



TIPS

August
2018

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เราประเมินว่าการปรับฐานของตลาดหุ้นกำลังพัฒนา (Emerging Market; EM) ในรอบนี้ใกล้ถึงจุดสิ้นสุดแล้ว หลังอัตราการลดลง (Percentage Loss) ของตลาดหุ้น EM ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับการปรับฐานครั้งก่อนๆ ในรอบกว่า 10 ปีที่ผ่านมา
- โอกาสที่ตลาดหุ้น EM จะกลับมาฟื้นตัว และ Outperform อีกครั้ง คงไม่ใช่เรื่องง่าย เนื่องจาก 1) มีการปรับลดคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียน (Earnings Downgrade) ในตลาดหุ้น EM ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา 2) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐยังไม่่ากลับมาอ่อนค่าเร็วๆ นี้ และ 3) P/E Discount ของตลาดหุ้น EM ยังไม่ถูกมากพอให้กลับเข้าไปลงทุน
- เรายังคงชอบตลาดหุ้น DM มากกว่า EM ซึ่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น DM ถูกปรับเพิ่มขึ้น (Earnings Upgrade) ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และความเสถียรที่เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้น DM นั้นค่อนข้างจะจำกัด
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้รับอานิสงส์จากการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายของ BoJ
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งเศรษฐกิจยังคงเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและชัดเจนกว่าภูมิภาคอื่นๆ และ Earnings Growth ที่อยู่ในระดับสูงจากนโยบายลดภาษีนิติบุคคล
- เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน

Contents

- Executive Summary 3
- Global Investment Strategy 4
 - ตลาดหุ้น 7
 - ตลาดตราสารหนี้ 11
 - ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 14
- Global Economic Insights 18
 - เศรษฐกิจสหรัฐฯ 19
 - เศรษฐกิจยุโรป 21
 - เศรษฐกิจจีน 27
 - เศรษฐกิจญี่ปุ่น 33
 - เศรษฐกิจไทย 36



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสเรตตีวัฒน์
ซาร่า ผลพิบูลย์

ทิพย์รัตน์ นันทปริดาวัฒน์
วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล
สุชานันท์ ภิภพสุชาติ

ธนาคารเกสโกล์ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารสีฟ้าทิวาเวอร์ 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 ที่สละไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

เราประเมินว่าการปรับฐานของตลาดหุ้นกำลังพัฒนา (Emerging Market; EM) ในรอบนี้ใกล้ถึงจุดสิ้นสุดแล้ว หลังอัตราการลดลง (Percentage Loss) ของตลาดหุ้น EM ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับการปรับฐานครั้งก่อนๆ ในรอบกว่า 10 ปีที่ผ่านมา ประกอบกับการเติบโตของผลประกอบการ (Earning Growth) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นทั่วโลกยังคงเติบโตได้ในระดับสูง และดีกว่าทุกช่วงของการปรับฐานในอดีตอย่างชัดเจน ดังนั้นเราจึงมองว่าการที่ระดับ Valuation ของตลาดหุ้น EM ในปัจจุบันจะลดลงไปเท่ากับในอดีตนั้นไม่น่าจะเกิดขึ้นได้

อย่างไรก็ตามโอกาสที่ตลาดหุ้น EM จะกลับมาฟื้นตัว และ Outperform อีกครั้งคงไม่ใช่เรื่องง่าย เนื่องจาก 1) Earnings Downgrade ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น EM ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา 2) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯยังไม่มากกลับมาอ่อนค่าเร็วๆนี้ และ 3) P/E Discount ของตลาดหุ้น EM ยังไม่ถูกมากพอให้กลับเข้าไปลงทุน

ดังนั้นเรายังคงชอบตลาดหุ้น DM มากกว่า EM ซึ่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น DM ถูกปรับเพิ่มขึ้น (Earnings Upgrade) ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และความเสี่ยงที่เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้น DM นั้นค่อนข้างจะจำกัด โดยเราแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) ตลาดหุ้นญี่ปุ่น 2) ตลาดหุ้นสหรัฐฯ และ 3) หุ้นในกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ

ในส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ราคาน้ำมันดิบมีโอกาสเพิ่มขึ้นแรง หลังตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงตึงตัวมากขึ้น เนื่องจากอุปทานน้ำมันดิบของเวเนซุเอลาและอิหร่านกำลังจะหายไปเป็นจำนวนมาก ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรอง (Oil Spare Capacity) ของ OPEC ลดลงสู่ระดับต่ำเพื่อชดเชยส่วนดังกล่าว ขณะเดียวกันสหรัฐฯ ไม่สามารถเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบ เพื่อช่วยลดความตึงตัวในตลาดน้ำมันดิบโลกได้เหมือนช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) จากแหล่งผลิตน้ำมัน Permian ในแถบ West Texas

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เราประเมินว่าการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบนี้ใกล้ถึงจุดสิ้นสุดแล้ว หลังอัตราการลดลง (Percentage Loss) ของตลาดหุ้น EM ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับการปรับฐานครั้งก่อนๆในรอบกว่า 10 ปีที่ผ่านมา
- โอกาสที่ตลาดหุ้น EM จะกลับมาฟื้นตัว และ Outperform อีกครั้งคงไม่ใช่เรื่องง่าย เนื่องจาก 1) มีการปรับลดคาดการณ์กำไรของบริษัทจดทะเบียน (Earnings Downgrade) ในตลาดหุ้น EM ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา 2) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ยังไม่น่ากลับมามีค่าเร็วขึ้น และ 3) P/E Discount ของตลาดหุ้น EM ยังไม่ถูกมากพอให้กลับเข้าไปลงทุน
- เรายังคงชอบตลาดหุ้น DM มากกว่า EM ซึ่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น DM ถูกปรับเพิ่มขึ้น (Earnings Upgrade) ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และความเสี่ยงที่เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้น DM นั้นค่อนข้างจะจำกัด
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และจะได้รับอานิสงส์จากการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายของ BoJ
- เราแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งเศรษฐกิจยังคงเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งและชัดเจนกว่าภูมิภาคอื่นๆ และ Earnings growth ที่อยู่ในระดับสูงจากนโยบายลดภาษีนิติบุคคล
- เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่มการเงินของสหรัฐฯ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น และมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,626	-1.1%	-3.2%	-8.2%	-10.6%	-7.3%	3.5%
Philippines PCOMP	7,382	2.1%	-0.4%	-5.3%	-16.3%	-13.7%	-7.2%
Indonesia JCI	5,862	-0.3%	-2.2%	-7.3%	-9.4%	-7.8%	0.7%
Singapore STI	3,240	-1.1%	-2.5%	-8.9%	-8.0%	-4.8%	-2.0%
Malaysia KLCI	1,737	3.0%	-0.4%	-7.6%	-4.6%	-3.3%	-1.0%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	28,182	-1.7%	-7.0%	-6.9%	-12.3%	-5.8%	6.2%
China H HSCEI	10,592	-2.2%	-10.8%	-11.6%	-19.1%	-9.5%	-1.5%
MSCI China	86	0.3%	-9.2%	-5.9%	-12.0%	-4.3%	11.8%
China CSI300	3,449	-0.5%	-8.1%	-8.4%	-19.2%	-14.4%	-5.9%
Taiwan TWSE	10,779	0.2%	-2.8%	-0.6%	-2.6%	1.3%	2.8%
Korea KOSPI	2,314	1.5%	-2.6%	-6.7%	-8.0%	-6.2%	-4.6%
MSCI Korea	692	0.8%	-2.5%	-7.7%	-9.6%	-7.5%	-4.4%
India SENSEX	36,520	0.8%	2.7%	6.4%	3.6%	7.2%	15.2%
MSCI India	1,278	0.4%	1.3%	2.4%	-1.2%	1.0%	9.6%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,255	0.6%	2.5%	6.7%	4.0%	3.1%	10.0%
Japan TOPIX	1,757	2.4%	-0.8%	0.4%	-6.4%	-3.3%	8.4%
Japan Nikkei 225	22,886	3.1%	0.9%	3.3%	-3.7%	0.5%	14.4%
Europe STOXX600	385	-0.3%	-0.2%	0.8%	-3.4%	-1.1%	0.6%
Euro STOXX50	3,458	-0.5%	-0.3%	-1.0%	-4.5%	-1.3%	-0.6%
US Dow Jones	25,120	0.8%	0.5%	1.5%	-3.5%	1.6%	16.4%
US S&P500	2,810	0.6%	1.3%	3.7%	0.4%	5.1%	14.2%
MSCI US REITs	1,140	-1.8%	2.3%	7.8%	4.3%	-1.5%	-1.7%
J-REITs	1,774	0.4%	1.7%	4.0%	1.5%	6.7%	9.0%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,626	-0.9%	-0.1%	4.2%	-1.0%	-0.8%	3.2%
Germany DAX	12,662	0.4%	-1.3%	0.6%	-4.7%	-2.0%	1.9%
France CAC 40	5,423	-0.2%	-0.5%	0.8%	-1.3%	2.1%	4.8%
Switzerland SMI	8,825	0.6%	3.6%	-0.1%	-6.6%	-5.9%	-1.7%
Portugal PSI 20	5,638	-0.4%	1.2%	2.5%	-0.6%	4.6%	6.2%
Spain IBEX 35	9,719	-1.7%	-0.5%	-1.4%	-6.8%	-3.2%	-7.6%
Italy FTSE MIB	21,978	-0.4%	-0.5%	-7.5%	-7.0%	0.6%	2.9%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	78,130	4.4%	11.9%	-8.9%	-3.5%	2.3%	19.6%
Chile IPSA	5,352	0.5%	-1.8%	-6.0%	-8.4%	-3.8%	6.2%
Mexico MEXBO	48,705	-0.6%	4.4%	-0.8%	-2.4%	-1.3%	-4.7%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	536	0.3%	-4.3%	-6.0%	-10.0%	-5.9%	2.8%
MSCI Latin America	2,612	2.2%	8.2%	-15.5%	-14.8%	-7.6%	-4.3%
MSCI All Country World	516	0.9%	0.1%	-0.5%	-3.9%	0.5%	8.7%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	67.82	-3.6%	3.0%	-0.9%	6.1%	12.2%	46.2%
Brent Spot	71.75	-2.2%	-4.8%	-2.4%	3.5%	7.3%	46.9%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.93	0.91	-5.56	-1.08	-1.43	-2.52	1.49
Gold Spot	1226.97	-1.5%	-4.0%	-9.2%	-7.7%	-5.8%	-1.2%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2154.55	-0.7%	-2.3%	-2.6%	0.9%	1.1%	6.1%
Bloomberg Agri Subindex	43.07	1.1%	-5.5%	-11.5%	-8.2%	-9.3%	-18.0%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	271.92	0.0%	-0.2%	-1.6%	-1.8%	-1.4%	1.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.64	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.5%	1.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	278.43	-0.1%	0.0%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	1.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	356.42	0.0%	0.4%	-0.9%	-0.7%	-0.5%	1.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	236.21	0.0%	0.2%	-0.6%	-0.2%	0.0%	1.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.56	0	3	20	15	14	9
2Y	1.74	2	4	34	34	28	22
5Y	2.19	3	7	34	39	34	28
10Y	2.73	-7	-6	17	27	20	19
Spread 10Y-2Y	99	-9	-10	-17	-7	-8	-3
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.87	2	-5	0	24	46	61
Japan 10Y	0.05	0	1	1	-4	0	-3
UK 10Y	1.26	-4	-7	-18	-5	7	-1
German 10Y	0.35	3	-6	-16	-22	-8	-24
Spain 10Y	1.25	-3	-5	3	-25	-32	-34
Italy 10Y	2.47	-20	-14	71	47	45	23
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	12.06	-0.6	-0.3	-3.5	-0.2	1.0	2.2
Dollar index	95.02	0.3%	0.3%	6.0%	5.0%	3.1%	0.4%
USD/THB	33.33	0.0%	1.9%	6.8%	4.4%	2.3%	-0.8%
EUR/USD	1.17	-0.4%	0.4%	-5.9%	-4.7%	-2.9%	0.8%
GBP/USD	1.31	-0.8%	-1.0%	-7.8%	-5.5%	-3.0%	0.5%
USD/JPY	113.05	1.0%	2.3%	5.5%	1.9%	0.3%	0.9%
USD/CNY	6.71	1.1%	4.2%	6.7%	4.2%	3.1%	-0.9%
USD/CNH	6.73	0.2%	4.2%	7.3%	4.7%	3.3%	-0.3%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 7/18/2018

7:16:50 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				<ul style="list-style-type: none"> - เราคาดว่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง - ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เติบโตในระดับสูง ซึ่งคาดว่าเฉลี่ย +20% ทั้งปีนี้ - นโยบายลดภาษีนิติบุคคล - คงน้ำหนักเป็น Overweight
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวได้อย่างมีเสถียรภาพ - Valuation ดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับภูมิภาค - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - PBoC มีแนวโน้มกลับมาผ่อนคลายนโยบายทางการเงินในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - แต่ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนและแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - เงินทุนยังคงเสี่ยงไหลออก จากเงินดอลลาร์สหรัฐฯที่แข็งค่า - สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ส่งผลกดดันภาคการส่งออกของประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือ โดยเฉพาะไต้หวัน และเกาหลี - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป - แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว - ค่าเงินเยนที่มีแนวโน้มอ่อนค่า ช่วยหนุนกำไรของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งถูกปรับขึ้นมากกว่า 3% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> - นโยบายของรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN ขัดกับทาง EU ซึ่งอาจทำให้เกิดความขัดแย้งในภูมิภาคและความเสี่ยงที่อิตาลีอาจแยกตัวออกจาก EU ในระยะข้างหน้า - ยูโรมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯที่แข็งค่า และโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> - แม้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกดดันราคาทองคำ - แต่ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงตึงตัวมากขึ้น จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลาและลิเบีย ประกอบกับผลกระทบจากการคว่ำบาตรอิหร่านของสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลในช่วงปลายปีนี้ - น้ำมันดิบสหรัฐฯ ไม่สามารถส่งออกเพิ่มเติมเพื่อช่วยลดความตึงตัวของตลาดน้ำมันได้ เนื่องจากข้อจำกัดทางการขนส่ง (Pipeline Bottleneck) ในแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian แถบ West Texas - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ - แต่ Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs - เพิ่มน้ำหนักเป็น Neutral
J-REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง - เพิ่มน้ำหนักเป็น Neutral
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> - โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ Current Recommendation ■ Previous Recommendation

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

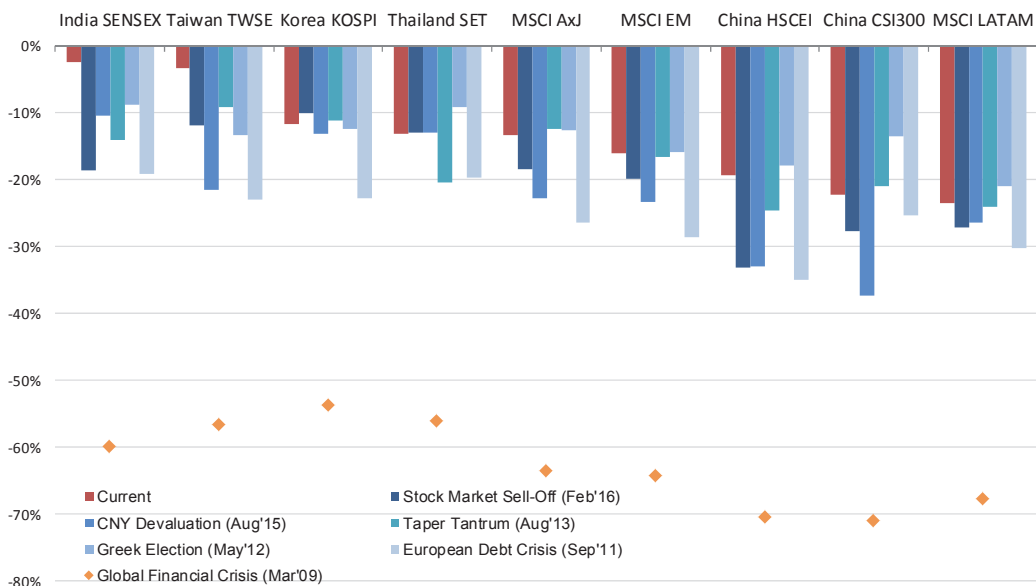
ตลาดหุ้น

การปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบนี้ใกล้ถึงจุดสิ้นสุดแล้ว แต่โอกาสที่จะกลับมาฟื้นตัวและ Outperform อีกครั้ง คงไม่ใช่เรื่องง่าย เนื่องจาก 1) การปรับลดคาดการณ์กำไร (Earnings Downgrade) ของบริษัทจดทะเบียน ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา 2) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐยังไม่น่ากลับมาอ่อนค่าเร็ว ๆ นี้ และ 3) P/E Discount ของตลาดหุ้น EM ยังไม่ถูกมากพอให้กลับเข้าไปลงทุน ดังนั้นเรายังคงแนะนำให้ลงทุนในตลาดหุ้น DM ซึ่งมีการปรับขึ้นคาดการณ์กำไร (Earnings Upgrade) ของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่อง และความเสี่ยงที่เงินทุนจะไหลออกจากตลาดหุ้น DM นั้นค่อนข้างจะจำกัด

การปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบนี้ใกล้ถึงจุดสิ้นสุดแล้ว ...

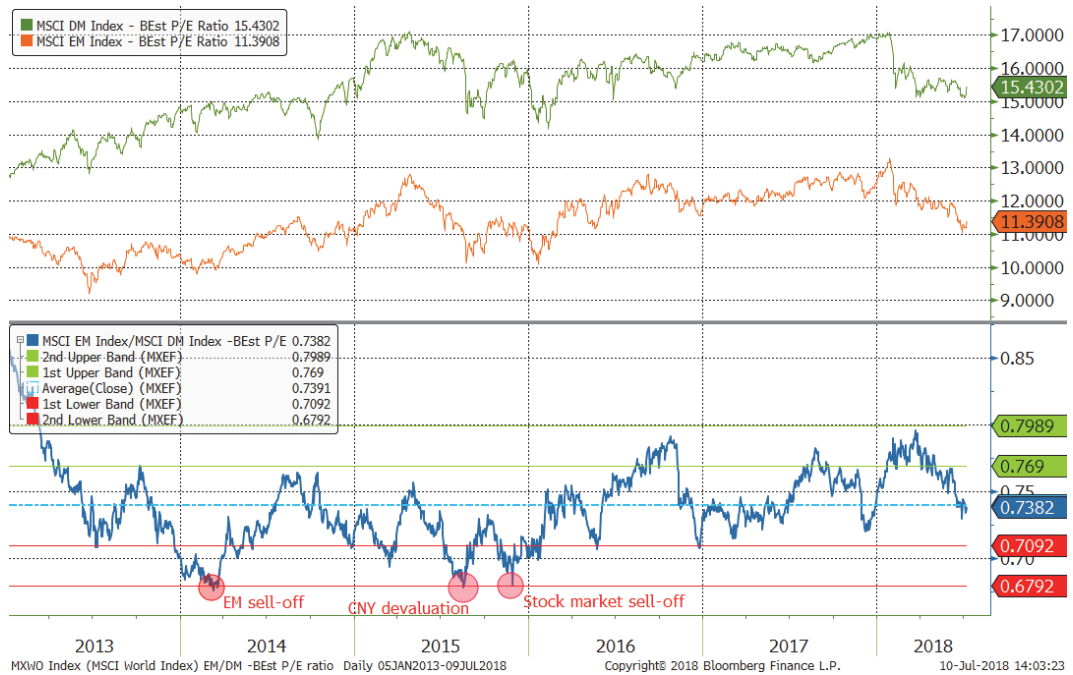
นับจากจุดสูงสุดตั้งแต่ต้นปี 2018 ตลาดหุ้นกำลังพัฒนา (Emerging Market; EM) ปรับฐานลงแรง นำโดยตลาดหุ้นละตินอเมริกา และตลาดหุ้นจีน ที่ปรับตัวลงมากกว่า 20% จากความกังวลต่อสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะกับจีน ซึ่งล่าสุดสหรัฐฯได้ประกาศเตรียมเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพิ่มอีก 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 10% ประกอบกับการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯในช่วงที่ผ่านมา ได้ส่งผลให้เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้น EM เป็นจำนวนมาก ซึ่งการปรับฐานในช่วงที่ผ่านมาส่งผลให้ระดับ Valuation ของตลาดหุ้น EM ลดลงมากในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น โดย P/E Discount ของตลาดหุ้น EM กับตลาดหุ้น DM ลดลงมาที่ระดับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี

แผนภาพที่ 1: การปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับการปรับฐานครั้งก่อนๆ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 2: P/E Discount ของตลาดหุ้น EM ลดลงมาที่ระดับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี

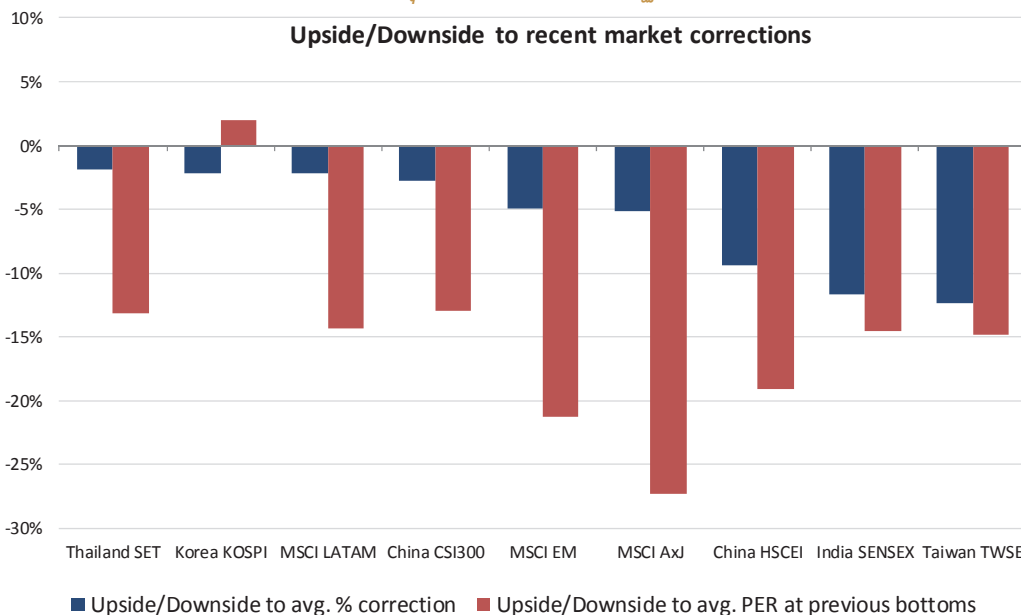


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมินการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบนี้ โดยเปรียบเทียบอัตราการลดลง (Percentage Loss) ของตลาดในปัจจุบันกับหลายๆ ช่วงที่ตลาดได้มีการปรับฐานในรอบกว่า 10 ปีที่ผ่านมา ได้แก่ 1) ช่วงวิกฤตหนี้สาธารณะยุโรป (European Debt Crisis) ในเดือน มี.ค. 2009 2) วิกฤตการณ์เมืองกรีซในเดือน พ.ค. 2012 3) ช่วงที่ตลาดกังวลต่อการลด QE ของสหรัฐฯ (Taper Tantrum) ในเดือน ส.ค. 2013 4) การปรับลดค่าเงินหยวน (CNY Devaluation) ในเดือน ส.ค. 2015 และ 5) ช่วงที่ตลาดหุ้นปรับฐานจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวลงแรง และค่าเสี่ยงขาดทุนของธนาคารในยุโรป ในเดือน ก.พ. 2016

ซึ่งจะสังเกตได้ว่าอัตราการลดลงของตลาดหุ้น EM ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับการปรับฐานในครั้งก่อนๆ แล้ว และน่าจะชี้ว่าการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบนี้ใกล้ถึงจุดสิ้นสุดแล้ว หรืออีกนัยหนึ่งคือ ตลาดหุ้น EM มี Downside ที่จำกัดแล้ว (สังเกตได้จากแท่งสีน้ำเงิน ในแผนภาพที่ 3)

แผนภาพที่ 3: Downside ของตลาดหุ้น EM ค่อนข้างจำกัดเมื่อเทียบกับอัตราการลดลงของการปรับฐานในครั้งก่อนๆ แต่หากเทียบกับระดับ Valuation ในอดีต ตลาดหุ้น EM ยังคงเสี่ยงปรับฐานเกินกว่า 10%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

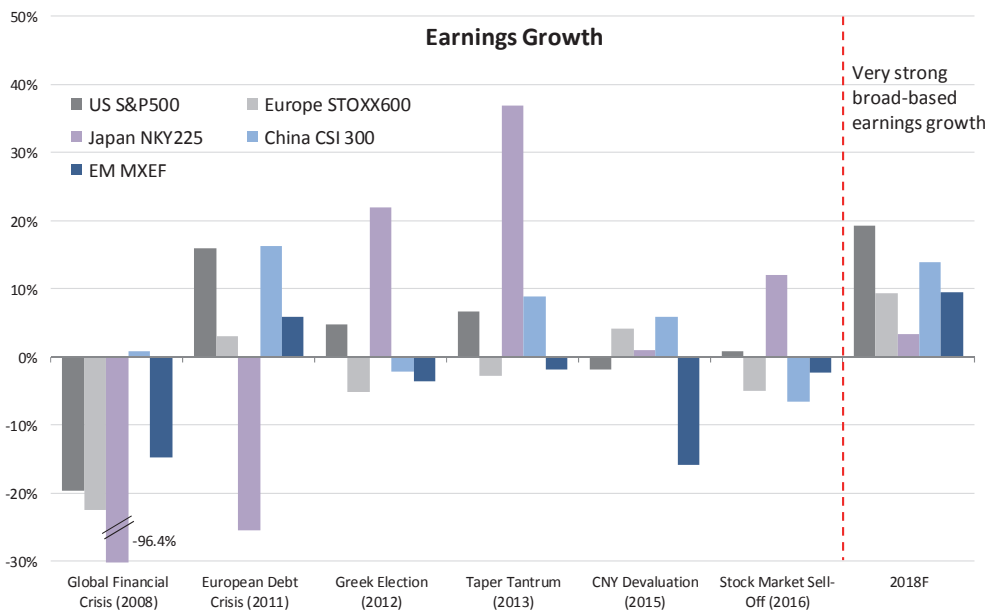
แม้ว่า P/E ratio ของตลาดหุ้น EM ยังคงชี้ว่าระดับ Valuation ณ ปัจจุบันนั้นยังคงสูงกว่าทุกช่วงที่ตลาดหุ้นได้มีการปรับฐานในอดีตที่ผ่านมา แต่การที่ระดับ Valuation ของตลาดหุ้นในปัจจุบันจะลดลงไปเท่ากับในอดีตนั้นไม่น่าจะเกิดขึ้นได้ เนื่องจากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในปัจจุบันยังคงแข็งแกร่งอยู่ ซึ่งจะสังเกตได้จากการเติบโตของผลประกอบการ (Earning Growth) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นทั่วโลกในปัจจุบันที่ยังคงเติบโตได้ในระดับสูง และดีกว่าทุกช่วงของการปรับฐานในอดีตอย่างชัดเจน

แผนภาพที่ 4: PER ของตลาดหุ้นในปัจจุบัน เทียบกับในช่วงการปรับฐานครั้งก่อนๆ

Price-to-earnings	Current	Stock Market Sell-Off (Feb '16)	CNY Devaluation (Aug'15)	Taper Tantrum (Aug'13)	Greek Election (May'12)	European Debt Crisis (Sep'11)	Global Financial Crisis (Mar'09)
Taiwan TWSE	13.8	11.2	11.2	13.5	12.9	11.3	9.2
Korea KOSPI	8.9	10.5	10.5	8.5	8.3	7.5	6.6
China HSCEI	7.6	5.8	6.9	6.5	6.9	6.6	6.3
China CSI300	11.5	10.7	11.5	8.5	9.4	9.8	9.6
Thailand SET	14.5	12.3	13.2	11.6	10.6	9.3	5.8
India SENSEX	18.2	14.5	14.8	12.5	12.1	12.4	8.0
MSCI AxJ	12.5	10.6	10.8	10.0	9.9	9.4	7.5
MSCI LATAM	12.8	11.5	12.7	11.1	10.3	9.0	5.9
MSCI EM	11.9	10.5	11.5	9.9	9.6	9.2	6.6

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 5: Earning Growth ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นทั่วโลกในปัจจุบันยังคงเติบโตได้ในระดับสูง

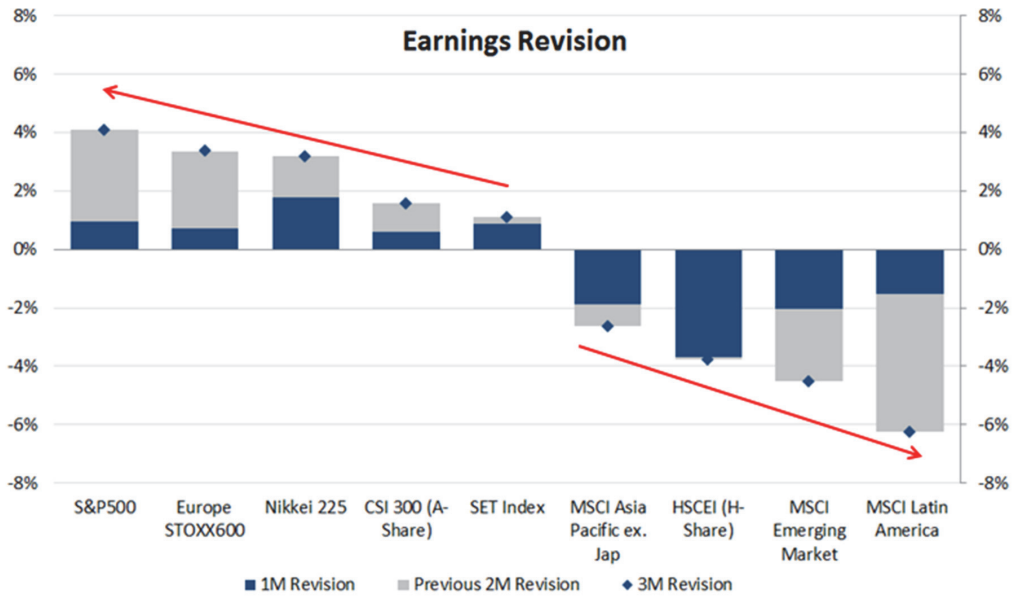


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

... แต่โอกาสที่ตลาดหุ้น EM จะฟื้นตัว คงไม่ง่าย

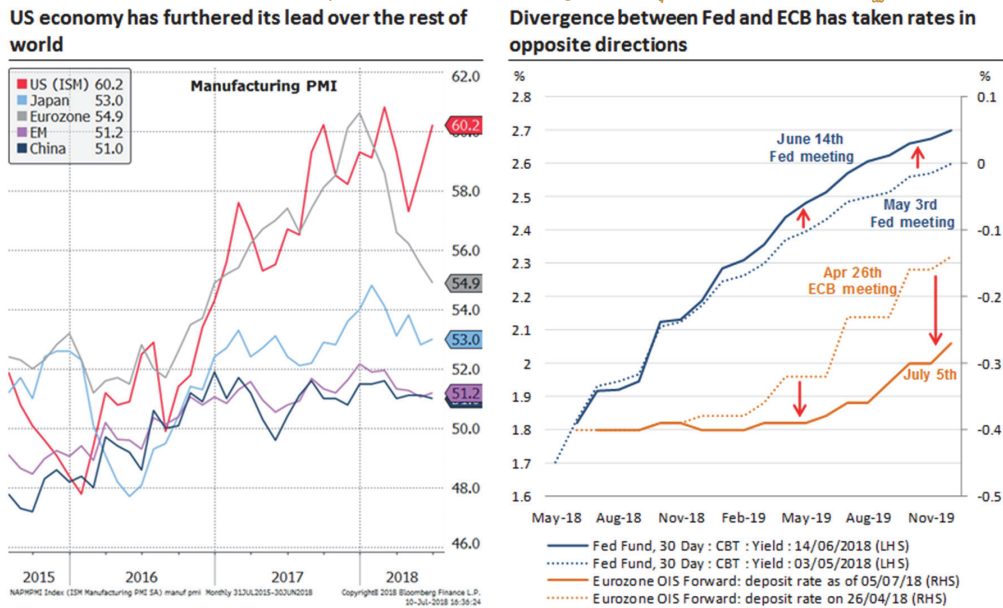
อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการที่ตลาดหุ้น EM จะฟื้นตัว และกลับมา Outperform อีกครั้ง คงไม่ใช่เรื่องง่ายนัก เนื่องจาก 1) ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น EM ยังคงถูกปรับลดลง (Earning Downgrade) ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา 2) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐยังไม่กลับมาอ่อนค่า ท่ามกลางความกังวลสงครามการค้า ประกอบกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เติบโตต่อเนื่อง สวนทางกับประเทศอื่นๆทั่วโลก และความแตกต่างระหว่างนโยบายการเงินของ Fed และ ECB/BoJ ยังคงหนุนให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าต่อไป และ 3) P/E Discount ของตลาดหุ้น EM ยังไม่ถูกมากพอให้กลับเข้าไปลงทุน เมื่อเทียบกับจุดต่ำสุด (Bottom) ของการปรับฐานในปี 2014 และ 2015 (ดูแผนภาพที่ 2)

แผนภาพที่ 6: ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น EM ส่วนใหญ่ถูกปรับลดลง ซึ่งสวนทางกับบริษัทในตลาดหุ้น DM



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 7: การเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งของสหรัฐฯ และการดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดของ Fed ซึ่งสวนทางกับประเทศอื่นๆทั่วโลก เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯให้แข็งค่า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้น DM ยังคงน่าสนใจมากกว่า

เรายังคงชอบตลาดหุ้น DM มากกว่า EM เนื่องจากผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น DM ยังคงถูกปรับเพิ่มขึ้น (Earning Upgrade) ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และความเสถียรที่เงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้น DM นั้นค่อนข้างจะจำกัด โดยเราแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) ตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ยังซื้อขายในระดับ Valuation ที่ต่ำโดยค่า P/E ของดัชนี Nikkei ยังอยู่ที่ระดับ 15.4 เท่า (-0.4 S.D.) นอกจากนี้ยังได้รับอานิสงส์จากการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายของ BoJ ซึ่งคาดว่าจะผ่อนคลายไปจนถึงสิ้นปี 2019 และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯที่ไม่น่าจะกลับมาอ่อนค่าในช่วงนี้ 2) ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งเศรษฐกิจยังคงเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งสวนทางกับประเทศอื่นๆ ทั่วโลก ประกอบกับ Earnings Growth ที่อยู่ในระดับสูงจากนโยบายลดภาษีนิติบุคคล และ 3) หุ้นในกลุ่มการเงิน (Financials) ในสหรัฐฯ เนื่องจากแนวโน้มของกำไรที่จะเพิ่มขึ้นตามการปรับเพิ่มขึ้นของดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และการผ่อนคลายกฎระเบียบสถาบันการเงิน

ตลาดตราสารหนี้

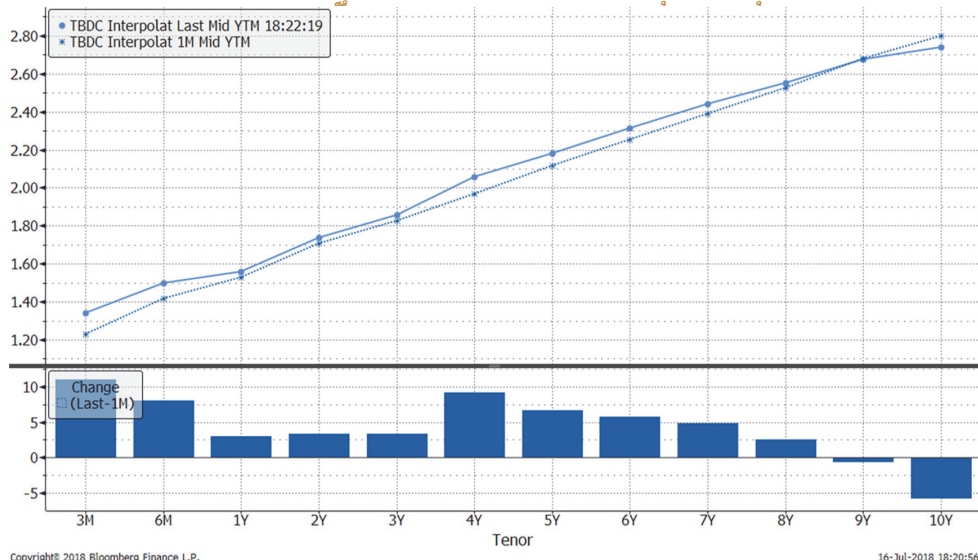
เรคาดธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.5% ตลอดทั้งปี 2018 และประเมินว่า Bond Yield ไทยอายุ 10 ปี จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ ทำให้เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือน ที่ผ่านมา โดยมีเพียงพันธบัตรระยะยาวอายุ 9-10 ปี ที่ปรับตัวลดลง

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 ถึง 6 เดือน ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8-11bps และพันธบัตรอายุ 4 ปีที่เพิ่มขึ้น 9bps ส่วนพันธบัตรอายุ 1 ถึง 3 ปี เพิ่มขึ้นราว 3bps และพันธบัตรอายุ 5 ถึง 8 ปี เพิ่มขึ้น 3-7bps โดยมีเพียงพันธบัตรระยะยาวอายุ 9 ถึง 10 ปี ที่ปรับตัวลดลง 1-6bps

โดยการปรับตัวเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรไทยเป็นผลจากเงินบาทที่อ่อนค่าลงในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติพันธบัตรไทยเนื่องจากมีความน่าสนใจลดลง

แผนภาพที่ 8: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุ ในช่วง 1 เดือน ที่ผ่านมา



Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

16-Jul-2018 18:20:56

Source: Bloomberg

เรายังแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยคาด Bond Yield ไทยอายุ 10 ปีจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้

เราคาดว่า Bond Yield ไทยอายุ 10 ปีจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ โดยเรามองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อในระยะข้างหน้าเนื่องจาก 1) เรามองว่าเงินบาทยังมีแนวโน้มอ่อนค่า ซึ่งจะส่งผลให้กระแสเงินยังคงไหลออกจากตลาดพันธบัตร และทำให้ Yield พันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น

โดยการอ่อนค่าของเงินบาทในช่วงที่ผ่านมาเป็นผลจากแรงกดดันของเงินดอลลาร์สหรัฐฯที่แข็งค่าขึ้นแรง ภายหลังจากที่ประธานาธิบดี Donald Trump ของสหรัฐฯ ได้ประกาศจะขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 10% เมื่อวันที่ 19 มิ.ย. ทั้งนี้ การเพิ่มภาษีนำเข้าจะส่งผลให้ดุลการค้าของสหรัฐฯ ขาดดุลลดลง ดังนั้น จึงเป็นปัจจัยที่หนุนให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าขึ้น ซึ่งเรามองว่าปัจจัยที่หนุนให้เงินดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าดังกล่าวจะยังคงอยู่ในช่วงนี้

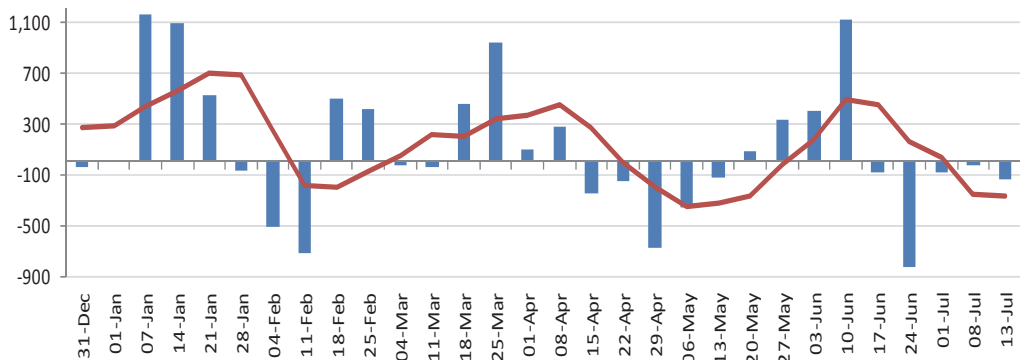
แผนภาพที่ 9: เงินบาทอ่อนค่าลงแรงหลังจากที่ประธานาธิบดี Trump ประกาศแผนการขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์..



