



TIPS

September
2018

TISCO Investment Portfolio Strategy



- Bond Yield เสี่ยงเพิ่มขึ้นแรงตั้งแต่ช่วงปลายไตรมาส 3 ปีนี้ และทำให้ Yield Curve กลับมาชันขึ้น หลังกระทรวงการคลังสหรัฐฯ ประกาศเตรียมออกพันธบัตรเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ขณะเดียวกัน BoJ ตัดสินใจขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ขึ้นเป็น -0.2% ถึง +0.2% จากเดิมที่อยู่ระหว่าง -0.1% ถึง +0.1%
- หากมองไปข้างหน้า ในปี 2019 เราคาดว่า Yield Curve จะกลับมาแบนลง เนื่องจากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอลง หลังผลจากการกระตุ้นทางเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลังของรัฐบาลทั่วโลกในช่วงที่ผ่านมาเริ่มลดลง และธนาคารกลางในหลายประเทศเริ่มที่จะดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น ขณะเดียวกันผลกระทบจากความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน น่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกชัดเจนมากขึ้นในปีหน้า
- ในช่วง 2H2018 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ที่ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และมีอัตราการเติบโตของกำไรในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้
- แนะนำให้ปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 ก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive
- ในช่วง 1H2019 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ซึ่งสามารถทนทานต่อสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

Contents

- Executive Summary 3
- Global Investment Strategy 4
 - Special Issue: ค่าเงินตุรกีอ่อนค่า กดดันตลาดหุ้นโลก
เราประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกจำกัด 7
 - ตลาดหุ้น 10
 - ตลาดตราสารหนี้ 14
 - ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 16
- Global Economic Insights 20
 - เศรษฐกิจสหรัฐฯ 21
 - เศรษฐกิจยุโรป 25
 - เศรษฐกิจจีน 29
 - เศรษฐกิจญี่ปุ่น 35
 - เศรษฐกิจไทย 38



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสเรตตีวัฒน์
ซาร่า ผลพิบูลย์

วิระพันธ์ โรจน์ถัฐกุล
สุชานันท์ ภิภพสุชาวดี

ธนาคารเกสโกล์ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารสีลมไททาวเวอร์ 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 ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมาย ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

Bond Yield เสี่ยงเพิ่มขึ้นแรงตั้งแต่ช่วงปลายไตรมาส 3 ปีนี้ (จากเดิมที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นแรงในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้) และทำให้ Yield Curve กลับมาชันขึ้น หลังกระทรวงการคลังสหรัฐฯ (U.S. Treasury Department) ประกาศเตรียมออกพันธบัตรเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ขณะเดียวกันธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ตัดสินใจขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็น -0.2% ถึง +0.2% จากเดิมที่อยู่ระหว่าง -0.1% ถึง +0.1% ซึ่งส่งผลให้ Bond Yield ทั่วโลกปรับเพิ่มขึ้นตาม

ในช่วง 2H2018 เราจึงแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ประกอบกับมีอัตราการเติบโตของกำไร (Earnings Growth) ในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้

แต่หากมองไปข้างหน้า ในปี 2019 เราคาดว่า Yield Curve จะกลับมาแบนลง เนื่องจากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอลง ดังนั้นเราแนะนำให้นักลงทุนปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive ซึ่งเราชอบหุ้นในกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ซึ่งสามารถทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

ในส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI จะกลับขึ้นมาเทรดในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และคงเป้าที่ระดับ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018 จากมุมมองที่ว่าตลาดน้ำมันโลกยังคงเสี่ยงที่จะตึงตัวมากขึ้นจาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลาและอิหร่าน และมองว่ายิ่ง OPEC เพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเพื่อชดเชยปริมาณดังกล่าวมากขึ้นเท่าไร ยิ่งทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของ OPEC ลดลงมากขึ้นเท่านั้น ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงที่จะเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า หากเกิด Supply Disruption ขึ้นอีกในแหล่งผลิตอื่นๆ

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- Bond Yield เสี่ยงเพิ่มขึ้นแรงตั้งแต่ช่วงปลายไตรมาส 3 ปีนี้ และทำให้ Yield Curve กลับมาชันขึ้น หลังกระทรวงการคลังสหรัฐฯ ประกาศเตรียมออกพันธบัตรเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ขณะเดียวกัน BoJ ตัดสินใจขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ขึ้นเป็น -0.2% ถึง +0.2% จากเดิมที่อยู่ระหว่าง -0.1% ถึง +0.1%
- หากมองไปข้างหน้า ในปี 2019 เราคาดว่า Yield Curve จะกลับมาแบนลง เนื่องจากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอลง หลังผลจากการกระตุ้นทางเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลังของรัฐบาลทั่วโลกในช่วงที่ผ่านมาเริ่มลดลง และธนาคารกลางในหลายประเทศเริ่มที่จะดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น ขณะเดียวกันผลกระทบจากความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน น่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกชัดเจนมากขึ้นในปีหน้า
- ในช่วง 2H2018 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ที่ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และมีอัตราการเติบโตของกำไรในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้
- แนะนำให้ปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 ก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive
- ในช่วง 1H2019 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ซึ่งสามารถทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,681	-2.4%	3.4%	-4.0%	-6.9%	-4.1%	7.1%
Philippines PCOMP	7,517	-3.9%	1.8%	-2.3%	-12.7%	-12.2%	-6.9%
Indonesia JCI	5,784	-4.6%	-1.3%	-0.6%	-12.3%	-9.0%	-1.8%
Singapore STI	3,212	-3.5%	-0.9%	-9.2%	-6.7%	-5.6%	-1.7%
Malaysia KLCI	1,777	-1.5%	2.3%	-4.2%	-3.3%	-1.1%	0.1%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	27,100	-5.3%	-3.8%	-12.4%	-12.9%	-9.4%	-0.9%
China H HSCEI	10,480	-4.9%	-1.1%	-14.6%	-16.4%	-10.5%	-3.0%
MSCI China	78	-6.4%	-8.5%	-16.8%	-17.4%	-12.5%	-2.2%
China CSI300	3,277	-3.6%	-5.0%	-15.2%	-17.4%	-18.7%	-11.9%
Taiwan TWSE	10,684	-3.1%	-0.9%	-1.4%	2.5%	0.4%	3.0%
Korea KOSPI	2,244	-2.6%	-2.3%	-8.3%	-7.3%	-9.1%	-5.0%
MSCI Korea	668	-3.5%	-3.4%	-8.8%	-8.9%	-10.7%	-4.7%
India SENSEX	37,664	-0.6%	3.1%	7.2%	10.7%	10.6%	18.5%
MSCI India	1,336	-0.4%	4.5%	7.2%	7.7%	5.6%	13.7%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,325	0.7%	2.0%	3.8%	7.1%	4.3%	9.4%
Japan TOPIX	1,695	-1.4%	-2.8%	-6.2%	-2.4%	-6.7%	5.0%
Japan Nikkei 225	22,318	0.1%	-1.7%	-2.3%	2.7%	-2.0%	13.3%
Europe STOXX600	381	-2.2%	-0.9%	-3.6%	0.2%	-2.0%	1.2%
Euro STOXX50	3,378	-3.3%	-2.3%	-6.0%	-1.4%	-3.6%	-2.4%
US Dow Jones	25,559	0.2%	1.7%	3.4%	1.3%	3.4%	17.5%
US S&P500	2,841	-0.5%	1.1%	4.4%	4.0%	6.2%	16.9%
MSCI US REITs	1,173	1.1%	2.9%	11.1%	12.0%	1.3%	2.2%
J-REITs	1,752	0.2%	-1.5%	0.8%	5.3%	5.4%	3.6%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,556	-2.4%	-0.9%	-3.0%	3.6%	-1.7%	2.3%
Germany DAX	12,237	-3.5%	-3.4%	-6.7%	-1.7%	-5.3%	0.3%
France CAC 40	5,349	-2.8%	-1.4%	-4.9%	1.3%	0.7%	3.9%
Switzerland SMI	8,998	-1.6%	2.0%	0.1%	0.1%	-4.1%	0.6%
Portugal PSI 20	5,487	-2.8%	-2.7%	-4.6%	-0.3%	1.8%	4.7%
Spain IBEX 35	9,427	-3.4%	-3.0%	-7.7%	-4.1%	-6.1%	-9.7%
Italy FTSE MIB	20,524	-5.1%	-6.6%	-13.8%	-10.0%	-6.1%	-5.8%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	76,819	-2.5%	-1.7%	-8.1%	-9.1%	0.5%	13.0%
Chile IPSA	5,256	-1.2%	-1.8%	-7.6%	-6.5%	-5.5%	2.8%
Mexico MEXBO	48,059	-2.4%	-1.3%	5.0%	-1.7%	-2.6%	-5.8%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	519	-3.3%	-3.1%	-8.5%	-9.9%	-8.8%	-1.3%
MSCI Latin America	2,536	-4.4%	-2.9%	-7.9%	-18.5%	-10.3%	-9.0%
MSCI All Country World	511	-0.8%	-0.8%	-1.1%	-2.1%	-0.3%	8.3%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	65.34	-3.4%	-4.0%	-8.6%	5.9%	8.1%	38.8%
Brent Spot	71.31	-2.1%	-1.2%	-10.1%	10.0%	6.6%	39.7%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	5.97	0.79	1.89	-1.84	2.81	-0.48	2.03
Gold Spot	1173.07	-3.1%	-4.4%	-9.2%	-12.9%	-10.0%	-8.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2121.77	-0.8%	-2.1%	-5.2%	-1.2%	-0.4%	4.0%
Bloomberg Agri Subindex	44.23	0.7%	2.7%	-8.1%	-9.5%	-6.9%	-8.5%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	273.85	0.0%	0.7%	0.4%	-0.7%	-0.7%	1.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.81	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	1.2%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	277.95	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	0.6%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	356.95	-0.1%	0.2%	0.7%	-0.2%	-0.3%	1.1%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	236.18	0.0%	0.0%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.9%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.58	0	2	8	17	15	15
2Y	1.78	0	4	14	38	32	28
5Y	2.30	1	11	25	45	44	42
10Y	2.72	0	-2	-3	16	18	21
Spread 10Y-2Y	94	0	-6	-17	-22	-13	-7
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.86	-1	0	-25	-1	46	68
Japan 10Y	0.10	0	6	4	4	5	4
UK 10Y	1.24	-6	-4	-26	-34	5	14
German 10Y	0.32	-6	-4	-29	-39	-11	-13
Spain 10Y	1.45	5	17	3	-2	-12	-2
Italy 10Y	3.12	22	54	100	113	110	107
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	13.45	2.2	1.4	0.0	-6.0	2.4	-2.1
Dollar index	96.65	0.3%	1.8%	3.4%	8.5%	4.9%	3.2%
USD/THB	33.21	-0.3%	-0.4%	3.5%	5.8%	1.9%	-0.1%
EUR/USD	1.14	-0.4%	-2.4%	-3.7%	-8.4%	-5.3%	-3.2%
GBP/USD	1.27	-0.4%	-3.2%	-5.9%	-9.3%	-5.9%	-1.3%
USD/JPY	110.93	0.1%	-1.7%	0.3%	4.1%	-1.6%	1.0%
USD/CNY	6.89	0.9%	2.9%	8.1%	8.6%	5.8%	2.9%
USD/CNH	6.87	0.0%	2.2%	8.3%	9.0%	5.5%	2.8%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 8/17/2018

7:02:30 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 - จากนโยบายลดภาษีนิติบุคคล - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวได้อย่างมีเสถียรภาพ ประกอบกับสถานการณ์ทางการเงินที่แข็งแกร่ง จากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง มีเงินสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก และหนี้ต่างประเทศต่ำ - ดังนั้นตลาดหุ้นไทยน่าจะได้รับผลกระทบ และผันผวนน้อยกว่าตลาดหุ้นในภูมิภาค - จากความกังวลต่อวิกฤตทางการเงินของตุรกี - แต่ Valuation เริ่มกลับมาดีตัวมากขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - PBoC มีแนวโน้มกลับมาผ่อนคลายนโยบายทางการเงินในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - แต่ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนและแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - เงินทุนยังคงเสี่ยงไหลออก จากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า - สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือ โดยเฉพาะได้หวัน และเกาหลี - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป แต่ความเสี่ยงใหม่จากวิกฤตการเงินของตุรกีกดดันค่าเงินรูปีให้อ่อนค่าเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ สุระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์ - Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังคงค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว - ค่าเงินเยนที่มีแนวโน้มอ่อนค่า ช่วยหนุนกำไรของบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> - นโยบายของรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN ชัดกับทาง EU ซึ่งอาจทำให้เกิดความขัดแย้งในภูมิภาคและความเสี่ยงที่อิตาลีอาจแยกตัวออกจาก EU ในระยะข้างหน้า - ภาคธนาคารในยุโรปเผชิญความเสี่ยงจากวิกฤตการเงินของตุรกี เนื่องจากธนาคารยุโรปมีการปล่อยกู้ในตุรกีเป็นจำนวนมาก - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า และโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> - แม้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกดดันราคาทองคำ - แต่ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงตึงตัวมากขึ้น จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลาและลิเบีย ประกอบกับผลกระทบจากการคว่ำบาตรอิหร่านของสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลในช่วงปลายปีนี้ - น้ำมันดิบสหรัฐฯ ไม่สามารถส่งออกเพิ่มเติมเพื่อชดเชยลดความตึงตัวของตลาดน้ำมันได้ 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 - คงคำแนะนำ Neutral
J-REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาที่ดินญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> - โดนกระทบจากราคาลินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

■ Current Recommendation ■ Previous Recommendation
■ Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน ■ Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน ■ Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Special Issue: ค่าเงินตุรกีอ่อนค่า กดดันตลาดหุ้นโลก เราประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกจำกัด

ค่าเงิน Turkish Lira อ่อนค่าลงแรงนับจากวันที่ 9 ส.ค. ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและกดดันสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลก เรามองพื้นฐานเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่โดยส่วนใหญ่ยังคงแข็งแกร่ง ทำให้เราประเมินว่า ความเสี่ยงที่ปัญหาจะลุกลามไปสู่เศรษฐกิจอื่นๆ นั้นยังมีจำกัด ทั้งนี้ ผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจในตุรกีจะถูกส่งผ่านไปยังเศรษฐกิจโลกในสองช่องทาง ได้แก่ 1) ช่องทางการค้า ซึ่งการส่งออกจากจีนและประเทศในกลุ่มยูโรโซนไปยังตุรกีนั้นคิดเป็นสัดส่วนเพียง 1-2% ของมูลค่าการส่งออกรวม ในขณะที่รัสเซียและอิหร่านมีการส่งออกไปยังตุรกีคิดเป็นสัดส่วน 5% และ 11% ตามลำดับอาจได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ และ 2) ช่องทางการปล่อยกู้และการลงทุน ส่วนใหญ่เป็นธนาคารยุโรปซึ่งมียอดปล่อยกู้รวมในตุรกีจำนวน 1.1 แสนล้านยูโร หรือคิดเป็นเพียง 1% ของยอดปล่อยกู้รวมของทั้งอุตสาหกรรม ซึ่งทำให้ผลกระทบต่อภาคธนาคารและเศรษฐกิจมหภาคในยุโรปนั้นมีจำกัด นอกจากนี้ราคาหุ้นกลุ่มธนาคารในยุโรปได้ปรับตัวลดลงมาแล้วราว 10% นับจากต้นเดือน ส.ค. ซึ่งน่าจะสะท้อนว่าตลาดได้ซึมซับผลกระทบจากความเสี่ยงของตุรกีไปมากแล้ว

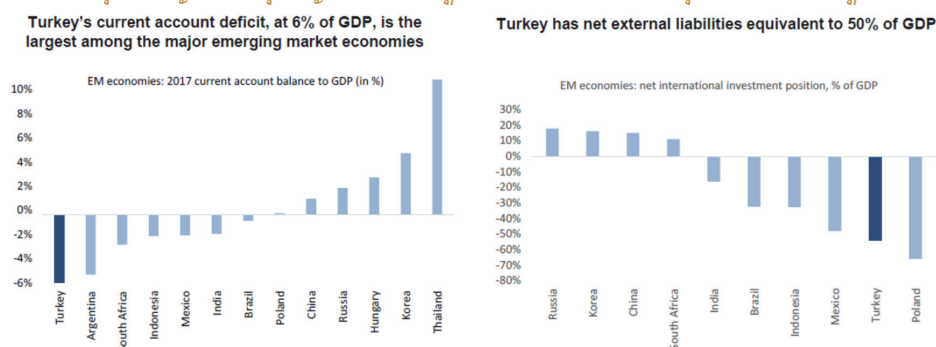
ค่าเงิน Turkish Lira อ่อนค่าลงแรงนับจากวันที่ 9 ส.ค. หลังสหรัฐฯ ประกาศเพิ่มภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม เพื่อตอบโต้การที่รัฐบาลตุรกีได้ควบคุมตัวพลเมืองสหรัฐฯ ที่ถูกตั้งข้อสงสัยว่าเกี่ยวข้องกับกรพยามก่อการรัฐประหารในตุรกี เมื่อปี 2016 ค่าเงิน Lira ที่อ่อนค่าลงแรงได้ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่น และกดดันสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลก โดยเฉพาะค่าเงินและตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่

ความเสี่ยงเฉพาะตัว ไม่ใช่ความเสี่ยงของตลาดเกิดใหม่ในภาพรวม

เราประเมินว่าปัญหาในตุรกีนั้นสั่งสมมาเป็นเวลานานจากความไม่สมดุลของเศรษฐกิจ ซึ่งมีการลงทุนและการบริโภค สูงกว่ารายรับที่ได้จากนอกประเทศ ซึ่งทำให้เศรษฐกิจตุรกีต้องพึ่งพาเงินทุนต่างประเทศในสัดส่วนที่สูง ดังจะเห็นได้จากดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ขาดดุลถึง -6% ของ GDP ซึ่งแทบจะสูงที่สุดในโลก นอกจากนี้ นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นไป ยังทำให้อัตราการออมในประเทศอยู่ในระดับต่ำซึ่งเป็นการซ้ำเติมปัญหาความไม่สมดุล และทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงถึง 15.8% ซึ่งก็เป็นอีกหนึ่งปัจจัยกดดันให้ค่าเงินอ่อนค่าอีกด้วย

แม้ฐานะการคลังของรัฐบาลตุรกีจะค่อนข้างแข็งแกร่ง (หนี้ภาครัฐฯ 28% ของ GDP และขาดดุลงบประมาณ -1.5% ของ GDP) แต่ภาคเอกชนของตุรกีกลับมีหนี้ในระดับสูงและมีจำนวนมากเป็นหนี้ในสกุลต่างประเทศ ซึ่งทำให้ภาคธุรกิจของตุรกีมีความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้นหลังค่าเงิน Lira อ่อนค่าลงแรง

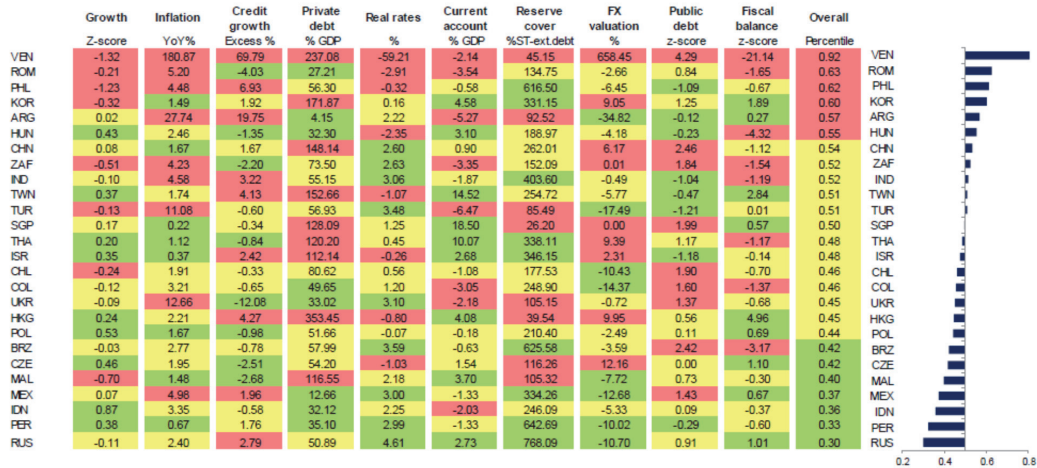
แผนภาพที่ 1: ตุรกีมีปัญหาขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงต่อเนื่อง ซึ่งทำให้เงินทุนต่างประเทศอยู่ในสัดส่วนที่สูง



