	%	1.5	1.5	1.5

Source: Fiscal Policy Office (FPO), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

Head of Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

มานะ นิมิตรวานิช

Head of Economic

- ปรินซ์โท เอก เศรษฐศาสตร์
Claremont Graduate University
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
University of Illinois at Urbana Champaign
- ปรินซ์โท รัฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: 6 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์นโยบายและแผน สำนักงาน

คณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

1 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกิจชำนาญการ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

1 ปี ในตำแหน่งผู้บริหารงานวิจัย

วิลันดา ดิสเรตตีวัฒน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกิจผู้ช่วย

ซารา ผลพิบูลย์

Economist

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

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วีระพันธ์ ไรจน์ัญกุล

Strategist

- ปรินซ์โท Investment Management (Award of Distinction & Beta Gamma Sigma Honor)
Cass Business School

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจภาคภาษาอังกฤษ ภาคการเงิน
(เกียรตินิยม)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

- สอบผ่าน CFA Level 3

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

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	ไลต์สโรราช	: 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
ถนนพืชร่อทิศ หาดใหญ่	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

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