Source: Bloomberg

แผนภาพที่ 10: ...ส่งผลให้กระแสเงินไหลออกจากตลาดพันธบัตรไทย

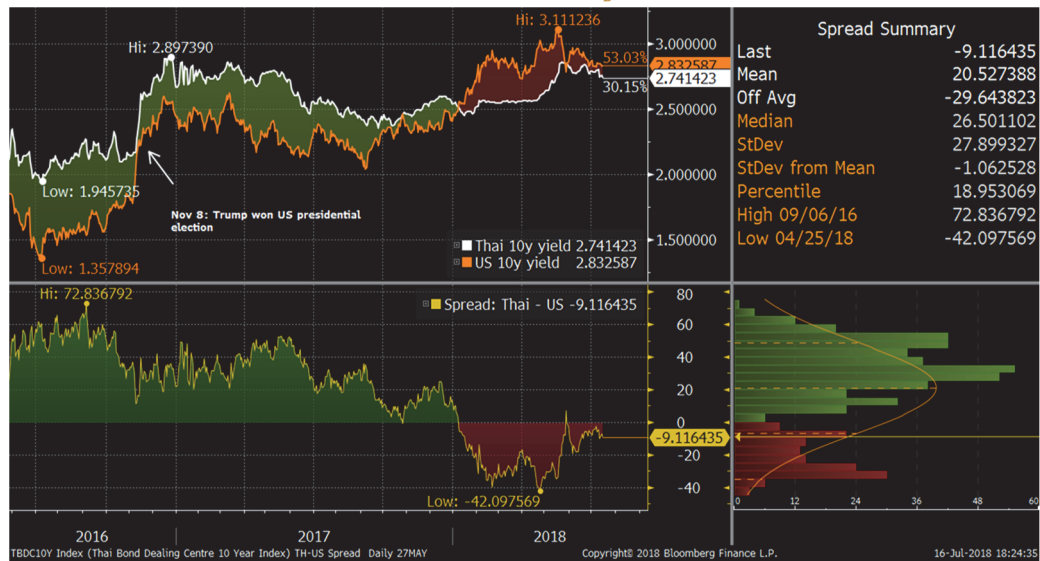
Chart 4: Weekly foreign net buy in Thai bond market (USD, m)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

และ 2) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่ต่ำมาก โดยปัจจุบันอยู่ที่ -0.09% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในรอบ 3 ปี และ 5 ปี (0.27% และ 0.58% ตามลำดับ) ค่อนข้างมาก ทำให้เรามองว่าพันธบัตรไทยมีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่เรามองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 3% ในปีนี้ 🌀

แผนภาพที่ 11: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่ต่ำมาก (-0.09%) ทำให้มีความเสี่ยงที่ผลตอบแทนพันธบัตรไทยจะเพิ่มขึ้น ขณะที่เรคาดผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จะทรงอยู่ที่ระดับ 3% ในปีนี้



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองว่าราคาน้ำมันดิบมีโอกาสเพิ่มขึ้นแรง หลังตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงตึงตัวมากขึ้น โดยประเมินจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของ OPEC ที่มีแนวโน้มลดลงสู่ระดับต่ำ เพื่อชดเชย Supply Disruption ในเวเนซุเอลาและอิหร่าน ขณะเดียวกันสหรัฐฯไม่สามารถเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบเพื่อช่วยลดความตึงตัวของตลาดน้ำมันดิบได้เหมือนในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากข้อจำกัดในการขนส่ง (Pipeline Bottleneck)

สำหรับทองคำ เราคาดว่าราคาทองคำมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นจากระดับปัจจุบัน เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯที่เริ่มหยุดแข็งค่า และปัจจัยบวกจากความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

น้ำมัน

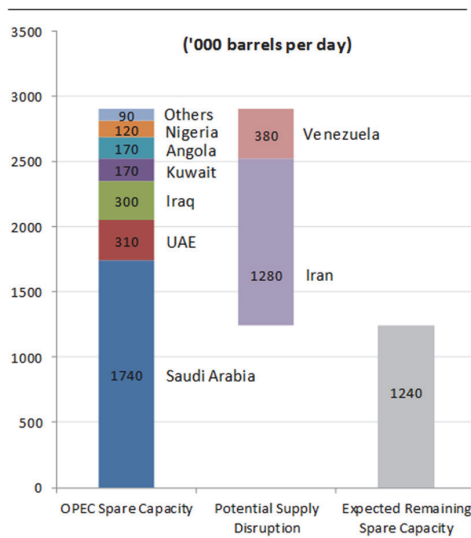
ราคาน้ำมันดิบมีโอกาสเพิ่มขึ้นแรง หลังตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงตึงตัวมากขึ้น จากการประเมินที่ว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรอง (Oil Spare Capacity) ของ OPEC มีแนวโน้มลดลงสู่ระดับต่ำ เพื่อชดเชยอุปทานน้ำมันดิบของเวเนซุเอลาและอิหร่านที่กำลังจะหายไปเป็นจำนวนมาก นั่นหมายความว่า หากเกิด Supply Disruption ขึ้นอีกในแหล่งผลิตอื่นๆ ตลาดน้ำมันดิบโลกอาจเผชิญกับภาวะขาดแคลน (Supply Deficit) ขณะเดียวกันสหรัฐฯ จะไม่สามารถเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบ และช่วยลดความตึงตัวในตลาดน้ำมันดิบโลกได้เหมือนในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) จากแหล่งผลิตน้ำมัน Permian ในแถบ West Texas

ตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงต่อภาวะขาดแคลน เมื่อปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC เริ่มจำกัด

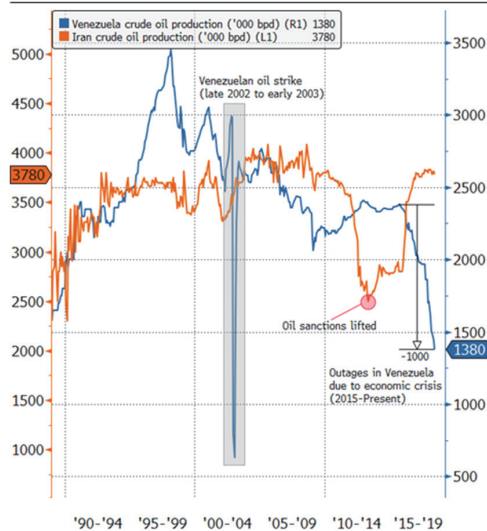
ESU ประเมินว่าตลาดน้ำมันดิบโลกมีแนวโน้มตึงตัวมากขึ้น จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลาจากปัญหาเศรษฐกิจภายในประเทศที่ย่ำแย่ และอิหร่านจากผลกระทบการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ซึ่งล่าสุดทางสหรัฐฯ ได้ประกาศให้ทุกประเทศที่มีการนำเข้าน้ำมันดิบจากอิหร่าน หยุดนำเข้าน้ำมันดิบทันทีหลังวันที่ 4 พ.ย. มิฉะนั้นจะถูกทางสหรัฐฯ คว่ำบาตร โดยไม่มีการยกเว้นให้ประเทศใดประเทศหนึ่ง ทั้งนี้เราคาดว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของเวเนซุเอลา และอิหร่านจะลดลงราว 4 แสนบาร์เรลต่อวัน และ 1.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ลดลงไปเท่ากับตอนที่อิหร่านเคยถูกคว่ำบาตรในช่วงก่อนปี 2015) ตามลำดับ ซึ่งรวมกันแล้วอุปทานน้ำมันดิบโลกจะหายไปราว 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 12: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรอง (Spare Capacity) ของ OPEC อาจลดลงต่ำกว่า 1.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลา และอิหร่าน

OPEC spare capacity could fall below 1.3 mb/d



Potential outages looming in Venezuela and Iran pose upside risks to oil prices

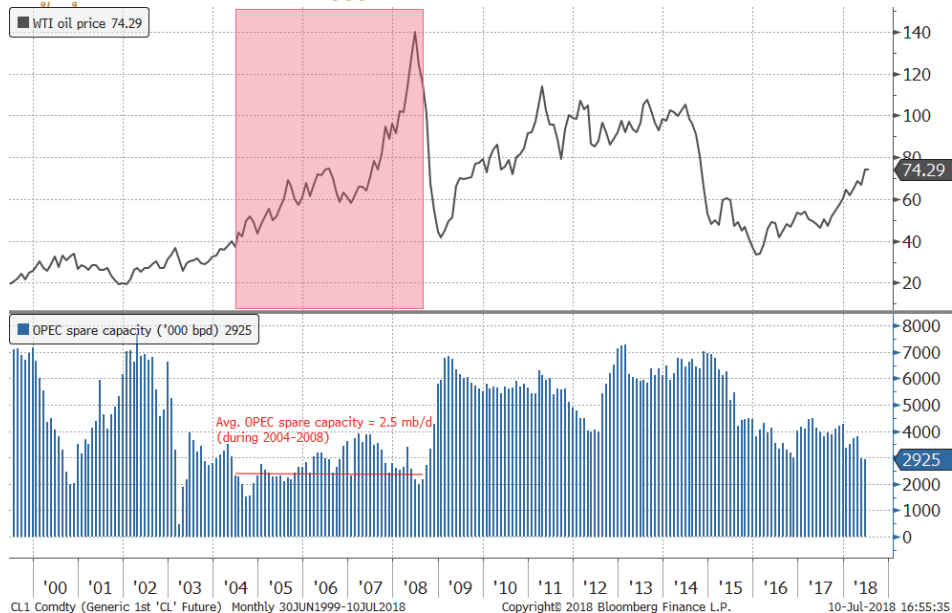


Source: Bloomberg, IEA, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ดังนั้นผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC รายอื่นๆต้องเพิ่มกำลังการผลิตเพื่อชดเชยผลกระทบข้างต้นจากเวเนซุเอลาและอิหร่าน ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรอง (Oil Spare Capacity) ของ OPEC ลดลงจากระดับ 2.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ณ สิ้นเดือน มิ.ย. ไปที่ระดับต่ำกว่า 1.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งนับว่าเป็นระดับที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 20 ปีที่ระดับ 4.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน และทำให้เกิดความเสี่ยงที่อุปทานน้ำมันดิบจะขาดแคลนเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า หากเกิด Supply Disruption ขึ้นอีกในแหล่งผลิตอื่นๆ

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC เป็นตัวบ่งชี้ถึงความตึงตัวของตลาดน้ำมันดิบโลกได้อย่างดี และเป็นปัจจัยชี้นำ (Leading Indicator) ต่อราคาน้ำมันดิบ โดยในช่วงปี 2004-2008 เมื่อ Oil Spare Capacity ของผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC ลดลงต่ำกว่าระดับ 2.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ราคาน้ำมันดิบได้สะท้อนสถานะตึงตัวดังกล่าว โดยทะยานขึ้นแตะระดับสูงสุดในประวัติศาสตร์ที่ 140 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในปี 2008

แผนภาพที่ 13: ในช่วงปี 2004-2008 ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC ลดลงต่ำกว่า 2.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นแรงและระดับสูงสุดในประวัติศาสตร์ในปี 2008

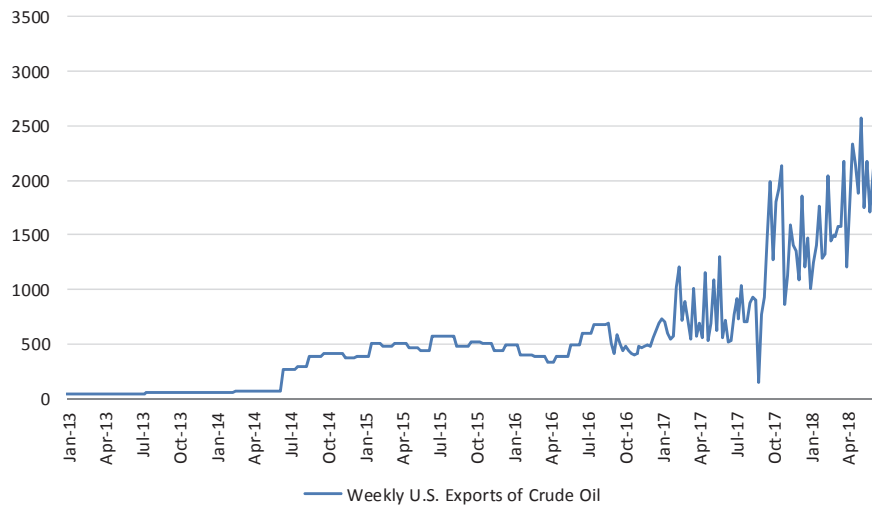


Source: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สหรัฐฯไม่สามารถเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบ เนื่องจากข้อจำกัดในการขนส่ง (Pipeline Bottleneck)

หลังสหรัฐฯประกาศยกเลิกกฎหมายห้ามส่งออกน้ำมันดิบในปี 2015 ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและแตะระดับสูงสุดที่ 3 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ซึ่งการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯได้ช่วยชดเชยอุปทานน้ำมันดิบโลกที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมา จากการลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC และ Supply Disruption ที่เกิดขึ้นบ่อยครั้งในกลุ่มประเทศตะวันออกกลาง

แผนภาพที่ 14: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังสหรัฐฯยกเลิกกฎหมายห้ามส่งออกน้ำมันดิบในปี 2015

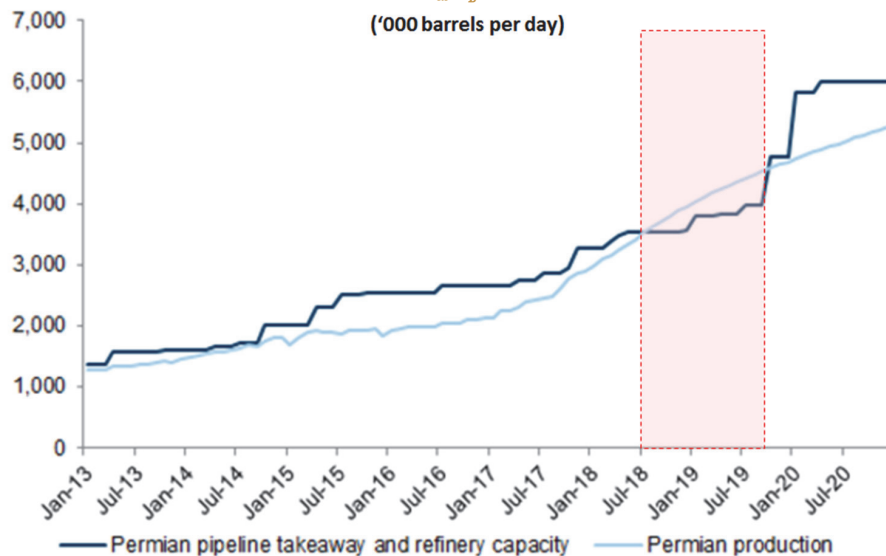


Source: EIA

อย่างไรก็ดี ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯเริ่มถูกจำกัด เนื่องจากข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) จากแหล่งผลิตน้ำมัน Permian ซึ่งผลิตน้ำมันดิบถึง 1 ใน 3 ของปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ซึ่งขณะนี้ท่อขนส่งน้ำมันดิบใน Permian มีศักยภาพในการขนส่งน้ำมันดิบได้ 3.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน แต่ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบใน Permian อยู่ที่ระดับ 3.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก ตามการเพิ่มขึ้นของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ ดังนั้นสหรัฐฯจึงไม่สามารถเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบ เพื่อช่วยลดความตึงตัวในตลาดน้ำมันดิบโลกได้เหมือนในช่วงที่ผ่านมา

ทั้งนี้ปัญหาด้านการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian น่าจะเริ่มคลี่คลายลงในช่วงไตรมาส 3 ปีหน้า ซึ่งคาดว่า การก่อสร้างท่อขนส่งน้ำมันดิบ Phase ใหม่จะแล้วเสร็จในช่วงเวลาดังกล่าว

แผนภาพที่ 15: ข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian ส่งผลให้ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯถูกจำกัดถึงไตรมาส 3 ปีหน้า



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

ทองคำ

ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐหยุดแข็งค่า น่าจะช่วยพยุงราคาทองคำฟื้นตัว

ราคาทองคำลดลงจาก 1350 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ในช่วงเดือน เม.ย. มาอยู่ที่ราว 1240 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ในปัจจุบัน ตามการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ ซึ่ง Dollar Index ปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 5% ท่ามกลางความเสี่ยงจากสงครามการค้าโลก และการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ซึ่งขยายตัวอย่างชัดเจนกว่าภูมิภาคอื่นๆ

อย่างไรก็ดี นับตั้งแต่ปลายเดือน มิ.ย. Dollar Index ได้เริ่มทรงตัวที่ราว 95 จุด และเริ่มมีการอ่อนค่าลงเล็กน้อย ซึ่งน่าจะช่วยลดแรงกดดันต่อราคาทองคำในช่วงนี้



ปัจจัยบวกจากความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ

มองไปข้างหน้า เราคาดว่าทองคำจะมีปัจจัยบวกจากความไม่แน่นอนทางการเมือง เช่น 1) การเสนองบประมาณของรัฐบาลอิตาลีในช่วงเดือน ก.ย. ซึ่งอาจนำไปสู่ความขัดแย้งกับสหภาพยุโรปอีกระลอก 2) การเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ ในวันที่ 6 พ.ย. และ 3) เส้นตายของการเจรจา Brexit ในเดือน มี.ค. 2019

เราคาดว่าความเสี่ยงทางการเมืองดังกล่าว ประกอบกับความเสี่ยงจากการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจในปีหน้า จะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำให้ฟื้นตัวขึ้นจากระดับปัจจุบัน

Global Economic Insights

Key Recommendation

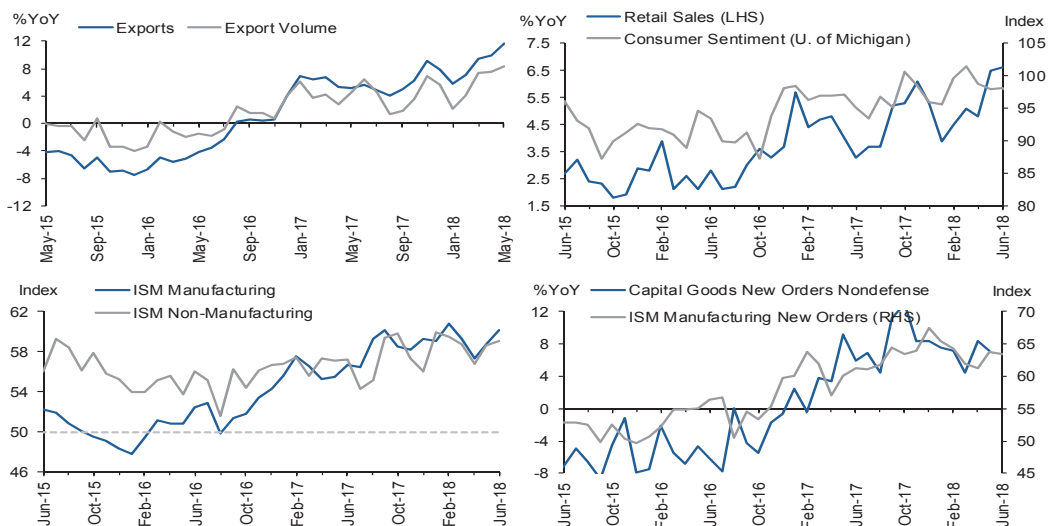
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่องทั้งภาคการผลิต การลงทุน การส่งออก และการบริโภค โดยยอดค้าปลีกได้ขยายตัวต่อเนื่องในเดือน มิ.ย. สู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2012 ช่วยยืนยันว่าการบริโภค และ GDP ที่ชะลอตัวลงในไตรมาส 1 จะเป็นเพียงชั่วคราว ทั้งนี้ เศรษฐกิจที่ขยายตัวนี้อาจหนุนให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าคาด
- เศรษฐกิจยุโรปเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยดัชนี Composite PMI ได้กลับมาเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน จากภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตได้รับแรงกดดันจากความตึงเครียดทางการค้า ส่วนนโยบายบายการค้าของสหรัฐฯ เรามองว่าเป็นความเสี่ยงที่ต้องจับตา โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ เพิ่มภาษีนำเข้ารถยนต์ ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมหลักของยุโรป
- เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงเป็น +6.7% YoY ในไตรมาส 2 จากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อเนื่องซึ่งส่งผลกระทบต่อการลงทุน โดยเราคาด GDP จะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปี และคาดว่ารัฐบาลจีนจะผ่อนคลายนโยบายต่างๆ ลงเพิ่มเติม เพื่อช่วยชดเชยผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้า
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องในเกือบทุกภาคส่วน ยกเว้นการบริโภคที่ชะลอตัวลง โดยรัฐบาลญี่ปุ่นมีแผนที่จะขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. 2019 ซึ่งเราคาดผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะไม่รุนแรงเหมือนในปี 2014 เนื่องจากรัฐบาลได้มีการเตรียมออกมาตรการอื่นๆ เพื่อชดเชย เช่น การลดภาษีบ้านและรถยนต์
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ โดยการบริโภคในประเทศขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง ช่วยชดเชยรายได้ของชาวต่างชาติที่ชะลอลงในช่วง Low Season ของการท่องเที่ยว ขณะที่การส่งออกยังขยายตัวดีต่อเนื่อง ส่วนผลกระทบจากสงครามการค้าเราประเมินว่ามีจำกัด หรือส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ 0.3% ของ GDP

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่องในทุกภาคส่วน โดยเฉพาะยอดค้าปลีกที่เร่งตัวขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงในเดือน มิ.ย. ช่วยยืนยันว่าการบริโภค และ GDP ที่ชะลอลงในช่วงไตรมาส 1 เป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น และจะกลับมาขยายตัวได้ดีต่อจากนี้

เศรษฐกิจที่ขยายตัวดีต่อเนื่องอาจผลักดันให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นหรืออัตราว่างงานลดลงต่ำกว่าที่คาด ซึ่งอาจหนุนให้ Fed ต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาด โดยค่ากลางของคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ล่าสุดชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในช่วงปี 2018-2020 เป็นจำนวน 4, 3 และ 1 ครั้ง ตามลำดับ

แผนภาพ 17: การลงทุน การบริโภค การผลิต และการส่งออก ต่างขยายตัวดีต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่องในทุกส่วน ทั้งการลงทุน การบริโภค การผลิต และการส่งออก