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

เรามองปัญหาดังกล่าวเป็นปัญหาเฉพาะตัวของเศรษฐกิจที่สั่งสมมาเป็นเวลานาน ในขณะที่พื้นฐานเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่โดยส่วนใหญ่ โดยเฉพาะในเอเชียยังคงแข็งแกร่ง (Current Account เป็นบวก, เงินเฟ้อยังต่ำ และ เงินทุนสำรองมากกว่าหนี้ต่างประเทศที่ใกล้ครบกำหนดชำระ) ซึ่งทำให้เราประเมินว่าความเสี่ยงที่ปัญหาในตรุกินั้นจะลุกลามไปสู่เศรษฐกิจอื่นๆ นั้นยังมีจำกัด

แผนภาพที่ 2: ความเสี่ยงของเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ยังอยู่ในระดับต่ำ



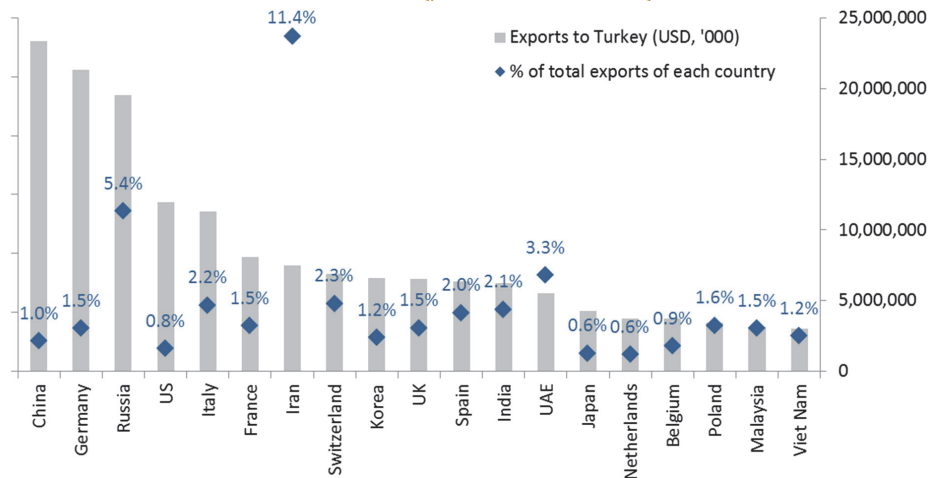
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกจำกัด

เศรษฐกิจตุรกีมีขนาด GDP ราว 8.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็นสัดส่วนเพียงราว 1% ของ GDP โลก ผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจในตุรกีจะถูกส่งผ่านไปยังเศรษฐกิจโลกในสองช่องทาง ได้แก่

ช่องทางการค้า ซึ่งผลจากเศรษฐกิจที่ตกต่ำประกอบกับค่าเงินที่อ่อนค่าในตุรกีจะกดดันความต้องการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศ แต่หากประเมินจากประเทศคู่ค้าหลักซึ่งประกอบไปด้วยกลุ่มประเทศยูโรโซน จีน รัสเซีย และอิหร่าน จะพบว่า การส่งออกจากจีนและประเทศในกลุ่มยูโรโซนไปยังตุรกีนั้นคิดเป็นสัดส่วนที่น้อยมากเพียง 1-2% ของมูลค่าการส่งออกรวมเท่านั้น ในขณะที่รัสเซียและอิหร่านมีการส่งออกไปยังตุรกีคิดเป็นสัดส่วน 5% และ 11% ของการส่งออกรวมตามลำดับ อาจได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ

แผนภาพที่ 3: การส่งออกจากจีน และประเทศในกลุ่มยูโรโซน ไปยังตุรกีนั้นคิดเป็นสัดส่วน เพียง 1-2% ของมูลค่าการส่งออกรวม ในขณะที่รัสเซียและอิหร่านมีมูลค่าการส่งออกไปยังตุรกีคิดเป็นสัดส่วน 5% และ 11%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ช่องทางกำลัปลอยกู้และกำลัลงทุน ธนาคารต่างชาตที่มืการปลอยกู้ในตุรกีอย่างมืนัยสำคัฒส่วนใหญเป็นธนาคารยุโรป ซึ่งได้แก่ BBVA ของสเปน ซึ่งมืการปลอยกู้ในตุรกีประมาณ 11% ของยอดปลอยกู้รวม; Unicredit ของอิตาลี ประมาณ 5%; ING ของเนเธอร์แลนด์ ประมาณ 3%; BNP ของฝรั่งเศส ประมาณ 2%; และ HSBC ของอังกฤษ ประมาณ 1%

อย่างไรก็ตี ยอดปลอยกู้รวมของธนาคารทั้งหมดที่กล่าวมาซึ่งมืจำนวน 1.1 แสนล้านยูโร นั้นคิดเป็นเพียง 1% ของยอดปลอยกู้รวมของทั้งอุตสาหกรรม ซึ่งทำให้ผลกระทบต่อภาคธนาคารและเศรษฐกิจมหภาคในยุโรปนั้นมืจำกัด

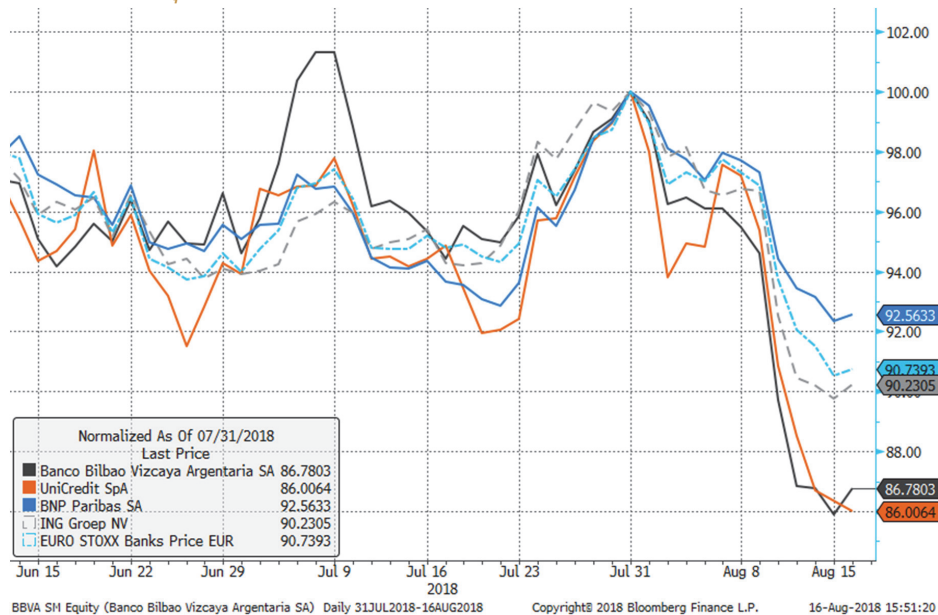
แผนภาพที่ 4: ธนาคารในยุโรปที่มืการปลอยกู้ในตุรกี

Name	Total (€ bn)			Turkey exposure (€bn)			Turkey exposure		
	2017 common equity	2017 net income	2017 loans	Common equity	Net income	Loans	% of common equity	% of net income	% of loans
BBVA	46.3	3.2	421	4.5	0.4	46	10%	13%	11%
UCG	54.7	3.5	451	2.4	0.3	23	4%	8%	5%
BNP	93.8	7.5	773	1.5	0.2	15	2%	3%	2%
ING	50.4	4.9	603	1.0	0.2	18	2%	4%	3%
HSBC	137.5	9.3	862	1.4	0.1	9	1%	1%	1%
European banks	1,213.7	87.0	10,724	10.8	1.2	111	0.9%	1.4%	1.0%

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

นอกจากนั้น ราคาหุ้นกลุ่มธนาคารในยุโรป ซึ่งที่ได้รับผลกระทบและไม่ได้รับผลกระทบ ได้ปรับตัวลดลงมาแล้วราว 10% นับจากต้นเดือน ส.ค. ซึ่งน่าจะสะท้อนว่าตลาดได้ซึ่มซึบผลกระทบจากความเสี่งของตุรกีไปมากแล้ว

แผนภาพที่ 5: หุ้นกลุ่มธนาคารในยุโรปปรับตัวลดลงมาแล้วราว 10% นับจากต้นเดือน ส.ค. ซึ่งน่าจะสะท้อนว่าตลาดได้ซึ่มซึบความเสี่งของตุรกีไปมากแล้ว



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

ตลาดหุ้น

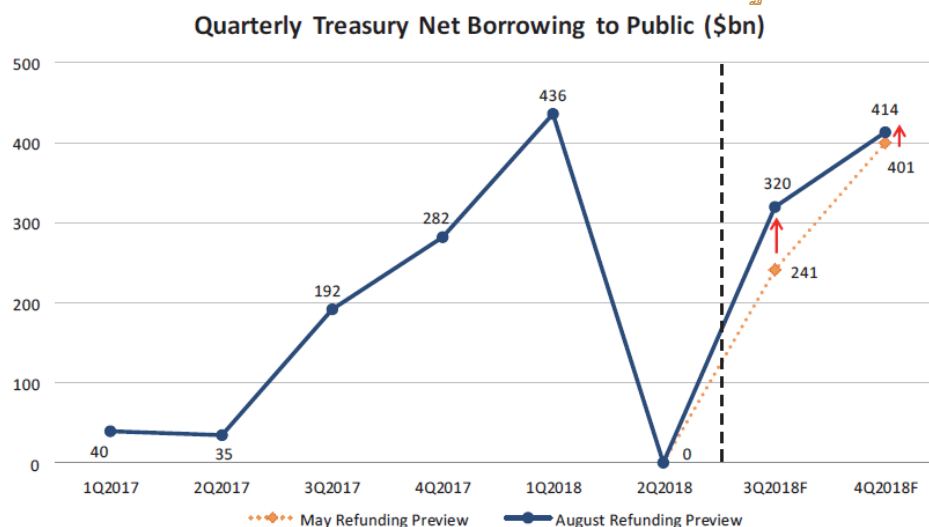
Bond Yield ทั่วโลกเสี่ยงเพิ่มขึ้นแรงตั้งแต่ช่วงปลายไตรมาส 3/2018 และทำให้ Yield Curve กลับมาชันมากขึ้น ซึ่งจะกดดันต่อระดับ Valuation ของตลาดหุ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงควรระมัดระวังในการลงทุนมากขึ้น โดยเน้นลงทุนในหุ้นที่ได้รับประโยชน์จาก Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น และมีอัตราการเติบโตของกำไรในระดับสูง ซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันต่อระดับ Valuation โดยเราแนะนำหุ้นในกลุ่ม Financials และ IT ในช่วง 2H2018 และแนะนำให้เริ่มปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 ก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive ซึ่งเราชอบหุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ที่สามารถทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

Bond Yield ทั่วโลก เสี่ยงปรับเพิ่มขึ้นแรงและเร็วกว่าคาด ในช่วงครึ่งปีหลัง

เรายังคงย้ำถึงความเสี่ยงที่ Bond Yield ทั่วโลก มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นแรงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ และทำให้ความชันของ Yield Curve กลับมาเพิ่มขึ้น แบบ Bear-Steepening (ดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น “มากกว่า” ระยะสั้น) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อระดับ Valuation ของตลาดหุ้นทั่วโลก โดยในช่วงเดือนที่ผ่านมา มี 2 ปัจจัยสำคัญที่เพิ่มขึ้นมา ซึ่งส่งผลให้ความเสี่ยงดังกล่าวรุนแรงขึ้น และอาจเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เราเคยคาดเอาไว้ ดังต่อไปนี้

- 1) กระทรวงการคลังของสหรัฐฯ (U.S. Treasury Department) ประกาศปรับเพิ่มปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในไตรมาส 3 และ 4 ของปีนี้ ขึ้นราว 7.9 และ 1.3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 3.20 และ 4.14 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ ซึ่งรวมแล้วเป็นปริมาณการกู้ยืมในช่วงครึ่งหลังของปีที่สูงที่สุดในรอบกว่า 10 ปี นับตั้งแต่วิกฤตทางการเงินปี 2008 เพื่อชดเชยรายได้ที่ลดลงจากนโยบายลดภาษีของประธานาธิบดี Trump และรายจ่ายที่เพิ่มขึ้นหลังจากการยกระดับเพดานหนี้ในช่วงต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 6: กระทรวงการคลังของสหรัฐฯ ประกาศปรับเพิ่มปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในไตรมาส 3 และ 4 ของปีนี้ขึ้นราว 7.9 และ 1.3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ



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

2) ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ตัดสินใจขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็น -0.2% ถึง +0.2% จากเดิมซึ่งอยู่ระหว่าง -0.1% ถึง +0.1% ซึ่งส่งผลให้ Bond Yield ของพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ทะลุ 0.1% เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่มีการใช้มาตรการ Yield Curve Control ในปี 2016 และทำให้ Bond Yield ทั่วโลกปรับเพิ่มขึ้นตาม

แผนภาพที่ 7: Bond Yield ทั่วโลกปรับเพิ่มขึ้น หลัง BoJ ขยายกรอบการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี



Source: Bloomberg

จาก 2 ปัจจัยใหม่ที่เพิ่มขึ้นมา เราประเมินว่า Bond Yield ทั่วโลกมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นแรงตั้งแต่ “ช่วงปลายไตรมาส 3/2018” และส่งผลให้ความชันของ Yield Curve กลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปี (เดิมที่ เราคาดว่า Bond Yield ทั่วโลกมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นแรงใน “ช่วงไตรมาส 4” ของปีนี้; อ่านเพิ่มเติมได้ใน Special Issue ใน TIPS ฉบับเดือน ก.ค. 2018) ซึ่งใน TIPS ฉบับเดือน ก.ค. 2018 ใน Section ตลาดหุ้น เราได้เตือนนักลงทุนว่า “หาก Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นสูงเกินกว่าระดับ 3.3% ตลาดหุ้นเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้ง (Market Correction)”

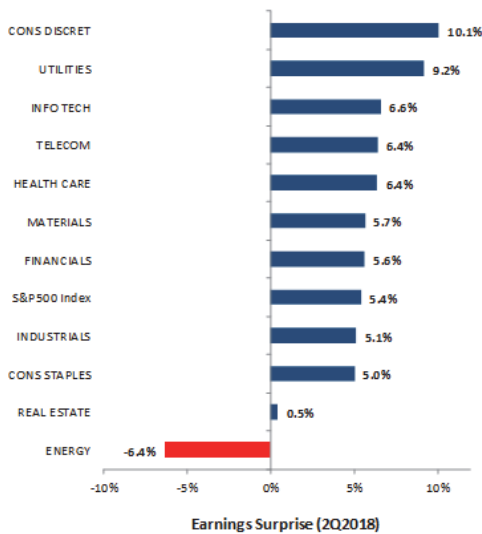
แนะนำลงทุนในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ในช่วง 2H2018... รับประโยชน์จาก Bond Yield ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นแรง

ดังนั้น นักลงทุนจึงควรเพิ่มความระมัดระวังในการลงทุนมากขึ้น โดยเลือกลงทุนในหุ้น Cyclical ที่ได้ประโยชน์จาก Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น และมีอัตราการเติบโตของกำไร (Earnings Growth) ในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้

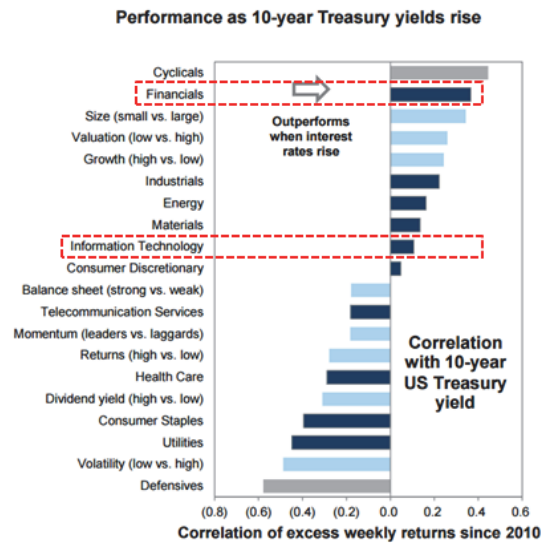
โดยเราแนะนำให้ลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ในช่วง 2H2018 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มดังกล่าวกับ Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ เป็น “บวก” หรืออีกนัยหนึ่งคือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นในกลุ่มนี้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield 10 ปีของสหรัฐฯ ในขณะที่เดียวกันผลประกอบการในไตรมาส 2/2018 ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม Financials และ IT ก็ออกมาอย่างแข็งแกร่ง และดีกว่าการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ โดยที่อัตราการเติบโตของกำไร (Earnings Growth) อยู่ที่ระดับ +22.5% (คาด +19.9%) และ +37.0% (คาด +30.4%) ตามลำดับ

แผนภาพที่ 8: หุ้นในกลุ่ม Financials และ IT น่าจะทำผลตอบแทนได้ดีในช่วงครึ่งปีหลัง เนื่องจากผลประกอบการที่แข็งแกร่ง และได้ประโยชน์จาก Bond Yield ที่เพิ่มขึ้น

So far, all sectors have reported positive EPS surprise, except energy sector

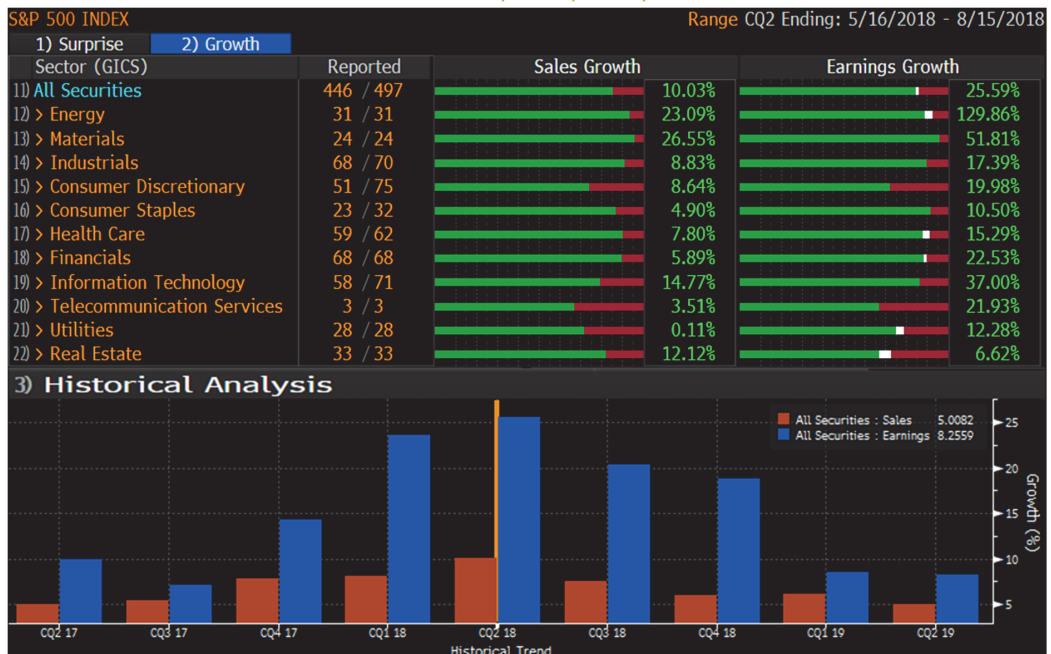


Financials and IT have positive correlation with interest rates



Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 9: อัตราการเติบโตของกำไร (Earnings Growth) ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ในไตรมาส 2/2018 ออกมาแข็งแกร่งและดีกว่าคาด หนุนโดยหุ้นในกลุ่ม Energy, Materials, IT และ Financials



Source: Bloomberg

ปรับพอร์ตแบบ Sector Rotation เข้าหุ้น Defensive... ก่อน Yield Curve กลับมาแบนลงอีกครั้งในปี 2019

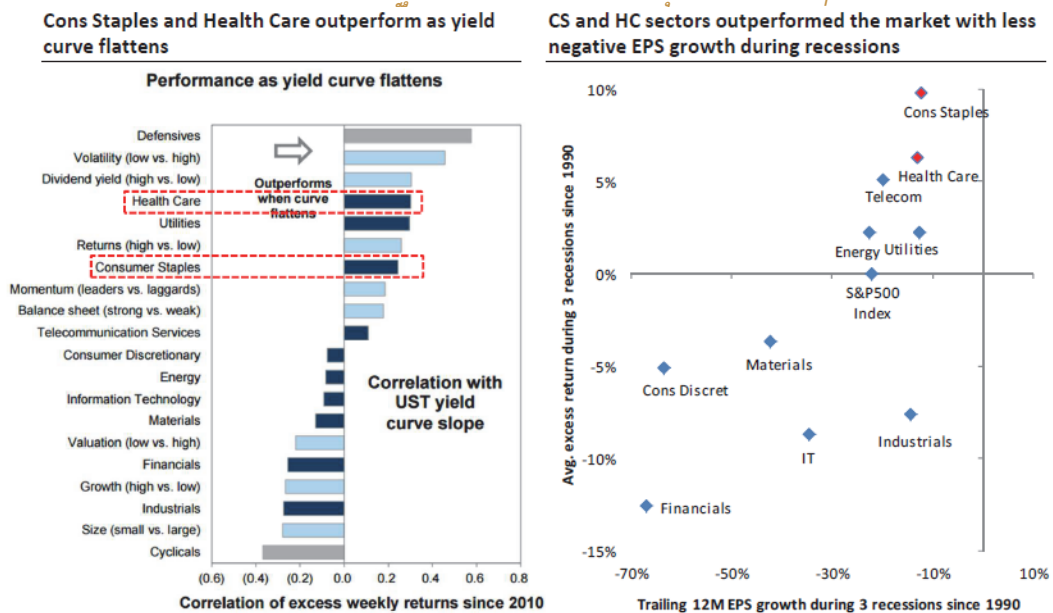
อย่างไรก็ตามหากมองไปข้างหน้า ในปี 2019 เราคาดว่า Yield Curve จะกลับมาแบนลง แบบ Bear-Flattening (ดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวเพิ่มขึ้น “น้อยกว่า” ระยะสั้น) เนื่องจากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอลง หลังผลจากการกระตุ้นทางเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลัง (Fiscal Stimulus) ของรัฐบาลทั่วโลกในช่วงที่ผ่านมาเริ่มลดลง และธนาคารกลางในหลายประเทศเริ่มที่จะดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น (Restrictive Monetary Policy) ขณะเดียวกันผลกระทบจากความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯกับจีน น่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกชัดเจนมากขึ้นในปี 2019

ดังนั้น เราแนะนำให้นักลงทุนปรับพอร์ตการลงทุน แบบ Sector Rotation โดยทยอยขายทำกำไรในหุ้น Cyclical ในช่วงปลายปี 2018 หรือก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive ซึ่งมักทำผลตอบแทนได้ดีเมื่อ Yield Curve แบนลง พร้อมทั้งให้ผลตอบแทนที่ไม่ค่อยผันผวนมากนักตามสถานะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป เนื่องจากสินค้าและบริการของบริษัทในอุตสาหกรรม Defensive ได้แก่ อาหาร, เครื่องดื่ม, ยารักษาโรค, ไฟฟ้า, น้ำประปา, บริการทางการแพทย์ ฯลฯ เป็นสิ่งจำเป็นแก่การครองชีพ ไม่ว่าจะอยู่ในช่วงไหนของวัฏจักรเศรษฐกิจ

Defensive Top Picks: หุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care

เราเลือกหุ้นในกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care เป็นตัวเลือกหลัก (Top Picks) ของเรา สำหรับ Theme การลงทุนแบบ Defensive ในปี 2019 เนื่องจากทั้ง 2 อุตสาหกรรมสามารถทนทานต่อสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ ซึ่งสังเกตได้จากอัตราการเติบโตของกำไรที่ชะลอลดน้อยกว่ตลาด (S&P500 Index) และอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างชัดเจน พร้อมทั้งยังให้ผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return) ที่ระดับเฉลี่ย 10% และ 6% ตามลำดับ ในช่วงเศรษฐกิจถดถอยทั้ง 3 ครั้ง นับตั้งแต่ปี 1990

แผนภาพที่ 10: หุ้นในกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care น่าจะทำผลตอบแทนได้ดีเมื่อ Yield Curve แบนลง และสามารถทนทานต่อสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ



Source: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

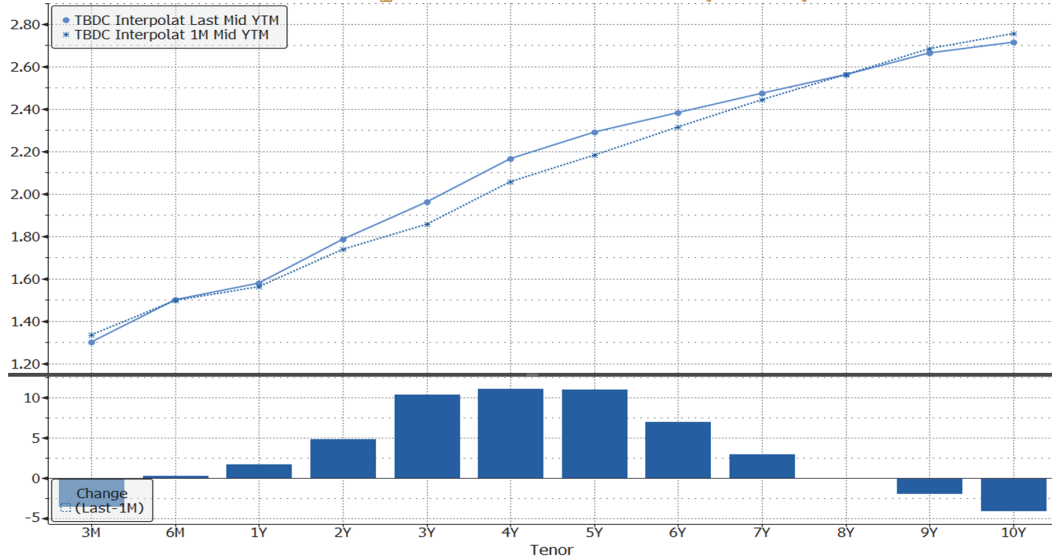
ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตลาดตราสารหนี้ระยะยาว โดยเราประเมินว่า Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ ในขณะที่เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทย จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.5% ตลอดปี 2018

Bond Yield ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา แต่พันธบัตรระยะยาวอายุ 9-10 ปี ปรับตัวลดลงเล็กน้อย

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยพันธบัตรอายุ 1 ถึง 7 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 2-11bps โดยมีเพียงพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือนที่ปรับตัวลดลง 3.5bps และพันธบัตรระยะยาวอายุ 9 ถึง 10 ปี ที่ปรับตัวลดลง 2-4bps ขณะที่พันธบัตรอายุ 6 เดือน และ 8 ปี ไม่เปลี่ยนแปลงมากนักจากเดือนก่อน

แผนภาพที่ 16: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุ ในช่วง 1 เดือน ที่ผ่านมา



Copyright© 2018 Bloomberg Finance L.P.

15-Aug-2018 07:37:41

Source: Bloomberg

เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยเรายังคงคาดว่า Bond Yield ไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ เนื่องจาก 1) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่ต่ำมาก โดยปัจจุบันอยู่ที่ -0.18% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในรอบ 3 ปีที่ 0.23% และ 5 ปีที่ 0.53% ค่อนข้างมาก ทำให้เรามองว่าพันธบัตรรัฐบาลไทยยังมีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และ 2) Bond Yield ของไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั่วโลก โดยเรามองว่า Bond Yield สหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับตัวขึ้นแรงในช่วงปลายไตรมาส 3 เนื่องจากรัฐบาลสหรัฐฯ มีแผนที่จะออกพันธบัตรเพิ่มเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ แรงซื้อจากธนาคารกลางหลักในโลกจะเริ่มลดลงไป โดยธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ยังคงลดขนาดงบดุลลง ขณะที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) คาดว่าจะชะลอการเข้าซื้อสินทรัพย์ในไตรมาส 4 และยุติมาตรการ QE สิ้นปีนี้ นอกจากนี้ การประกาศขยายกรอบการเคลื่อนไหวของ Bond Yield ญี่ปุ่นอายุ 10 ปี ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จากเดิมซึ่งอยู่ระหว่าง -0.1% ถึง 0.1% เป็น -0.2% ถึง 0.2% อาจเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่จะผลักดันให้ Bond Yield ทั่วโลกปรับตัวสูงขึ้น

แผนภาพที่ 17: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ยังอยู่ในระดับที่ต่ำมาก (-0.18%) ทำให้มีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

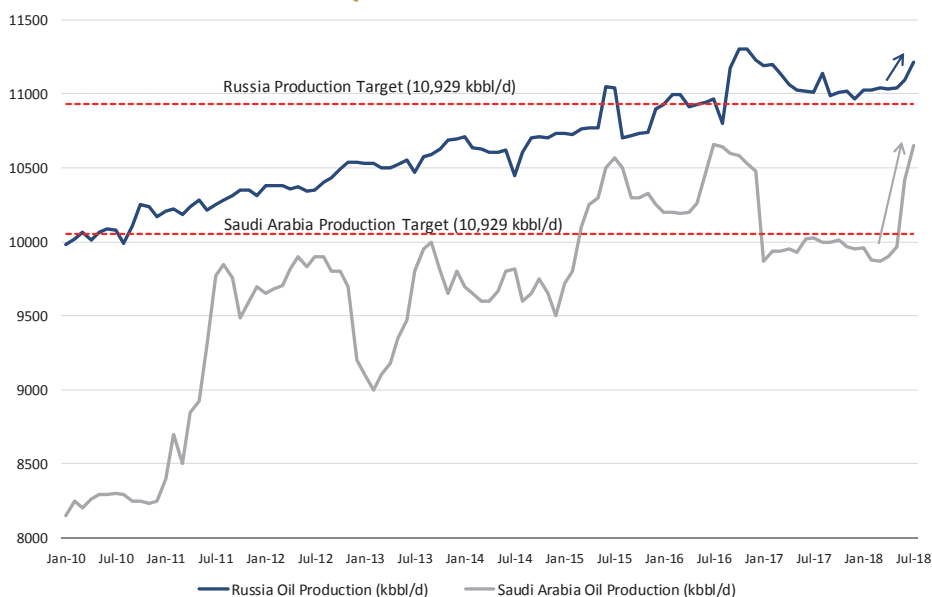
เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI จะกลับขึ้นมาเทรดในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ และคงเป้าที่ระดับ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018 จากมุมมองที่ว่าตลาดน้ำมันดิบโลกยังคงเสี่ยงที่จะตึงตัวมากขึ้น จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลาและอิหร่าน แม้ว่า OPEC จะเร่งผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยปริมาณดังกล่าว ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา

น้ำมัน

OPEC ยิ่งเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ... ยิ่งเสี่ยง

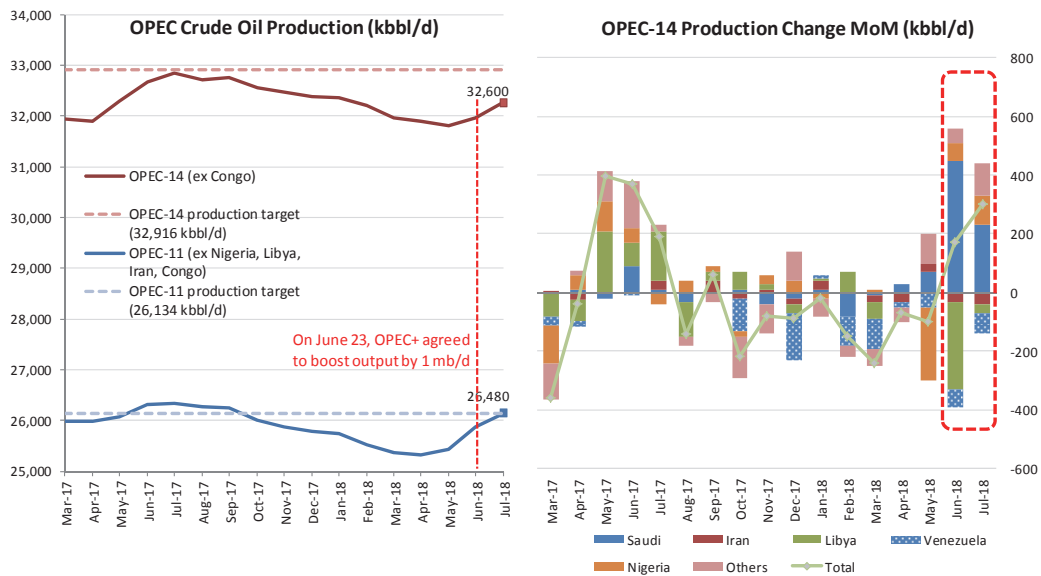
ตั้งแต่เดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ผู้ผลิตทั้งในกลุ่ม และนอกกลุ่ม OPEC นำโดย ซาอุดีอาระเบีย และรัสเซีย เร่งเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ เพื่อชดเชย Supply Disruption ในเวเนซุเอลาและอิหร่าน ซึ่งกดดันให้ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับตัวลงต่ำกว่า 67 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล (ณ วันที่ 14 ส.ค. 2018) จากระดับสูงสุดที่ 74 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในเดือน ก.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 11: รัสเซีย และซาอุดีอาระเบีย เร่งผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น ตั้งแต่เดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา



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

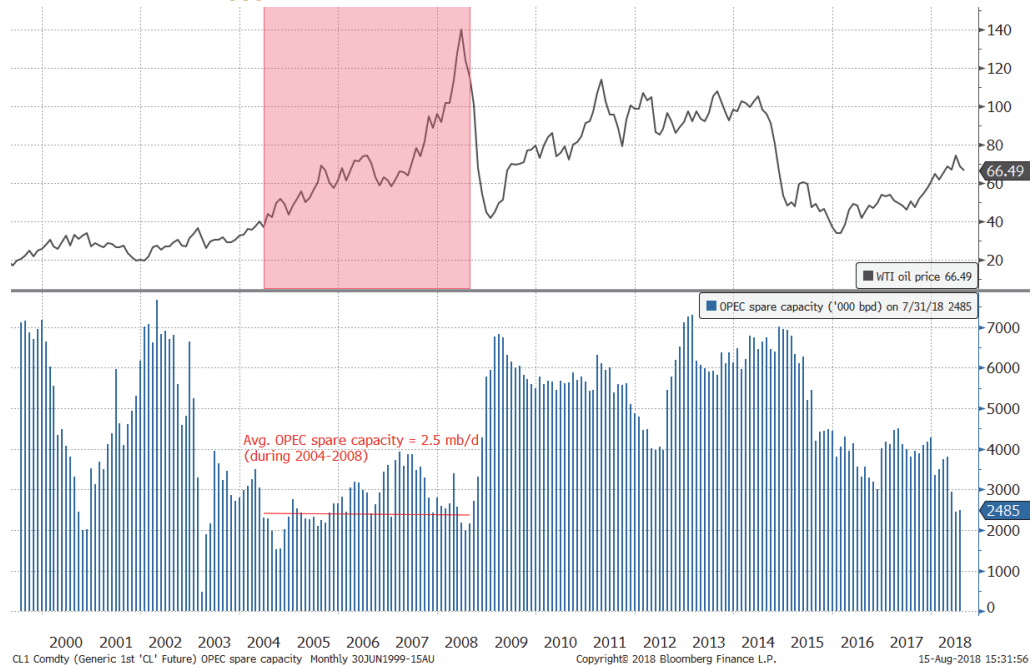
แผนภาพที่ 12: OPEC เพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบขึ้นต่อเนื่อง 2 เดือนติด นำโดยซาอุดี และไนจีเรีย



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

ในทางกลับกัน เรามองว่า ยิ่ง OPEC เพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบมากขึ้นเท่าไร ยิ่งทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรอง (Oil Spare Capacity) ของ OPEC ลดลงมากขึ้นเท่านั้น ซึ่งล่าสุดลดลงต่ำกว่าระดับ 2.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2008 ดังนั้นตลาดน้ำมันดิบโลกจึงมีความเสี่ยงที่จะตึงตัวมากขึ้นในระยะข้างหน้า หากเกิด Supply Disruption ขึ้นอีกในแหล่งผลิตอื่นๆ ซึ่งเรามองว่าเป็นโอกาสที่ราคาน้ำมันดิบจะกลับมาเพิ่มขึ้นแรงอีกครั้ง

แผนภาพที่ 13: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของ OPEC ลดลงสู่ระดับต่ำสุด ตั้งแต่ปี 2008 หลังเร่งผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา



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

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC เป็นตัวบ่งชี้ถึงความตึงตัวของตลาดน้ำมันดิบโลกได้เป็นอย่างดี และเป็นปัจจัยชี้้นำ (Leading Indicator) ต่อราคาน้ำมันดิบ โดยในช่วงปี 2004-2008 เมื่อ Oil Spare Capacity ของ OPEC ลดลงต่ำกว่าระดับ 2.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ราคาน้ำมันดิบได้สะท้อนสถานะตึงตัวดังกล่าว โดยทะยานขึ้นต่อเนื่อง และแตะระดับสูงสุดในประวัติศาสตร์ที่ 140 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2008

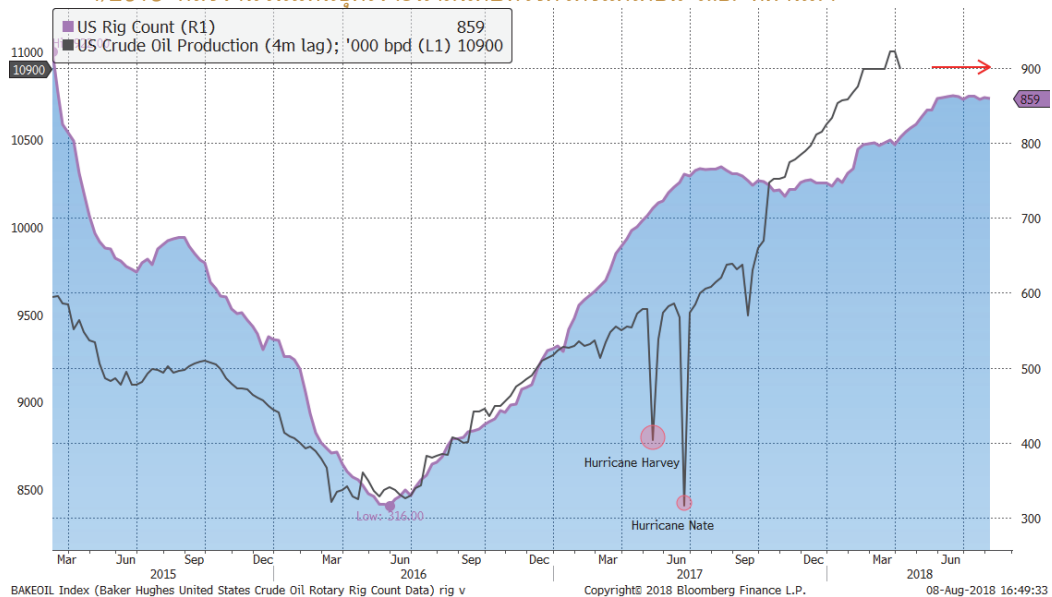
ขณะที่สหรัฐฯน่าจะเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบได้อย่างจำกัด หลังจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบทรงตัว

เราประเมินว่า ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ น่าจะเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัดตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4/2018 ตามการทรงตัวของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯตั้งแต่เดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา (ข้อมูลในอดีตชี้ว่า จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบเป็นปัจจัยชี้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอยู่ราว 4 เดือน) หลังราคาน้ำมันดิบภายในพื้นที่ (WTI Midland Oil Price) ปรับตัวลดลงต่ำกว่าราคากลาง (WTI Cushing Oil Price) ค่อนข้างมาก ซึ่งส่งผลให้ผู้ผลิต Shale Oil ในแหล่ง Permian ชะลอการลงทุนในการเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันดิบ

โดยราคาน้ำมัน WTI Midland นั้นถูกกดดันจากข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบผ่านท่อ (Pipeline Bottleneck) จากแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian ซึ่งทำให้ผู้ผลิตไม่สามารถส่งออกน้ำมันดิบที่ผลิตเพิ่มขึ้นออกไปยังคลังเก็บน้ำมัน Cushing ในรัฐ Oklahoma และทำเรือส่งออกในอ่าวเม็กซิโกได้ ดังนั้นสต็อกน้ำมันดิบในแหล่ง Permian จึงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และมีแนวโน้มที่จะล้นตลาด

ทั้งนี้ ปัญหาด้านการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian น่าจะเริ่มคลี่คลายลงในช่วงไตรมาส 3 ปี 2019 จากการคาดการณ์ที่ว่า การก่อสร้างท่อขนส่งน้ำมันดิบ Phase ใหม่จะแล้วเสร็จในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งหมายความว่าสหรัฐฯ จะไม่สามารถเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบ เพื่อช่วยลดความตึงตัวของตลาดน้ำมันดิบโลกได้เหมือนในช่วงที่ผ่านมา จนกว่าจะถึงเวลานั้น

แผนภาพที่ 14: สหรัฐฯน่าจะเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบได้อย่างจำกัดตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4/2018 หลังจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบทรงตัวตั้งแต่เดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 15: ส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบ WTI Cushing กับราคาน้ำมันดิบ WTI Midland ในแหล่ง Permian กว้างขึ้น เนื่องจากข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) จากแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian



Source: Bloomberg

คงเป็าราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018

เราคาดว่า ราคาน้ำมันดิบ WTI จะกลับขึ้นมาเทรดในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ และคงเป็ที่ระดับ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018 จากมุมมองที่ว่าตลาดน้ำมันโลกยังคงเสี่ยงที่จะตึงตัวมากขึ้น จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลาซึ่งเผชิญกับปัญหาเศรษฐกิจที่ย่ำแย่ภายในประเทศ และผลกระทบต่อ การส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านจากมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 4 พ.ย. ที่จะถึงนี้ ประกอบกับสหรัฐฯ ที่ไม่น่าจะเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเพื่อช่วยลดความตึงตัวของตลาดน้ำมันโลกได้เหมือนในช่วงที่ผ่านมา และยังคงมองว่าการที่ OPEC เร่งผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น ยิ่งเพิ่มความเสี่ยงต่อตลาดน้ำมันโลกในระยะข้างหน้า