การบริโภคเร่งตัวขึ้น: การบริโภคนับว่าแข็งแกร่งโดยยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. ขยายตัว +0.5% MoM หลังการปรับเพิ่มขึ้นของรายงานเดือนก่อนเป็น +1.3% MoM จากเดิมที่ +0.8% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับปีก่อน ยอดค้าปลีกขยายตัวมากที่สุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2012 ที่ +6.6% YoY ยอดค้าปลีกที่ขยายตัวได้ดีในเดือน มิ.ย. ช่วยยืนยันว่าการบริโภค และ GDP ที่ชะลอลงในช่วงไตรมาส 1 เป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น และจะกลับมาขยายตัวได้ดีต่อจากนี้ ตามปัจจัยหนุนจากการลดภาษี และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ยังอยู่ในระดับสูงต่อไป

การลงทุนขยายตัวดีต่อเนื่อง: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุน เดือน พ.ค. ชะลอลงเล็กน้อยเป็น +7.1% YoY จากเดือนก่อนที่ +8.4% YoY

โดยเรามองว่าการลงทุนมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่องในระยะข้างหน้า จากการปฏิรูปภาษี ที่ได้เอื้อให้บริษัทเร่งค่าใช้จ่ายด้านการลงทุน นอกจากนี้ ผลสำรวจประจำครึ่งปีของ ISM (เปิดเผยเดือน พ.ค.) ระบุว่าผู้ประกอบการจะใช้จ่ายด้านการลงทุนในปี 2018 เพิ่มขึ้น 10% เมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งสูงกว่าผลสำรวจครั้งก่อนในเดือน ธ.ค. 2017 ที่ 2.7%

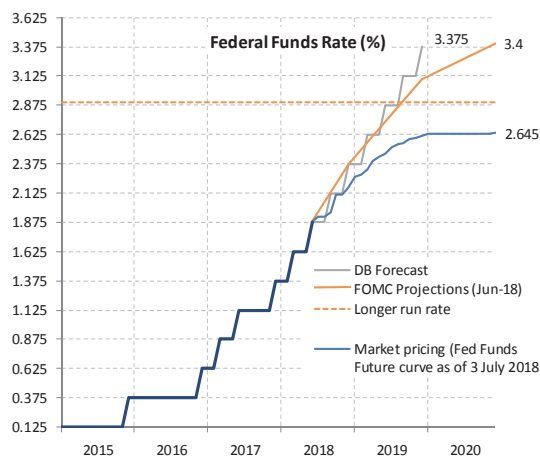
ภาคการผลิตเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้น +1.5 จุด เป็น 60.2 จุด สูงสุดในรอบ 4 เดือน และสวนทางกับที่ตลาดคาดว่าดัชนีจะปรับตัวลดลง โดยในรายละเอียดระดับดัชนีเพิ่มขึ้นในผลผลิต (+0.8, 62.3 จุด) และยอดคำสั่งซื้อภายในประเทศ (+0.7, 56.3 จุด) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายในประเทศ (-0.2, 63.6 จุด) และราคาจ่าย (-2.7, 76.8 จุด) ปรับตัวลดลง โดยเรามองว่าภาคการผลิตมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในระยะข้างหน้าตามการฟื้นตัวของการลงทุน

การส่งออกฟื้นตัวขึ้น: มูลค่าส่งออกเดือน พ.ค. เติบโตขึ้นเป็น +11.7% YoY จาก +9.9% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2011 ส่วนมูลค่านำเข้าเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +8.3% YoY จาก +8.0% YoY ในเดือนก่อน

เศรษฐกิจที่ขยายตัวดี อาจหนุนให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าคาด

ในการประชุมนโยบายการเงินครั้งล่าสุดในเดือน มิ.ย. ค่ากลางของคาดการณ์ดอกเบี้ยของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (Median Dot Plot) ชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในช่วงปี 2018-2020 เป็นจำนวน 4, 3 และ 1 ครั้งตามลำดับ จนไปถึงที่สุดที่ 3.4% ณ สิ้นปี 2020 โดยการคาดการณ์ดังกล่าว Fed ใช้สมมติฐานว่า เงินเฟ้อ Core PCE จะเร่งตัวขึ้นเป็น 2.1% ในช่วงปลายปี 2019 (จาก 2.0% ในปัจจุบัน) และอัตราการว่างงานจะลดลงเป็น 3.5% (จากราว 4% ในปัจจุบัน)

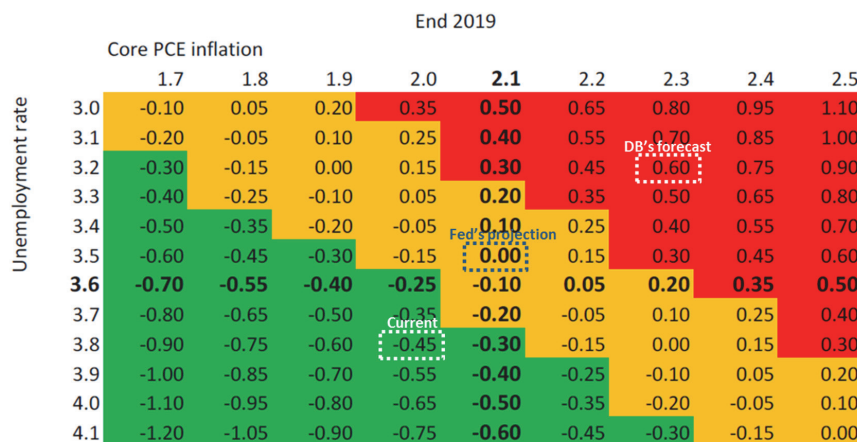
แผนภาพที่ 18: Dot Plot ชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยในช่วงปี 2018-2020 เป็นจำนวน 4, 3 และ 1 ครั้งตามลำดับจนไปถึงที่สุดที่ 3.4% ณ สิ้นปี 2020



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

เศรษฐกิจที่ขยายตัวดีต่อเนื่องอาจผลักดันให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นหรืออัตราการว่างงานลดลงต่ำกว่าที่คาด ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าที่ตลาดคาด โดย Deutsche Bank (DB) คาดว่าเงินเฟ้อ Core PCE จะเร่งตัวขึ้นเป็น 2.3% และอัตราการว่างงานลดลงเป็น 3.2% ณ สิ้นปี 2019 ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นอีก 2 ครั้ง จนไปถึงที่สุดที่ประมาณ 4% จากคาดการณ์เดิมตาม Dot plot ที่ 3.4%

แผนภาพที่ 19: Fed อาจต้องขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าคาด หากเงินเฟ้อ Core PCE เร่งตัวขึ้นเกิน 2.2% หรืออัตราการว่างงานลดลงต่ำกว่า 3.3%



Source: Deutsche Bank

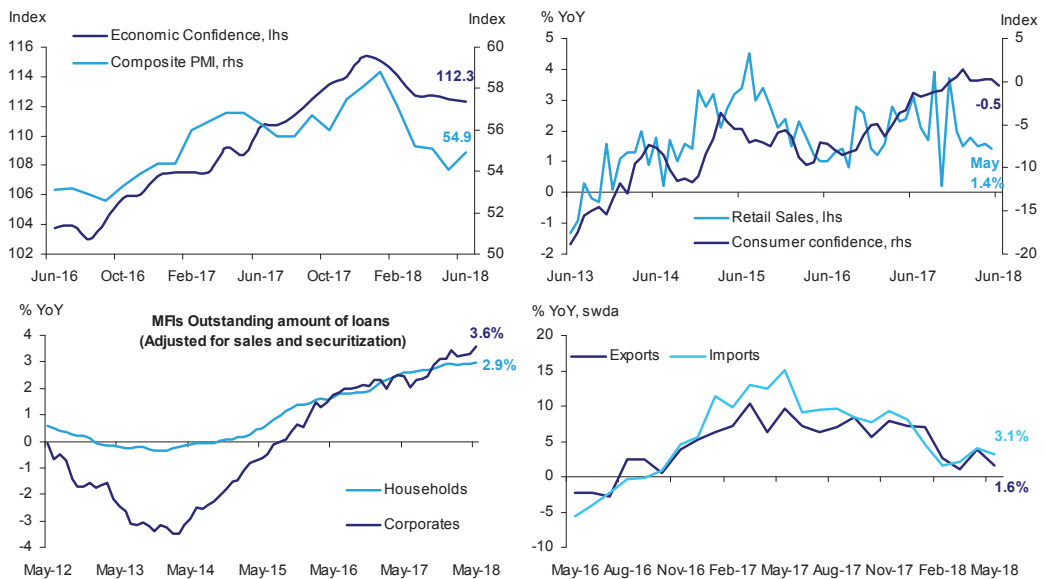
เราคาดว่า การขึ้นดอกเบี้ยที่เร็วกว่าคาดของ Fed จะส่งผลให้ Bond Yield ระยะยาวของสหรัฐฯ ซึ่งจะเคลื่อนไหวตามแนวโน้มของดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต (Terminal Rate) กลับมาเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะหากเงินเฟ้อ Core PCE เร่งตัวขึ้นเกิน 2.2% หรืออัตราการว่างงานลดลงต่ำกว่า 3.3%

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวในช่วงที่ผ่านมา โดยดัชนี Composite PMI กลับมาเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจปรับตัวลดลงน้อยกว่าที่คาด อย่างไรก็ตาม ตัวเลขเศรษฐกิจจริงยังขยายตัวในระดับต่ำ โดยเฉพาะยอดค้าปลีก ทำให้เรคาด GDP ไตรมาส 2 จะขยายตัว +0.4% QoQ เท่ากับไตรมาสแรก

ส่วนนโยบายการค้าของสหรัฐฯ นับเป็นความเสี่ยงที่ต้องจับตา โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ตัดสินใจขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จาก EU ที่ 20% (vs. 2.5% ในปัจจุบัน) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากรถยนต์เป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมส่งออกหลัก อีกทั้ง สหรัฐฯ ยังเป็นตลาดส่งออกอันดับหนึ่งของ EU อีกด้วย

แผนภาพที่ 20: ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและดัชนี PMI ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อขยายตัวต่อเนื่อง แต่ยอดค้าปลีกและภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ



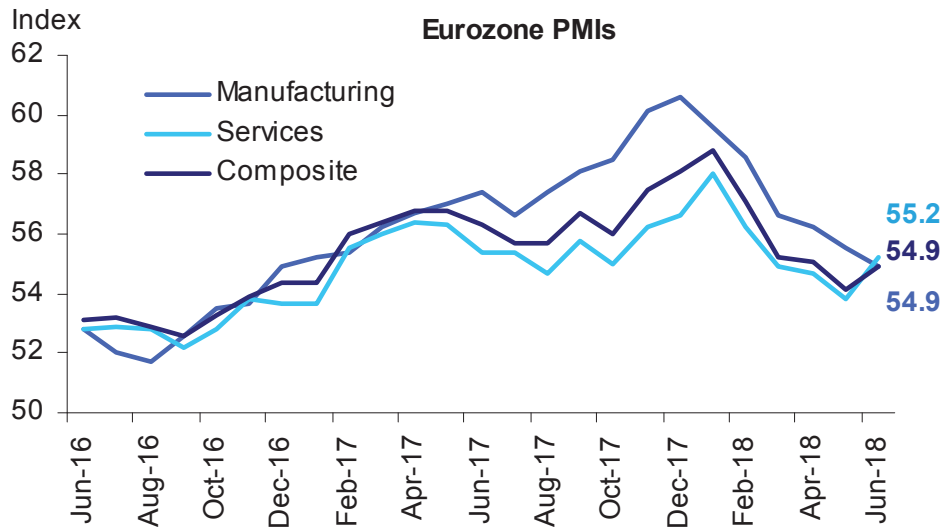
Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น แต่ความตึงเครียดทางการค้ายังคงเป็นปัจจัยกดดัน

เศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวมเดือน มิ.ย. กลับมาเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 4 เดือนจากภาคบริการ ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจปรับตัวลดลงน้อยกว่าที่คาด อย่างไรก็ตาม ตัวเลขเศรษฐกิจจริง โดยเฉพาะการบริโภคยังขยายตัวในระดับต่ำ ทำให้เรคาด GDP ไตรมาส 2 จะขยายตัว +0.4% QoQ เท่ากับไตรมาสแรก

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น 54.9 จุด โดยเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน จากภาคบริการที่กลับมาเพิ่มขึ้น (+1.4, 55.2 จุด) ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 18 เดือน (-0.6, 54.9 จุด) จากความตึงเครียดทางการค้าที่กระทบการส่งออก

แผนภาพที่ 21: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน มิ.ย. จากภาคบริการขณะที่ภาคการผลิตได้รับแรงกดดันจากความตึงเครียดทางการค้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน มิ.ย. ลดลงเล็กน้อย -0.2 จุด เป็น 112.3 จุด แต่ดีกว่าตลาดคาดที่ 112.0 จุด โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่ประกาศจะพิจารณาเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU ค่อนข้างมาก ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ลดลง -0.7 จุด เป็น -0.5 จุด แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +1.4% YoY จาก +1.7% YoY ในเดือนก่อน จากยอดขายในกลุ่มเสื้อผ้าที่ลดลงมาก (-1.5% YoY vs. +2.8% เดือนก่อน) อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองที่ดีต่อการบริโภคในประเทศ จากปัจจัยสนับสนุนผู้บริโภคที่ยังอยู่ในระดับที่ดี โดยตลาดแรงงานได้ฟื้นตัวต่อเนื่อง (อัตราการว่างงานเดือน พ.ค. อยู่ที่ 8.4% ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2008) ซึ่งจะช่วยผลักดันให้อัตราค่าจ้างเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง

ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคเอกชนเดือน พ.ค. เติบโตขึ้นเป็น +3.3% YoY จาก +3.0% YoY ในเดือนก่อน โดยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) เติบโตขึ้นเป็น +3.6% YoY จาก +3.3% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2009 ส่วนสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +2.9% YoY ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 หากพิจารณาเป็นรายประเทศ สินเชื่อภาคธุรกิจเร่งตัวขึ้นแข็งแกร่งต่อเนื่องในฝรั่งเศส (+6.6% YoY vs. +5.7% เดือนก่อน) และเยอรมนี (+5.5% YoY vs. +5.0% เดือนก่อน) ส่วนอิตาลีชะลอตัวลงเล็กน้อย (+1.8% YoY vs. +2.3% เดือนก่อน) แต่ยังคงอยู่ในแนวโน้มฟื้นตัวดี

สินเชื่อมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่อเนื่องในระยะข้างหน้าจากปัจจัยสนับสนุน เช่น อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ (ECB ส่งสัญญาณจะยังไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจนกว่าจะไตรมาส 3/2019 เป็นอย่างน้อย) และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งสินเชื่อที่ขยายตัวดีจะช่วยสนับสนุนการบริโภคเอกชนและการลงทุนในระยะข้างหน้าต่อไป ซึ่งเรามองว่าจะเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในปีนี้ ชดเชยภาคส่งออกที่ได้รับแรงกดดันจากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ

ภาคต่างประเทศยังคงอ่อนแอ โดยยอดส่งออก (Exports) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +1.6% YoY จาก +3.8% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปประเทศหลัก ได้แก่ สหรัฐฯ (+4.4% YoY vs. +5.9% เดือนก่อน), อังกฤษ (-1.1% YoY vs. -0.1% เดือนก่อน), จีน (+1.7% YoY vs. 4.9% เดือนก่อน), OPEC (-17.7% YoY vs. -4.6% เดือนก่อน) และสวีเดน (-6.7% YoY vs. +0.3% เดือนก่อน) ต่างชะลอตัวลง ขณะยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น +3.1% YoY จาก +4.1% YoY ในเดือนก่อน

เรามองว่าส่งออกจะได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว (เราคาดเงินยูโรจะแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 1.2 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อยูโร ณ สิ้นปีนี้) รวมถึงความเสี่ยงจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่อาจนำไปสู่การเกิดสงครามการค้า หากสหรัฐฯ ตัดสินใจขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์

การขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ที่ 20% ของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU ราว 0.1-0.2% ของ GDP

สหรัฐฯ ได้ขู่ว่าจะเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์จากสหภาพยุโรป (EU) ที่อัตรา 20% ภายหลังจากที่ทาง EU ได้ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ กว่า 200 รายการ ได้แก่ เรือยนต์, วิสกี้ Bourbon, มอเตอร์ไซค์, เลื่อยยนต์, กางเกงยีนส์, บุหรี่, เหล็ก และสินค้าเกษตร รวมมูลค่า 3.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% (บังคับใช้วันที่ 22 มิ.ย.) เพื่อเป็นการโต้ตอบการเก็บภาษีเหล็ก (25%) และอะลูมิเนียม (10%) ของสหรัฐฯ เมื่อวันที่ 1 มิ.ย.

อุตสาหกรรมรถยนต์ (Motor Vehicles) นับเป็นอุตสาหกรรมในภาคการผลิตที่มีความสำคัญเป็นอันดับต้นๆ ของ EU โดยเป็นอุตสาหกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่ม (Value Added) มากเป็นอันดับสองรองจากอุตสาหกรรมเครื่องจักรกลและอุปกรณ์ (Machinery & Equipment) โดยได้สร้างมูลค่าเพิ่มคิดเป็นสัดส่วนราว 11% ของมูลค่าเพิ่มทั้งหมดที่ภาคการผลิตสร้างให้กับ EU (1.71 ล้านล้านยูโร) และมีจำนวนแรงงานคิดเป็นสัดส่วนราว 8% ของแรงงานในภาคการผลิตทั้งหมด (29.9 ล้านคน) โดยเยอรมนีและยุโรปกลาง เป็นประเทศที่มีสัดส่วนแรงงานอยู่ในอุตสาหกรรมรถยนต์มากที่สุด

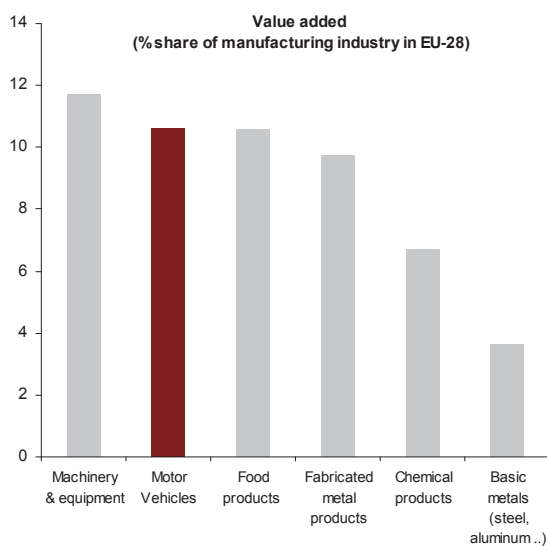
ด้านการส่งออกรถยนต์ สหรัฐฯ นับเป็นตลาดส่งออกรถยนต์หลักอันดับหนึ่งของ EU โดยคิดเป็นสัดส่วนราว 23% ของมูลค่าส่งออกรถยนต์ทั้งหมดในปี 2017 (3.8 หมื่นล้านยูโร หรือราว 0.3% ของ GDP) ขณะที่จีนเป็นตลาดส่งออกรถยนต์อันดับสอง (16%)

นอกจากนี้ เมื่อเข้าไปดูยอดขายรถยนต์ของผู้ผลิตรถยนต์รายใหญ่ของ EU เช่น Volkswagen (VW), Daimler (ผู้ผลิต Benz) และ BMW ยอดขายรถยนต์ในสหรัฐฯ ได้คิดเป็นสัดส่วนราว 20% ของยอดขายทั้งหมด

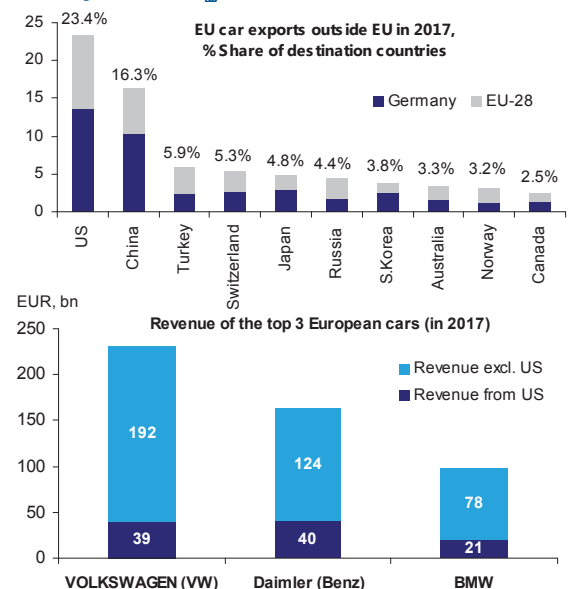
ดังนั้น เมื่อพิจารณาถึงความสำคัญของอุตสาหกรรมรถยนต์ใน EU ประกอบกับการที่สหรัฐฯ เป็นประเทศที่ EU ส่งออกรถยนต์มากเป็นอันดับหนึ่ง หากสหรัฐฯ ตัดสินใจปรับขึ้นภาษีนยนต์ 20% (จากปัจจุบันที่ 2.5%) ย่อมส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU อย่างมีนัยสำคัญแน่นอน โดยเยอรมนีคาดว่าจะได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากได้ส่งออกรถยนต์ไปสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก โดยคิดเป็นสัดส่วนกว่าครึ่งหนึ่งของยอดส่งออกรถยนต์ไปยังสหรัฐฯ ของ EU

โดย Deutsche Bank ประเมินว่าหากสหรัฐฯ ตัดสินใจเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ที่อัตรา 20% จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของ EU ราว 0.1-0.2% ของ GDP

แผนภาพที่ 22: อุตสาหกรรมรถยนต์นับเป็นอุตสาหกรรมหลักของ EU โดยเป็นอุตสาหกรรมที่เพิ่มมูลค่ามากเป็นอันดับ 2



แผนภาพที่ 23: สหรัฐฯ นับเป็นตลาดส่งออกรถยนต์หลักของ EU ขณะที่ยอดขายราว 20% ของบริษัทรถยนต์รายใหญ่มาจากสหรัฐฯ



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

อย่างไรก็ดี เรามองว่าโอกาสที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ยังคงมีจำกัด เนื่องจากผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU มีค่อนข้างสูง ซึ่งจะทำให้ EU ประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ เพื่อเป็นการโต้ตอบ และอาจบานปลายจนเกิดเป็นสงครามการค้าได้ ซึ่งจะไม่ส่งผลดีกับทั้งสองฝ่าย

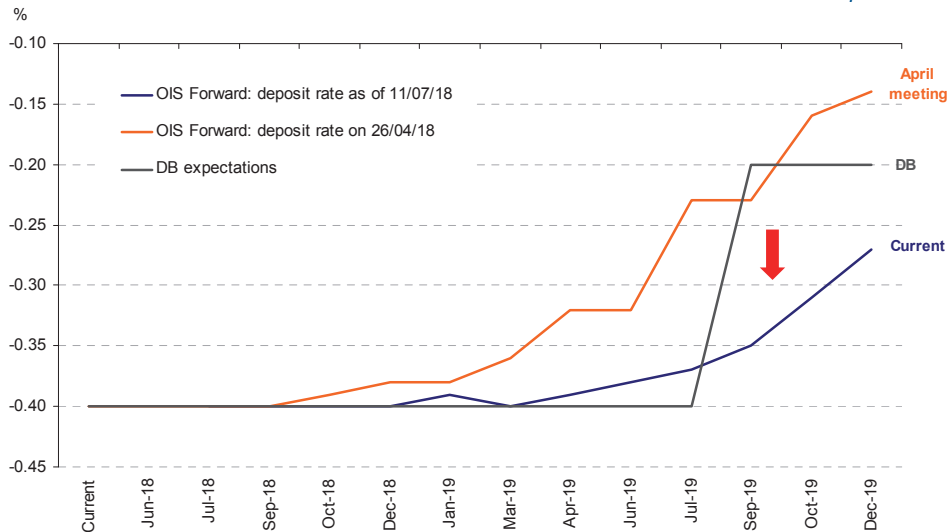
ตลาดชะลอคาดการณ์การปรับขึ้นดอกเบี้ย หลัง ECB มีท่าที Dovish ขึ้นในการประชุมเดือน มิ.ย.

การประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ครั้งล่าสุดในวันที่ 14 มิ.ย. ECB ได้ส่งสัญญาณว่ามาตรการ QE จะยุติลงสิ้นปีนี้ โดยกล่าวว่าหากตัวเลขเศรษฐกิจยังขยายตัวดีสนับสนุนการเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อ ECB ก็อาจลดอัตราดอกเบี้ยซื้อสินทรัพย์ลงเป็น 1.5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ในเดือน ต.ค. - ธ.ค. (จากกำหนดปัจจุบันที่ซื้อซื้อที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน จนถึงเดือน ก.ย.) และจะยุติมาตรการ QE ลงหลังจากนั้น

อย่างไรก็ดี ECB ได้มีท่าทีที่ Dovish มากกว่าที่คาด เนื่องจาก ECB กล่าวว่า “อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Refinancing Rate ที่ 0.0% และ Deposit Facility Rate ที่ -0.4%) จะคงอยู่ที่ระดับต่ำนี้ยาวไปจนถึงไตรมาส 3/2019 เป็นอย่างน้อย” ซึ่งเปลี่ยนไปจากเดิมที่กล่าวว่า “อัตราดอกเบี้ยที่คงอยู่ที่ระดับต่ำนี้ ยาวไปจนกว่ามาตรการ QE จะสิ้นสุดลงเป็นอย่างน้อย” ซึ่งสะท้อนถึงการผูกมัดเรื่องเวลาในการปรับขึ้นดอกเบี้ย

โดยคำกล่าวของ ECB ส่งผลให้ตลาดชะลอคาดการณ์การปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกออกไป จากเดิม (หลังการประชุมเดือน เม.ย.) ที่คาดว่า ECB จะปรับขึ้น Deposit Facility rate ได้ 10bps เป็น -0.3% ในช่วงกลางปี 2019 ชะลอออกไปเป็นคาดว่า ECB จะปรับขึ้น Deposit Facility Rate ได้ 10bps ในไตรมาส 4/2019

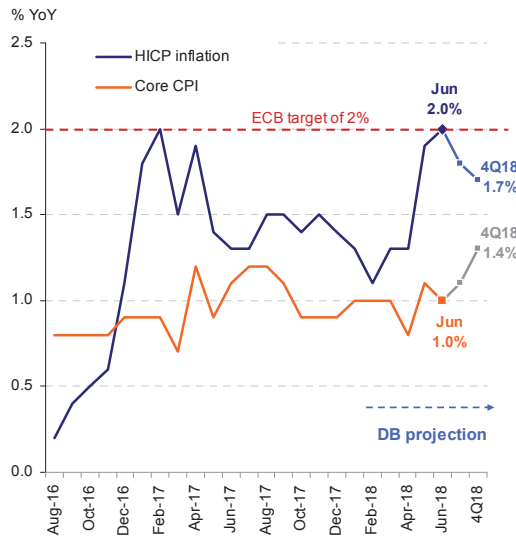
แผนภาพที่ 24: ตลาดชะลอคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกของ ECB ภายหลังจากการประชุมวันที่ 14 มิ.ย.



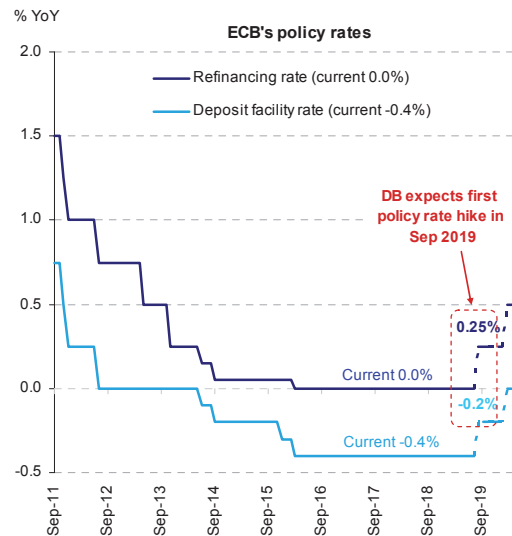
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่า ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน ก.ย. 2019 โดยคาดว่าจะปรับ Deposit Facility Rate ขึ้น 20bps เป็น -0.2% และปรับ Main Refinancing Rate ขึ้น 25bps เป็น 0.25% และคาด ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายทั้งสองตัวทุกๆ 6 เดือน หลังจากนั้น

แผนภาพที่ 25: เราคาดเงินเฟ้อจะทรงตัวอยู่ที่ระดับใกล้เคียงเป้าหมายของ ECB ที่ 2% ในช่วงที่เหลือของปี



แผนภาพที่ 26: เราชะลอคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ ECB ออกไปเป็นเดือน ก.ย. 2019



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

ความเสี่ยงทางการเมืองในเยอรมนีลดลงไป หลังรัฐบาลสามารถตกลงเรื่องนโยบายผู้อพยพได้สำเร็จ

ผู้อพยพได้กลับมาเป็นประเด็นสำคัญอีกครั้ง หลังเกิดความขัดแย้งขึ้นภายในรัฐบาลเยอรมนีระหว่างพรรค CDU ซึ่งนำโดยนาง Angela Merkel และพรรค CSU ซึ่งเป็นพรรคร่วมรัฐบาล เนื่องจากนาย Horst Seehofer หัวหน้าพรรค CSU ซึ่งดำรงตำแหน่งเป็นรัฐมนตรี กระทรวงมหาดไทย ต้องการที่จะลดจำนวนผู้อพยพ โดยต้องการขับผู้อพยพที่เคยลงทะเบียนอาศัยในประเทศสมาชิก EU มาแล้ว มาขออาศัยในเยอรมนีออกจากประเทศโดยทันที ซึ่งขัดแย้งกับพรรค CDU ของนาง Merkel ซึ่งมีนโยบายเปิดรับผู้อพยพมากกว่า

โดยสาเหตุสำคัญที่ทำให้พรรค CSU ต้องการลดจำนวนผู้อพยพเป็นผลจากการเลือกตั้งท้องถิ่นในแคว้น Bavaria ซึ่งเป็นแคว้นบ้านเกิดของพรรค CSU ได้ใกล้เข้ามา (14 ต.ค.) ซึ่งคะแนนเสียงพรรค CSU ได้ลดลงนับจากการเลือกตั้งท้องถิ่นครั้งล่าสุดในปี 2013 (อยู่ที่ราว 40% จาก 47.7% ในปี 2013) ขณะที่คะแนนเสียงพรรค AfD ซึ่งชูนโยบายต่อต้านสหภาพยุโรปและต่อต้านการรับผู้อพยพได้รับคะแนนนิยมมากขึ้นเรื่อยๆ อยู่ที่ราว 14% ซึ่งการที่พรรค AfD ได้ครองเสียงในภูมิภาคมากขึ้น นับเป็นความเสี่ยงที่จะส่งผลให้การผ่านนโยบายต่างๆ เป็นไปได้ยาก

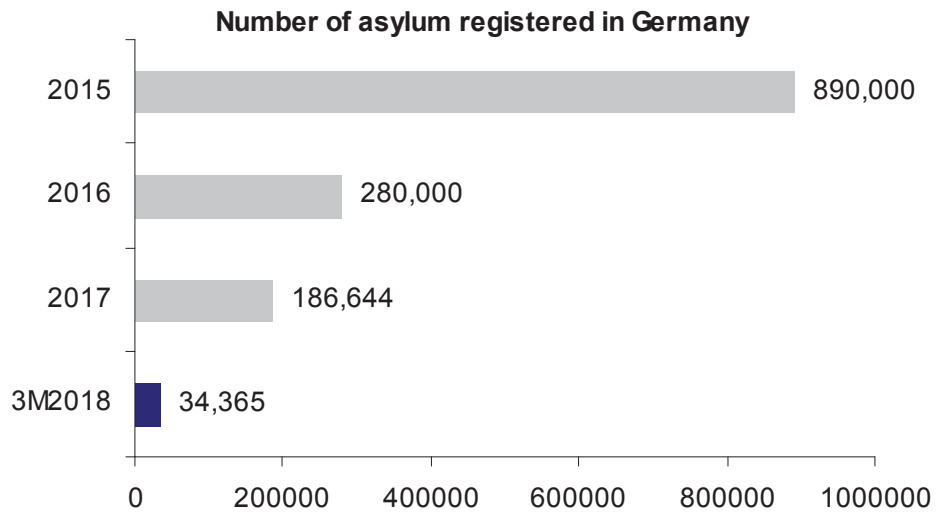
แคว้น Bavaria นับเป็นแคว้นสำคัญของ เยอรมนีและเป็นเขตชายแดนที่มีผู้อพยพเข้ามาเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะในปี 2015 ซึ่งเป็นปีที่เยอรมนีมีผู้อพยพเข้ามามากที่สุด (8.9 แสนคน) ซึ่งการที่เยอรมนีรับผู้อพยพเป็นจำนวนมาก ก็ได้ส่งผลให้เกิดปัญหาอื่นๆตามมา เช่น ปัญหาผู้ก่อการร้าย, ปัญหาการแย่งงาน รวมถึงการแบกรับภาระค่าใช้จ่ายของผู้อพยพของประชาชนชาวเยอรมนี ทำให้คะแนนนิยมรัฐบาลลดลงสู่ระดับต่ำเป็นประวัติการณ์ในการเลือกตั้งทั่วไปเมื่อวันที่ 24 ก.ย. 2017

สำหรับการแก้ปัญหาผู้อพยพ นาย Seehofer ได้ให้โอกาสนาง Merkel ในการหารือถึงการแก้ปัญหาผู้อพยพร่วมกับประเทศสมาชิก EU อื่นๆ ในการประชุม EU Council เมื่อปลายเดือน มิ.ย. ซึ่งทาง EU ก็ได้ข้อตกลงเบื้องต้นร่วมกัน โดยจะเพิ่มความเข้มงวดในการรักษาความปลอดภัย ภัยบริเวณชายแดนและจะดำเนินการแก้ไขนโยบายผู้อพยพ เพื่อแก้ปัญหาจำนวนผู้อพยพที่เข้ามาอยู่ในประเทศใดประเทศหนึ่งมากเกินไป นอกจากนี้ ทาง EU กล่าวว่า ให้แต่ละประเทศสมาชิกแก้ไขปัญหามผู้อพยพภายในประเทศของตน และให้ขอความร่วมมือกับประเทศสมาชิก EU อื่นๆ ในการแก้ปัญหา

ส่วนในเยอรมนี ท้ายที่สุดแล้วพรรค CDU และพรรค CSU ก็ได้ข้อสรุปเรื่องนโยบายผู้อพยพ โดยตกลงที่จะจัด Transition Center ซึ่งจะเป็ศูนย์ดำเนินการตรวจชายแดนเพื่อตรวจสอบเอกสารผู้อพยพ โดยผู้อพยพที่อยู่ในศูนย์ดำเนินการดังกล่าว จะถือว่ายังไม่ได้เข้ามาในเยอรมนี ซึ่งจะช่วยให้การส่งผู้อพยพกลับประเทศที่เคยลงทะเบียนไว้เป็นที่แรก เป็นไปโดยง่าย

ทั้งนี้ การส่งผู้อพยพกลับสู่ประเทศที่เคยลงทะเบียนไว้ จำเป็นต้องได้รับความเห็นชอบจากประเทศนั้นๆ ด้วย ซึ่งเรามองว่าจำนวนผู้อพยพที่มีแนวโน้มลดลง โดยสามเดือนแรกของปี 2018 มีผู้อพยพเข้ามาในเยอรมนีเพียง 3 หมื่นกว่ารายเท่านั้น ซึ่งลดลงจาก 1.8 แสนรายในปี 2017 และ 8.9 แสนรายในปี 2015 น่าจะทำให้แผนการดังกล่าวของรัฐบาลเยอรมนีประสบผล

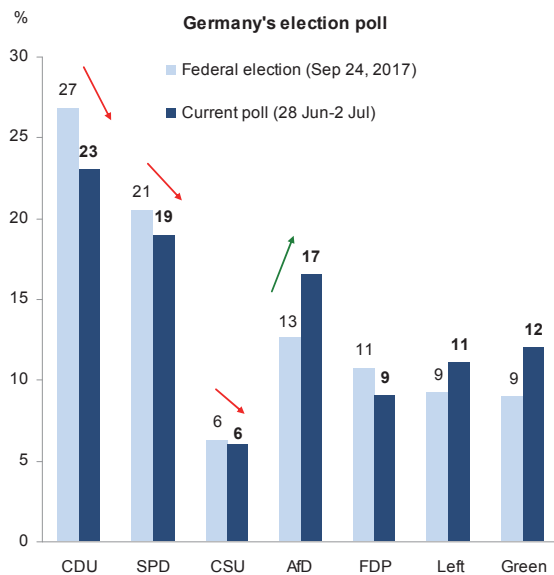
แผนภาพที่ 27: จำนวนผู้ขอพหพที่เข้ามาในเยอรมนีลดลงต่อเนื่อง จากที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในปี 2015



Source: DW, Tradingeconomics, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สำหรับความเสี่ยงทางการเมืองในเยอรมนี เรามองว่าแม้โอกาสที่จะเกิดความขัดแย้งขึ้นภายในรัฐบาลจะยังคงมีอยู่ แต่เรามองว่าโอกาสที่เยอรมนีจะต้องยุบสภาเพื่อเลือกตั้งใหม่ยังคงมีจำกัด โดยเรามองว่าพรรคร่วมรัฐบาลปัจจุบัน (CDU, CSU และ SPD) ไม่ต้องการที่จะให้เกิดการเลือกตั้งใหม่ เนื่องจากจะเป็นการเอื้อประโยชน์ให้กับพรรค AfD ที่ชูนโยบายต่อต้าน EU และได้รับคะแนนนิยมเพิ่มขึ้นมากจากการเลือกตั้งในปี 2017 ขณะที่คะแนนนิยมของพรรครัฐบาลปรับลดลง

แผนภาพที่ 28: พรรครัฐบาลปัจจุบันมีแนวโน้มได้คะแนนเสียงลดลง หากมีการเลือกตั้งใหม่



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

แผนภาพที่ 29: พรรค CDU ของนาง Merkel และ CSU สามารถหาข้อตกลงร่วมกันเรื่องนโยบายผู้ขอพหพได้สำเร็จ ช่วยลดความตึงเครียดทางการเมืองในช่วงนี้

CDU-CSU dispute:

- CSU demands a more restrictive asylum policy incl. a stop on EU-internal migration of asylum applicants
- CSU proposed such demand as the state elections in Bavaria (Oct 14) is approaching; according to polls, CSU could lose its majority in Bavaria, while Eurosceptic-AfD is gaining momentum

Compromise between CDU and CSU:

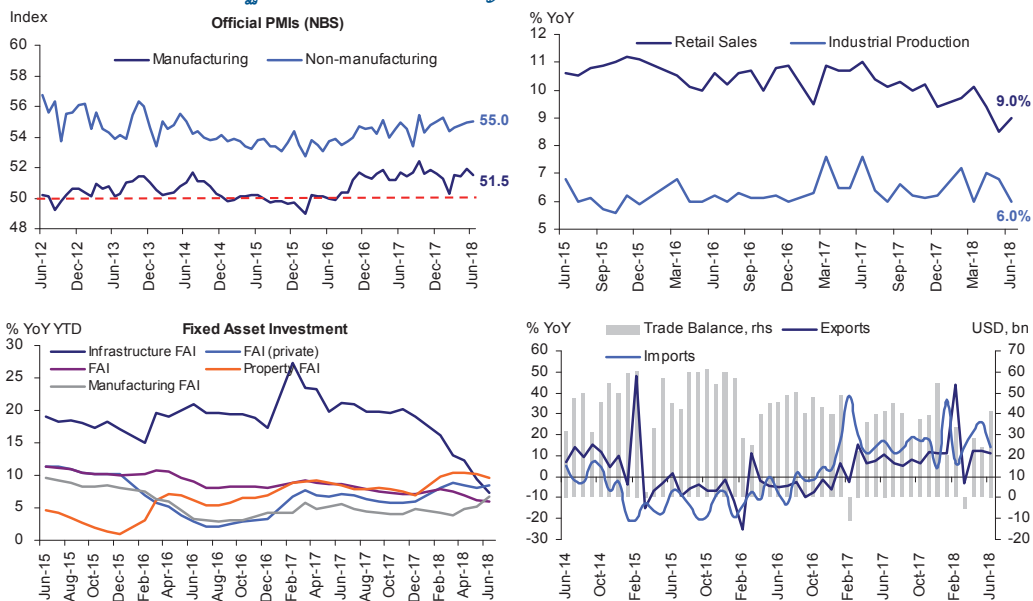
- The EU Council conclusion (Jun 28-29): "Member states should take all necessary internal legislative and administrative measures to counter such movements and to closely cooperate amongst each other to that end"
- CDU and CSU have agreed to set up transition centers at the German boarder for already registered asylum seekers. By assuming that the asylum seekers have never legally set foot on German ground, controlling and returning them to the country of registration are supposed to be facilitated.
- However, "administrative agreements" are to be concluded with the countries to which refugees from the transit centers are to be sent back

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +6.7% YoY จาก +6.8% YoY ในไตรมาสก่อน จากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปีซึ่งส่งผลกระทบต่อการลงทุน มองไปข้างหน้า เราคาดว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงต่อเป็น +6.5% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปี

โดยความเสี่ยงที่ต้องจับตามองยังคงเป็นความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นสูงหลังสหรัฐฯ ประกาศรายละเอียดสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่จะถูกเก็บภาษี 10% และอาจมีผลบังคับใช้เร็วที่สุดในช่วงต้นเดือน ก.ย. ทั้งนี้ เราคาดว่ารัฐบาลจีนจะกลับมาผ่อนคลายนโยบายต่างๆ และคาดว่าจะปรับลด RRR ลงอีกหนึ่งครั้งในปี

แผนภาพที่ 30: ดัชนี PMI ภาคการผลิตของทางการจีนปรับตัวลดลงจากความตึงเครียดทางการค้า ส่วนกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน มิ.ย. ส่วนใหญ่ชะลอตัวลง โดยมีเพียงยอดขายปลีกที่เร่งตัวขึ้น



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

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +6.7% YoY จากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดกดดันการลงทุน

GDP ไตรมาส 2 ชะลอตัว +6.7% YoY เท่ากับที่ตลาดคาด ชะลอตัวลงจาก +6.8% YoY ในไตรมาสก่อน โดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาชะลอตัวลงในเกือบทุกหมวด โดยเฉพาะการลงทุนที่ได้รับแรงกดดันจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มิ.ย. ลดลง -0.4 จุด เป็น 51.5 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 51.6 จุด โดยรายละเอียดระบุ ดัชนียอดคำสั่งซื้อทั้งภายใน (-0.6, 53.2 จุด) และภายนอกประเทศ (-1.4, 49.8 จุด) และดัชนีผลผลิต (-0.5, 53.6 จุด) ต่างปรับตัวลดลง

ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) เพิ่มขึ้น +0.1 จุด เป็น 55.0 จุด ระดับสูงสูดนับตั้งแต่เดือน ม.ค. และสวนทางกับตลาดคาดที่จะลดลงเป็น 54.8 จุด

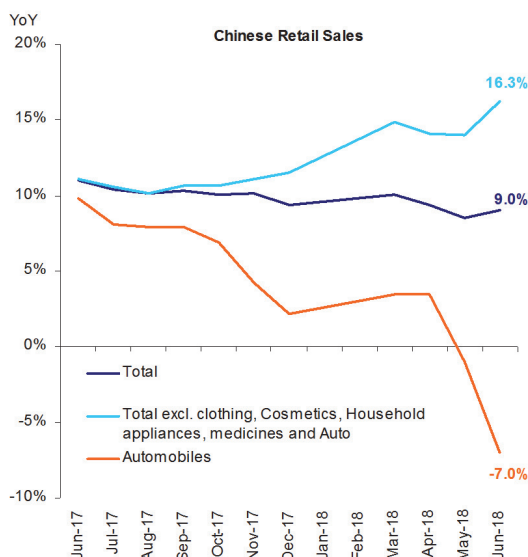
ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงเป็น +6.0% YoY จาก +6.8% YoY ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +6.8% YoY โดยผลผลิตในอุตสาหกรรมเหล็กและไฟฟ้าชะลอตัวลง

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) เดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงต่อเป็น +6.0% YoY YTD จาก +6.1% ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบหลายปี ตามการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ที่ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็น +7.3% YoY YTD (vs. +9.4% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ที่ชะลอตัวลงเป็น +9.7% YoY YTD (vs. +10.2% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคการผลิต (Manufacturing FAI) เร่งตัวขึ้นเป็น +6.8% YoY YTD (vs. +5.2% เดือนก่อน)

ด้านยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +9.0% YoY จาก +8.5% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ +8.8% YoY โดยยอดขายกลับมาเร่งตัวขึ้นในเกือบทุกกลุ่มสินค้า โดยเฉพาะการบริการด้านอาหาร (Catering Services) ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากเทศกาลไหว้บ๊ะจ่าง ซึ่งอยู่กลางเดือน มิ.ย. ในปีนี้ (vs. ปลายเดือน พ.ค. ในปี 2017) ขณะที่ยอดขายในกลุ่มรถยนต์ (Automobiles) หดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -7.0% YoY จาก -1.0% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นผลจากการที่ผู้บริโภคชะลอการซื้อ เนื่องจากรัฐบาลจีนจะลดภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มสินค้าบริโภคหลายรายการซึ่งรวมถึงรถยนต์ด้วย ทำให้ยอดขายคาดว่าจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า

นอกจากนี้ หักไม่บรวมนสินค้าที่รัฐบาลจะลดภาษีนำเข้าลงนอกเหนือจากรถยนต์ ได้แก่ เสื้อผ้า, เครื่องสำอาง, เครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน และยา ยอดค้าปลีกขยายตัวค่อนข้างสูง ซึ่งสะท้อนได้ว่าสินค้ากลุ่มเหล่านี้ ได้กดดันยอดขายปลีกในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากผู้บริโภคได้ชะลอการซื้อออกไป

แผนภาพที่ 31: มาตรการลดภาษีนำเข้าของรัฐบาลส่งผลให้ผู้บริโภคชะลอการซื้อสินค้ากลุ่มดังกล่าว กดดันให้ยอดขายปลีกขยายตัวในระดับต่ำ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 32: รัฐบาลจีนประกาศลดภาษีนำเข้าในกลุ่มสินค้าบริโภคหลายรายการ โดยจะมีผลบังคับใช้วันที่ 1 ก.ค.

Imported goods	Current tariff rate (average)	New tariff rate (average)
Cars	25.0%	15.0%
Clothing, footwear and sports gear	15.1%	7.9%
Home appliances such as washing machines and refrigerators	20.5%	8.0%
Seafood and mineral water	15.2%	6.9%
Cosmetics and health products	8.4%	2.9%

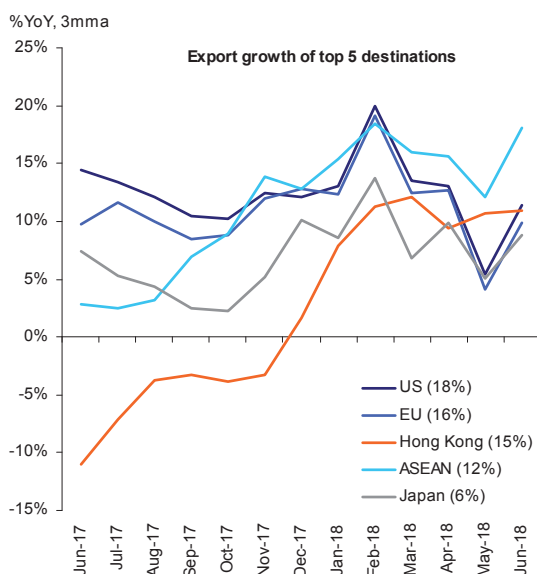
ส่วนภาคต่างประเทศชะลอตัวลงในเดือน มิ.ย. โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ ชะลอตัวลงเป็น +11.3% YoY จาก +12.2% YoY ในเดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ +9.5% YoY โดยส่งออกไปยังประเทศหลักในกลุ่ม Developed Market ได้แก่ สหรัฐฯ (+12.6% YoY vs. +11.6% เดือนก่อน) และสหภาพยุโรป (+10.4% YoY vs. +8.5% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ขณะที่ส่งออกไปยังญี่ปุ่น (+6.9% YoY vs. +10.2% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ส่วนส่งออกไปยังกลุ่ม Emerging Market เร่งตัวขึ้นในกลุ่ม ASEAN (+19.3% YoY vs. +17.6% เดือนก่อน) และไต้หวัน (+12.7% vs. +11.7% เดือนก่อน) ส่วนฮ่องกงชะลอตัวลง (+8.1% YoY vs. +14.1% เดือนก่อน)

ด้านการนำเข้า (Imports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐ จะลดตัวลงมากเป็น +14.1% YoY จาก +26.0% YoY ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +21.3% YoY โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากที่มาตรการลดภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มสินค้าบริโภค เช่น รถยนต์, เสื้อผ้าและรองเท้า, อุปกรณ์กีฬา, เครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน, อาหารทะเล และเครื่องสำอางของรัฐบาลจีนจะบังคับใช้ในวันที่ 1 ก.ค. ทำให้ผู้บริโภคชะลอการซื้อออกไป ด้านการนำเข้าสินค้าในกลุ่มโภคภัณฑ์ ได้แก่ น้ำมันดิบ (+42.2% YoY vs. +41.3% เดือนก่อน) ขยายตัวดีต่อเนื่องตามราคาที่ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ยอดนำเข้าแร่เหล็กหดตัวลดลง (-5.1% YoY vs. -6.8% เดือนก่อน) ส่วนยอดนำเข้าผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (+2.1% YoY vs. +17.4% เดือนก่อน) จะลดตัวลงมาก ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน มิ.ย. เกินดุล +4.16 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มขึ้นจาก +2.42 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนก่อน

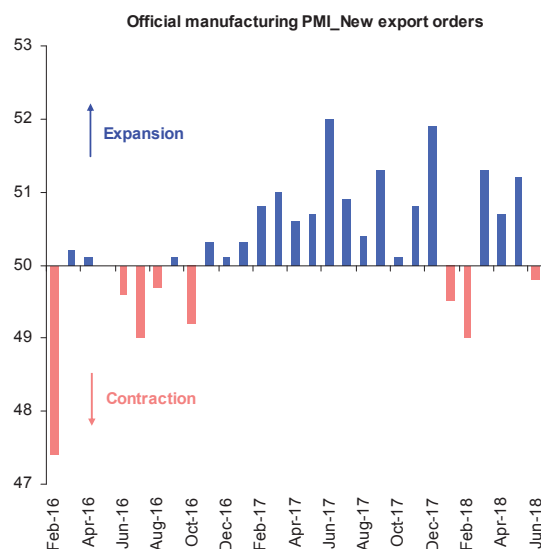
เรามองว่าการนำเข้ามีแนวโน้มขยายตัวดีต่อเนื่องในระยะข้างหน้าตามการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจของจีนให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้น ขณะที่ลดการส่งออกและการลงทุนลง โดยรัฐบาลจีนได้ประกาศลดภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มบริโภคหลายรายการเมื่อปลายเดือน พ.ค. และได้มีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 1 ก.ค.

ขณะที่การส่งออก เรามองว่าเศรษฐกิจโลกที่ขยายตัวดีจะหนุนภาคส่งออกของจีนต่อไป แต่อย่างไรก็ดี ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ก็ยังเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญ โดยเฉพาะความตึงเครียดกับสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา หลังสหรัฐฯ ประกาศรายละเอียดสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ที่จะถูกเก็บภาษีที่ 10% เมื่อวันที่ 11 ก.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งอาจมีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ย.

แผนภาพที่ 33: ส่งออกไปยังประเทศหลักยังขยายตัวได้ดี..



แผนภาพที่ 34: ...แต่ดัชนี PMI new export orders ที่ลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัวอาจสะท้อนถึงโมเมนตัมส่งออกที่จะเริ่มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า



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

เราคาดว่า GDP ในช่วงครึ่งหลังของปีจะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY และคาดว่ารัฐบาลจีนจะกลับมาผ่อนคลายนโยบายต่างๆ ลงเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปี เช่น การลดความเข้มงวดในนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยการเพิ่มสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อบ้านของธนาคารพาณิชย์ การลดความเข้มงวดในนโยบายการคลังโดยการให้เงินสนับสนุนช่วยเหลือเมืองที่มีการเติบโตทางเศรษฐกิจต่ำ และคาด PBoC จะปรับลด RRR ลงอีกหนึ่งครั้งในปี นี้ เพื่อหนุนเศรษฐกิจ

เรามองโอกาสที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์มีจำกัด เนื่องจากมีสินค้าบริโภคสำคัญหลายรายการ และสหรัฐฯ พึ่งพาจีนค่อนข้างมากในหลายสินค้า

ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะหลังจากที่สหรัฐฯ ได้ประกาศรายละเอียดสินค้านำเข้าจากจีนกว่า 6,000 รายการมูลค่ารวม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ที่จะถูกเก็บภาษีนำเข้า (Tariff) ในอัตรา 10% ในวันที่ 11 ก.ค. ที่ผ่านมา

ในขั้นตอนต่อไปรายชื่อสินค้าดังกล่าวจะเข้าสู่กระบวนการรับฟังความเห็นจากสาธารณะซึ่งจะใช้เวลาประมาณสองเดือน โดยสหรัฐฯ จะปิดรับฟังความคิดเห็นในวันที่ 30 ส.ค. ส่งผลให้การขึ้นภาษีดังกล่าวมีผลบังคับใช้จริงอย่างรวดเร็วที่สุดในช่วงต้นเดือน ก.ย.

อย่างไรก็ดี เรามองว่าโอกาสที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนทั้ง 2 แสนล้านดอลลาร์นั้นยังมีจำกัด โดยเรามองว่าสินค้าในรอบนี้ที่ครั้งหนึ่งจะไม่ผ่านความเห็นจากสาธารณะ เนื่องจากสินค้าในรอบนี้ได้รวมสินค้าบริโภคสำคัญด้วย เช่น เฟอร์นิเจอร์, ตู้เย็น, เครื่องปรับอากาศ, เครื่องหนัง, รถยนต์และชิ้นส่วน และสินค้าเกษตร อีกทั้ง สินค้าหลายรายการยังเป็นสินค้าที่สหรัฐฯ พึ่งพาการนำเข้าจากจีนค่อนข้างมาก (สหรัฐฯ นำเข้าจากจีนคิดเป็นสัดส่วนที่สูง บางสินค้าสูงกว่า 50% เช่น เฟอร์นิเจอร์และเครื่องหนัง) ซึ่งจะทำให้การเปลี่ยนไปนำเข้าจากประเทศอื่นเป็นไปได้ยากและทำให้ผู้บริโภคในสหรัฐฯ ได้รับผลกระทบ

นอกจากนี้ สินค้าในรอบ 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าชั้นกลางและสินค้าทุน เช่น ส่วนประกอบอิเล็กทรอนิกส์อย่างแผงวงจรไฟฟ้าและเครื่องจักรกลขนาดใหญ่ สินค้าราว 1 ใน 3 หรือ 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ไม่ผ่านความเห็นชอบจากสาธารณะ และได้ถูกปรับเปลี่ยน ส่งผลให้การขึ้นภาษีนำเข้าต้องแบ่งออกเป็นสองรอบ (3.4 หมื่นล้านดอลลาร์ และ 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์)

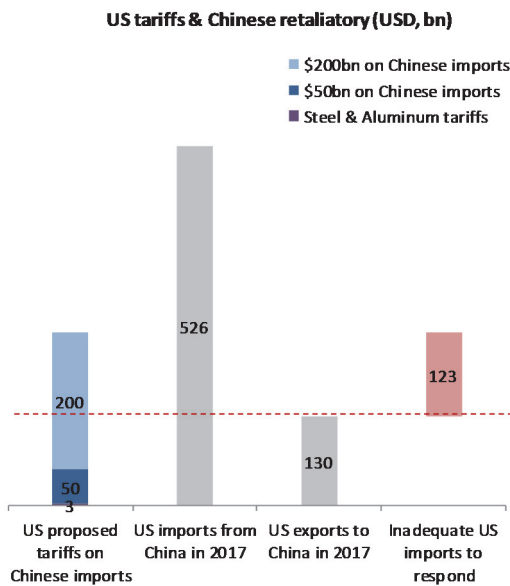
แผนภาพที่ 35: รายละเอียดสินค้านำเข้าที่จะถูกเก็บภาษี ซึ่งสินค้าในรอบ 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯได้รวมสินค้าบริโภคสำคัญด้วย ขณะที่สินค้าในรอบ 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯส่วนใหญ่เป็นสินค้าชั้นกลางและสินค้าทุน

Products (\$50bn list)	In US tariff list (\$,bn)	Category	share in US imports
Mechanical appliances e.g. motors, pumps, factory machinery	33.42	Capital	21.2%
Electrical machinery e.g. parts, electronic integrated circuits	32.94	Intermediate	21.9%
Optical products and medical equipment	6.07	Intermediate	12.0%
Railway or tram way	3.23	Intermediate	33.5%
Plastic	2.12	Intermediate	9.9%
Automobilies, Motorcycle, tractor	1.84	Consumer	1.1%
Aircraft	1.26	Capital	1.7%
Mineral fuels	1.04	Intermediate	1.8%
Steel products	0.92	Intermediate	26.8%
Ships & boats	0.03	Consumer	4.8%
Glass	0.02	Intermediate	17.0%
Aluminum (wires and cable)	0.01	Intermediate	13.5%
Chemicals	0.01	Intermediate	2.0%
Aircraft tyres	0.00	Intermediate	100.0%
Products (\$200bn list)	In US tariff list (\$,bn)	Category	share in US imports
Electrical machinery e.g. Telephone equipment, TV components	50.63	Consumer	40.3%
Household appliances e.g. Refrigerator, Air conditioners, printers	36.47	Consumer	30.1%
Furniture	26.77	Consumer	51.3%
Automobiles, bikes and parts	12.10	Consumer	17.0%
Plastic	8.67	Intermediate	42.2%
Steel products	7.55	Intermediate	38.4%
Chemicals	7.18	Intermediate	15.2%
Leather products	6.89	Consumer	54.3%
Food and agricultural products	6.58	Consumer	7.3%
Textile products (not clothes and shoes)	5.60	Intermediate	31.9%
Tools	3.02	Consumer	37.2%
Paper products	2.99	Consumer	21.9%
Rubber	2.70	Intermediate	13.7%
Optical products	2.52	Consumer	19.1%
Glass	2.29	Intermediate	38.4%
Stone, plaster, cement products	2.12	Intermediate	25.3%
Woods	2.05	Intermediate	15.3%
Metals products	1.99	Intermediate	8.8%
Mineral fuels	1.26	Consumer	0.3%
Cosmetics	1.15	Consumer	14.4%
Aluminum	1.08	Intermediate	22.0%
Ceramic products	0.29	Intermediate	21.3%
Ships & boats	0.10	Consumer	6.5%
Iron & Steel	0.06	Intermediate	1.2%
Aircraft (Parachutes)	0.00	Consumer	1.3%
Other	7.94		

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

ด้านการโต้ตอบกลับ รัฐบาลจีนยังไม่ได้เปิดเผยมาตรการตอบโต้ใดๆ นับตั้งแต่ ประธานาธิบดี Donald Trump ได้ประกาศแผนการเก็บภาษีดังกล่าวเมื่อช่วงกลางเดือน มิ.ย. ทั้งนี้ การเก็บภาษีนำเข้ากับสินค้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์ของสหรัฐนั้น สูงกว่ายอดนำเข้าสินค้าสหรัฐ ของจีนในปี 2017 ที่ 1.3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐเสียอีก ทำให้จีนไม่สามารถที่จะตอบโต้กลับโดยการขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าสหรัฐ ในมูลค่าที่เท่ากันได้ ทำให้มีความเสี่ยงที่รัฐบาลจีนจะตอบโต้กลับสหรัฐ ในรูปแบบอื่นๆ นอกเหนือจากการขึ้นภาษีนำเข้า เช่น การขัดขวางการทำธุรกิจในจีนของบริษัทข้ามชาติสหรัฐ และการจำกัดจำนวนนักท่องเที่ยวจีนไปสหรัฐ ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อสหรัฐ มาก

แผนภาพที่ 36: จีนนำเข้าสินค้าจากสหรัฐ เพียง 1.3 แสนล้านดอลลาร์ในปี 2017 ซึ่งไม่เพียงพอให้จีนตอบโต้กลับด้วยการขึ้นภาษี



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

แผนภาพที่ 37: มาตรการอื่นๆ ที่รัฐบาลจีนอาจใช้เพื่อเป็นการตอบโต้กลับ

Possible responses	Reasons
Increase the tariff rate	<ul style="list-style-type: none"> • "the least impact on sentiment, thus the most likely option" • Example: US imposes a 10% tariffs on \$200bn imports from China (\$20bn in tariff revenue); China could impose a 25% tariff on \$80bn in US exports
Depreciate Yuan	<ul style="list-style-type: none"> • A weaker currency could mitigate the negative effects of tariffs on China's exports
Restrict market access for US firms operating in China	<ul style="list-style-type: none"> • Many US firms already generate significant shares of revenues from China • Total sales of US firms in China was \$372bn in 2015 (60% by their subsidiaries in China, 40% through exports) • China may set barriers and obstacles for China-based US firms
Restrict US travels by Chinese nationals	<ul style="list-style-type: none"> • China may make it more difficult for Chinese nationals to personally travel to US, such as for tourism or education purposes • Chinese spends \$30bn per year on their US travels
Sell US treasuries	<ul style="list-style-type: none"> • This would tighten US financial conditions • China holds \$1.17trn of US treasuries by Jan 2018

ด้านผลกระทบต่อเศรษฐกิจ Deutsche Bank ประเมินว่าการเก็บภาษีนำเข้า 25% กับสินค้ามูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ เมื่อรวมกับการเก็บภาษีนำเข้า 10% กับสินค้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ จะส่งผลกระทบต่อจีดีพี 0.3pp ของ GDP โดยคาดว่าจะผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะเริ่มเห็นชัดเจนขึ้นกับภาคส่งออกในไตรมาส 4

ความตึงเครียดทางการค้าและการผ่อนคลายนโยบายการเงิน จะกดดันให้เงินหยวนอ่อนค่าลงสู่ระดับ 6.8 หยวนต่อดอลลาร์ ณ สิ้นปีนี้ ขณะที่เรามองความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกยังคงมีจำกัด

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำ (Reserve Requirement Ratio: RRR) ลง 0.5% เป็น 15.5% สำหรับธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ และเป็น 13.5% สำหรับธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็ก โดยได้มีผลบังคับใช้วันที่ 5 ก.ค.