Global Economic Insights

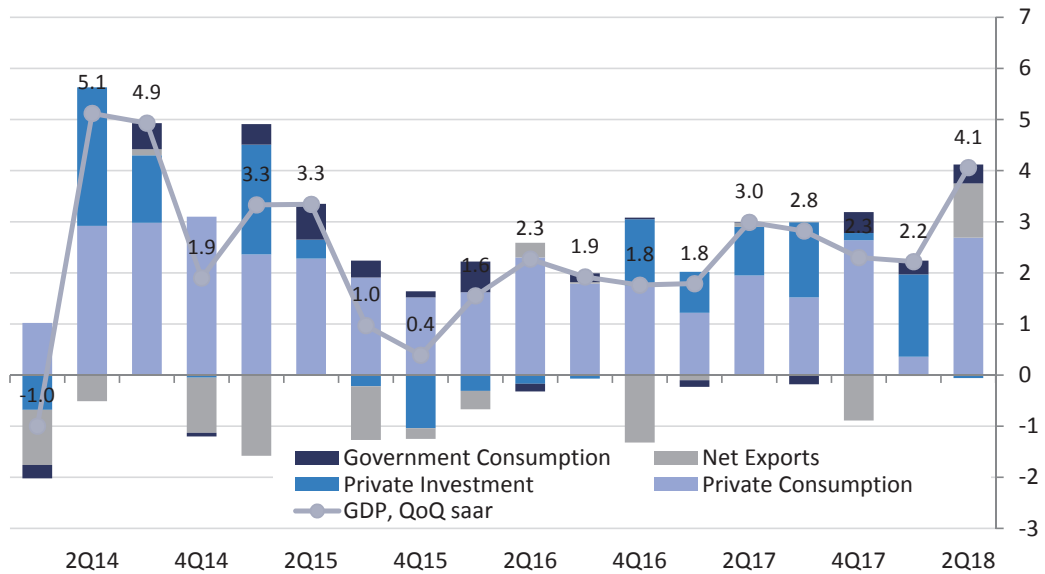
Key Recommendations

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่ง โดยเฉพาะการลงทุนและการบริโภค ส่วนส่งออกและการผลิตชะลอลงเล็กน้อย ด้านความตึงเครียดทางการค้ากับจีนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แต่เราประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีจำกัด โดยหากสหรัฐฯ เก็บภาษีสินค้านำเข้าอีก 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 25% จะกระทบเศรษฐกิจสหรัฐฯ ราว 0.37% ของ GDP
- เศรษฐกิจยุโรป มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น ในช่วงครึ่งหลังของปี โดยความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจออกมาดีกว่าคาด ขณะที่ภาคการผลิตเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวหลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ฟ่อนคลายลง ด้านความเสี่ยง รัฐบาลอิตาลีมีกำหนดเสนอร่างงบประมาณในวันที่ 27 ก.ย.นี้ ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะออกมาขาดดุลเกินกว่าที่ EU กำหนด
- เศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณชะลอตัวลงเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี โดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงในเกือบทุกหมวด มีเพียงส่งออกที่ยังขยายตัวดี โดยเศรษฐกิจที่ชะลอลงและความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้รัฐบาลจีนผ่อนคลายนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังเพื่อหนุนเศรษฐกิจให้ขยายตัวได้ตามเป้าที่ 6.5% YoY
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง โดยการบริโภคได้กลับมาเร่งตัวขึ้น ขณะที่ส่งออกชะลอลงแต่ยังคงเป็นแรงส่งหลักของเศรษฐกิจ ด้านนโยบายการเงิน เราคาด BoJ จะใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นไปจนถึงปี 2020 เป็นอย่างน้อย เนื่องจากเศรษฐกิจมีความเสี่ยงจากการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. 2019 และเงินเฟ้อยังขยายตัวต่ำกว่าเป้าที่ 2%
- เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องและสมดุลมากขึ้น โดยภาคต่างประเทศทั้งการส่งออกและการท่องเที่ยวขยายตัวดี แม้จะมีความเสี่ยงจากสงครามการค้าและสถานการณ์เรือล่มที่ภูเก็ต ขณะที่อุปสงค์ในประเทศทยอยฟื้นตัว ด้านเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอลงจากราคาพลังงานใน 2H17 ที่สูง ส่งผลให้กนง. มีแนวโน้มคงดอกเบี้ยตลอดปี 2018

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในภาพรวมยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่ง โดยในไตรมาส 2/18 GDP ขยายตัว +4.1% QoQ, saar เติบโตขึ้นจาก +2.2% ในไตรมาสก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวสูงสุดในรอบเกือบ 4 ปี จากการบริโภคที่เร่งตัวขึ้นหลังจากที่ชะลอตัวลงแรงจากปัจจัยชั่วคราวจากสภาพอากาศและยอดขายรถยนต์ในไตรมาสก่อน และภาคส่งออกที่ขยายตัวดีจากการเร่งส่งออกก่อนหน้าการประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าของจีนที่มีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ค. สำหรับการลงทุนภาคเอกชนยังคงขยายตัวได้ดี อย่างไรก็ตาม การลงทุนทางด้านที่อยู่อาศัยหดตัวต่อเนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ด้านความตึงเครียดทางการค้ากับจีน สหรัฐฯ ได้ยืนยันการขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าเงินมูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 23 ส.ค. ขณะที่สินค้าเงินมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อยู่ในกระบวนการรับฟังความเห็นจากสาธารณะและอาจบังคับใช้ในเดือน ก.ย. โดย ประธานาธิบดี Trump ได้เสนอให้พิจารณาปรับภาษีกับสินค้านำเข้าดังกล่าวขึ้นเป็น 25% จากเดิมที่ 10% ซึ่งส่งผลให้ความตึงเครียดกับจีนเพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

แผนภาพ 18: Contribution to Growth ของ GDP สหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่ง ทั้งการลงทุน การบริโภค แต่การส่งออกและการผลิตชะลอลงเล็กน้อย

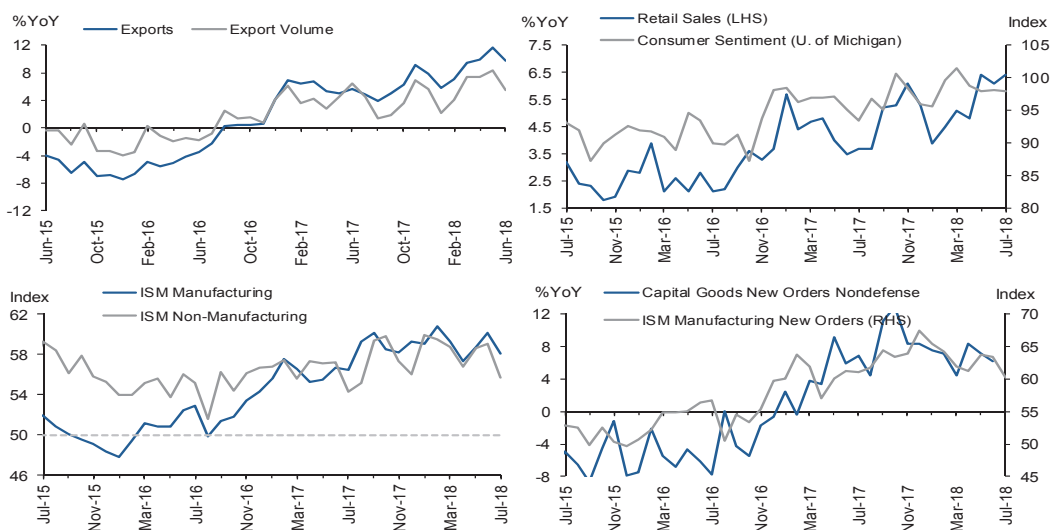
การบริโภคเร่งตัวขึ้น: การบริโภคนำเข้ายังส่งสัญญาณขยายตัวแข็งแกร่ง ตามยอดค้าปลีก (Retail Sales) ในเดือน ก.ค. ที่ขยายตัวที่ +0.5% MoM มากกว่าที่ตลาดคาดที่ +0.1% MoM แต่เป็นการเพิ่มขึ้นหลังจากปรับลดรายงานเดือนก่อนลงเป็น +0.2% MoM จากเดิมที่ +0.5% MoM อย่างไรก็ตาม สงครามการค้าส่งผลให้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Sentiment-U. of Michigan) เดือน ก.ค. ลดลง 1.1 จุด มาอยู่ที่ 97.1 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 98.2 จุด

การลงทุนขยายตัวต่อเนื่อง: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุน เดือน มิ.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +8.3% YoY จากเดือนก่อนที่ +7.1% YoY อย่างไรก็ตาม การลงทุนในที่อยู่อาศัยได้หดตัวต่อเนื่อง สอดคล้องกับยอดขายบ้านที่ชะลอมมาตั้งแต่ต้นปี และดัชนี Housing Affordability Index ที่อยู่ระดับใกล้เคียงกับช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ จากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ปรับตัวสูงขึ้น

ภาคการผลิตชะลอตัวเล็กน้อย: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. ลดลง -2.1 จุด เป็น 58.1 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือน โดยยอดคำสั่งซื้อภายในประเทศลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 14 เดือน (-3.3, 60.2 จุด), ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 9 เดือน (-1.0, 55.3 จุด) และราคาขาย (-3.6, 73.2 จุด) ปรับตัวลดลง ขณะที่การจ้างงานเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (+0.5, 56.5 จุด)

การส่งออกชะลอตัวลงเล็กน้อยจากการเร่งส่งออกในเดือน พ.ค.: มูลค่าส่งออกเดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงเล็กน้อยที่ +9.8% YoY จาก +11.7% YoY ในเดือนก่อน ส่วนมูลค่านำเข้าเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +8.6% YoY จาก +8.4% YoY ในเดือนก่อน

แผนภาพ 19: การบริโภค การลงทุน และการส่งออกขยายตัวต่อเนื่อง ส่วนการผลิตชะลอ

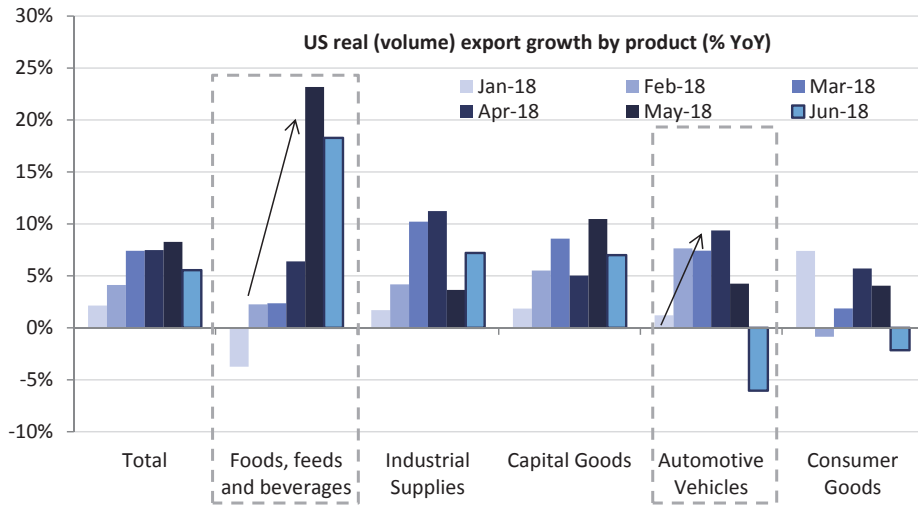


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงที่เหลือของปียังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง แต่อัตราการเติบโตอาจชะลอลงจากการส่งออกและการลงทุนในที่อยู่อาศัย

สงครามการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ส่งผลให้การส่งออกของสหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 2 โดยเป็นการเร่งส่งออกเพื่อหลีกเลี่ยงการจำกัดเก็บภาษีนำเข้าของจีนในเดือน ก.ค. โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหมวดสินค้าเกษตรและรถยนต์ที่เป็นเป้าหมายของจีน การเร่งตัวขึ้นของการส่งออกในสินค้าเหล่านี้ส่งผลให้การส่งออกของสหรัฐฯ ในภาพรวมเร่งตัวขึ้น และมีผลต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (Contribution to Growth) ถึง 1.1% จากอัตราขยายตัวรวมที่ 4.1% อย่างไรก็ตาม ในระยะข้างหน้า การส่งออกมีแนวโน้มที่จะชะลอลงจากไตรมาสที่ 2 อีกทั้งยังมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของสงครามการค้า รวมทั้งเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีทิศทางแข็งค่า

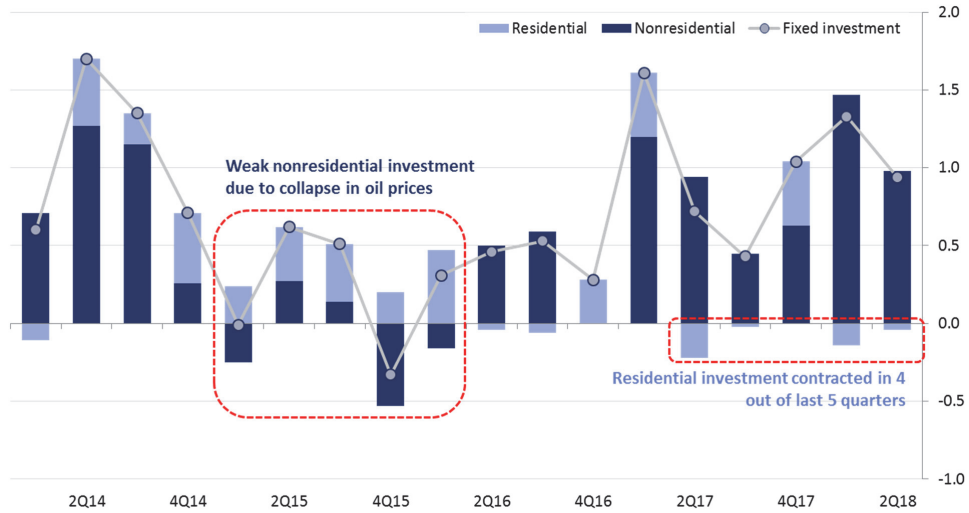
แผนภาพ 20: การส่งออกเร่งตัวขึ้นมากในหมวดสินค้าที่เป็นเป้าหมายในการเก็บภาษีนำเข้าของจีน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

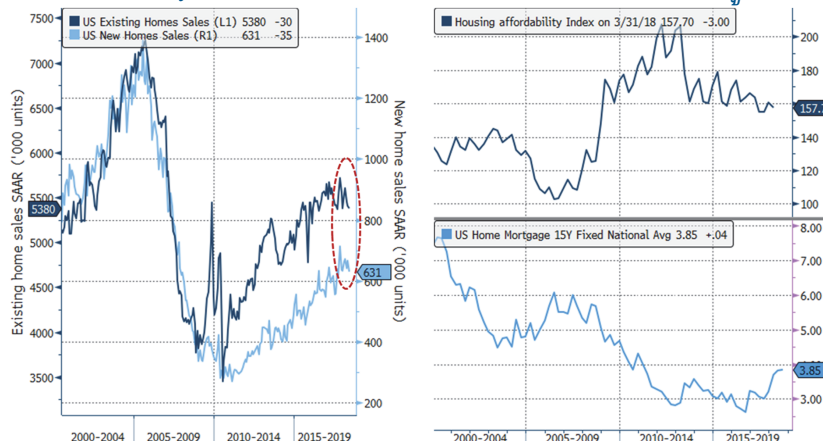
นอกจากนั้น การลงทุนในที่อยู่อาศัยได้หดตัวตั้งแต่ต้นปี หลังจากที่ช่วยประคับประคองการลงทุนถาวรในภาพรวมที่ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันตกต่ำในช่วงปี 2015 แต่หลังจากเศรษฐกิจสหรัฐฯฟื้นตัวต่อเนื่องส่งผลให้ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยตามลำดับ ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพิ่มขึ้นตามไปด้วย และเป็นปัจจัยที่สำคัญทำให้การลงทุนในที่อยู่อาศัยหดตัว สอดคล้องกับ ยอดขายบ้านที่ชะลอมมาตั้งแต่ต้นปี และดัชนี Housing Affordability Index ลดลงไปอยู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ฟองสบู่อสังหาริมทรัพย์สหรัฐฯ แตกในปี 2008

แผนภาพ 21: การลงทุนในที่อยู่อาศัยหดตัวถึง 4 ไตรมาสจาก 5 ไตรมาสหลังจาก



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 22: ยอดขายบ้านในสหรัฐฯ ลดลงตั้งแต่ต้นปี ดัชนี Housing Affordability Index ลดต่ำลงตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); *median income divided by qualifying income needed to buy median-priced home

มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัวได้ดีต่อในช่วงที่เหลือของปี จากปัจจัยหนุนของการลดภาษี ซึ่งจะสนับสนุนการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนต่อไป แต่อัตราการเติบโตมีแนวโน้มที่จะชะลอลงจากปัจจัยการส่งออกที่ยังมีความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าและเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีทิศทางแข็งค่า และการลงทุนที่อยู่อาศัยที่ได้รับผลกระทบจากทิศทางอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น โดยเราคาด GDP ปี 2018 จะขยายตัว +2.9% YoY (vs. +2.3% ปี 2017) โดยเศรษฐกิจที่ขยายตัวแข็งแกร่งและเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อ จะสนับสนุนให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25bps ได้อีก 2 ครั้งในปีนี้ โดยเราคาดจะเป็นในการประชุมเดือน ก.ย. และ ธ.ค.