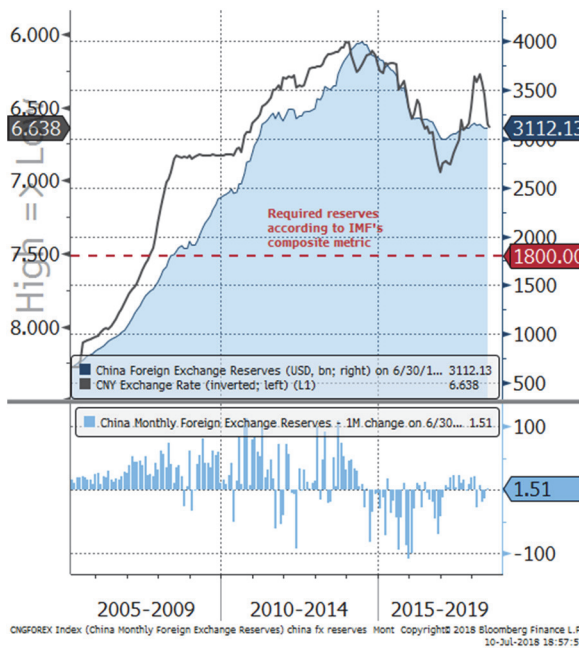
เรามองการปรับลด RRR ลงในครั้งนี้ สะท้อนถึงการกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพื่อหนุนเศรษฐกิจ หลังจากความตึงเครียดกับสหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะหลังการประกาศแผนการจะขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพิ่มเติมอีก 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐที่อัตราภาษี 10% เมื่อวันที่ 19 มิ.ย.

โดยเราคาดว่ารัฐบาลจีนจะผ่อนคลายนโยบายลงเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปี เช่น การลดความเข้มงวดในนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยการเพิ่มสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อบ้านของธนาคารพาณิชย์ การลดความเข้มงวดในนโยบายการคลัง โดยการให้เงินสนับสนุนช่วยเหลือเมืองที่มีเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และคาดว่า PBoC จะปรับลด RRR ลงอีกครั้งในปีนี้ ซึ่งการใช้โยบายที่ผ่อนคลายนโยบายจะส่งผลกดดันเงินหยวนให้อ่อนค่าลง โดยเราปรับลดคาดการณ์เงินหยวน ณ สิ้นปี 2018 เป็น 6.8 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐ อ่อนค่าลงจากเดิมที่คาด 6.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐ

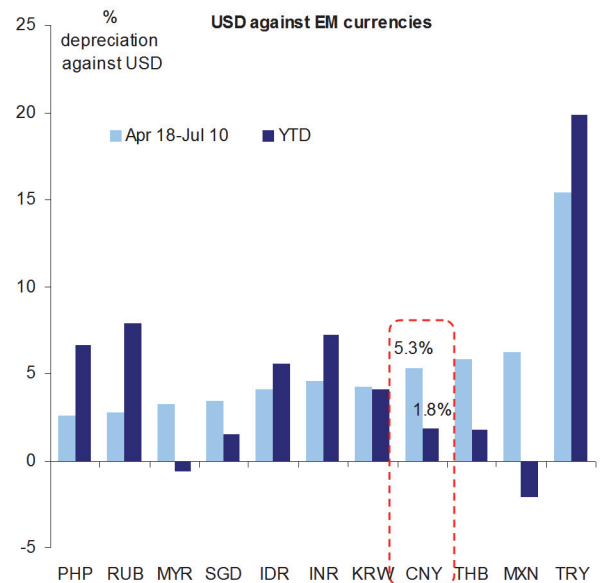
ส่วนการอ่อนค่าของเงินหยวนในช่วงที่ผ่านมา เป็นผลจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นเป็นสำคัญ โดยเฉพาะหลังจากที่ปธน. Trump ชูจะเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมอีก 2 แสนล้านในวันที่ 19 มิ.ย. โดยนับตั้งแต่ช่วงกลางเดือน เม.ย. ที่เงินดอลลาร์สหรัฐแข็งค่ามาก เงินหยวนก็ได้อ่อนค่าลงแรง -5.3% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ (อยู่ที่ระดับ 6.69 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐ ในปัจจุบัน) ขณะที่หากนับตั้งแต่ต้นปี เงินหยวนอ่อนค่าลงเพียง -1.8% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

ทั้งนี้ เงินหยวนที่อ่อนค่าลงแรง ได้ส่งผลให้ตลาดกังวลว่าจะเกิดกระแสเงินไหลออกเป็นจำนวนมาก เช่นเดียวกับในปี 2015 ที่รัฐบาลจีนได้ปรับเงินหยวนให้อ่อนค่าลง -2% แต่อย่างไรก็ดี ทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) เดือน มิ.ย. ได้ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.112 ล้านล้านหยวน สวนเท่ากับที่ตลาดคาด จึงช่วยคลายความกังวลต่อความเสี่ยงที่จะเกิดกระแสเงินไหลออกเป็นจำนวนมากลงไป โดยเรามองความเสี่ยงเรื่องเงินทุนไหลออกยังคงมีจำกัด เนื่องจากมาตรการควบคุมเงินไหลออกต่างๆ ของรัฐบาลจีนยังคงมีการบังคับใช้อยู่

แผนภาพที่ 38: ทุนสำรองระหว่างประเทศค่อนข้างทรงตัว แม้เงินหยวนจะอ่อนค่าลงแรงในเดือน มิ.ย.



แผนภาพที่ 39: เงินหยวนอ่อนค่าลงแรง หลังสหรัฐฯ ชูจะเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมอีก 2 แสนล้านดอลลาร์

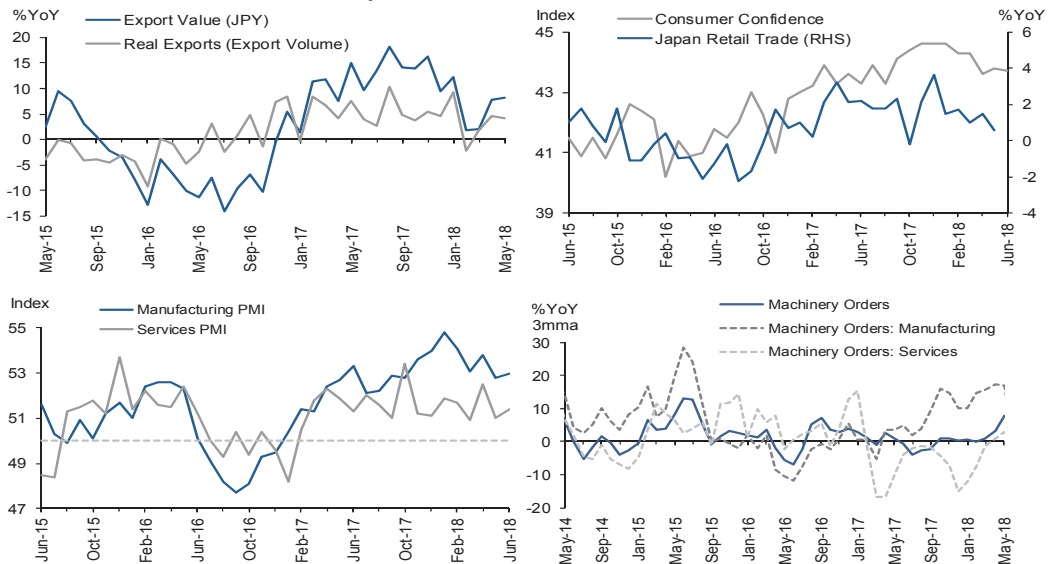


Source: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องในเกือบทุกภาคโดยเฉพาะการส่งออก ขณะที่การบริโภคชะลอลงในช่วงที่ผ่านมา โดยเราคาดว่า การส่งออกจะเป็นปัจจัยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจต่อ ขณะที่การลงทุนอาจเริ่มชะลอลงในช่วงปลายไตรมาส 3 ตามการลงทุนก่อสร้างเพื่อเตรียมรับกีฬาโอลิมปิกปี 2020 ทั้งนี้ รัฐบาลมีแผนที่จะขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. ปีหน้า ซึ่งเราคาดว่าผลกระทบต่อการบริโภคจะไม่รุนแรงเหมือนในปี 2014 เนื่องจากรัฐบาลได้มีการเตรียมออกมาตรการอื่นๆ เพื่อชดเชย ทั้งนี้ เราคาดว่า การขึ้นภาษีดังกล่าวจะทำให้ GDP Growth ชะลอลงอย่างมากในช่วงไตรมาส 4/2019 แต่จะไม่หดตัวเหมือนในปี 2014

แผนภาพ 40: ภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออก ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่การบริโภคชะลอลง



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

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องในภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออก แต่การบริโภคชะลอลง

การส่งออกเร่งตัวขึ้น: ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยน เดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +8.1% YoY จากเดือนก่อนที่ +7.8% YoY โดยนับเป็นการฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 จากการเพิ่มขึ้นของยอดส่งออกเครื่องจักรที่ใช้ผลิต Semiconductors และเครื่องจักรไฟฟ้า ขณะที่ปริมาณการส่งออก (Export Volume) ชะลอลงเล็กน้อยเป็น +4.2% YoY จากเดือนก่อนที่ +4.6% YoY

การลงทุนเร่งตัวขึ้น: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน พ.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +7.9% YoY, 3mma จากเดือนก่อนที่ +3.2 % YoY, 3mma โดยเรามองว่าการลงทุนจะยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่องจนถึงช่วงปลายไตรมาส 3 ตามการลงทุนก่อสร้างก่อนการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020

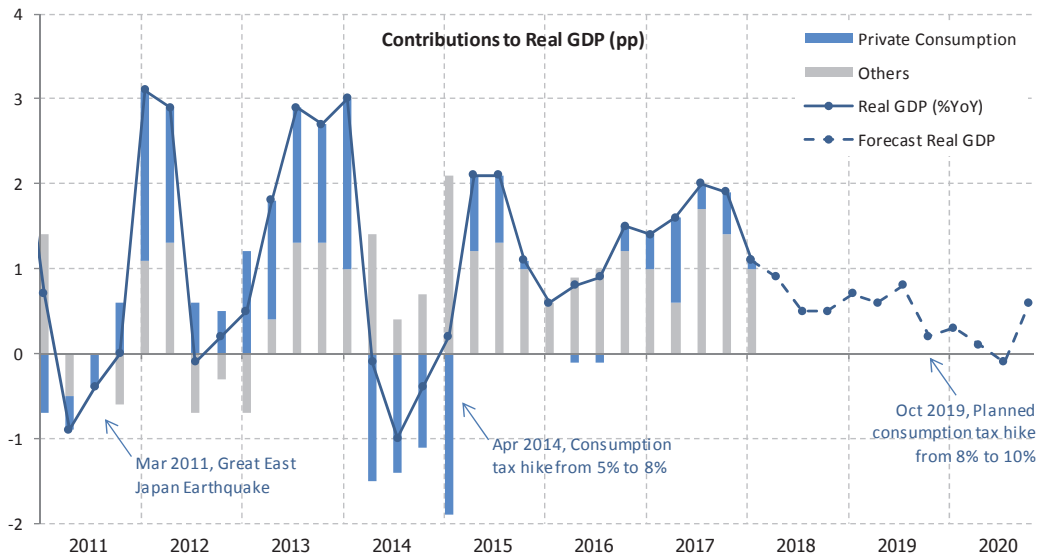
การบริโภคชะลอลง: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. ชะลอลงเป็น +0.6% YoY จาก +1.5% YoY ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +1.4% YoY โดยยอดค้าปลีกลดลงในเกือบทุกกลุ่มสินค้า โดยเฉพาะรถยนต์และเสื้อผ้า ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน มิ.ย. ลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 43.7 จุด

ภาคการผลิตและภาคบริการเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 53.0 จุด จากการเพิ่มขึ้นของผลผลิต การจ้างงาน และราคา ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศปรับตัวลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ส.ค. จากความตึงเครียดทางการค้า ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 51.4 จุด

จับตาความเสี่ยงจากการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. 2019

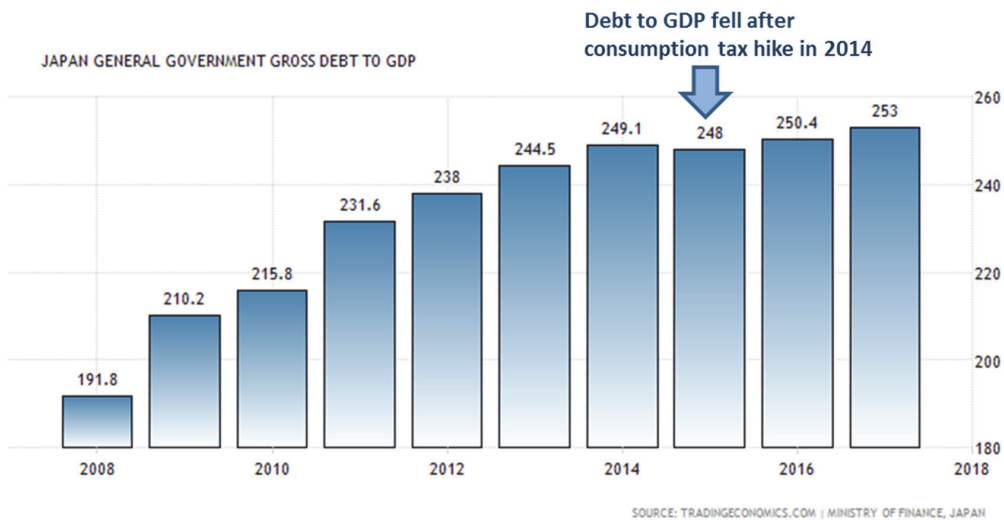
ญี่ปุ่นมีแผนจะขึ้นภาษีการบริโภค (Consumption Tax) จาก 5% เป็น 10% เพื่อเพิ่มรายได้ของรัฐ และลดระดับหนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่องจนมาสูงถึงราว 250% ของ GDP ในปัจจุบัน โดยการขึ้นภาษีได้ถูกแบ่งเป็นสองรอบ รอบแรกในเดือน เม.ย. 2014 ซึ่งมีการขึ้นภาษีจาก 5% เป็น 8% แต่ด้วยผลกระทบจากการขึ้นภาษีครั้งนั้นที่รุนแรง และทำให้เศรษฐกิจหดตัวต่อเนื่อง 3 ไตรมาส ทำให้รัฐบาลตัดสินใจชะลอการขึ้นภาษีในรอบที่สองออกไปจนถึงปี 2019

แผนภาพที่ 41: การขึ้นภาษีในปี 2014 ทำให้เศรษฐกิจหดตัวต่อเนื่อง 3 ไตรมาส ซึ่งส่งผลให้รัฐบาลตัดสินใจชะลอการขึ้นภาษีในรอบที่สองออกไปจนถึงปี 2019



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

แผนภาพที่ 42: การขึ้นภาษีในปี 2014 ช่วยให้อัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ลดลงในปี 2015



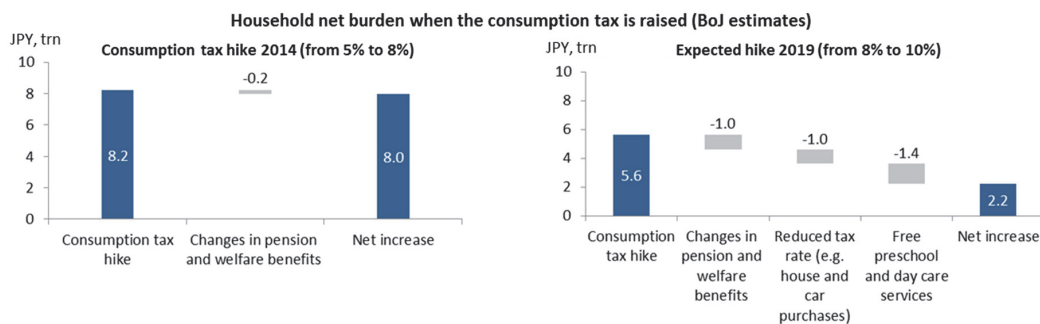
SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | MINISTRY OF FINANCE, JAPAN

Source: Tradingeconomics, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราคาดว่ารัฐบาลจะตัดสินใจขึ้นภาษีตามแผนในเดือน ต.ค. 2019 เนื่องจากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่เป็นปัจจัยสนับสนุนภาคการส่งออก ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการขึ้นภาษี นอกจากนี้ผลสำรวจความคิดเห็นคนประชาชนยังชี้ว่าเริ่มเห็นด้วยให้รัฐบาลขึ้นภาษีในปีหน้าเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก

สำหรับผลกระทบจากการขึ้นภาษีในครั้งนี้ เราคาดว่าส่งผลกระทบต่อการใช้บริโภคน้อยกว่าการขึ้นภาษีในปี 2014 เป็นอย่างมาก เนื่องจากรัฐบาลได้มีการเตรียมมาตรการลดภาษีและเพิ่มสวัสดิการในด้านอื่นๆ เพื่อชดเชยผลกระทบจากการขึ้นภาษี เช่น การลดภาษีที่เกี่ยวข้องกับการซื้อสินค้าชิ้นใหญ่ๆ เช่น บ้านและรถยนต์ และการให้สวัสดิการการรับเลี้ยงดูเด็กเล็กฟรี เป็นต้น โดยเราคาดว่าภาษีจะทำให้ GDP Growth ชะลอตัวลงอย่างมากในช่วงไตรมาส 4/2019 แต่ GDP จะไม่หดตัวเหมือนในปี 2014

แผนภาพที่ 43: BoJ คาดการขึ้นภาษีในปี 2019 จะส่งผลกระทบต่อการใช้บริโภคราว 2.2 ล้านล้านเยน ลดลงจากปี 2014 ที่ 8 ล้านล้านเยน

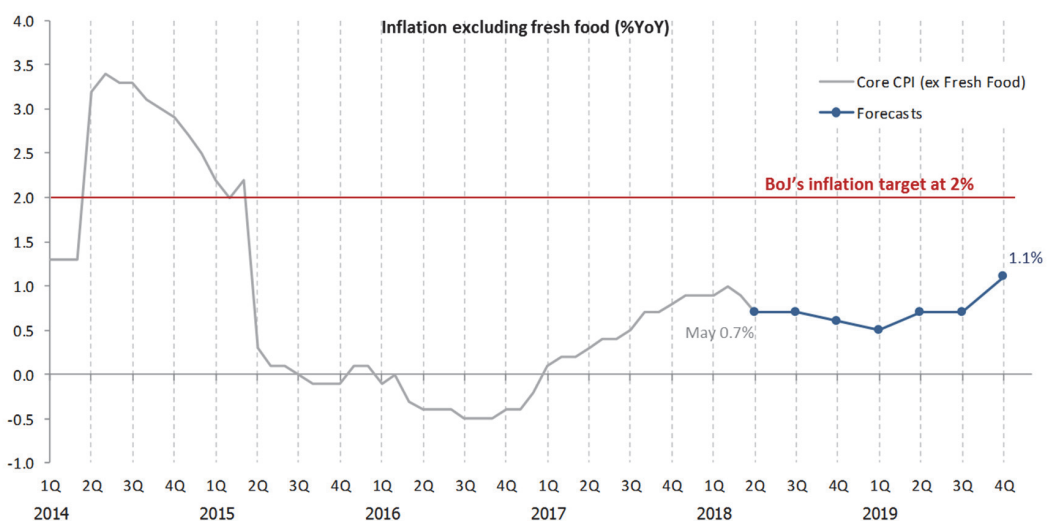


Source: BoJ, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นโยบายการเงินน่าจะผ่อนคลายต่อเนื่องไปจนถึงสิ้นปี 2019

ด้วยความเสี่ยงจากการขึ้นดอกเบี้ยในไตรมาส 4/2019 ประกอบกับคาดการณ์เงินเฟ้อ (Core CPI) ของญี่ปุ่นที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำกว่า 1% ไปจนถึงไตรมาส 3/2019 ทำให้เราคาดว่า BoJ จะยังคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปจนถึงสิ้นปี 2019 เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 44: เราคาดว่า BoJ จะยังคงนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายไปจนถึงสิ้นปี 2019 เป็นอย่างน้อย



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

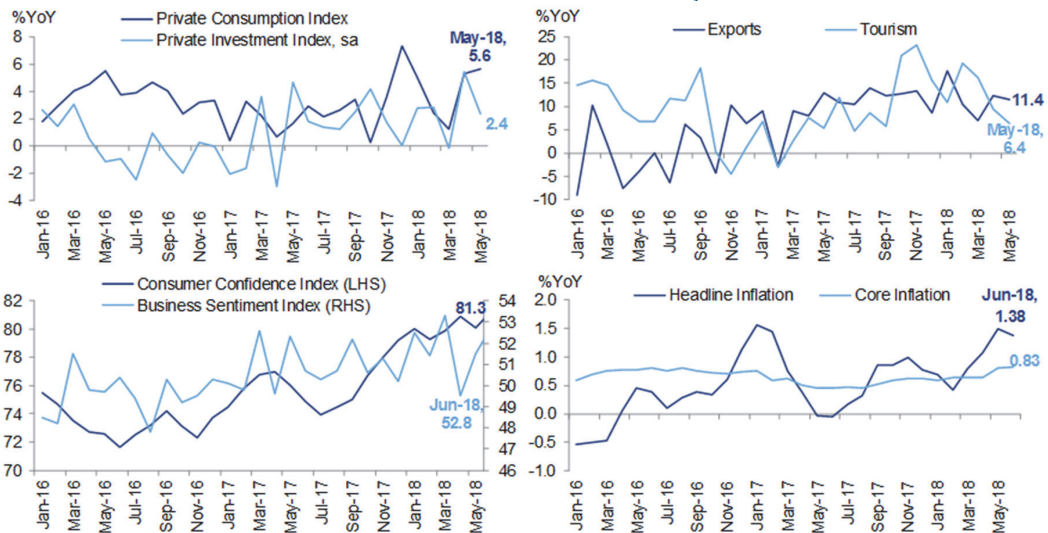
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวดีทั้งจากภาคต่างประเทศและในประเทศ การบริโภคในประเทศขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยการบริโภคของคนไทยช่วยชดเชยรายได้ของชาวต่างชาติที่ชะลอลงในช่วง Low Season ของการท่องเที่ยว ส่วนการส่งออกยังขยายตัวต่อเนื่อง แม้ว่าสหรัฐฯ ได้ขึ้นภาษีนำเข้าในบางหมวดสินค้ากับไทยโดยตรง และขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีน ซึ่งไทยอาจจะได้รับผลกระทบทางอ้อมจากการส่งออกสินค้าของไทยไปจีนได้ลดลง อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าสงครามการค้าจะส่งผลกระทบต่อ การส่งออกและเศรษฐกิจไทยค่อนข้างจำกัด หรือส่งผลกระทบต่อ 1.2% ของมูลค่าส่งออกและ 0.3% ของ GDP

ภาคต่างประเทศเติบโตอย่างแข็งแกร่ง อุปสงค์ในประเทศเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวดีทั้งจากภาคต่างประเทศที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่งและอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัว โดยเฉพาะการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวต่อเนื่อง สะท้อนจากดัชนีการบริโภคภาคเอกชน เดือน พ.ค. เติบโตขึ้นเป็น +5.6% YoY (vs. +5.3% เดือนก่อน) สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน มิ.ย. ที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 5 ปี อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวลงชั่วคราวหลังจากที่เร่งตัวขึ้นในเดือนก่อน สำหรับอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน มิ.ย. ชะลอตัวเป็น +1.38% YoY (vs. 1.49% เดือนก่อน) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานทรงตัวที่ +0.7% YoY เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายที่ +1% ส่งผลให้กน.คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ +1.5% ตลอดปี 2018

แผนภาพที่ 45: การบริโภคภาคเอกชนเริ่มฟื้นตัว ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนชะลอตัวชั่วคราว



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)

สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อส่งออกและ GDP ของไทยค่อนข้างจำกัด

สงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ที่รุนแรงขึ้น ทำให้เกิดความกังวลว่าสงครามการค้าอาจส่งผลกระทบต่อ การส่งออกซึ่งเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญและทำให้เศรษฐกิจไทยเติบโตได้ดีในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากสหรัฐฯ และจีนเป็นคู่ค้าสำคัญ ซึ่งรวมมูลค่าส่งออกไปยังทั้งสองประเทศมีสัดส่วนราว 1 ใน 4 ของมูลค่าส่งออกไทย

ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับการส่งออกของไทยแบ่งออกเป็นผลกระทบทางตรง คือ ผลกระทบจากมาตรการขึ้นภาษี สินค้านำเข้าในกลุ่มโซลาร์เซลล์ เครื่องซักผ้า เหล็กและอะลูมิเนียม ที่สหรัฐฯ ได้ขึ้นภาษีในสินค้ากลุ่มนี้เกือบทุกประเทศ ซึ่งจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อการส่งออกสินค้าดังกล่าวของไทยไปยังสหรัฐฯ และในส่วนผลกระทบทางอ้อม คือ ผลกระทบจากการขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีน ซึ่งอาจทำให้จีนสามารถส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ ได้ลดลง และส่งผลให้ไทย ส่งสินค้าขั้นต้นและสินค้าขั้นกลางเพื่อผลิตสินค้าในกลุ่มดังกล่าวไปจีนลดลงไปด้วย

สำหรับผลกระทบทางตรง จากข้อมูลปี 2017 ไทยมีการส่งออกในกลุ่มโซลาร์เซลล์ เครื่องซักผ้า เหล็กและ อะลูมิเนียม ไปยังสหรัฐฯ รวมเป็นมูลค่า 885 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็น 0.4% ของมูลค่าส่งออกรวมของไทย และเมื่อคูณด้วยสัดส่วนมูลค่าเพิ่มของสินค้าส่งออกในแต่ละรายการ เราจะพบว่าผลกระทบทางตรงต่อ GDP ของไทย จะมีเพียง 0.1%

แผนภาพที่ 46: สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อส่งออกของไทยไปสหรัฐฯ

Products	Export value (USD, m)	Share of total export	Value-added export value (USD, m)	Impact to Thai GDP (USD, m)
Solar Cells	442	0.19%	62%	276
Iron or steel	195	0.08%	37%	72
Washing machines	191	0.08%	47%	89
Aluminium	57	0.02%	37%	21
Total	885	0.37%	52%	459
% of Thailand GDP				0.10%

Source: Trade Map, United States Trade Representative (USTR), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนผลกระทบทางอ้อม เมื่อสหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าจากจีน เราประเมินผลกระทบต่อส่งออกของ ไทยไปยังจีนในสินค้ากลุ่มเป้าหมายจาก 1) มูลค่าส่งออกของไทยไปจีนในสินค้าที่ได้รับผลกระทบ และ 2) ลดทอน ด้วยมูลค่าสินค้าที่จีนนำเข้าเพื่อการบริโภคในประเทศ ซึ่งจะได้มูลค่าส่งออกของไทยไปจีนที่จีนนำไปผลิตเพื่อส่งออกต่อ (Re-exported Goods) และ 3) คูณด้วยสัดส่วนมูลค่าส่งออกของจีนไปสหรัฐฯ ในแต่ละประเภทสินค้า ซึ่งจะได้ ผลกระทบทางอ้อมต่อมูลค่าส่งออกของไทย

หากนำรายการสินค้าที่สำนักงานผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ประกาศขึ้นภาษีระยะแรกมูลค่า 5 หมื่นล้าน ดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป้าหมายอยู่ที่สินค้าในกลุ่ม High-technology มาคำนวณด้วยวิธีการข้างต้นจะพบว่าผลกระทบทาง อ้อมต่อมูลค่าส่งออกจะอยู่ที่ 0.3% ของมูลค่าส่งออกรวม และเมื่อนำมูลค่าส่งออกมาคูณด้วยสัดส่วนมูลค่าเพิ่มของ สินค้าส่งออกในแต่ละรายการ จะพบว่าผลกระทบต่อ GDP จะมีสัดส่วนราว 0.1% ของ GDP

แผนภาพที่ 47: สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อทางอ้อมต่อการส่งออกของไทยไปจีน ในกรณีที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

Products	a Export value (USD, m)	b % China re-exported goods	c % of China export to US	d = a x b x c Vulnerable export value (USD, m)	e % Value- added	d x e Impact to Thai GDP (USD, m)
Machinery parts	3,038.37	47%	18%	255.36	44%	113.33
Electrical machinery and parts	2,443.05	62%	13%	201.93	47%	94.06
Plastics	2,255.86	51%	9%	101.54	63%	63.57
Vehicles and parts	527.34	23%	11%	13.43	45%	6.06
Ships, boats and floating structures	164.76	40%	0%	0.07	45%	0.03
Optical and parts	153.77	43%	11%	7.10	35%	2.47
Mineral fuels and products	118.21	30%	5%	1.86	41%	0.76
Aircraft, spacecraft, and parts	55.62	40%	34%	7.65	45%	3.45
Rubber	32.40	51%	4%	0.69	63%	0.43
Washing and lubricating preparation	2.64	49%	3%	0.04	55%	0.02
Iron or steel	0.89	53%	10%	0.05	37%	0.02
Miscellaneous chemical products	0.80	49%	2%	0.01	55%	0.00
Railway or tramway and parts	0.15	40%	29%	0.02	45%	0.01
Aluminium	0.03	53%	3%	0.00	37%	0.00
Inorganic chemicals	-	49%	18%	-	55%	-
Glass and glassware	-	43%	57%	-	52%	-
Total	8,793.87	50%	13%	589.7	48%	284.20
% of Thailand exports	3.73%			0.25%		
% of Thailand GDP						0.06%

Source: Trade Map, United States Trade Representative (USTR), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้น เมื่อวันที่ 11 ก.ค. ที่ผ่านมามีสหรัฐฯ ได้ประกาศจะเก็บภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนเพิ่มเติม ในระยะที่สอง มูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างการรับฟังความคิดเห็นสาธารณะ เมื่อนำรายการสินค้าที่สำนักงานผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ประกาศขึ้นภาษีในเบื้องต้นมาคำนวณด้วยวิธีการข้างต้นจะพบว่าผลกระทบทางอ้อมต่อมูลค่าส่งออกจะอยู่ที่ 0.6% ของมูลค่าส่งออกรวมและเมื่อนำมูลค่าส่งออกมาคูณด้วยสัดส่วนมูลค่าเพิ่มของสินค้าส่งออกในแต่ละรายการ จะพบว่าผลกระทบต่อ GDP จะมีสัดส่วนราว 0.2% ของ GDP

แผนภาพที่ 48: สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อทางอ้อมต่อการส่งออกของไทยไปจีน ในกรณีที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

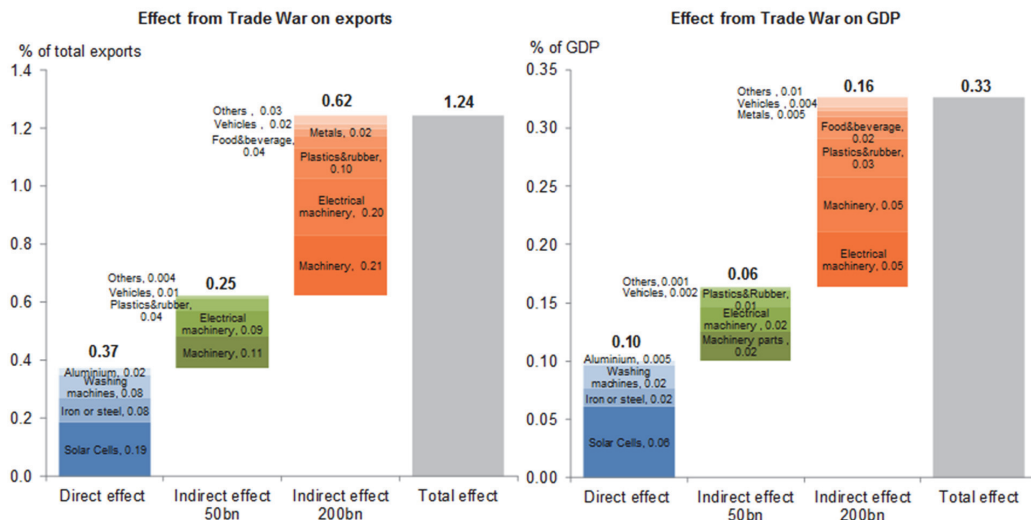
Products	a Export value (USD, m)	b % China re-exported goods	c % of China export to US	d = a x b x c Vulnerable export value (USD, m)	e % Value- added	d x e Impact to Thai GDP (USD, m)
Machinery	4,869.5	47%	21%	487.3	44%	216.2
Electrical machinery	3,474.0	62%	22%	467.5	47%	217.8
Plastics&rubber	2,964.0	51%	16%	240.1	63%	150.3
Food&beverage	1,932.3	35%	15%	103.1	82%	84.4
Motor vehicles	550.4	23%	30%	38.6	45%	17.4
Metals	489.2	53%	19%	48.3	37%	18.0
Others	384.6	43%	20%	33.2	49%	16.3
Leather	115.2	43%	23%	11.6	52%	6.0
Textiles&apparel	88.5	88%	10%	7.5	52%	3.9
Fabricated metals	70.8	54%	24%	9.2	37%	3.4
Wood&paper	68.1	45%	17%	5.1	61%	3.1
Chemicals	59.4	49%	20%	5.8	55%	3.2
Mineral fuels	40.7	30%	4%	0.4	41%	0.2
Agricultural products	32.5	32%	6%	0.6	82%	0.5
Mineral products	15.9	59%	17%	1.6	60%	0.9
Other transport	13.4	40%	26%	1.4	45%	0.6
Total	15,168.6	49%	20%	1,461.3	51%	742.4
% of Thailand exports	6.43%			0.62%		
% of Thailand GDP						0.16%

Source: Trade Map, United States Trade Representative (USTR), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราประเมินว่าสงครามการค้าจะส่งผลกระทบต่อการส่งออกและเศรษฐกิจไทยค่อนข้างจำกัด โดยผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ทั้งหมด อาจส่งผลให้มูลค่าส่งออกของไทยลดลง 1.2% และ GDP ของไทยลดลง 0.3 % นอกจากนี้ เราประเมินว่าการส่งออกสินค้าที่ลดลงจะทำให้ดุลการค้าลดลงราว 3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัด เกินดุลลดลงเป็น 3.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2018 จากเดิมที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 4.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

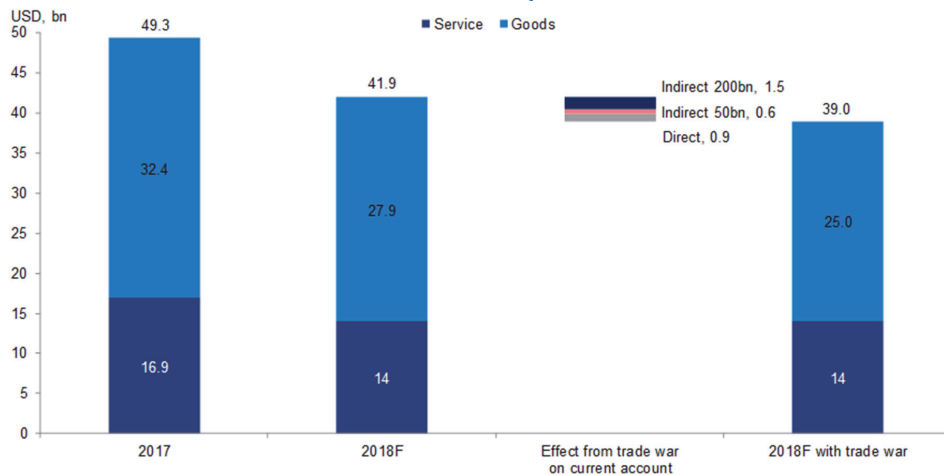
อย่างไรก็ดีแม้ว่ามาตรการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อการส่งออกและ GDP ของไทยค่อนข้างจำกัด แต่สถานการณ์ด้านสงครามการค้ายังมีความไม่แน่นอนสูงและนับเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่อาจบั่นทอนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและส่งผลให้ค่าเงินมีความผันผวนในระยะถัดไป

แผนภาพที่ 49: สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อส่งออกและ GDP ของไทยค่อนข้างจำกัด



Source: Trade Map, United States Trade Representative (USTR), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 50: สงครามการค้าส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดลดลงเล็กน้อย

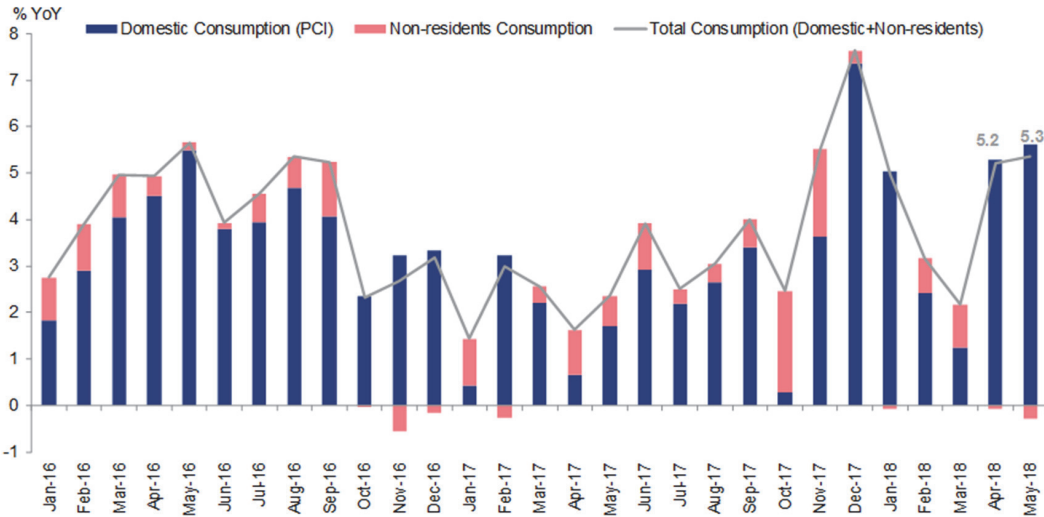


Source: Bank of Thailand (BoT), Trade Map, United States Trade Representative (USTR), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคของคนไทยที่เพิ่มขึ้นช่วยชดเชยการบริโภคของชาวต่างชาติที่ลดลง

การบริโภคของคนไทยปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง ซึ่งช่วยชดเชยการบริโภคของชาวต่างชาติที่ชะลอลง ส่งผลให้การบริโภคโดยรวมขยายตัวสูงต่อเนื่อง ในระยะถัดไป เราคาดว่า การบริโภคของคนไทยจะยังขยายตัวอย่างแข็งแกร่งและสามารถชดเชยการบริโภคของชาวต่างชาติที่มีแนวโน้มชะลอลงในช่วง Low-season ของการท่องเที่ยว

แผนภาพที่ 51: การบริโภคของคนไทยที่เพิ่มขึ้นช่วยชดเชยการบริโภคของชาวต่างชาติที่ลดลง

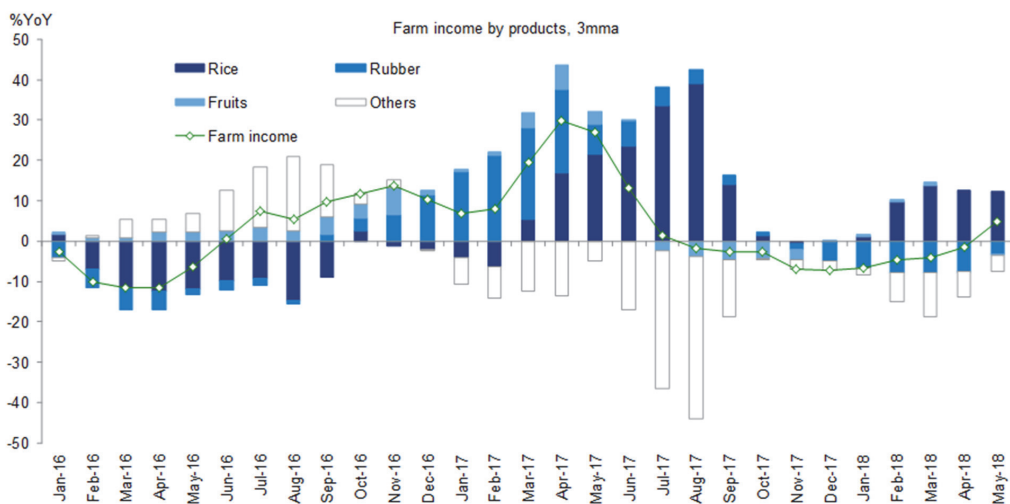


Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รายได้เกษตรกรมีแนวโน้มดีขึ้นในระยะถัดไป

สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตรได้ปรับเพิ่มรายได้เกษตรกรเดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นเป็น +8.7% YoY จากเดิมที่หดตัว -0.7% YoY ประกอบกับรายได้เกษตรกรในเดือน พ.ค. ขยายตัว +10.3% YoY ส่งผลให้รายได้เกษตรกรในช่วง 5 เดือนแรกของปีขยายตัว +1.3% YoY นำโดยรายได้ของชาวนาที่เพิ่มขึ้นตามราคาข้าวที่อุปสงค์ข้าวโลกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในระยะถัดไป เราประเมินว่ารายได้เกษตรกรจะมีแนวโน้มที่ดีต่อเนื่อง โดยเฉพาะรายได้ของชาวนาที่คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่อง ขณะที่รายได้ชาวสวนยางอาจปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยจากฐานราคายางพาราที่อยู่ในระดับสูงในช่วงครึ่งปีแรกที่ชะลอตัว

แผนภาพที่ 52: รายได้เกษตรกรปรับตัวดีขึ้นจากรายได้ของชาวนาเป็นหลัก



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





TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

Head of Strategy Unit

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์โท วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติลินคอร์ 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 ในตำแหน่งเศรษฐกรชำนาญการ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

1 ปี ในตำแหน่งผู้บริหารงานวิจัย

วิลันดา ดิสเรเตตีวัฒน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

ซารา ผลพิบูลย์

Economist

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

ทิพย์รัตน์ นันทปริศาวัดน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วีระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล

Strategist

- ปรินซ์โท Investment Management (Award of Distinction & Beta Gamma Sigma Honor)
Cass Business School
- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจภาคภาษาอังกฤษ ภาคการเงิน (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- สอบผ่าน CFA Exam Level III
- สอบผ่าน FRM Exam Part

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

สุชานันท์ ภัทพสุชาติ

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
ถนนพิพิธอุทิศ หาดใหญ่	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

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