ความตึงเครียดทางการค้ากับจีนสูงขึ้นภายหลังสหรัฐฯ ยืนยันขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าจีน แต่คาดว่าผลกระทบต่อภาพรวมเศรษฐกิจไม่มาก

ความตึงเครียดทางการค้ากับจีนเพิ่มสูงขึ้น หลังสหรัฐฯ มีกำหนดขึ้นภาษีสกับสินค้านำเข้าจีนมูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 23 ส.ค. ขณะที่สินค้านำเข้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อยู่ในกระบวนการรับฟังความเห็นจากสาธารณะและอาจบังคับใช้ในเดือน ก.ย. โดย ประธานาธิบดี Trump ได้เสนอให้พิจารณาปรับภาษีสกับสินค้านำเข้าดังกล่าวขึ้นเป็น 25% จากเดิมที่ 10% ซึ่งส่งผลให้ความตึงเครียดกับจีนเพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าหากสหรัฐฯ ทำสงครามการค้ากับจีนเพิ่มเติมโดยการเก็บภาษีสกับสินค้านำเข้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะไม่ได้รับผลกระทบมากนัก โดยการคาดการณ์แบ่งออกเป็น 2 กรณีดังนี้

- กรณีเก็บภาษีสกับสินค้านำเข้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในอัตรา 10% ซึ่งเมื่อรวมกับมาตรการภาษีอื่นๆ ที่ได้ประกาศไปแล้วก่อนหน้านี้จะกระทบกับการบริโภคประมาณ 0.31% และกระทบต่อ GDP ประมาณ 0.22%
- กรณีเก็บภาษีสกับสินค้านำเข้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในอัตรา 25% ซึ่งเมื่อรวมกับมาตรการภาษีอื่นๆ ที่ได้ประกาศไปแล้วก่อนหน้านี้จะกระทบกับการบริโภคประมาณ 0.52% และกระทบต่อ GDP ประมาณ 0.37%

แผนภาพ 23: ผลกระทบจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน

Products	Trade amount (bn)	Tariff rate	Tax amount (bn)
Washing m/c and Solar Panels	6.5	25%	1.6
Steel	29.0	25%	7.3
Aluminum	17.0	10%	1.7
\$50bn list	50.0	25%	12.5
\$200bn list (base case)	200.0	10%	20.0
\$200bn list (worst case)	200.0	25%	50.0

	Tax amount (bn)	% US Private Consumption (PCE) (13.9trn)	Impact on US GDP*
Base case	43.1	0.31%	0.22%
Worst case	73.1	0.52%	0.37%

* Assume price elasticity of 1; consumption is 70% of US GDP

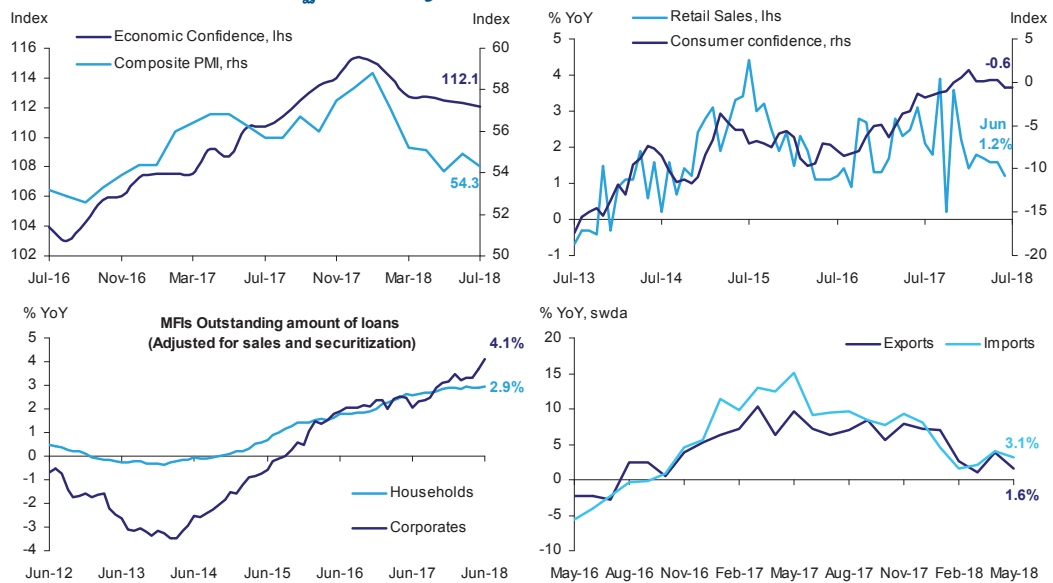
Source: Trademap, USTR, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นเป็น +0.5% QoQ ในไตรมาส 3 หลังจากที่ชะลอตัวลงในช่วงครึ่งแรกของปี โดยเรามองว่าภาคการผลิตมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ มีแนวโน้มผ่อนคลายลง นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังได้ปัจจัยหนุนจากการเติบโตของสินเชื่อ ซึ่งจะสนับสนุนการบริโภคเอกชนและการลงทุนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักของปีต่อไป

ด้านความเสี่ยง อิตาลีจะกลับมาเป็นปัจจัยกดดันตลาดอีกครั้ง โดยรัฐบาลอิตาลีมีกำหนดเสนอร่างงบประมาณต่อสภาในวันที่ 27 ก.ย.นี้ ซึ่งมีความเสี่ยงที่ร่างดังกล่าวจะออกมาขาดดุลเกินที่ EU กำหนดไว้ และสร้างความขัดแย้งขึ้นในภูมิภาค

แผนภาพที่ 24: ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจเริ่มทรงตัวในเดือน ก.ค. หลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ผ่อนคลายลง ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจส่วนใหญ่ยังคงอ่อนแอ โดยมีเพียงยอดปล่อยสินเชื่อที่ยังขยายตัวดีต่อเนื่อง



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

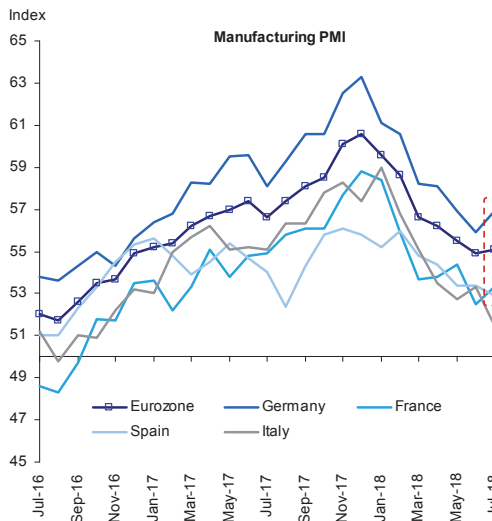
เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี

เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 3 จะฟื้นตัวขึ้นเป็น +0.5% YoY จากที่ชะลอตัวลงมากกว่าคาดในช่วงครึ่งแรกของปี โดยเรามองว่าภาคการผลิตจะเริ่มฟื้นตัวขึ้น หลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ มีแนวโน้มผ่อนคลายลง นอกจากนี้ ยอดปล่อยสินเชื่อยังขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยหนุนการบริโภคเอกชนและการลงทุนต่อไป

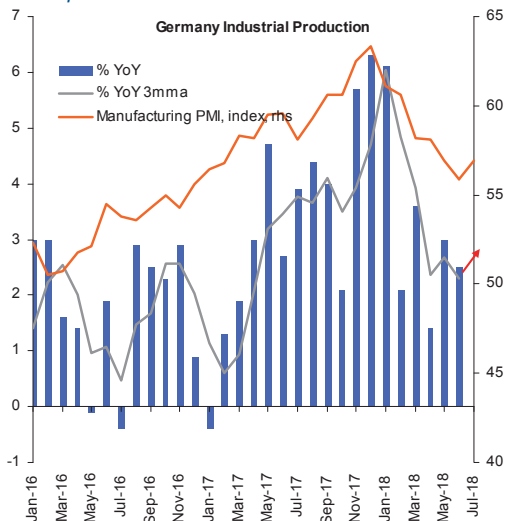
ดัชนีความเชื่อมั่นผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ก.ค. ลดลง -0.6 จุด เป็น 54.3 จุด จากภาคบริการที่ปรับตัวลดลงมากกว่าคาด (-1.0, 54.2 จุด) ขณะที่ภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด (+0.2, 55.1 จุด)

โดยดัชนี PMI ภาคการผลิตได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 7 เดือน ซึ่งสะท้อนถึงภาคการผลิตที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น หลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ได้ผ่อนคลายลง

แผนภาพที่ 25: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต เดือน ก.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 7 เดือน...



แผนภาพที่ 26: ...สะท้อนถึงผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่อาจฟื้นตัวขึ้นในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ก.ค. ปรับลดลงเล็กน้อย -0.2 จุด เป็น 112.1 จุด แต่ดีกว่าตลาดคาดที่ 112.0 จุด ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ทรงตัวที่ -0.6 จุด เท่ากับเดือนก่อน โดยยังคงอยู่ในระดับสูง

ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคเอกชนเดือน มิ.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +3.5% YoY จาก +3.3% YoY ในเดือนก่อน โดยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) เร่งตัวขึ้นเป็น +4.1% YoY จาก +3.6% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2009 ส่วนสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +2.9% YoY ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7

ยอดปล่อยสินเชื่อมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อในระยะข้างหน้า ท่ามกลางอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ (ECB ส่งสัญญาณจะยังไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจนกว่าจะไตรมาส 3/2019 เป็นอย่างน้อย) และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการบริโภคเอกชนและการลงทุนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในปีต่อไป

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ยังคงอ่อนแอ โดยขยายตัว +1.2% YoY ในเดือน มิ.ย.ชะลอตัวลงจาก +1.6% YoY ในเดือนก่อน อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองที่ดีต่อการบริโภคในประเทศ จากปัจจัยสนับสนุนผู้บริโภคที่ยังอยู่ในระดับที่ดี โดยตลาดแรงงานได้ฟื้นตัวต่อเนื่อง (อัตราการว่างงานเดือน มิ.ย. อยู่ที่ 8.3% ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2008) ซึ่งจะช่วยให้ราคาค่าจ้างเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับสูง

ส่วนภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (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 ขณะที่นำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น +3.1% YoY จาก +4.1% YoY ในเดือนก่อน

เราเฝ้าระวังว่าส่งออกจะได้รับแรงกดดันจากเงินยูโรที่แข็งค่าอย่างมากตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว (เราคาดเงินยูโรจะแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 1.2 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อยูโร ณ สิ้นปี) รวมถึงความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ

ความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ผ่อนคลายลง หลังทั้งสองฝ่ายตกลงที่จะระงับการขึ้นภาษีเพิ่มเติมในช่วงนี้

ประธานาธิบดี Donald Trump ของสหรัฐฯ และนาย Jean-Claude Juncker ประธานคณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission) ได้เข้าเจรจากันเมื่อวันที่ 25 ก.ค. โดยทั้งสองฝ่ายได้ข้อตกลงเบื้องต้นในนโยบายการค้าระหว่างกัน โดยจะระงับการพิจารณาขึ้นภาษีสินค้านำเข้าระหว่างกันเพิ่มเติมในช่วงนี้ และกลับมาทบทวนการขึ้นภาษีที่ได้บังคับใช้ไปแล้ว

โดยสหรัฐฯ ได้ขึ้นภาษีนำเข้าเหล็ก (25%) และอะลูมิเนียม (10%) กับ EU ในวันที่ 1 มิ.ย. ขณะที่ทาง EU ได้ขึ้นภาษีนำเข้า 25% กับสินค้าสหรัฐฯ ในกลุ่มสินค้าเกษตร, เหล็ก, เรือยนต์, มอเตอร์ไซด์ และกางเกงยีนส์ ในวันที่ 22 มิ.ย. เพื่อเป็นการโต้ตอบ

นอกจากนี้ ทั้งสองฝ่ายจะพยายามลดอัตราภาษีสินค้าในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่รถยนต์ (Non-auto Industrial) โดยมีเป้าหมายที่จะลดให้เป็น 0% และกล่าวจะร่วมกันปฏิรูปองค์การการค้าโลก (WTO) และเพิ่มความเข้มงวดในการคุ้มครองสิทธิของทรัพย์สินทางปัญญา (Intellectual Property)

การระงับการพิจารณาขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างสหรัฐฯ และ EU ได้ช่วยลดความเสี่ยงที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จากยุโรป 20% ตามที่ประธานาธิบดี Trump เคยประกาศไว้ ซึ่งได้สร้างความกังวลให้กับตลาดทุนยุโรป เนื่องจากการขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU ค่อนข้างมาก (Deutsche Bank ประเมินว่าจะกระทบเศรษฐกิจยุโรปราว 0.1-0.2% ของ GDP) เนื่องจากอุตสาหกรรมรถยนต์นับเป็นอุตสาหกรรมหลักที่สร้างมูลค่าเพิ่มมากเป็นอันดับสองของ EU และมีสัดส่วนแรงงานในอุตสาหกรรมที่สูง อีกทั้ง สหรัฐฯ ยังเป็นตลาดส่งออกรถยนต์หลักอันดับ 1 ของ EU อีกด้วย

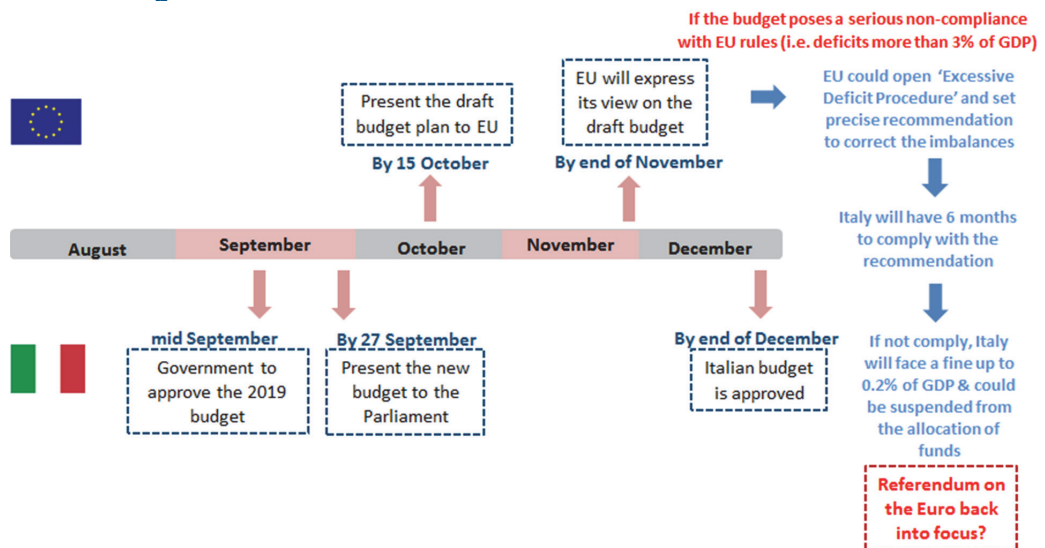
เรามองว่าโอกาสที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์กับ EU ยังมีจำกัด เนื่องจากผลกระทบต่อเศรษฐกิจ EU ที่สูง จะส่งผลให้ EU ขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าสหรัฐฯ เพื่อเป็นการโต้ตอบ และอาจบานปลายจนกลายเป็นสงครามการค้า ซึ่งจะไม่ส่งผลดีกับทั้งสองฝ่าย

รัฐบาลอิตาลีมีกำหนดเสนอร่างงบประมาณต่อสภาปลายเดือน ก.ย.นี้ ซึ่งมีความเสี่ยงที่ร่างดังกล่าวจะออกมาขาดดุลการคลังเกินที่ EU กำหนดและสร้างความขัดแย้งขึ้นในภูมิภาค

รัฐบาลอิตาลีมีกำหนดเสนอร่างงบประมาณประจำปี 2019 ต่อสภาภายในวันที่ 27 ก.ย.นี้ ก่อนที่ร่างดังกล่าวจะต้องถูกเสนอต่อคณะกรรมาธิการยุโรป (European Commission) ภายในวันที่ 15 ต.ค. เป็นลำดับถัดไป โดยทาง European Commission จะแสดงความเห็นต่อร่างงบประมาณดังกล่าวภายในสิ้นเดือน พ.ย. เพื่อให้รัฐบาลอิตาลีมีเวลาปรับเปลี่ยนและผ่านสภาอีกครั้งเพื่อบังคับใช้ภายในสิ้นปีนี้

การนำเสนอร่างงบประมาณปี 2019 นับเป็นปัจจัยสำคัญที่อาจจุดชนวนให้เกิดความขัดแย้งขึ้นระหว่างรัฐบาลอิตาลีและสหภาพยุโรป (EU) ได้ เนื่องจากรัฐบาลอิตาลี ซึ่งประกอบด้วยพรรค Five-Star Movement และพรรค Lega ที่ชูนโยบายต่อต้าน EU และต้องการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ มีแนวโน้มที่จะเสนอร่างงบประมาณที่ขาดดุลเป็นจำนวนมาก ซึ่งจะขัดกับกฎการคลังของ EU (Fiscal rules) ที่กำหนดเพดานการขาดดุลการคลังไว้ไม่เกิน 3% ของ GDP นอกจากนี้การเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐที่มากเกินไปก็จะส่งผลกระทบต่อฐานะทางการคลังของอิตาลี ที่มีหนี้สาธารณะในระดับที่สูงอยู่แล้ว (132% ของ GDP ปี 2017 โดยเป็นรองเพียงประเทศกรีซเท่านั้น)

แผนภาพที่ 27: กระบวนการเสนอร่างงบประมาณของอิตาลีจะเริ่มกลางเดือน ก.ย. โดยรัฐบาลอิตาลีต้องเสนอร่างงบประมาณต่อสภาภายในวันที่ 27 ก.ย.



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

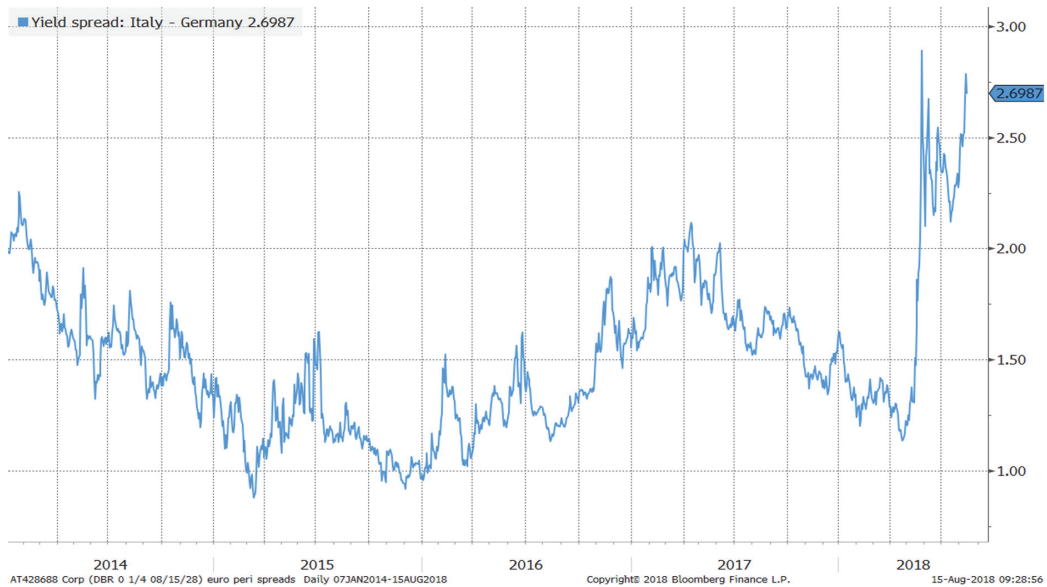
โดยส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของอิตาลีและเยอรมนี ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ได้ปรับเพิ่มขึ้นแรงและอยู่ในระดับที่สูง (ราว 270bps) ในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากการเสนอร่างงบประมาณดังกล่าวได้ใกล้เข้ามา อีกทั้งตัวแทนรัฐบาลที่ออกมากล่าวแสดงความเห็นต่อร่างดังกล่าว ค่อนข้างขัดแย้งกัน

กล่าวคือขณะที่นาย Giovanni Tria รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังของอิตาลี และนาย Giuseppe Conte นายกรัฐมนตรีอิตาลี ได้ออกมากล่าวยืนยันสร้างความมั่นใจให้กับตลาดอย่างต่อเนื่องว่าร่างงบประมาณดังกล่าวจะอยู่ภายใต้กฎของ EU และอัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP จะอยู่ในแนวโน้มลดลงนั้น นาย Luigi Di Maio หัวหน้าพรรค Five-star Movement และนาย Matteo Salvini หัวหน้าพรรค Lega ยังคงย้ำถึงความต้องการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลังอย่างเต็มที่ โดยต้องการใช้ระบบการกรันตีรายได้ขั้นต่ำ, การปฏิรูประบบภาษีเงินได้ให้เป็นระบบอัตราเดียว (Flat tax system) และต้องการแก้ไขการปฏิรูปกองทุนบำเหน็จบำนาญ (Pension reforms) ซึ่งหากทุกอย่างอยู่ในร่างงบประมาณปี 2019 ย่อมส่งผลให้ดุลการคลังของอิตาลีขาดดุลเกินที่ EU กำหนดอย่างแน่นอน

ในกรณีที่ร่างงบประมาณอิตาลีออกมาขาดดุลเกินที่กำหนดไว้มาก EU อาจเลือกใช้มาตรการ 'Excessive Deficit Procedure (EDP)' ซึ่งไม่เคยมีการบังคับใช้มาก่อน โดยตามมาตรการดังกล่าว EU จะเสนอทางแก้ไขให้รัฐบาลอิตาลี โดยรัฐบาลอิตาลีจะมีเวลาราว 6 เดือนเพื่อปรับแก้ตามที่ EU กำหนด ซึ่งหากรัฐบาลอิตาลีไม่ทำตาม ก็จะได้บทลงโทษโดยจะเสียค่าปรับราว 0.2% ของ GDP และอาจโดนระงับการเข้าถึงกองทุน EU ซึ่งหาก EU ตัดสินใจใช้มาตรการดังกล่าว ความเสี่ยงที่อิตาลีจะกลับมาพิจารณาแยกตัวออกจาก EU ก็เพิ่มขึ้น

เรามองว่าตลาดทุนอิตาลีจะเผชิญความผันผวนต่อไปในช่วงนี้ จนกว่าร่างงบประมาณจะมีความชัดเจนขึ้นเมื่อรัฐบาลได้นำเสนอต่อสภาในปลายเดือน ก.ย. ซึ่งหากร่างงบประมาณดังกล่าวออกมาขัดแย้งกับกฎการคลังของ EU ก็จะไปสู่ความขัดแย้งในภูมิภาค และเพิ่มความเสี่ยงที่อิตาลีจะกลับมาพิจารณาแยกตัวออกจาก EU ซึ่งจะกดดันให้ Bond Yield ปรับตัวขึ้นแรง

แผนภาพที่ 28: ส่วนต่างระหว่าง Bond Yield อายุ 10 ปีของอิตาลีกับเยอรมนี ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของรัฐบาลอิตาลีปรับตัวเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับสูง



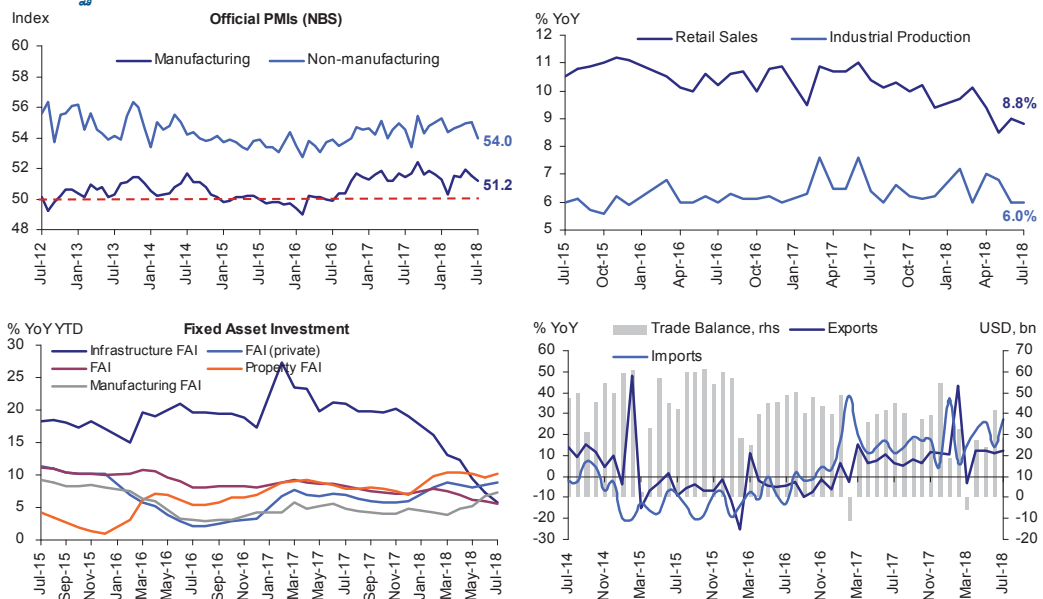
Source: Bloomberg

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวลงเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงมากกว่าคาดในเกือบทุกหมวดทั้งการผลิต การบริโภค และการลงทุน มีเพียงส่งออกเท่านั้นที่ยังขยายตัวได้ดี แม้สหรัฐฯจะได้ขึ้นภาษ้นำเข้า 25% กับสินค้าจีนมูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 6 ก.ค.ที่ผ่านมา

เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง ประกอบกับความเสี่ยงจากสงครามการค้าสหรัฐฯ ที่ดูรุนแรงขึ้นซึ่งจะกดดันภาคส่งออก ส่งผลให้รัฐบาลจีนตัดสินใจกลับมาผ่อนคลายนโยบายทั้งทางการเงินและการคลังเพื่อหนุนเศรษฐกิจให้ขยายตัวได้ตามเป้าที่ 6.5% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยเรคาด PBoC จะลด RRR ลงอีกหนึ่งครั้งในปี และคาดว่า การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะกลับมาเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพที่ 29: ดัชนี PMI ของทางการเงินปรับตัวลดลงเนื่องจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงมากกว่าคาด โดยมีเพียงภาคต่างประเทศที่ยังขยายตัวได้ดี

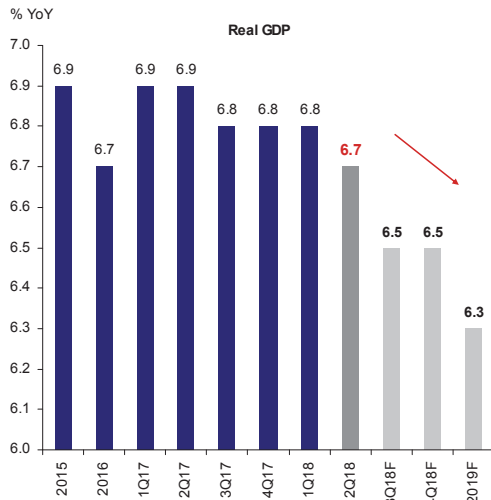


Source: Bloomberg, CEIC, NBS, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

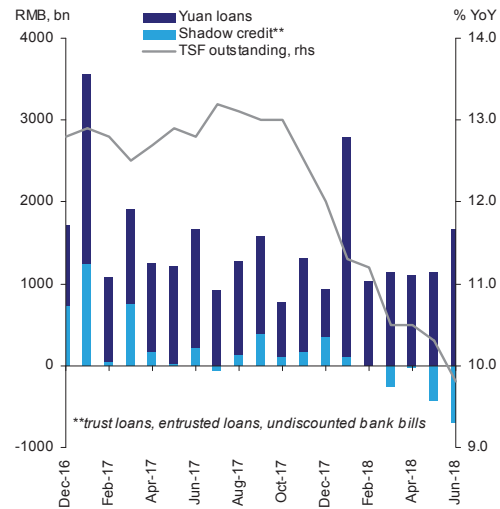
กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงมากกว่าคาด

เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 3 จะชะลอตัวลงเป็น +6.5% YoY จากที่ขยายตัว +6.7% YoY ในไตรมาสก่อน โดยตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ออกมาชะลอตัวลงมากกว่าคาดในทุกหมวด โดยเฉพาะการลงทุนที่ได้รับแรงกดดันจากการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อควบคุมการขยายตัวของสินเชื่อภาคธนาคารตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว ขณะที่ดัชนีชี้นำทางเศรษฐกิจยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่อง โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 30: เราคาด GDP จะชะลอลงเป็น +6.5% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปี



แผนภาพที่ 31: การใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดเพื่อควบคุมการขยายตัวของสินเชื่อภาคธนาคารได้ส่งผลกระทบต่อสินเชื่อโดยรวม



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

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. ลดลง -0.3 จุด เป็น 51.2 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 5 เดือน และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 51.3 จุด โดยรายละเอียดระบุ ดัชนีผลผลิต (-0.6, 53.0 จุด) และดัชนียอดคำสั่งซื้อภายในประเทศ (-0.9, 52.3 จุด) ปรับตัวลดลง ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องอยู่ที่ 49.8 จุด เท่ากับเดือนก่อน

ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 54.0 จุด ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2017 และต่ำตลาดคาดที่ 54.9 จุด

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ก.ค. ขยายตัว +6.0% YoY เท่ากับเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่จะเร่งตัวขึ้นเป็น +6.3% YoY โดยผลผลิตในกลุ่มอุตสาหกรรมหลักอย่างรถยนต์ (+6.3% YoY vs. +14.0% เดือนก่อน) ได้ชะลอลงมาก

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) เดือน ก.ค. ชะลอลงต่อเนื่องเป็น +5.5% YoY YTD ระดับต่ำสุดในรอบหลายปีและต่ำกว่าตลาดคาดที่จะทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ +6.0% จากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ที่ชะลอลงต่อเนื่องเป็นสำคัญ (+5.7% YoY YTD vs. +7.3% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) และการลงทุนในภาคการผลิต (Manufacturing FAI) เร่งตัวขึ้น

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ชะลอลงเป็น +8.8% YoY จาก +9.0% YoY ในเดือนก่อน สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเป็น +9.1% YoY โดยยอดขายในกลุ่มเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน (Household Appliances) ชะลอลงมากเป็น +0.6% YoY (vs. +14.3% เดือนก่อน) แม้ว่ารัฐบาลจีนจะได้ปรับลดภาษีนำเข้าในสินค้ากลุ่มดังกล่าวลง (8.0% จากเดิมที่ 20.5%) ขณะที่ยอดขายรถยนต์ (Automobiles) พ้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น -2.0% YoY (vs. -7.0% เดือนก่อน)

ยอดขายปลีกที่ชะลอลงสวนทางกับที่คาด ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากความกังวลของผู้บริโภคต่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ และความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ จึงชะลอการซื้อสินค้าขนาดใหญ่ออกไปก่อน โดยความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน มิ.ย. ของจีนได้ปรับตัวลดลงแรง -4.7 จุด เป็น 118.2 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน

ภาคต่างประเทศยังขยายตัวได้ดีในเดือน ก.ค. โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นเป็น +12.2% YoY จาก +11.2% YoY ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ +10.0% YoY โดยส่งออกไปยังสหรัฐฯ ชะลอลงเล็กน้อยเป็น +11.2% YoY จาก +12.5% YoY ในเดือนก่อน หลังสหรัฐฯ ได้เริ่มขึ้นภาษีนำเข้า 25% กับสินค้าจีนมูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ ในวันที่ 6 ก.ค. ขณะที่ส่งออกไปยังตลาดหลักอื่นๆ ยังคงขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง โดยเฉพาะส่งออกไปเอเชีย เช่น ญี่ปุ่น (+12.3% YoY vs. +6.8% เดือนก่อน), ฮองกง (+16.5% YoY vs. +8.1% เดือนก่อน) และไต้หวัน (+14.7% YoY vs. +12.7% เดือนก่อน)

ส่วนยอดนำเข้า (Imports) เร่งตัวขึ้นแรงเป็น +27.3% YoY จาก +14.1% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดที่ +16.5% YoY จากการที่ผู้บริโภครีบกลับมาซื้อสินค้าหลังมาตรการลดภาษีนำเข้ากับสินค้าบริโภคของรัฐบาลจีนได้มีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ก.ค. ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.ค. เกินดุล +2.8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจาก +4.16 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

อย่างไรก็ดี เรามองว่าส่งออกจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้าจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้น โดยดัชนี PMI New Exports Orders ของ Caixin เดือน ก.ค. ได้ปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี และอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ซึ่งสะท้อนถึงความกังวลของภาคธุรกิจ โดยเราคาดผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะเริ่มส่งผลชัดเจนขึ้นกับส่งออกจีนในช่วงปลายไตรมาส 3

ขณะที่การนำเข้า เรามองว่ามีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องในระยะข้างหน้าตามการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจของจีนให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้น ขณะที่ลดการส่งออกและการลงทุนลง

รัฐบาลกลับมาผ่อนคลายนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

รัฐบาลจีนได้กลับมาผ่อนคลายนโยบายทั้งทางด้านการเงินและการคลังอีกครั้ง เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอลงจากรงกตตันจากมาตรการควบคุมสินเชื่อนอกภาคธนาคาร (Shadow Banking) และความเสี่ยงจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ดูรุนแรงขึ้น

โดยในช่วงปลายเดือน ก.ค. รัฐบาลจีนได้ประกาศเตรียมใช้มาตรการลดภาษีและเร่งการใช้จ่ายภาครัฐมากขึ้น เช่น ให้อุตสาหกรรมสามารถใช้ค่าใช้จ่ายด้านการวิจัย (R&D) เพื่อลดหย่อนภาษีนิติบุคคลได้มากถึง 75% และเร่งการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นเพื่อระดมเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน

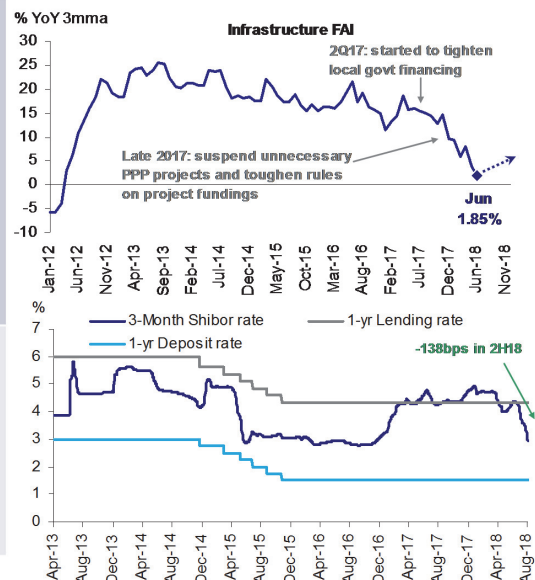
ขณะที่ด้านนโยบายการเงิน PBoC ได้อัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบผ่านตลาดเงิน (Open Market Operation: OMO) และผ่านโครงการเงินกู้ระยะกลาง (Medium-term Lending Facility: MLF) เป็นจำนวนมาก และได้กระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้ภาคเอกชนมากขึ้น โดยเพิ่มโควตาในการปล่อยสินเชื่อ และได้ลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงแล้ว 2 ครั้งในปี

โดยเรามองว่าการผ่อนคลายนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังจะหนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวได้ตามเป้าหมายของรัฐบาลจีนที่ 6.5% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ชดเชยผลกระทบจากการควบคุมสินเชื่อนอกภาคธนาคารและภาคส่งออกที่จะได้รับผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ โดยเราคาดว่า PBoC จะลด RRR ลงอีกหนึ่งครั้งในปี และคาดว่า การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) จะกลับมาเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพที่ 32: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการเงินและการคลัง

	Measures announced
Monetary	<p>Easing liquidity conditions:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2 RRR cuts so far this year; one more cut likely • Large liquidity injections through Medium-term Lending Facility (MLF) <p>Encouraged banks to step up loans to private firms and SMEs:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Relax capital restrictions for some lenders • Allow flexibility on banks' loan quotas • Provide special funding via MLF to banks that buy more lower-grade bonds and extend loans to private firms
Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> • All firms are allowed to deduct 75% of their R&D expenses from tax, which could save firms up to RMB 65bn per year • Speed up the disbursement of tax rebate for some industries • Accelerate the issuance and disbursement of local government bonds, to help ongoing infrastructure projects

แผนภาพที่ 33: เราคาดการณ์การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะกลับมาเร่งตัวขึ้น ขณะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินจะปรับลดลงอยู่ในระดับต่ำ



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

ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วง 1-2 เดือนนี้

เรามองว่าความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะในช่วง 1-2 เดือนนี้เนื่องจากทั้งสองฝ่ายได้เตรียมแผนที่จะขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างกัน โดยสหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้า 25% กับสินค้าจีนมูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 23 ส.ค.นี้ หลังสินค้าในกลุ่มดังกล่าวเสร็จสิ้นกระบวนการรับฟังความเห็นจากสาธารณะ ขณะที่รัฐบาลจีนก็ได้ออกมาประกาศจะขึ้นภาษีนำเข้า 25% กับสินค้าสหรัฐฯ มูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อเป็นการโต้ตอบ ในวันที่ 23 ส.ค. เช่นเดียวกัน

โดยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าระหว่างกันในรอบนี้ นับเป็นรอบที่สองตามแผนการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้ามูลค่ารวม 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และจีนได้ประกาศไปในช่วงกลางเดือน มิ.ย. โดยในรอบแรกสหรัฐฯ และจีนได้ขึ้นภาษีนำเข้า 25% ระหว่างกันกับสินค้ามูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งได้มีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 6 ก.ค. ที่ผ่านมา

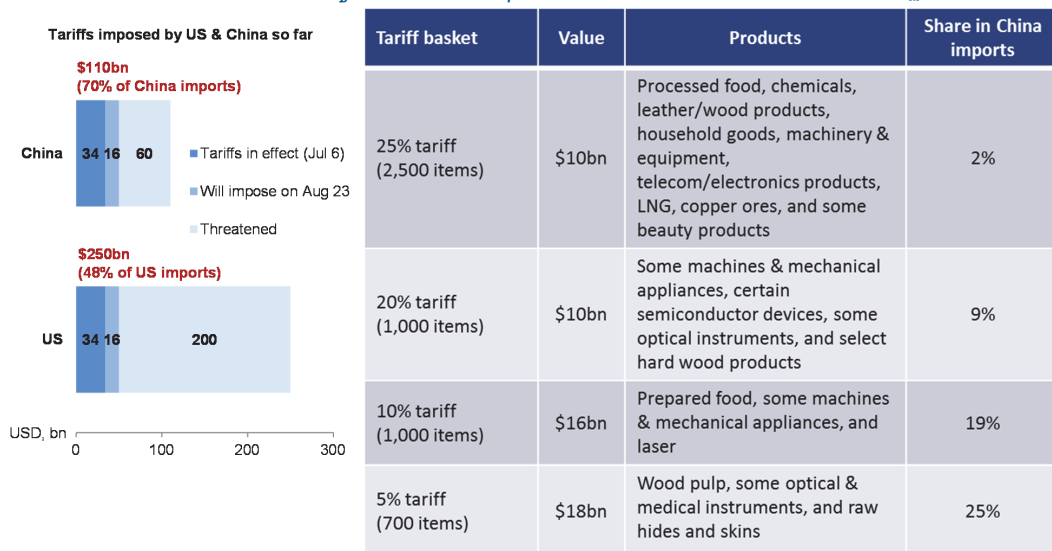
นอกจากนี้ สหรัฐฯ ยังมีแผนจะขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมอีกมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 10% (อัตราภาษีกำลังถูกพิจารณาปรับเพิ่มขึ้นเป็น 25%) ซึ่งขณะนี้อยู่ในกระบวนการรับฟังความเห็นจากสาธารณะที่จะเสร็จสิ้นในวันที่ 5 ก.ย. และอาจมีผลบังคับใช้ได้หลังจากนั้น

ขณะที่ด้านจีน เมื่อวันที่ 3 ส.ค.ที่ผ่านมา รัฐบาลจีนได้ประกาศมาตรการโต้ตอบการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ กับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยประกาศเตรียมขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าสหรัฐฯ จำนวน 5,207 รายการ มูลค่ารวม 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 5-25% กับสินค้า เช่น เนื้อสัตว์, ข้าวสาลี, ไวน์, เครื่องบินขนาดเล็กและกลาง, ก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG), น้ำมันถั่วเหลือง, ไม้แปรรูป และชิ้นส่วนรถยนต์ โดยทางกระทรวงพาณิชย์จีนกล่าวว่าจะวันที่จะมีผลบังคับใช้นั้น ขึ้นอยู่กับท่าทีของสหรัฐฯ

เรามองว่าท่าทีของรัฐบาลจีนนั้น ค่อนข้างประนีประนอมและแสดงถึงความต้องการที่จะทำการเจรจากับสหรัฐฯ เพื่อไม่ให้เกิดการโต้ตอบระหว่างกันบานปลายจนกลายเป็นสงครามการค้า เนื่องจากมูลค่าสินค้าที่จีนจะทำการขึ้นภาษีเพิ่มเติม นั้น ต่ำกว่ามูลค่าสินค้าที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีค่อนข้างมาก (6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ vs. 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) อีกทั้ง รัฐบาลจีนยังไม่ได้เอ่ยถึงการใช้มาตรการโต้ตอบอื่นๆ เช่น การจำกัดการลงทุนของบริษัทข้ามชาติสหรัฐฯ ในจีนซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ค่อนข้างมาก

ด้านผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีน เรามองว่ามีจำกัด โดย Deutsche Bank ประเมินว่าการเก็บภาษีนำเข้า 25% กับสินค้ามูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อรวมกับการเก็บภาษีนำเข้า 10% กับสินค้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนราว 0.3pp ของ GDP โดยคาดการณ์ผลกระทบจะเริ่มเห็นชัดเจนขึ้นกับภาคส่งออกในปลายไตรมาส 3

แผนภาพที่ 34: การโต้ตอบของจีนค่อนข้างประนีประนอม เนื่องจากมูลค่าสินค้าที่จีนจะทำการขึ้นภาษีเพิ่มเติมต่ำกว่ามูลค่าสินค้าที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีค่อนข้างมาก นอกจากนี้ รัฐบาลจีนพยายามไม่ให้ผู้บริโภคได้รับผลกระทบมาก โดยเลือกที่จะขึ้นภาษีในอัตราที่สูง (25%) กับกลุ่มสินค้าที่จีนมีส่วนการนำเข้าจากสหรัฐฯ น้อย



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

ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มเกินดุลลดลงต่อเนื่องตามการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจ และเป็นอีกปัจจัยสำคัญที่จะกดดันเงินหยวนให้อ่อนค่าลง

ดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ของจีนในครึ่งแรกของปี 2018 ขาดดุล -0.2% ของ GDP ซึ่งนับเป็นการขาดดุลรายครึ่งปีเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 1998 จากอุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่งส่งผลให้การนำเข้าสินค้าขยายตัวดีกว่าการส่งออก อีกทั้งการใช้จ่ายด้านการท่องเที่ยวและการศึกษาต่อต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น ได้ส่งผลให้ดุลการค้าด้านบริการของจีนขาดดุลเพิ่มขึ้น

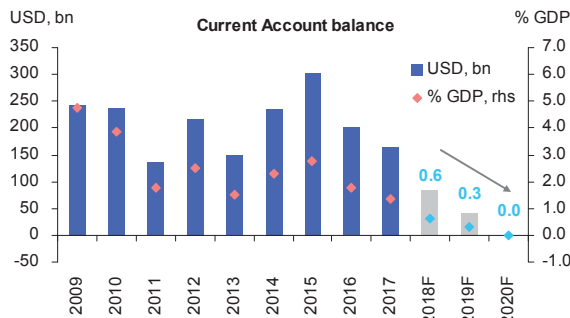
โดยดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลลดลงเป็นผลจากการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจของรัฐบาลจีน ที่ต้องการให้เศรษฐกิจพึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้น ขณะที่ลดการส่งออกและการลงทุนลง เพื่อลดความผันผวนของเศรษฐกิจโลก หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจโลกปี 2008 ได้ส่งผลให้เศรษฐกิจโลกผันผวนและกระทบส่งออกมาก

ราคาคาดว่าดุลบัญชีเดินสะพัดของจีนจะเกินดุลลดลงต่อเนื่อง จาก 1.3% ของ GDP ในปี 2017 ลดลงเป็น 0.6%, 0.3% และ 0.0% ในปี 2018-2020 ตามลำดับ เนื่องจาก 1) การปฏิรูปเศรษฐกิจให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้น ซึ่งจะยังคงได้รับปัจจัยสนับสนุนจากความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นจากราคาส่งเสริมทรัพย์สินที่เพิ่มขึ้นมาก และ 2) ส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยจีนเริ่มสูญเสียความสามารถในการแข่งขันในการผลิตสินค้าที่ใช้แรงงานในการผลิตเป็นหลัก (Labor-intensive) เนื่องจากมีอัตราค่าแรงที่สูงขึ้น

นอกจากนี้ ความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ก็เป็นอีกปัจจัยที่จะกดดันดุลบัญชีเดินสะพัด โดยในกรณีที่ความตึงเครียดทางการค้าเพิ่มสูงขึ้น รัฐบาลจีนก็มีแนวโน้มที่จะกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ เพื่อชดเชยผลกระทบต่อภาคส่งออก ขณะที่ในกรณีที่ความตึงเครียดทางการค้าลดลง รัฐบาลจีนก็มีแนวโน้มที่จะตกลงเพิ่มการนำเข้าสินค้าและเปิดประเทศมากขึ้น

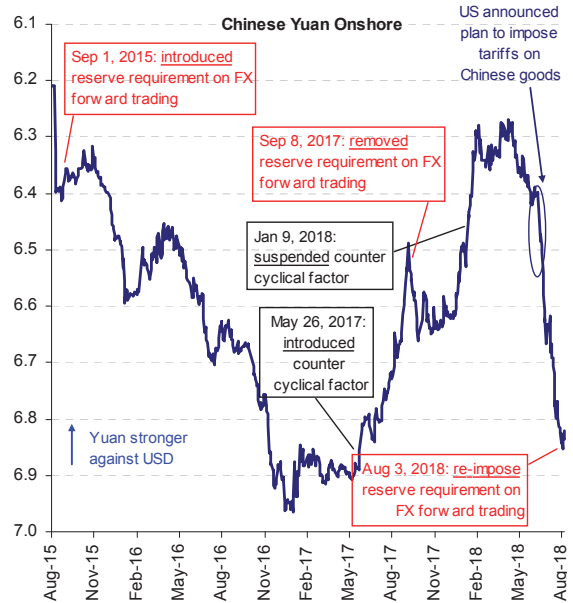
ทั้งนี้ ดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีแนวโน้มเกินดุลลดลงจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกดดันเงินหยวนให้อ่อนค่า โดยเราปรับลดคาดการณ์เงินหยวนเป็นอ่อนค่าลงสู่ระดับ 6.95 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปลายปีนี้ (จากเดิมที่คาด 6.8 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ) และคาดว่าจะอ่อนค่าลงเป็น 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปลายปี 2019 (จากเดิมที่คาด 7.2 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ)

แผนภาพที่ 35: ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มเกินดุลลดลงจากการปฏิรูปเศรษฐกิจให้พึ่งพาการบริโภคมากขึ้น



- 1H18 current account showed first half-year deficits since 1998
- Current account balance is expected to decline further:
 - Import growth will likely continue to outpace exports as rising income and government measures spur domestic consumption
 - Services trade deficit will continue to increase amid the boom in outbound tourism
 - Ongoing trade tension which may negatively impact exports; the impact is expected to show up in late- Q3

แผนภาพที่ 36: PBoC กลับมาใช้มาตรการวางหลักประกันสำหรับการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้าเพื่อชะลอการอ่อนค่าของเงินหยวน



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

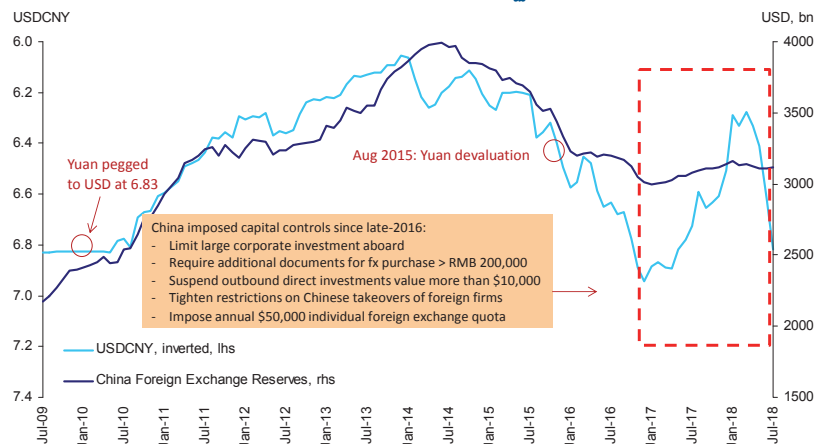
เรามองความเสี่ยงเรื่องกระแสเงินไหลออกยังคงมีจำกัด จากการใช้มาตรการควบคุมเงินไหลออกอย่างต่อเนื่องของรัฐบาล

เงินหยวนที่อ่อนค่าลงแรง -5.8% นับตั้งแต่กลางเดือน มิ.ย. ที่ประธานาธิบดี Donald Trump ได้ประกาศจะขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ประกอบกับโมเมนตัมทางเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลง ส่งผลให้ตลาดกังวลว่าจะเกิดกระแสเงินไหลออกเป็นจำนวนมาก เช่นเดียวกับในปี 2015 ที่ PBoC ได้ปรับลดเงินหยวนให้อ่อนค่าลง 2%

อย่างไรก็ดี ทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) ล่าสุดเดือน ก.ค. ออกมาเพิ่มขึ้น +5.82 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 3.118 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และสวนทางกับตลาดคาดที่จะลดลงเป็น 3.107 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แม้เงินหยวนจะอ่อนค่าลงแรง -2.2% ในเดือน ก.ค. สะท้อนความเสี่ยงในการเกิดกระแสเงินไหลออกที่ยังคงมีจำกัด

โดยนับตั้งแต่ต้นปี 2017 เงินหยวนและทุนสำรองระหว่างประเทศไม่ได้เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันมากนัก (บริเวณกรอบสีแดงในรูปด้านล่าง) กล่าวคือทุนสำรองระหว่างประเทศค่อนข้างทรงตัว ขณะที่เงินหยวนมีความผันผวนสูง โดยปัจจัยหลักเป็นผลมาจากการใช้มาตรการควบคุมเงินไหลออกของรัฐบาลจีนอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปลายปี 2016 เช่น การเพิ่มความเข้มงวดในขั้นตอนการขอแลกเงินสกุลต่างประเทศของประชาชนทั่วไป, การกำหนดโควตาการแลกเงินสกุลต่างประเทศที่ 5 หมื่นดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อคนต่อปี, การบังคับให้สถาบันทางการเงินต่างๆ รายงานบัญชีธุรกรรมระหว่างประเทศที่มีมูลค่าตั้งแต่ 2 แสนหยวนขึ้นไป และการเพิ่มความเข้มงวดในการเข้าซื้อธุรกิจต่างประเทศของบริษัทจีน

แผนภาพที่ 37: การใช้มาตรการควบคุมเงินไหลออกนับตั้งแต่ปลายปี 2016 ช่วยลดความเสี่ยงจากเงินทุนไหลออก ซึ่งสะท้อนได้จากทุนสำรองระหว่างประเทศเดือน ก.ค. ที่ทรงตัว แม้เงินหยวนจะอ่อนค่าลงแรง (-2.2% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ)



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

นอกจากนี้ ในวันที่ 3 ส.ค. ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ตัดสินใจกลับมาใช้มาตรการวางหลักประกันสำหรับการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Reserve Requirement on FX Forward Sales) เพื่อรักษาไม่ให้เงินหยวนอ่อนค่าลงเร็วและแรงเกินไป โดย PBoC ได้กำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ต้องวางหลักประกันเป็นจำนวน 20% ของวงเงินในการซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า ซึ่งเสมือนเป็นการเพิ่มต้นทุนในการทำธุรกรรมเก็งกำไรในเงินตราต่างประเทศ และจะทำให้การทำธุรกรรม Short ค่าเงินหยวนลดลง

โดยมาตรการดังกล่าวได้มีการบังคับใช้ครั้งแรกในเดือน ต.ค. 2015 โดยมีเป้าหมายเพื่อปรามการเก็งกำไรในอัตราแลกเปลี่ยน และช่วยชะลอการอ่อนค่าของเงินหยวน หลังจากที่จีนประกาศลดค่าเงินหยวนลง 2% ในเดือน ส.ค. 2015 ซึ่งต่อมาในเดือน ก.ย. 2017 PBoC ก็ได้ตัดสินใจยกเลิกการใช้มาตรการดังกล่าว เนื่องจากความเสี่ยงเรื่องกระแสเงินทุนไหลออกได้มีลดลงไป

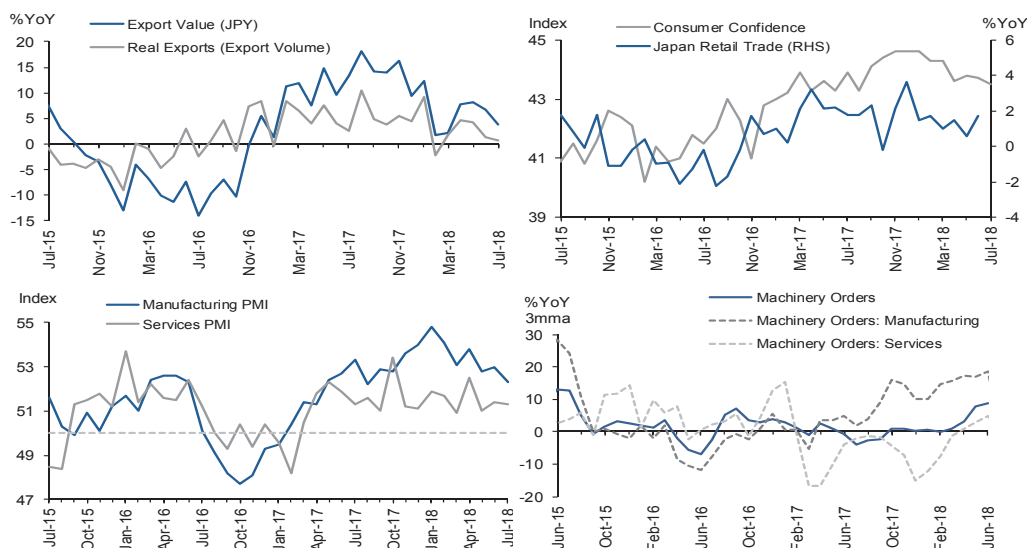
การกลับมาใช้มาตรการดังกล่าว สะท้อนได้ถึงความกังวลของรัฐบาลต่อการอ่อนค่าลงแรงของเงินหยวนในช่วงที่ผ่านมา ทั้งจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้น และเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลง

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นนำโดยการบริโภคที่เริ่มมีเสถียรภาพ ในขณะที่การส่งออกชะลอลงแต่ยังเป็นแรงส่งหลักของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯที่มากขึ้น อาจเพิ่มความเสี่ยงให้ญี่ปุ่นตกเป็นเป้าหมายในสงครามการค้า ขณะที่การลงทุนอาจเริ่มชะลอลงในช่วงปลายไตรมาส 3 ตามการลงทุนก่อสร้างเพื่อเตรียมรับกีฬาโอลิมปิกปี 2020

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในไตรมาส 2/18 ขยายตัวที่ +1.9%QoQ, saar มากกว่าที่ตลาดคาดที่ +1.4%QoQ, saar และปรับตัวขึ้นจากไตรมาสก่อนที่ -0.9%QoQ, saar

แผนภาพที่ 38: ภาคการผลิตชะลอลงตามการส่งออก ขณะที่การบริโภคฟื้นตัวขึ้น



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

เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นตามการบริโภคที่เริ่มมีเสถียรภาพ ในขณะที่ภาคการผลิตลดลงตามการส่งออก และการลงทุนชะลอตามทิศทางเศรษฐกิจ

การบริโภคเร่งตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. ขยายตัว +1.8% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +0.6% YoY ในเดือนก่อน โดยยอดขายได้เร่งตัวขึ้นในเกือบทุกกลุ่มสินค้า โดยเฉพาะน้ำมันและเครื่องปรับอากาศ ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน ก.ค. ลดลงเล็กน้อย -0.2 จุด เป็น 43.5 จุด

การส่งออกชะลอตัว: ยอดส่งออกในรูปเงินเยนเดือนมิ.ย.ชะลอตัวลงเป็น +6.7% YoY จากเดือนก่อนที่ +8.1% YoY โดยยอดส่งออกไปสหรัฐฯ หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 17 เดือน ที่ -0.9% YoY (vs. +5.8% เดือนก่อน) จากการลดลงของการส่งออกรถยนต์ และเซมิคอนดักเตอร์ (Semiconductors) ขณะที่ปริมาณการส่งออก (Export Volume) ชะลอตัวลงที่ +1.4% YoY จากเดือนก่อนที่ +4.2% YoY

การลงทุนหดตัว: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน มิ.ย. หดตัวต่อเนื่องที่ -8.8% MoM และหดตัวเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ -3.9% MoM โดยสำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกาว่า ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง จะชะลอลงในไตรมาสที่ 3 สอดคล้องกับแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่มีทิศทางชะลอ

ภาคการผลิตและภาคบริการลดลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. ลดลง -1.5 จุด เป็น 51.6 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2016 (ในรอบ 20 เดือน) จากผลผลิต ยอดคำสั่งซื้อใหม่ทั้งภายในและภาคนอกประเทศ และการจ้างงานที่ปรับตัวลดลง โดยยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (New Export Orders) ได้อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 สะท้อนผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้า

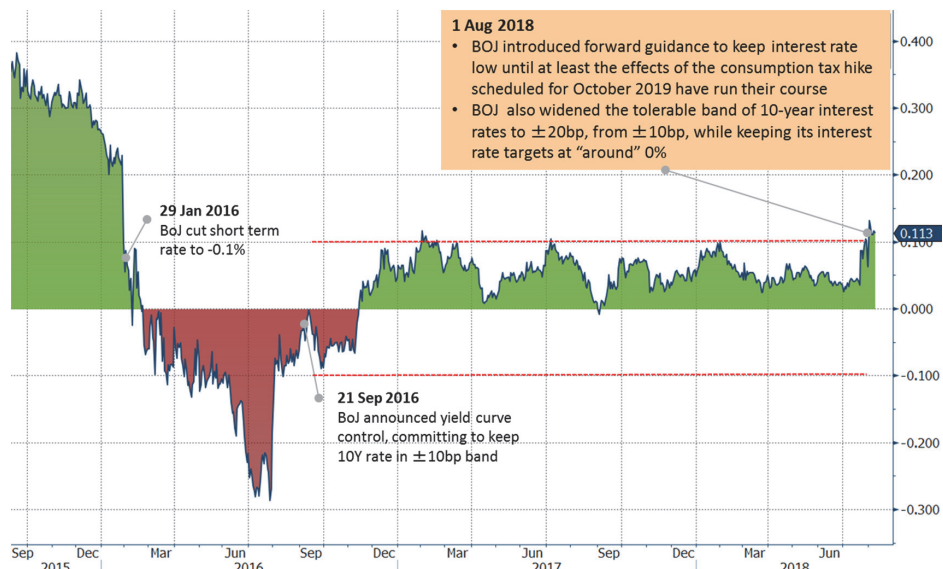
BoJ ปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินเพียงเล็กน้อยและส่งสัญญาณผ่อนคลายต่อเนื่อง

Bond Yield 10 ปี ของญี่ปุ่นปรับตัวขึ้นแรงไปแตะระดับ 0.100% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดที่ BoJ จะยอมรับได้ตามมาตรการ Yield Curve Control ตั้งแต่วันที่ 23 ก.ค. หลังมีข่าวลือว่า BoJ จะพิจารณาปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินให้เข้มงวดขึ้น อย่างไรก็ตาม BoJ แถลงว่าจะดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อไป และมีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินเพียงเล็กน้อย ดังนี้

- คงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% แต่ลดจำนวนเงินสำรองส่วนเกินของธนาคารพาณิชย์ที่จะถูกนำไปคิดอัตราดอกเบี้ยติดลบ (Policy Rate Balance จากเดิม 10 ล้านล้านเยน เป็น 5 ล้านล้านเยน)
- คงเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (Yield Curve Control) ไว้ที่ “ประมาณ 0%” แต่อัตราผลตอบแทนอาจปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้มากขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจ เป็น -0.2% ถึง 0.2% จากเดิมซึ่งอยู่ระหว่าง -0.1% ถึง 0.1%
- คงอัตราการเข้าซื้อ Exchange-Traded Fund (ETF) ไว้ที่ 6 ล้านล้านเยนต่อปี แต่อาจเพิ่มหรือลดปริมาณการเข้าซื้อในบางช่วงตามภาวะตลาด และปรับเปลี่ยนสัดส่วนการเข้าซื้อ โดยเพิ่มการซื้อ ETF ที่อิงดัชนี TOPIX ขึ้นเป็น 4.2 ล้านล้านเยนต่อปี (จากเดิมที่ 2.7 ล้านล้านเยนต่อปี) ขณะที่อีก 1.5 ล้านล้านเยนต่อปีจะผสม ETF ที่อิงดัชนี TOPIX, Nikkei 225 และ JPX-Nikkei 400 และอีก 0.3 ล้านล้านเยนสำหรับบริษัทที่ลงทุนในทรัพยากรมนุษย์ (Physical and Human Capital)
- อัตราดอกเบี้ยนโยบายทั้งระยะสั้น (-0.1%) และระยะยาว (ประมาณ 0%) จะคงอยู่ที่ระดับต่ำนี้ต่อไปเป็นเวลานาน เนื่องจากเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำและเศรษฐกิจยังมีความเสี่ยงจากการขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% (Consumption Tax) ในเดือน ต.ค. 2019

นอกจากนี้ BoJ ยังได้ปรับลดประมาณการเงินเพื่อไม่นับรวมราคาอาหารสด (Core CPI) ปีงบประมาณ 2018-2020 ลงเป็น 1.1% YoY (จากเดิมที่ 1.3%), 1.5% YoY (จากเดิมที่ 1.8%) และ 1.6% YoY (จากเดิมที่ 1.8%) ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนถึงความจำเป็นในการใช้นโยบายผ่อนคลายทางการเงินต่อไป เนื่องจากเงินเฟ้อยังไม่ฟื้นตัวจะขยายตัวถึงเป้าหมายที่ 2% ได้จนกว่าจะปี 2020 เป็นอย่างน้อย

แผนภาพที่ 39: Bond Yield 10 ปี เริ่มทรงตัวภายหลัง BoJ ประกาศแนวทางนโยบายการเงิน

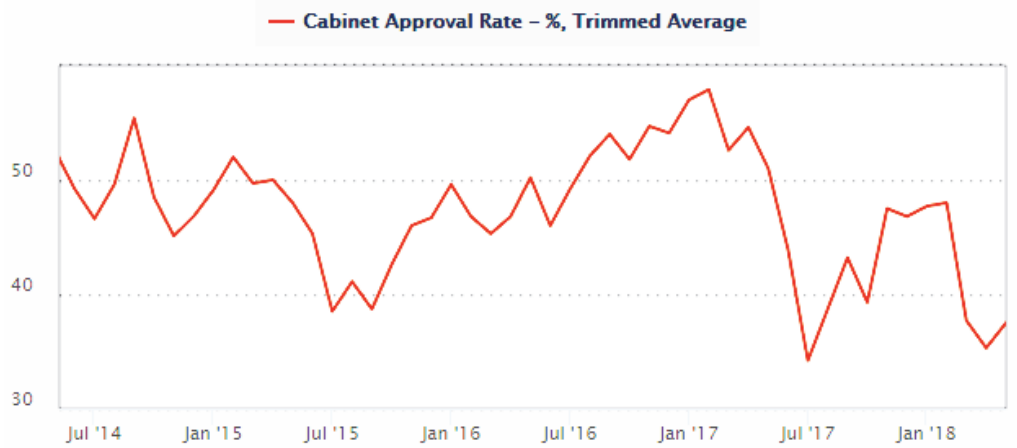


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คะแนนนิยมของ Abe ปรับตัวดีขึ้น น่าจะทำให้ นาย Abe ชนะการเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP ในเดือน ก.ย.

คะแนนนิยมของคณะรัฐบาลนาย Shinzo Abe ปรับตัวดีขึ้น หลังจากที่ได้ลดลงแรงมาตั้งแต่ต้นเดือน มี.ค. ภายหลัง ความกังวลเกี่ยวกับข่าวอื้อฉาวได้ลดลง คะแนนนิยมที่ฟื้นขึ้นมา น่าจะทำให้ นาย Abe ชนะการเลือกตั้ง หัวหน้าพรรค LDP ใน เดือน ก.ย. และสามารถดำรงตำแหน่งเป็นนายกรัฐมนตรี เป็นสมัยที่ 3 และจะดำรงตำแหน่งต่อไป จนถึงเดือนกันยายน 2021

แผนภาพที่ 40: คะแนนนิยมคณะรัฐบาลนาย Shinzo Abe ปรับตัวดีขึ้น



Source: Japan Macro Advisor, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

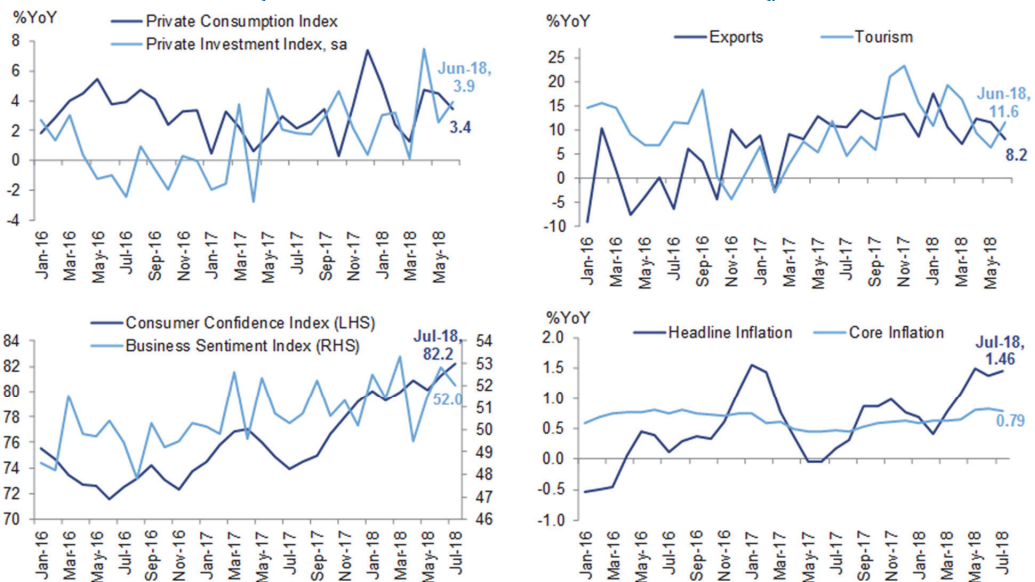
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องและสมดุลมากขึ้น โดยภาคต่างประเทศทั้งการส่งออกและการท่องเที่ยวขยายตัวดีตามเศรษฐกิจโลก แม้จะมีความเสี่ยงจากสงครามการค้าและสถานการณ์เรือล่มที่ภูเก็ต ขณะที่อุปสงค์ในประเทศทยอยฟื้นตัว การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวต่อเนื่อง แต่ยังไม่กระจายตัวอย่างทั่วถึง เราคาดว่าภาคบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มกระจายตัวดีขึ้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มุ่งสนับสนุนผู้บริโภคในกลุ่มฐานราก สำหรับอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอลงจากฐานราคาพลังงานใน 2H17 ที่สูงขึ้น ส่งผลให้กนง. มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2018

อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ภาคต่างประเทศขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง

อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง สะท้อนจากดัชนีการบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชนในเดือน มิ.ย. ที่ขยายตัวดี สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน ก.ค. ที่เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 62 เดือน ขณะที่ภาคต่างประเทศทั้งการส่งออกและท่องเที่ยวขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง ทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือน ก.ค. เร่งตัวเป็น +1.46% YoY (vs. +1.38% เดือนก่อน) ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอลงเป็น +0.79% YoY (vs. +0.83% เดือนก่อน) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มชะลอลงตามฐานราคาพลังงานใน 2H17 ที่สูงขึ้น ส่งผลให้กนง.คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018

แผนภาพที่ 41: อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัว สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น



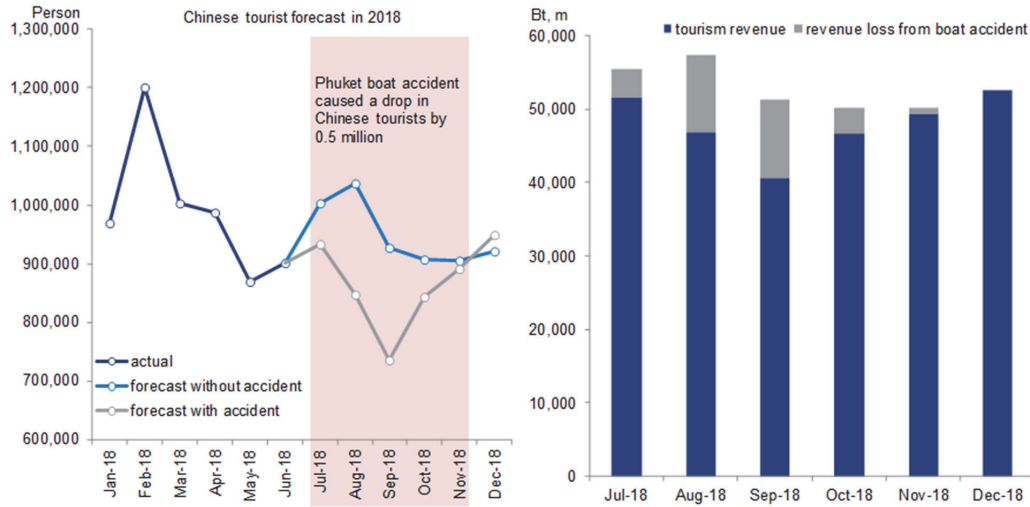
Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สถานการณ์เรือล่มที่ภูเก็ตส่งผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวในวงจำกัด

เราประเมินว่าเหตุการณ์เรือล่มที่ภูเก็ตจะส่งผลให้นักท่องเที่ยวจีนจะลดลงประมาณ 5 แสนคนในช่วงเดือน ก.ค.-พ.ย. ซึ่งคิดเป็นราว 1.3% ของประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมดของเราในปี 2018 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้จากการท่องเที่ยว 2.95 หมื่นล้านบาทหรือคิดเป็นราว 1.5% ของคาดการณ์รายได้จากการท่องเที่ยวทั้งหมด หลังจากนั้นนักท่องเที่ยวจีนจะกลับสู่ภาวะปกติในเดือน ธ.ค. ทั้งนี้ เราปรับลดประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมดในปี 2018 เป็น 37.8 ล้านคน จากเดิม 38.3 ล้านคน

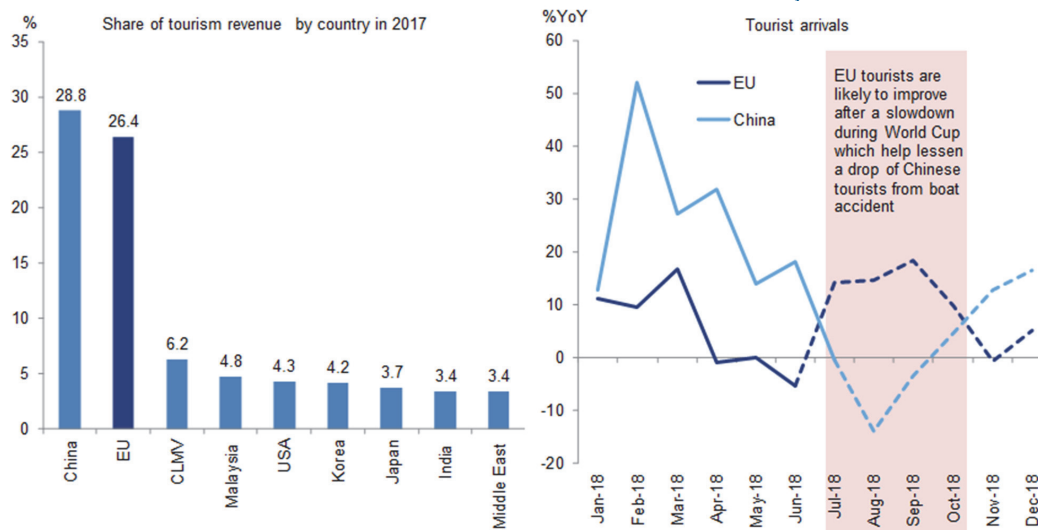
อย่างไรก็ดี นักท่องเที่ยว EU ที่มีสัดส่วนรายได้เป็นอันดับสองรองจากจีนจะทยอยฟื้นตัวหลังจากที่หดตัว -2.7% YoY ในช่วงเทศกาลฟุตบอลโลก (เดือน พ.ค.-มิ.ย.) ทั้งนี้ เราคาดว่านักท่องเที่ยว EU ที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปีจะช่วยชดเชยผลกระทบของจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง

แผนภาพที่ 42: เราคาดว่านักท่องเที่ยวจีนจะลดลงประมาณ 5 แสนคนจากเหตุการณ์เรือล่ม



Source: Ministry of Tourism and Sports (MOTS), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 43: นักท่องเที่ยว EU มีแนวโน้มฟื้นตัวหลังเทศกาลฟุตบอลโลก

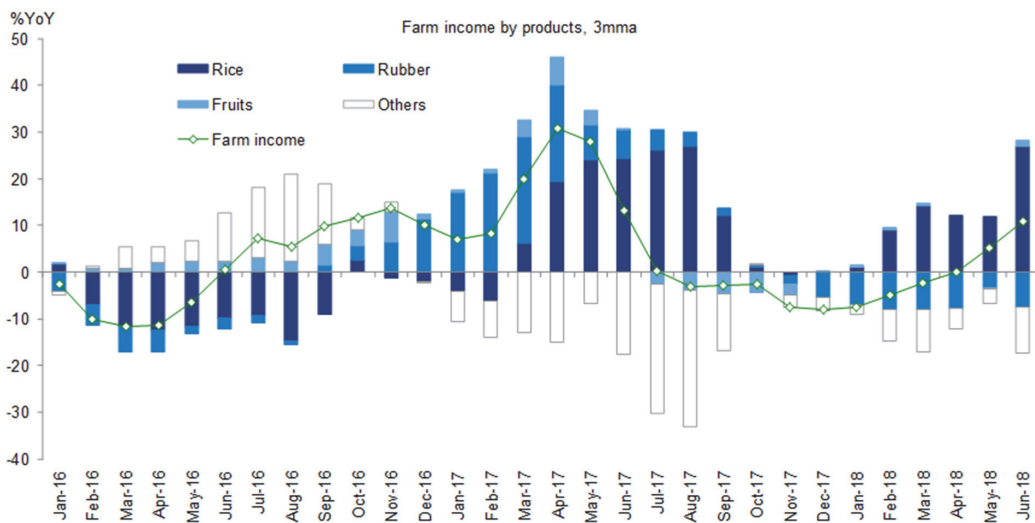


Source: Ministry of Tourism and Sports (MOTS), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รายได้เกษตรกรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากรายได้ชาวนาที่ขยายตัวดี

รายได้เกษตรกรมีแนวโน้มดีขึ้นจากรายได้ของชาวนาเป็นหลัก สำหรับรายได้ของเกษตรกรที่ปลูกยางพาราและรายได้เกษตรกรในกลุ่มอื่นๆ ยังได้รับแรงกดดันจากผลผลิตที่เข้าสู่ตลาดในปริมาณมาก ในระยะถัดไป รายได้ของชาวนายังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามอุปสงค์ข้าวไทยที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น ล่าสุดสมาคมผู้ส่งออกข้าวไทยคาดว่าอินโดนีเซียจะนำเข้าข้าวจากไทย 1-2 ล้านตัน และฟิลิปปินส์จะนำเข้าข้าวจากไทย 2.5 แสนตัน เราประเมินว่ารายได้ชาวนาที่มีสัดส่วนสูงถึง 28% ของรายได้เกษตรกรทั้งหมดจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เกษตรกรโดยรวมในปีนี้ปรับตัวดีขึ้นจากปีก่อน อย่างไรก็ตาม ยังต้องติดตามสถานการณ์น้ำท่วมที่อาจทำให้ผลผลิตทางการเกษตรลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่น้ำท่วมพื้นที่ภาคตะวันออกเฉียงเหนือซึ่งเป็นพื้นที่ปลูกข้าวที่สำคัญของประเทศ

แผนภาพที่ 44: รายได้เกษตรกรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากรายได้ชาวนาเป็นหลัก



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

การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มกระจายตัวดีขึ้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ

การบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 1/18 ขยายตัวสูง +3.6% YoY เนื่องจากการคาดการณ์ของตลาด แต่ยังไม่กระจายตัวไปสู่เศรษฐกิจฐานราก ในระยะถัดไปการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มกระจายตัวมากขึ้น หลังจากที่รัฐบาลระดมออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มุ่งสนับสนุนผู้มีรายได้น้อย อาทิ มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย เฟส 1 และเฟส 2 ที่ให้เงินช่วยเหลือค่าครองชีพและเปิดหลักสูตรการอบรมทักษะในการประกอบอาชีพให้กับผู้มีรายได้น้อย อีกทั้งกระทรวงการคลังยังเตรียมเสนอมาตรการคืนภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ให้กับผู้มีรายได้น้อยที่ใช้จ่ายผ่านบัตรสวัสดิการในช่วงเดือน ต.ค.- ธ.ค. นอกจากนี้ รัฐบาลได้ออกมาตรการช่วยเหลือเกษตรกร อาทิ มาตรการพักชำระหนี้เกษตรกรเป็นระยะเวลา 3 ปีและลดดอกเบี้ยเงินกู้ 3% มาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำเพื่อการชะลอการขายและการแปรรูปผลิตภัณฑ์ข้าวและยางพารา เราคาดว่ามาตรการดังกล่าวจะทำให้การบริโภคภาคเอกชนในกลุ่มฐานรากทยอยปรับตัวดีขึ้น

แผนภาพที่ 45: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐมุ่งสนับสนุนผู้บริโภคในกลุ่มฐานรากมากขึ้น

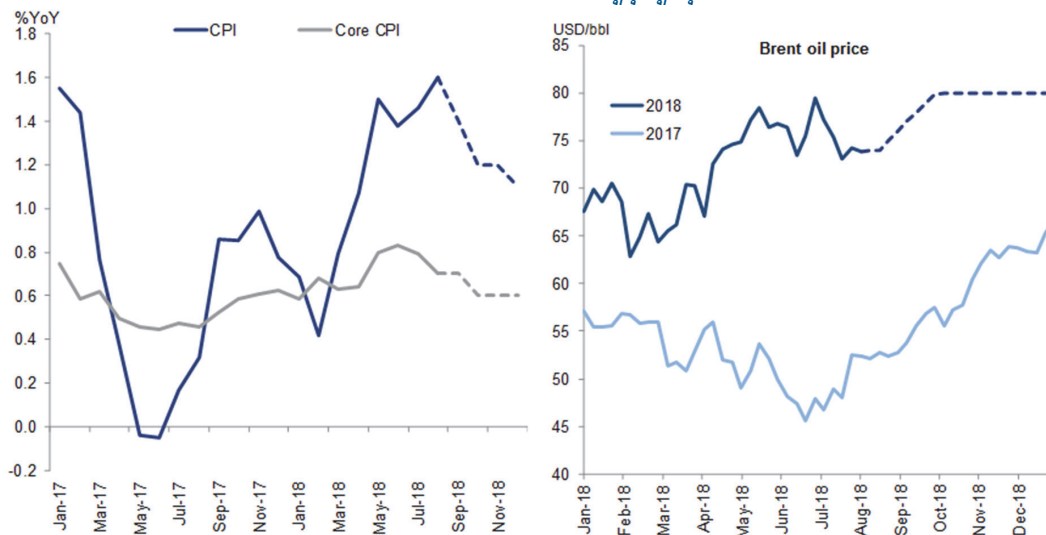
Begin date	End date	Measures	Details	Budget (Bt.bn)
Non-Agricultural Measures				
Oct-17	Dec-18	1st subsidy for low-income earners	Cash subsidy for 11.4 million low-income earners whose annual income < Bt100,000	40
Mar-18	Dec-18	2nd subsidy for low-income earners	Cash subsidy for 4 million low-income earners who register to join the training course	35
Jan-18	Dec-18	Second-tier province tourism	Personal income tax deduction up to Bt15,000 of tourism expenditure in 55 second-tier provinces	-
Oct-18	Dec-18	VAT refund to the government's welfare smartcard holders*	The government's welfare smartcard holders will receive VAT payback, capping at Bt7,000 baht per person, when purchase products at Thong Fah Pracha Rat Shops	-
Sep-18	-	Revocation of 30-baht healthcare scheme's fee for the government's welfare smartcard holders	Additional 500,000 welfare card holders (total of 11.4 million) are granted a waiver of the medical expense	0.06
Agricultural Measures				
Aug-18	Jul-21	Debt-assistant package for farmers who are the clients of Bank of agriculture and agricultural cooperatives (BAAC)	Debt moratorium on the principle of the loans and 3% reduction in interests on Bt300,000 loans	16
Sep-18	Sep-19	Rice	1) Soft loan for rice stock 2) Soft loan for rice processing	98
Apr-18	Sep-18	Rubbers	1) Soft loan for rubber processing 2) Rubber purchase scheme by government 3) Reduce rubber plantation area by 150,000 Rai	35
Total				224

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

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มชะลอลงตามฐานราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น

เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะทำจุดสูงสุดของปีนี้ในเดือน ส.ค. และชะลอลงในช่วงที่เหลือของปีตามฐานราคาน้ำมันในช่วง 2H17 ที่เพิ่มขึ้นจากช่วง 1H17 นอกจากนี้ ราคาอาหารสดมีแนวโน้มได้รับแรงกดดันจากผลผลิตที่คาดว่าจะเข้าสู่ในตลาดจำนวนมาก เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2018 จะเพิ่มขึ้น +1.2% YoY (vs. + 0.7% ปีก่อน) และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานทรงตัวที่ +0.7% YoY (vs. +0.6% ปีก่อน)

แผนภาพที่ 46: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มลดลงตามฐานราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นใน 2H17 หลังจากที่เร่งตัวสูงสุดสุดในเดือน ส.ค.



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

สำนักงานเศรษฐกิจการคลังปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปี 2018 เป็น +4.5% YoY ใกล้เคียงกับที่เราคาด

สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP ปี 2018 เป็น +4.5% YoY จากเดิมที่คาดการณ์ไว้ที่ +4.2% โดยมีคาดการณ์ว่าการส่งออกมีแนวโน้มขยายตัวแข็งแกร่งตามเศรษฐกิจโลก ส่วนการนำเข้าเร่งตัวขึ้นจากการนำเข้าสินค้าทุนสอดคล้องกับการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น สำหรับการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากทั้งรายได้นอกภาคเกษตรและรายได้เกษตรกรที่มีแนวโน้มสดใสตามผลผลิตที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจฐานรากจะช่วยสนับสนุนกำลังซื้อของครัวเรือน

แผนภาพที่ 47: สศค. ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปี 2018 เป็นขยายตัว +4.5% YoY

Economic Forecasts		2017	2018F		TISCO ESU
			FPO Nov'17	FPO Jul'18	
Real GDP	YoY (%)	3.9	4.2	4.5	4.4
Real Private Consumption	YoY (%)	3.2	3.5	3.8	3.6
Real Public Consumption	YoY (%)	0.5	3.0	2.9	3.0
Real Private Investment	YoY (%)	1.7	3.8	3.9	4.0
Real Public Investment	YoY (%)	-1.2	8.9	7.9	9.6
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	9.7	8.0	9.7	8.5
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	14.4	12.5	14.9	11.8
Tourist Arrivals	million	35.4	39.9	39.5	37.8
Trade Balance	US\$, bn	31.9	25.3	24.9	27.9
Current Account Balance	US\$, bn	48.1	46.6	44.3	41.9
Current Account	% GDP	10.6	9.1	8.8	7.8
Dubai crude price - period average	US\$/bbl	53.1	64.0	70.1	62.0
Headline Inflation	YoY (%)	0.7	1.2	1.2	1.2
Core Inflation	YoY (%)	0.6	0.7	0.7	0.7
Thai Baht - period average	Bt/USD	33.9	31.5	32.3	32.0
Thai Baht - period end	Bt/USD	32.7	n.a.	n.a.	32.5
Policy rate - period end	%	1.5	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. ทีเอสโก้ กว่า 5 ปี

มานะ นิมิตรวานิช

Head of Economic Unit

- 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 ดิสเรเตตีวันน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

ซารา ฟลพิบูลย์

Economist

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

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 I

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

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854
	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 673 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	เซ็นทรัลพลาซ่า 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	เอสทีไอพาร์ค พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เอสทีไอพาร์ค รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315				
จันทร - ศุภร์	สำนักงานใหญ่	: 02 633 7094	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกิ้งก่า	: 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

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 212 277	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 811 383	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 235 155	จันทบุรี	: 039 346 688	ชลบุรี	: 038 784 522	พุกยา	: 038 416 525
ระยอง	: 038 808 555	ศรีราชา	: 038 771 471	เชียงใหม่	: 053 211 112	นครสวรรค์	: 056 331 511
พิษณุโลก	: 055 211 388	ขอนแก่น	: 043 324 966	นครราชสีมา	: 044 271 711	ไลต์ส ไทรราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนมิตรภาพ ภูเก็ต	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว