



# TIPS

October  
2018

TISCO Investment Portfolio Strategy



- ค่าเงิน EM ถูกกดดันอย่างหนักตั้งแต่ต้นปี นำโดยค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินา และ Lira ของตุรกีที่อ่อนค่ามากกว่า 50% และ 40% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ หลัง Fed เร่งขึ้นดอกเบี้ย และสงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น
- เรามองว่า วิกฤตค่าเงินน่าจะจำกัดวงอยู่เพียงไม่กี่ประเทศที่มีพื้นฐานทางการเงินที่อ่อนแอเท่านั้น และความเสี่ยงที่จะลุกลามไปยังประเทศหลักๆ นั้นยังมีไม่มาก โดยเฉพาะประเทศในเอเชีย ซึ่งมีพื้นฐานทางการเงินที่แข็งแกร่ง
- เราคาดว่า ตลาดหุ้น EM จะยัง Underperform ต่อ โดยประเมินจาก EM Bond Spread ที่ยังคงเพิ่มขึ้นน้อย และตลาดหุ้นที่ยังปรับตัวลดลงน้อยกว่าการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบที่ผ่านมา
- ในช่วง 4Q2018 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ของสหรัฐฯ ที่ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และมีอัตราการเติบโตของกำไรในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้
- และแนะนำให้ปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 ก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive
- ในช่วง 1H2019 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ของสหรัฐฯ ซึ่งสามารถทนทานต่อสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

# Contents

- Executive Summary 3
- Global Investment Strategy 4
  - Special Issue: วิกฤตเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ จะลุกลามไปเป็นวิกฤตโลกหรือไม่? 7
  - ตลาดหุ้น 10
  - ตลาดตราสารหนี้ 15
  - ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ 17
- Global Economic Insights 22
  - เศรษฐกิจสหรัฐฯ 23
  - เศรษฐกิจยุโรป 29
  - เศรษฐกิจจีน 34
  - เศรษฐกิจญี่ปุ่น 39
  - เศรษฐกิจไทย 42



## TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบพล  
มานะ นิมิตรวานิช  
วิลันดา ดิสเรตตีวัฒน์  
ซาร่า ผลพิบูลย์

วิระพันธ์ โรจน์ถัฐกุล  
สุชานันท์ ภิภพลุชาวดี

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

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมาย ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

# Executive Summary

ค่าเงินของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Market Currencies) อ่อนค่าลงแรงตั้งแต่ต้นปี นำโดยค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินาและ Lira ของตุรกีที่อ่อนค่าลงมากกว่า 50% และ 40% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ ซึ่งปัจจัยหลักที่กดดันค่าเงินของประเทศในกลุ่ม EM คือ การดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นของธนาคารกลางหลักทั่วโลก โดยเฉพาะธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะกับจีน ซึ่งทั้งสองปัจจัยหนุนให้อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นแรง

อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่า วิกฤตค่าเงินและเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่รอบนี้จะจำกัดวงอยู่เพียงไม่กี่ประเทศที่มีพื้นฐานทางการเงินที่อ่อนแอเท่านั้น และความเสี่ยงที่จะลุกลามไปยังประเทศหลักๆ นั้นยังมีไม่มาก โดยเฉพาะประเทศในเอเชีย ซึ่งมีพื้นฐานทางการเงินที่แข็งแกร่ง

เราคาดว่า ตลาดหุ้น EM จะยัง Underperform ต่อ โดยประเมินจาก EM Bond Spread ที่ยังคงเพิ่มขึ้นน้อย และตลาดหุ้นที่ยังปรับตัวลดลงน้อยกว่าการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบที่ผ่านมา

ดังนั้น เราแนะนำให้นักลงทุนจับตา 3 ปัจจัยสำคัญที่อาจช่วยหยุดแรงเทขายในค่าเงิน EM ได้แก่ 1) ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) กลับมาดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายลง 2) ราคาทองแดง (Copper Price) กลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก และ 3) ค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินา กลับมามีเสถียรภาพมากขึ้น

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

# Global Investment Strategy

## Key Recommendations

- ค่าเงิน EM ถูกกดดันอย่างหนักตั้งแต่ต้นปี นำโดยค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินา และ Lira ของตุรกีที่อ่อนค่ามากกว่า 50% และ 40% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ หลัง Fed เร่งขึ้นดอกเบี้ย และสงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น
- เรามองว่า วิกฤตค่าเงินน่าจะจำกัดวงอยู่เพียงไม่กี่ประเทศที่มีพื้นฐานทางการเงินที่อ่อนแอเท่านั้น และความเสี่ยงที่จะลุกลามไปยังประเทศหลักๆ นั้นยังมีไม่มาก โดยเฉพาะประเทศในเอเชีย ซึ่งมีพื้นฐานทางการเงินที่แข็งแกร่ง
- เราคาดว่า ตลาดหุ้น EM จะยัง Underperform ต่อ โดยประเมินจาก EM Bond Spread ที่ยังคงเพิ่มขึ้นน้อย และตลาดหุ้นที่ยังปรับตัวลดลงน้อยกว่าการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบที่ผ่านมา
- ในช่วง 4Q2018 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Financials และ IT ของสหรัฐฯ ที่ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield และมีอัตราการเติบโตของกำไรในระดับสูงซึ่งจะช่วยชดเชยแรงกดดันที่มีต่อระดับ Valuation ได้
- และแนะนำให้ปรับพอร์ตการลงทุนแบบ “Sector Rotation” ในช่วงปลายปี 2018 ก่อนที่ Yield Curve จะกลับมาแบนลง โดยทยอยขายทำกำไรหุ้น Cyclical และเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Defensive
- ในช่วง 1H2019 เราแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Consumer Staples และ Health Care ของสหรัฐฯ ซึ่งสามารถทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงได้ดีกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ และมักทำผลตอบแทนได้ดีในยามที่ Yield Curve แบนลง

## Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,718	1.6%	1.7%	2.3%	-5.2%	-2.0%	2.9%
Philippines PCOMP	7,414	-2.4%	-2.2%	0.0%	-10.0%	-13.4%	-10.6%
Indonesia JCI	5,824	-0.5%	0.7%	-2.8%	-7.6%	-8.4%	-1.0%
Singapore STI	3,141	1.0%	-2.1%	-5.5%	-10.6%	-7.7%	-3.1%
Malaysia KLCI	1,804	0.3%	1.1%	3.5%	-2.3%	0.4%	1.1%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	26,933	1.2%	-1.0%	-11.1%	-14.5%	-10.0%	-4.4%
China H HSCEI	10,462	0.3%	-0.5%	-11.9%	-17.4%	-10.7%	-6.6%
MSCI China	77	1.3%	-2.7%	-18.6%	-21.8%	-14.2%	-10.1%
China CSI300	3,205	-0.8%	-0.8%	-14.6%	-21.0%	-20.5%	-16.6%
Taiwan TWSE	10,763	0.1%	0.7%	-2.9%	-2.4%	1.1%	1.2%
Korea KOSPI	2,301	0.8%	2.4%	-3.2%	-7.7%	-6.8%	-4.9%
MSCI Korea	685	1.0%	2.4%	-3.5%	-9.8%	-8.5%	-6.2%
India SENSEX	37,586	-2.1%	-1.0%	5.7%	13.3%	10.4%	15.9%
MSCI India	1,345	-1.8%	-0.1%	6.6%	11.2%	6.3%	11.5%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,161	-0.3%	-2.8%	0.9%	3.6%	1.6%	7.7%
Japan TOPIX	1,739	3.0%	2.4%	-2.8%	0.1%	-4.3%	6.1%
Japan Nikkei 225	23,213	3.8%	4.2%	1.6%	7.1%	2.0%	16.6%
Europe STOXX600	378	0.7%	-0.7%	-2.0%	0.2%	-2.8%	-1.0%
Euro STOXX50	3,346	1.1%	-0.8%	-3.5%	-2.7%	-4.5%	-5.1%
US Dow Jones	26,062	0.8%	1.5%	4.3%	4.5%	5.4%	16.7%
US S&P500	2,889	0.4%	1.4%	4.1%	5.0%	8.0%	15.4%
MSCI US REITs	1,175	0.0%	-0.8%	5.4%	10.7%	1.5%	0.3%
J-REITs	1,758	1.1%	0.8%	0.8%	3.7%	5.7%	5.1%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,302	0.3%	-3.4%	-4.3%	1.9%	-5.0%	0.7%
Germany DAX	12,096	0.9%	-0.9%	-5.7%	-2.4%	-6.4%	-3.7%
France CAC 40	5,349	1.5%	0.1%	-1.9%	1.3%	0.7%	2.3%
Switzerland SMI	8,937	0.1%	-0.7%	4.9%	0.6%	-4.7%	-1.2%
Portugal PSI 20	5,329	0.9%	-2.4%	-4.3%	-2.0%	-1.1%	0.9%
Spain IBEX 35	9,405	1.4%	-0.1%	-3.7%	-3.7%	-6.4%	-9.0%
Italy FTSE MIB	21,111	0.9%	3.4%	-4.5%	-7.6%	-3.4%	-5.6%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	76,789	0.5%	1.0%	10.0%	-9.5%	0.5%	1.1%
Chile IPSA	5,354	2.6%	2.1%	-2.1%	-4.3%	-3.8%	2.9%
Mexico MEXBO	49,399	1.1%	2.3%	5.9%	4.0%	0.1%	-1.7%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	514	1.2%	-1.5%	-8.2%	-12.4%	-9.8%	-5.6%
MSCI Latin America	2,463	1.2%	-1.5%	2.0%	-18.9%	-12.9%	-17.7%
MSCI All Country World	517	0.7%	0.9%	0.5%	-1.0%	0.9%	6.4%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	68.57	-1.0%	4.0%	4.1%	10.0%	13.5%	37.4%
Brent Spot	77.71	-1.7%	8.2%	3.1%	17.4%	16.2%	40.1%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	9.14	-0.67	3.22	-0.35	5.27	2.69	3.57
Gold Spot	1198.13	0.2%	0.8%	-6.3%	-9.1%	-8.0%	-8.3%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2103.57	-0.2%	-0.8%	-4.8%	-2.6%	-1.3%	0.2%
Bloomberg Agri Subindex	41.22	-2.9%	-7.0%	-9.5%	-16.0%	-13.2%	-16.2%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	272.26	-0.3%	-0.6%	-0.1%	-1.3%	-1.3%	-0.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	200.53	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.5%	0.9%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	277.82	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.3%	0.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	355.60	-0.2%	-0.5%	0.2%	-1.0%	-0.7%	-0.1%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	235.89	-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.6%	-0.1%	0.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.72	1	14	19	37	29	29
2Y	1.95	5	17	25	57	49	50
5Y	2.35	4	6	23	51	49	57
10Y	2.84	7	13	4	28	30	39
Spread 10Y-2Y	89	2	-4	-21	-29	-18	-11
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.98	1	12	6	14	58	75
Japan 10Y	0.12	0	2	8	8	7	9
UK 10Y	1.54	7	30	21	11	35	23
German 10Y	0.46	6	15	6	-11	3	3
Spain 10Y	1.49	3	4	19	11	-8	-12
Italy 10Y	2.85	-6	-28	24	86	83	77
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	13.68	-0.5	1.0	1.4	-2.1	2.6	3.5
Dollar index	94.58	-0.7%	-1.6%	-0.2%	4.8%	2.7%	2.8%
USD/THB	32.66	-0.4%	-0.9%	-0.1%	4.7%	0.2%	-1.3%
EUR/USD	1.17	0.8%	1.9%	0.6%	-5.4%	-2.7%	-2.2%
GBP/USD	1.31	1.1%	2.8%	-0.7%	-6.4%	-2.7%	-2.5%
USD/JPY	111.78	0.1%	1.3%	1.2%	5.6%	-0.8%	0.2%
USD/CNY	6.86	0.0%	-0.3%	6.5%	8.3%	5.4%	4.3%
USD/CNH	6.88	0.1%	0.6%	6.6%	8.9%	5.7%	4.7%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

9/18/2018

7:54:00 AM

## Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เราคาดว่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
<b>ตราสารทุน</b>				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง</li> <li>- ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ เติบโตในระดับสูง ซึ่งคาดว่าเฉลี่ย +20% ทั้งปีนี้ จากนโยบายลดภาษีนิติบุคคล</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวได้อย่างมีเสถียรภาพ ประกอบกับสถานการณ์ทางการเงินที่แข็งแกร่ง จากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง มีเงินสำรองระหว่างประเทศจำนวนมาก และหนี้ต่างประเทศต่ำ</li> <li>- ดังนั้นตลาดหุ้นไทยน่าจะได้รับผลกระทบและผันผวนน้อยกว่าตลาดหุ้นในภูมิภาค</li> <li>- จากความเสี่ยงที่วิกฤตค่าเงินและเศรษฐกิจในอาร์เจนตินาและตุรกีจะลุกลามไปยังกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาต่างๆ</li> <li>- อย่างไรก็ตาม Valuation ของตลาดหุ้นไทย เริ่มกลับมาดีตัวมากขึ้น</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> <li>- PBoC มีแนวโน้มกลับมาผ่อนคลายนโยบายทางการเงินในช่วงครึ่งหลังของปีนี้</li> <li>- แต่ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เงินทุนยังคงเสี่ยงไหลออก จากเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า</li> <li>- สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือ โดยเฉพาะได้หวัน และเกาหลี</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผลกระทบจากการเปลี่ยนระบบภาษีเริ่มหมดไป แต่ความเสี่ยงใหม่จากวิกฤตการเงินในอาร์เจนตินาและตุรกี กดดันค่าเงินรูปีให้อ่อนค่าเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ สุระดับต่ำสุดในประวัติศาสตร์</li> <li>- Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดี และ Valuation ยังค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว</li> <li>- ค่าเงินเยนที่มีแนวโน้มอ่อนค่า ช่วยหนุนกำไรของบริษัทจดทะเบียน</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> <li>- นโยบายของรัฐบาลร่วมระหว่างพรรค M5S และพรรค LN ขัดกับทาง EU ซึ่งอาจทำให้เกิดความขัดแย้งในภูมิภาคและความเสี่ยงที่อิตาลีจะแยกตัวออกจาก EU ในระยะข้างหน้า</li> <li>- ภาคธนาคารในยุโรปเผชิญความเสี่ยงจากวิกฤตการเงินของตุรกี เนื่องจากธนาคารยุโรปมีการปล่อยกู้ในตุรกีเป็นจำนวนมาก</li> <li>- เงินยูโรมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรบริษัทจดทะเบียน</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> <li>- มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า และโครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
<b>การลงทุนทางเลือก</b>				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> <li>- แม้ว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะกดดันราคาทองคำ</li> <li>- แต่ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในช่วงครึ่งหลังของปีนี้</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงดีตัวมากขึ้น จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลา ประกอบกับผลกระทบจากการคว่ำบาตรอิหร่านของสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลในช่วงปลายปีนี้</li> <li>- น้ำมันดิบสหรัฐฯ ไม่สามารถส่งออกเพิ่มเติมเพื่อชดเชยความต้องการของตลาดน้ำมันได้ เนื่องจากข้อจำกัดทางการขนส่ง (Pipeline Bottleneck) ในแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian แถบ West Texas</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
US REITs				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีความน่าสนใจ</li> <li>- แต่ Bond Yield ที่กลับมาเป็นขาขึ้นจะกดดัน REITs</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
J-REITs				<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน</li> <li>- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> <li>- โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>

■ Current Recommendation    ■ Previous Recommendation

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

# Special Issue: วิกฤตเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ จะลุกลามไปเป็นวิกฤตโลกหรือไม่?

ค่าเงิน EM ถูกกดตันอย่างหนักตั้งแต่ต้นปี นำโดยค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินา และ Lira ของตุรกี ที่ลดลงมากกว่า 50% และ 40% ตามลำดับ หลัง Fed เร่งขึ้นดอกเบี้ย สงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า ทั้งนี้เรามองว่า วิกฤตค่าเงินน่าจะจำกัดวงอยู่เพียงไม่กี่ประเทศ ที่มีพื้นฐานทางการเงินที่อ่อนแอเท่านั้น และความเสี่ยงที่จะลุกลามไปยังประเทศหลักๆ นั้นยังมีไม่มาก โดยเฉพาะประเทศในเอเชีย ซึ่งมีพื้นฐานทางการเงินที่แข็งแกร่ง

ค่าเงิน EM ถูกกดตันหนัก หลัง Fed เร่งขึ้นดอกเบี้ย สงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า ค่าเงินของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Market Currencies) อ่อนค่าลงแรงตั้งแต่ต้นปี นำโดยค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินาและ Lira ของตุรกีที่อ่อนค่าลงมากกว่า 50% และ 40% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ ซึ่งปัจจัยหลักที่กดตันค่าเงินของประเทศในกลุ่ม EM คือ การดำเนินนโยบายที่เข้มงวดขึ้นของธนาคารกลางหลักทั่วโลก โดยเฉพาะธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะกับจีน ซึ่งทั้งสองปัจจัยหนุนให้อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นแรง

แผนภาพที่ 1: ค่าเงิน EM ถูกกดตันอย่างหนักตั้งแต่ต้นปี 2018 นำโดยค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินา และ Lira ของตุรกี



Source: Bloomberg

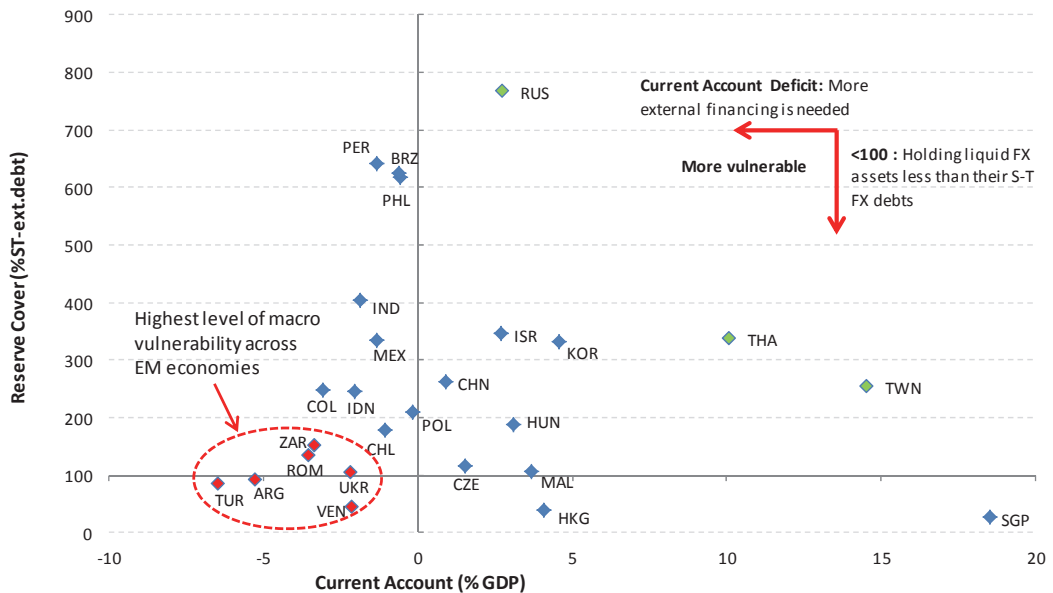
ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ประเทศกำลังพัฒนามีการกู้ยืมเงินจากภายนอกประเทศในปริมาณมหาศาล และส่วนใหญ่เป็นหนี้ที่อยู่ในรูปของสกุลเงินต่างประเทศ โดยเฉพาะสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากได้รับประโยชน์จากสภาพคล่องที่สิ้นระบบและดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำมาอย่างยาวนาน แต่เมื่อ Fed เริ่มดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดขึ้น โดยดูดสภาพคล่องออกจากระบบการเงินตั้งแต่ช่วงปลายปีที่แล้ว และค่อยๆ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมาอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้เศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนาเหล่านี้เริ่มทยอยมีปัญหา เนื่องจากต้นทุนในการกู้ยืมเงินที่สูงขึ้น และอีกทั้งค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นตามการปรับขึ้นดอกเบี้ยและความกังวลต่อสงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น ทำให้ประเทศเหล่านี้เผชิญกับภาระหนี้ที่เพิ่มขึ้น และทำให้ความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk) สูงขึ้น ดังนั้นนักลงทุนต่างชาติจึงแห่ขายสินทรัพย์ในประเทศเหล่านี้ และกดดันให้ค่าเงิน EM อ่อนค่าแรงอย่างเห็น

โดยตัวอย่างที่เห็นได้ชัดได้แก่ อาร์เจนตินา ซึ่งเมื่อปีที่แล้วเพิ่งได้ขายพันธบัตรรัฐบาลอายุ 100 ปี ที่อัตราดอกเบี้ยเพียง 8% และได้รับความสนใจจากนักลงทุนต่างชาติอย่างมาก แต่มาในปีนี้นักลงทุนต่างชาติกลับพากันเทขายสินทรัพย์ในอาร์เจนตินาอย่างต่อเนื่อง แม้ว่าธนาคารกลางอาร์เจนตินาจะได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยสูงถึง 60% เพื่อพยายามดึงไม่ให้เงินไหลออกจากประเทศแล้วก็ตาม

### วิกฤตค่าเงินน่าจะจำกัดวงอยู่เพียงไม่กี่ประเทศที่มีสถานะทางการเงินที่อ่อนแอเท่านั้น

ทั้งนี้ สิ่งที่เกิดขึ้นกับค่าเงินของอาร์เจนตินา และตุรกีนั้นไม่น่าแปลกใจเลย เมื่อได้พิจารณาสถานะทางการเงินของประเทศเหล่านี้ โดยเราได้ประเมินความเสี่ยงของประเทศกำลังพัฒนาจาก 2 มิติ คือ 1) พิจารณาจาก “งบดุล” ว่าประเทศมีสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปสกุลเงินต่างประเทศเพียงพอที่จะชำระคืนหนี้ที่กำลังจะครบกำหนดหรือไม่ โดยเปรียบเทียบสัดส่วนของทุนสำรองระหว่างประเทศ ต่อหนี้ในสกุลเงินต่างประเทศที่ต้องชำระคืนภายใน 1 ปี (แสดงในแกนตั้งในแผนภาพที่ 2: Reserve Cover) ซึ่งตัวเลขดังกล่าวยิ่งสูงยิ่งดี แต่หากต่ำกว่า 100 ก็แปลว่าประเทศนั้นมีทุนสำรองไม่เพียงพอชำระคืนหนี้ที่จะครบกำหนดชำระในช่วง 1 ปีข้างหน้า และ 2) พิจารณาจาก “งบกำไรขาดทุน” โดยจะดูว่าประเทศมีรายได้จากต่างประเทศมากกว่ารายจ่ายหรือไม่ หรือพูดง่ายๆ คือมียอดส่งออกมากกว่านำเข้าหรือไม่ ซึ่งจะสะท้อนผ่านตัวเลขดุลบัญชีเดินสะพัด (แสดงในแกนนอนในแผนภาพที่ 2: Current Account)

แผนภาพที่ 2: ความเสี่ยงด้านต่างประเทศของประเทศกำลังพัฒนา (Emerging Countries)



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



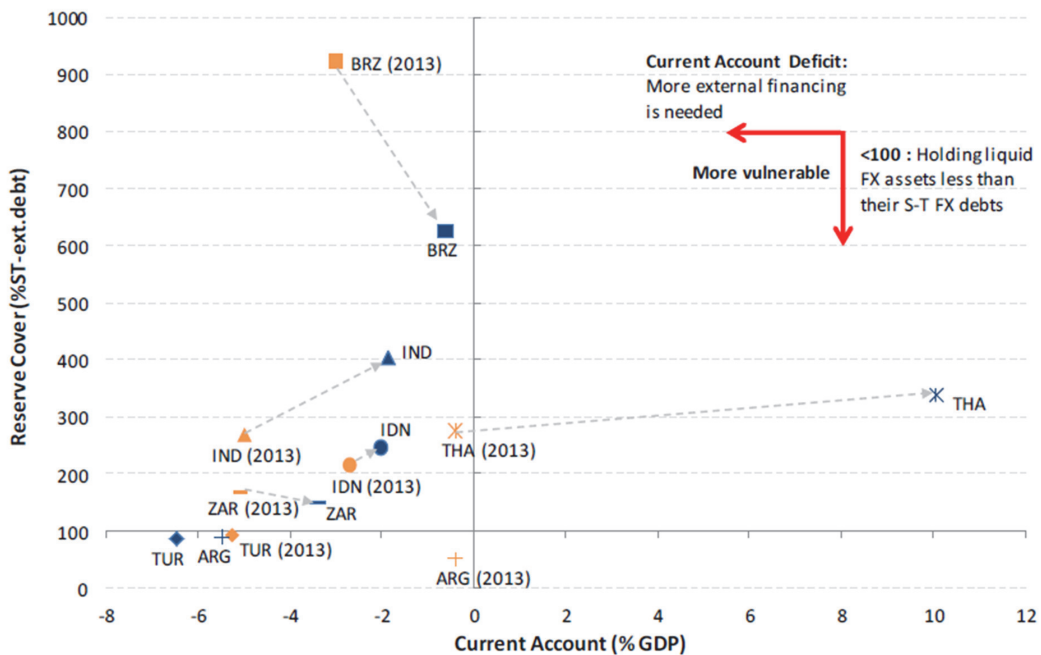
โดยสรุป แกนตั้งคือความรวย และแกนนอนคือรายได้อันได้ ซึ่งในภาพด้านล่างเราจะเห็นได้ว่าประเทศที่อยู่ตรงมุมซ้ายล่างในภาพ คือประเทศที่มีปัญหา คือทั้งจีน (มีทรัพย์สินน้อยกว่าหนี้สิน) และมีรายจ่ายมากกว่ารายได้อันได้ ซึ่งก็ไม่น่าแปลกใจที่ประเทศเหล่านี้จะประสบปัญหาทางการเงิน และจากการประเมินดังกล่าว ประเทศโรมาเนียเสี่ยงเผชิญวิกฤตค่าเงินเช่นเดียวกับอาร์เจนตินาและตุรกี อย่างไรก็ตามโรมาเนียเป็นประเทศที่ไม่ใหญ่มาก ซึ่งไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อจนถึงขั้นทำให้เกิดวิกฤตทางการเงิน

ในทางกลับกันประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ในเอเชีย โดยเฉพาะไทยยังดูแข็งแกร่งมาก โดยมีทุนสำรองเยอะและดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลสูงอันดับต้นๆ ของโลก ทำให้เสถียรภาพของไทยยังดูดีมาก ส่วนประเทศใหญ่ๆ ในเอเชีย เช่น เกาหลี ไต้หวัน และจีนก็ยังดูห่างไกลจากกลุ่มเสี่ยงเช่นกัน

นอกจากนี้ หากเปรียบเทียบสถานะทางการเงินของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่เคยถูกจัดอยู่ในกลุ่มที่อ่อนไหวต่อภาวะเงินทุนไหลออกในปี 2013 หรือที่เรียกว่า “Fragile Five” ได้แก่ ตุรกี บราซิล แอฟริกาใต้ อินเดีย และอินโดนีเซีย จะสังเกตได้ว่าประเทศส่วนใหญ่ในกลุ่มนี้มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น ยกเว้นตุรกีเพียงประเทศเดียวเท่านั้น และมีอีกหนึ่งประเทศนอกกลุ่ม Fragile Five ที่แยลงอย่างเห็นได้ชัด ซึ่งขณะนี้ดูแย่กว่าประเทศในกลุ่ม Fragile Five นั่นก็คือ อาร์เจนตินา ซึ่งทั้งตุรกี และอาร์เจนตินากำลังเผชิญกับวิกฤตค่าเงินและเศรษฐกิจ ณ ปัจจุบัน

ดังนั้น เราประเมินว่า ความเสี่ยงที่วิกฤตค่าเงินและเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่รอบนี้จะลุกลามไปถึงประเทศหลักๆ นั้นยังมีไม่มากนัก และปัญหาน่าจะจำกัดวงอยู่เพียงไม่กี่ประเทศที่มีพื้นฐานทางการเงินที่อ่อนแอเท่านั้น (ที่อยู่ในวงกลมสีแดงในแผนภาพที่ 2)

แผนภาพที่ 3: ประเทศในกลุ่ม Fragile Five มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น (2013 vs 2018) ยกเว้นตุรกี และมีหนึ่งประเทศนอกกลุ่ม Fragile Five ที่แยลงอย่างเห็นได้ชัด และขณะนี้ดูแย่กว่าประเทศในกลุ่ม Fragile Five คือ อาร์เจนตินา



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

# ตลาดหุ้น

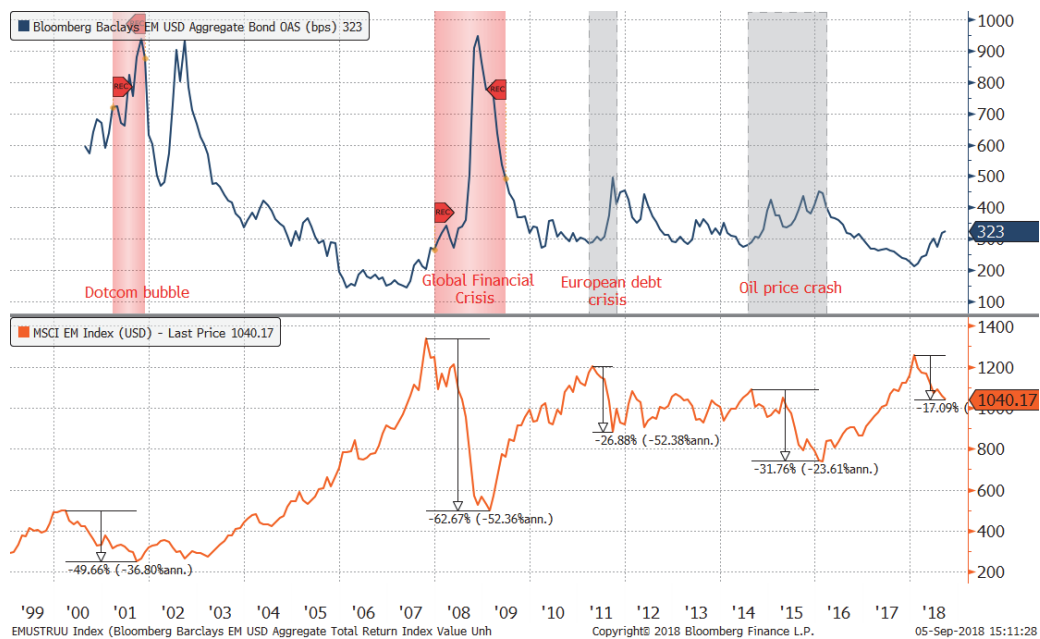
เราคาดว่า ตลาดหุ้น EM จะยัง Underperform ต่อ โดยประเมินจาก EM Bond Spread ที่ยังคงเพิ่มขึ้นน้อย และตลาดหุ้นที่ยังปรับตัวลดลงน้อยกว่าการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบที่ผ่านมา ดังนั้นเราแนะนำให้นักลงทุนจับตา 3 ปัจจัยสำคัญที่อาจช่วยหยุดแรงเทขายในค่าเงิน EM ได้แก่ 1) ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) กลับมาดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายลง 2) ราคาทองแดง (Copper Price) กลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก และ 3) ค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินา กลับมามีเสถียรภาพมากขึ้น

## ตลาดหุ้น EM ยังเสี่ยงถูกกดดันจาก Sentiment ซึ่งสะท้อนผ่าน EM Bond Spread ที่เพิ่มขึ้น

เราคาดว่า ตลาดหุ้น EM จะยัง Underperform ต่อ โดยประเมินจาก ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Option-Adjusted Spread; OAS) ระหว่างหุ้นกู้ประเทศกำลังพัฒนา (EM Bond) กับพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา หรือเรียกสั้นๆ ว่า EM Bond Spread

แม้ว่าตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา EM Bond Spread ได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง จากจุดต่ำสุดในรอบกว่า 10 ปีที่ 212 bps มาที่ระดับ 323 bps ซึ่งสะท้อนว่าตลาดเชื่อว่าสถานะทางการเงินที่เปราะบาง และค่าเงินที่อ่อนค่าแรง เพิ่มความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ในกลุ่มประเทศ EM และกดดันตลาดหุ้นให้ปรับตัวลง โดยดัชนี MSCI EM ปรับตัวลงกว่า 17% YTD อย่างไรก็ตามเราประเมินว่า EM Bond Spread ที่ยังคงเพิ่มขึ้นน้อย และตลาดหุ้นที่ยังปรับตัวลงน้อยกว่าการปรับฐานของตลาดหุ้น EM ในรอบที่ผ่านมา สะท้อนถึงความเสี่ยงที่ตลาดหุ้น EM ยังคงมีแนวโน้มที่จะ Underperform ต่อ

แผนภาพที่ 4: EM Bond Spread ที่เพิ่มขึ้น กดดันตลาดหุ้น EM ให้ปรับฐาน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

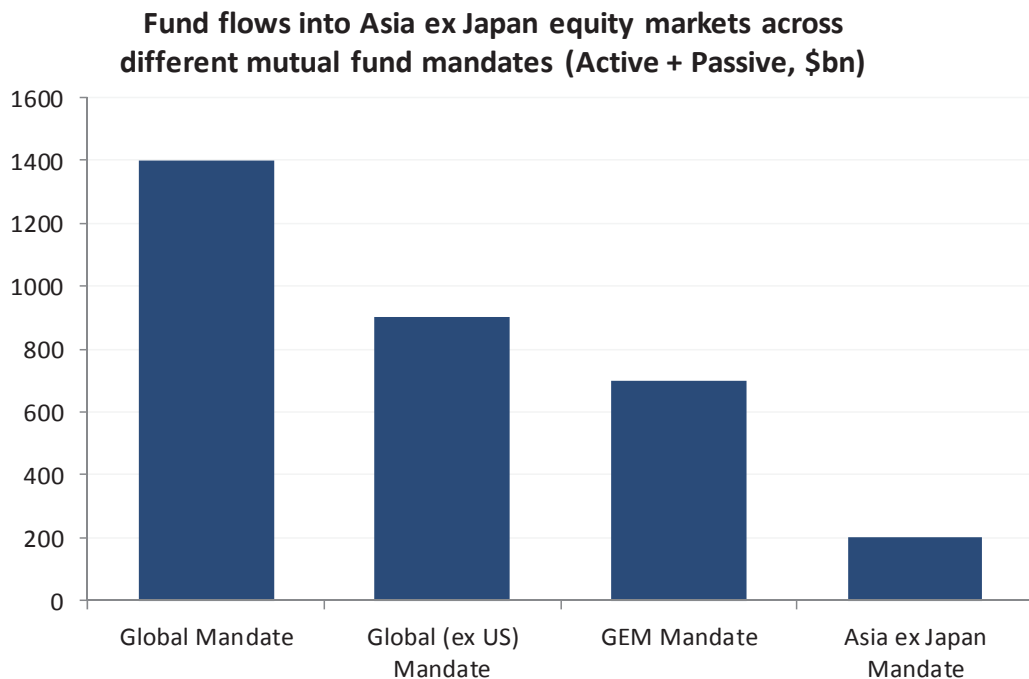
## ตลาดหุ้น Asia เสี่ยงถูกเทขายไปพร้อมกับตลาดหุ้น EM โดยรวม ... แม้พื้นฐานทางการเงินยังแข็งแกร่ง

แม้พื้นฐานทางการเงินของประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียจะยังคงแข็งแกร่ง (อ่านเพิ่มเติมได้ใน Special Issue: วิกฤตเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ จะลุกลามไปเป็นวิกฤตโลกหรือไม่?) อย่างไรก็ตาม เราสังเกตเห็นถึงความเสี่ยงที่ตลาดหุ้น Asia อาจถูกเทขายจากกระแสเงินลงทุน (Fund Flow) ที่ไหลเข้ามาในตลาดหุ้น Asia ผ่านกองทุนรวมประเภทต่างๆ ทั่วโลกเป็นจำนวนมาก

โดยอ้างอิงข้อมูลจาก EPFR ซึ่งเป็นองค์กรที่ติดตามการเคลื่อนไหวของกองทุนทั่วโลก เปิดเผยว่า ปัจจุบันมีเม็ดเงินกว่า 3.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่เข้ามาลงทุนในตลาดหุ้น Asia ex Japan ผ่านกองทุนรวมทั่วโลก และหากจำแนกเม็ดเงินลงทุนออกตามประเภทของกองทุนรวม จะเห็นว่ากองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในตลาดหุ้นทั่วโลก (Global Mandate), ตลาดหุ้นทั่วโลก ยกเว้นสหรัฐฯ (Global ex US Mandate) และตลาดหุ้นกำลังพัฒนาทั่วโลก (Global Emerging Market Mandate; GEM) มีสัดส่วนการลงทุนที่ระดับราว 1.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ, 9 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ 7 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ ในขณะที่กองทุนที่มีนโยบายการลงทุนในตลาดหุ้น Asia ex Japan เพียงภูมิภาคเดียว (Asia ex Japan Mandate) มีสัดส่วนการลงทุนเพียง 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเท่ากับ 6% ของเม็ดเงินทั้งหมดที่ลงทุนในตลาดหุ้น Asia ex Japan ผ่านกองทุนทั่วโลก

ดังนั้น หาก Sentiment ของการลงทุนในตลาดหุ้น EM แย่ลง ตลาดหุ้นกำลังพัฒนาในเอเชีย มีความเสี่ยงที่จะถูกเทขายไปพร้อมกับตลาดหุ้น EM โดยรวม ผ่านกองทุนรวมที่มีนโยบายลงทุนในประเทศกำลังพัฒนาทั่วโลก (GEM Mandate) ซึ่งมีสัดส่วนการลงทุนในตลาดหุ้น Asia ex Japan สูงถึง 75% ของมูลค่าการลงทุนรวมในประเทศกำลังพัฒนาทั่วโลก

แผนภาพที่ 5: จำแนกเม็ดเงินลงทุนในตลาดหุ้น Asia ex Japan ออกตามประเภทของกองทุนรวมทั่วโลก



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

มากไปกว่านั้น แนวโน้มการเติบโตของกำไรของบริษัทจดทะเบียน (Earnings Outlook) ในตลาดหุ้น Asia ex Japan ก็ดูแย่ลง หลังถูกปรับลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา จากผลกระทบของความกังวลต่อความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่รุนแรงขึ้น และค่าเงินของประเทศ EM ที่อ่อนค่าลงแรง นำโดยมาเลเซีย ฮังกง เกาหลี อินเดียและจีน ดังนั้นเราแนะนำให้นักลงทุนชะลอการลงทุนเพิ่มเติมในตลาดหุ้น Asia โดยคงน้ำหนักการลงทุนที่ Neutral

แผนภาพที่ 6: ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้น Asia ex Japan ส่วนใหญ่ถูกปรับลดลงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา

	2Q18 Earnings Growth	FY2018 Earnings Growth (Consensus Estimates)	FY2018 Earnings Revision	
			1-Month	3-Month
Malaysia	11%	8.2%	-1.0%	-6.4%
Hong Kong	13%	16.8%	-0.1%	-6.2%
Korea	7%	6.1%	-0.2%	-2.7%
India*	8%	18.4%	-0.6%	-2.5%
China	14%	15.7%	-0.9%	-2.0%
Philippines	-3%	7.3%	-0.6%	-1.8%
Singapore	14%	14.0%	-0.5%	-1.1%
Thailand	15%	11.1%	-0.3%	-0.9%
Taiwan	14%	7.0%	-0.5%	0.4%
Indonesia	11%	8.6%	1.4%	1.6%
MSCI Asia Pacific ex. Japan	14%	12.0%	-1.2%	-4.9%

\*India: 1Q FY19 and FY2019

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

### 3 ปัจจัยสำคัญที่อาจหยุดแรงเทขายในค่าเงิน EM

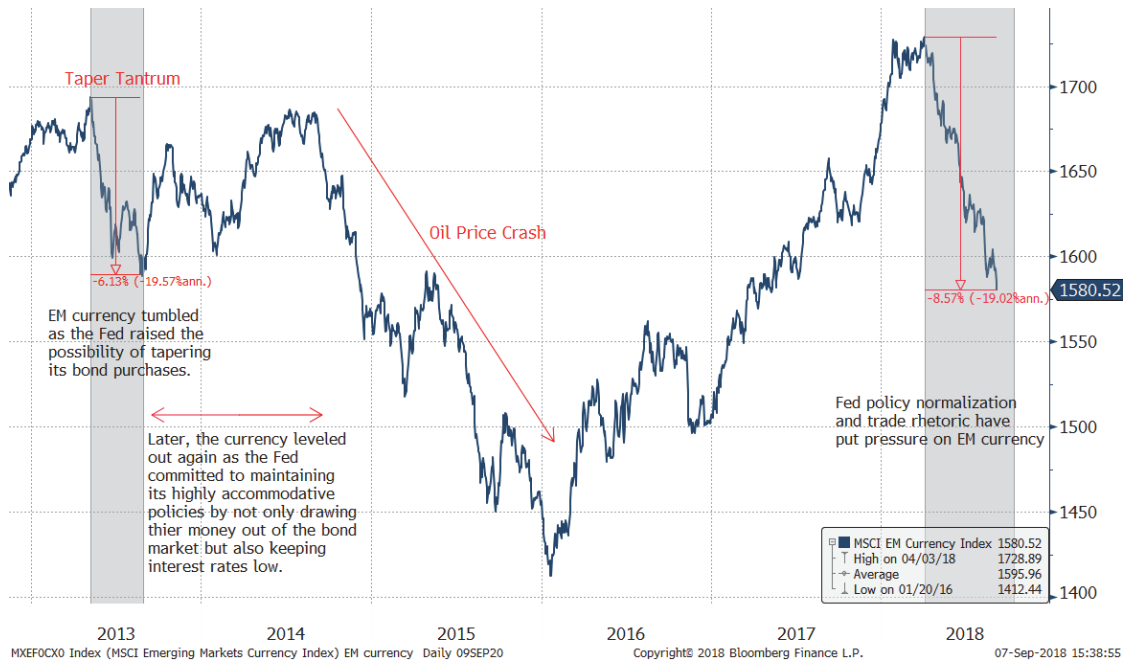
อ้างอิงจากส่วน Special Issue (หัวข้อ: วิกฤตเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ จะลุกลามไปเป็นวิกฤตโลกหรือไม่?) จะเห็นได้ว่าการอ่อนค่าอย่างรุนแรงของค่าเงิน EM เป็นตัวจุดชนวนปัญหาเชิงโครงสร้างทางเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาที่สั่งสมมาอย่างยาวนาน ซึ่งทำให้ภาพรวมในการลงทุนในตลาดหุ้น EM ดูอันตรายมากขึ้น และกดดันให้ตลาดหุ้น EM ปรับฐานตามมา ทั้งนี้เราแนะนำให้นักลงทุนจับตา 3 ปัจจัยสำคัญที่อาจช่วยหยุดแรงเทขายในค่าเงิน EM ได้ ดังต่อไปนี้

#### 1. ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ต้องดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายลง

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ต้องดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายลง เพื่อช่วยชะลอการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย และส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ กลับมาอ่อนค่าลง โดยตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือ ในช่วงปี 2013 Fed ได้ออกมาให้สัญญาว่าจะลดการอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบ (Taper Tantrum) ซึ่งส่งผลให้ดอกเบี้ยแข็งขึ้นแรงจากระดับต่ำ และส่งผลให้ค่าเงิน EM อ่อนค่าแรงกว่า 6% ในระยะเวลาอันสั้น อย่างไรก็ตาม ค่าเงิน EM ได้กลับมาแข็งค่าสู่ระดับเดิม หลัง Fed ออกมาย้ำว่าจะยังคงดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลาย โดยจะไม่ดูดสภาพคล่องออกจากระบบ และยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับต่ำต่อไป

อย่างไรก็ตาม เรามองว่าสถานการณ์นี้มีโอกาสเกิดขึ้นน้อย เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตได้อย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง และเงินเฟ้อมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นแรงในระยะข้างหน้า หลังตลาดแรงงานตึงตัวมากขึ้น ดังนั้น Fed น่าจะยังคงดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดตามเดิม ซึ่ง Dot plot ล่าสุด ชี้ว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 6 ครั้งจนถึงปี 2020 ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 3.5% สูงกว่าอัตราดอกเบี้ย R\* (อัตราดอกเบี้ยที่ไม่เป็นการกระตุ้นหรือชะลอเศรษฐกิจ; Long-Run Neutral Rate) ที่ 2.9%

แผนภาพที่ 7: ค่าเงิน EM อ่อนค่าแรง ตามการดำเนินนโยบายทางการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed



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

## 2. ราคาทองแดง (Copper Price) ต้องกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก

ราคาทองแดง (Copper Price) ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก และมี Correlation ที่เป็นบวกกับค่าเงิน EM ต้องกลับมาเพิ่มขึ้น หลังถูกกดดันอย่างหนักและปรับตัวลงมากกว่า 20 % YTD ตามแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลกและความต้องการใช้ทองแดง ที่ดูชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า ซึ่งเป็นผลมาจากความกังวลต่อสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่รุนแรงมากขึ้น

ทั้งนี้ เรามองว่า การที่รัฐบาลจีนกลับมาผ่อนคลายนโยบายทั้งทางด้านการเงินและการคลัง ตั้งแต่ช่วงกลางปีที่ผ่านมา จะช่วยชดเชยผลกระทบจากสงครามทางการค้า และทำให้เศรษฐกิจจีนกลับมาฟื้นตัวและหนุนเศรษฐกิจโลกในระยะข้างหน้า ดังนั้นความต้องการใช้ทองแดงจะกลับมาเพิ่มขึ้น และหนุนให้ราคาทองแดงฟื้นตัวได้ในที่สุด

แผนภาพที่ 8: ราคาทองแดง (Copper Price) เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับค่าเงิน EM



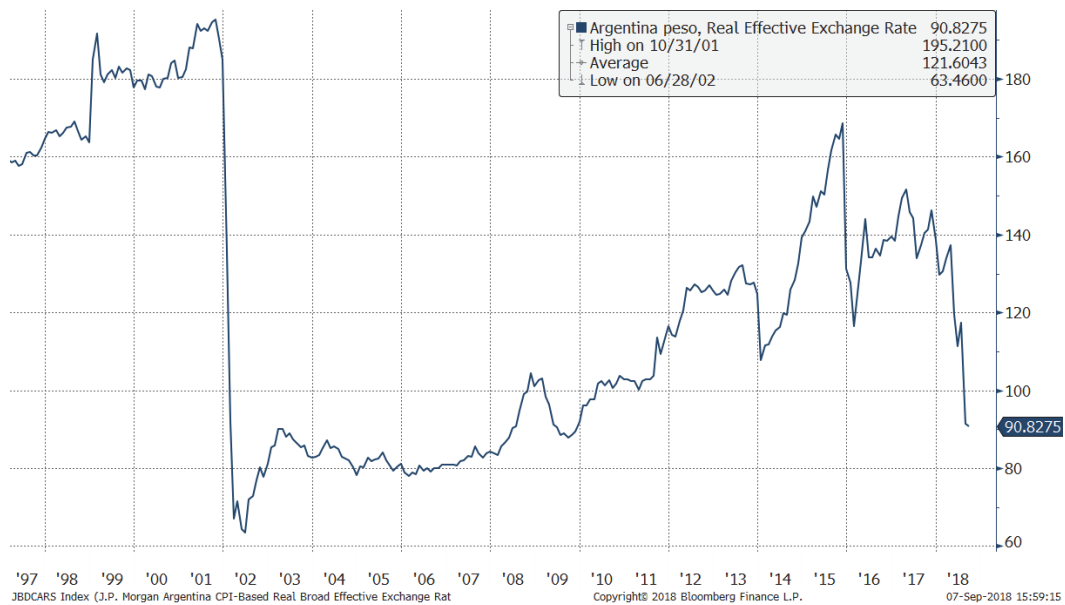
Source: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### 3. ค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินา ต้องกลับมามีเสถียรภาพมากขึ้น หลังรัฐบาลอาร์เจนตินาดำเนินนโยบายทางการเงินและการคลังที่เข้มงวดมากขึ้น พร้อมทั้งได้รับเงินช่วยเหลือจาก IMF

รัฐบาลอาร์เจนตินากำลังพยายามอย่างหนักเพื่อพยายามดึงเงินไม่ให้ไหลออกนอกประเทศและรักษาเสถียรภาพของค่าเงิน Peso ผ่านการดำเนินนโยบายทางการเงิน และการคลังที่เข้มงวดแบบสุดโต่ง พร้อมทั้งได้รับความช่วยเหลือทางการเงินจาก IMF ด้วยเงินกู้มูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

ทั้งนี้ หากมาตรการทั้งหมดที่กล่าวมายังไม่สามารถสร้างเสถียรภาพให้กับค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินาได้ เรามองว่า Sentiment ของค่าเงิน EM และตลาดหุ้น EM โดยรวม (Broader EM Sentiment) จะดูอันตรายมากขึ้น และยากที่จะฟื้นกลับมาได้

แผนภาพที่ 9: ค่าเงิน Peso ของอาร์เจนตินาอ่อนค่าแรง ลงมาที่ระดับใกล้เคียงกับในช่วงวิกฤตการเงินโลกปี 2007



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

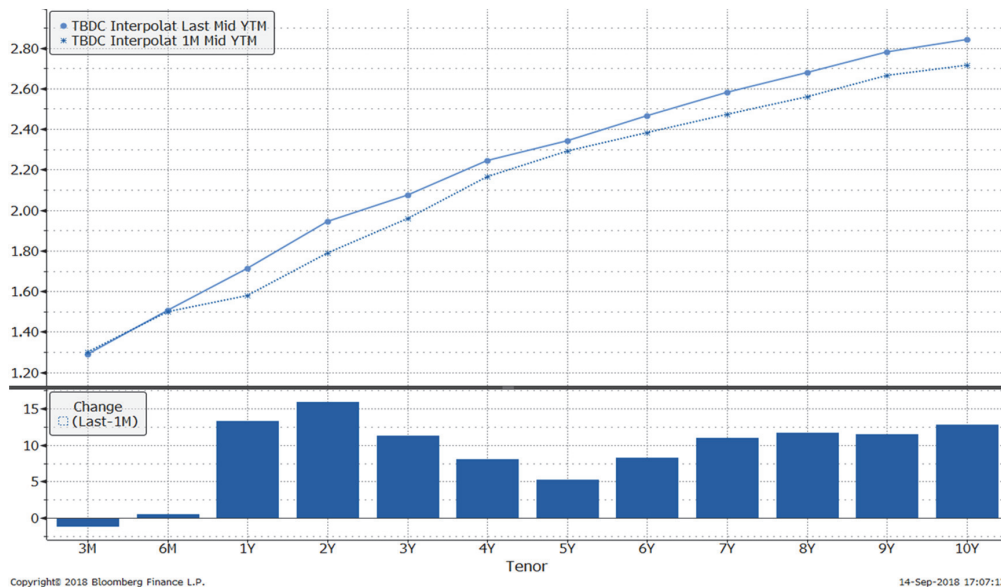
# ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตลาดตราสารหนี้ระยะยาว โดยคาดว่า Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ ในขณะที่เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.5% ตลอดทั้งปี 2018

## Bond Yield ไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยมีเพียงพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือนเท่านั้นที่ปรับลดลงเล็กน้อย

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยมีเพียงพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือนเท่านั้นที่ปรับลดลงเล็กน้อย 1 bps ส่วนพันธบัตรอายุ 6 เดือนปรับเพิ่มขึ้น 0.6bps ขณะที่พันธบัตรอายุ 1-3 ปีเพิ่มขึ้น 11-16bps พันธบัตรอายุ 4-6 ปีเพิ่มขึ้น 5-8bps และพันธบัตรอายุ 7-10 ปี ปรับเพิ่มขึ้น 11-13bps

แผนภาพที่ 10: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเกือบทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยมีเพียงพันธบัตรอายุ 3 เดือนเท่านั้น ที่ปรับลดลงเล็กน้อย



Source: Bloomberg

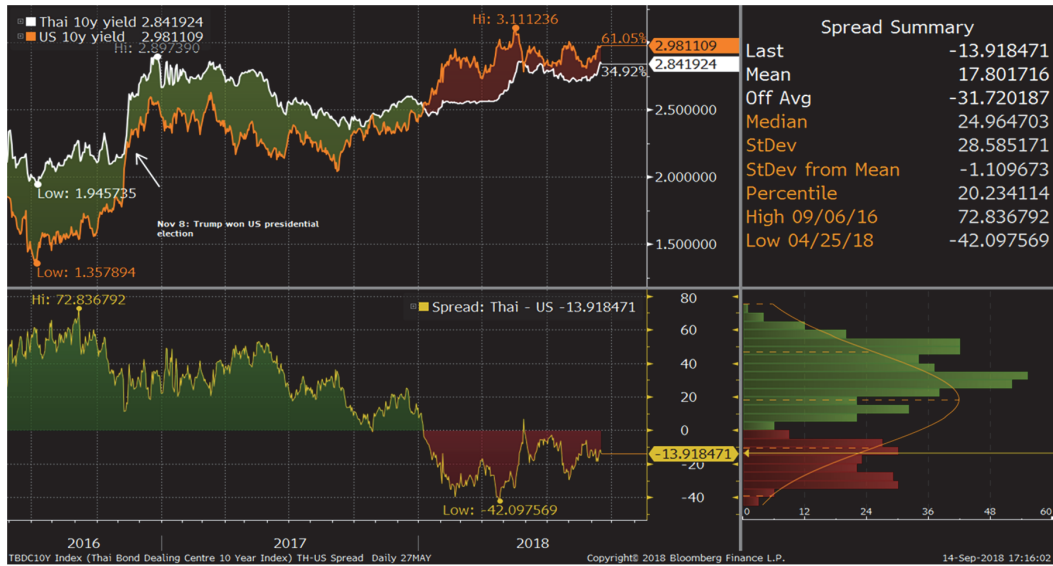
## เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปี ของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 14bps อยู่ที่ 2.84% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตาม Bond Yield อายุ 10 ปีของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นราว 7bps อยู่ที่ 2.98% หลังตัวเลขเศรษฐกิจออกมาแข็งแกร่งต่อเนื่องซึ่งจะสนับสนุนให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง

เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยคาดว่า Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อสู่ระดับ 2.9% ณ สิ้นปีนี้ เนื่องจาก 1) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ซึ่งปัจจุบันอยู่ที่ -0.14% นั้น ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปี (0.21%) และค่าเฉลี่ย 5 ปี (0.50%) ค่อนข้างมาก ทำให้ Bond Yield ไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น และ 2) Bond Yield ของไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ทั่วโลก โดยเฉพาะ Bond Yield สหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นแรงในปลายไตรมาส 3 จากการออกขายพันธบัตรจำนวนมากของกระทรวงการคลังสหรัฐฯ

นอกจากนี้ แรงซื้อพันธบัตรจากธนาคารกลางหลักในโลกที่จะเริ่มลดลง ทั้งจากการลด QE ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) การลดขนาดงบดุลของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) รวมถึงธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ที่แม้ว่าจะยังคงทำ QE อยู่อย่างต่อเนื่อง (คาดจนถึงปี 2020 เป็นอย่างน้อย) แต่อัตราการเข้าซื้อก็ได้ลดลงนับตั้งแต่ BoJ ประกาศใช้มาตรการ Yield Curve Control ในเดือน ก.ย. 2016 และมีแนวโน้มที่จะลดลงต่อจากการขยายกรอบการเคลื่อนไหวของ Bond Yield (จาก  $\pm 0.1\%$  เป็น  $\pm 0.2\%$  ) เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นให้กับมาตรการ ก็เป็นอีกปัจจัยที่จะกดดันให้ Bond Yield ทั่วโลกปรับตัวสูงขึ้น

แผนภาพที่ 11: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ยังอยู่ในระดับต่ำ (-0.14%) ทำให้พันธบัตรไทยยังมีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะปรับตัวสูงขึ้น



Source: Bloomberg



# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราคงมูมมองที่ว่า ราคาน้ำมันดิบ WTI จะกลับขึ้นมาเทรดในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ สะท้อนความเสี่ยงที่ตลาดน้ำมันดิบโลกจะตึงตัวมากขึ้น จากมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ต่ออิหร่าน ซึ่งจะจำกัดปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านสู่ตลาดน้ำมันดิบโลก แม้ว่าการเพิ่มปริมาณการผลิตของผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC รายอื่นๆจะช่วยบรรเทาผลกระทบดังกล่าว แต่กำลังผลิตสำรองของ OPEC ที่ลดลงสู่ระดับต่ำ อาจเป็นปัจจัยผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้นได้ในระยะข้างหน้า

เรายังคงมูมมองเชิงบวกต่อราคาทองคำ โดยมองว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองในหลายประเทศทั่วโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ และแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในปีหน้า จะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำ

## น้ำมัน

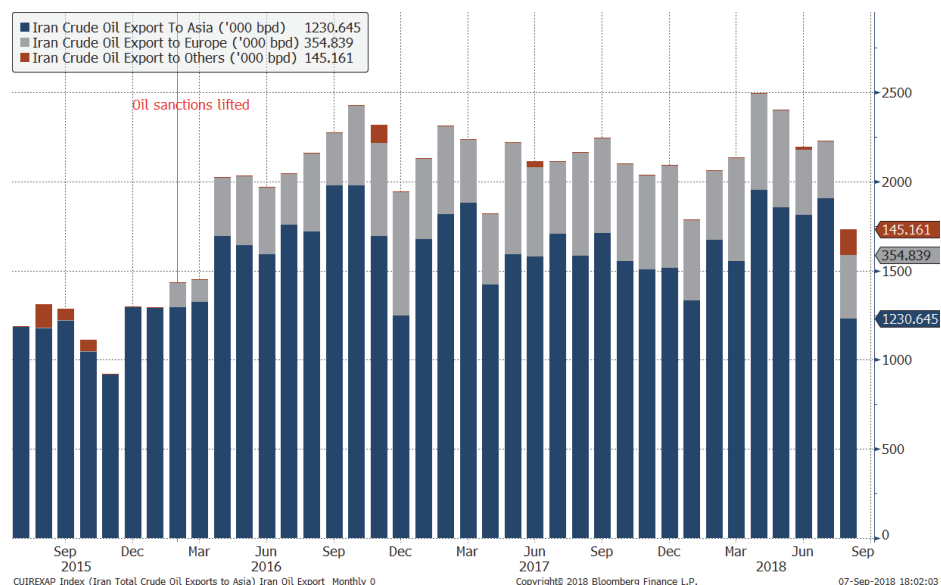
### ผลกระทบจากมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านหนุนราคาน้ำมันดิบให้ทรงตัวในระดับสูง

สหรัฐฯ ได้ประกาศให้ทุกประเทศที่มีการนำเข้าน้ำมันดิบจากอิหร่าน หยุดนำเข้าน้ำมันดิบทันทีหลังวันที่ 4 พ.ย. นี้ มิฉะนั้นจะถูกทางสหรัฐฯ คว่ำบาตรเช่นกัน โดยไม่มีการยกเว้นให้กับประเทศใดประเทศหนึ่ง ซึ่งหลายประเทศเริ่มปรับตัว โดยการลดการนำเข้าน้ำมันดิบจากอิหร่านลง สังเกตได้จากปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านที่ลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เดือน พ.ค. ที่ผ่านมา

ซึ่งล่าสุด ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่าน เดือน ส.ค. ลดลงมากกว่า 5 แสนบาร์เรลต่อวัน มาที่ระดับราว 1.75 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการลดลงจากผู้นำเข้าในฝั่งเอเชีย โดยปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านไปยังเอเชียได้ลดลงมาที่ระดับเดียวกับช่วงที่อิหร่านเคยถูกคว่ำบาตรในปี 2015

ทั้งนี้ เราประเมินว่า ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านมีแนวโน้มที่จะลดลงอีกอย่างน้อย 5 แสนบาร์เรลต่อวัน โดยปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบรวมของอิหร่านจะลดลงไปเท่ากับตอนที่อิหร่านเคยถูกคว่ำบาตรในช่วงปี 2015 ที่ระดับราว 1.25 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 12 : ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านลดลงต่อเนื่องตั้งแต่เดือน พ.ค.



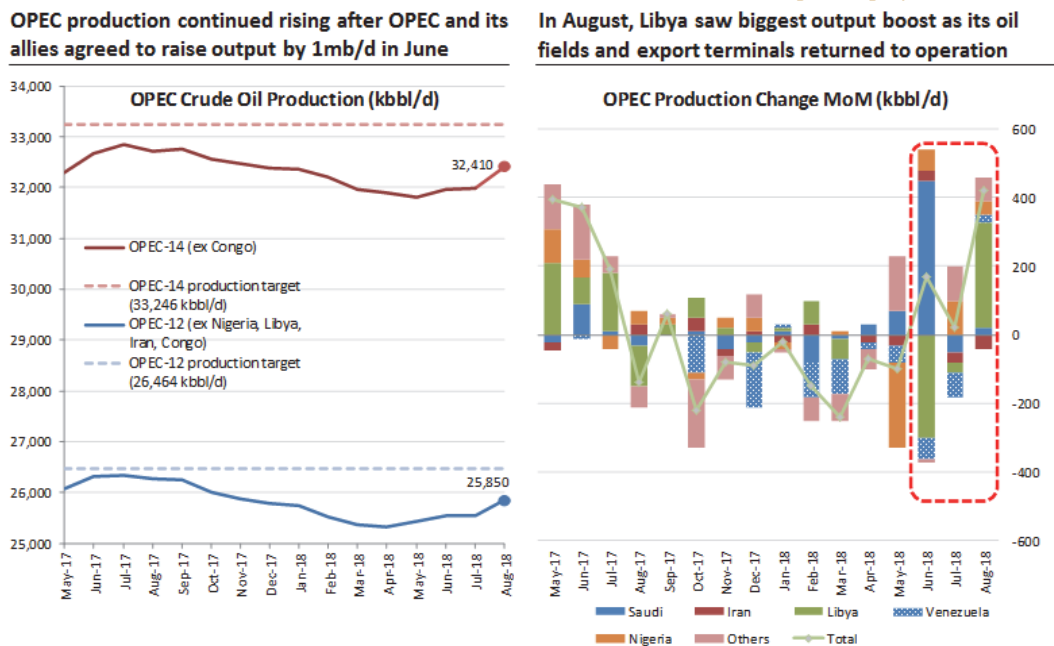
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## OPEC เพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่อเนื่อง แต่กลับทำให้ตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงตึงตัวมากขึ้นในระยะข้างหน้า

ผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC ยังคงเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มิ.ย. เพื่อชดเชยอุปทานน้ำมันดิบที่หายไปจากเวเนซุเอลาและอิหร่าน โดยมีเป้าหมายที่จะเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของกลุ่ม OPEC ขึ้นสู่ระดับเป้าหมายเดิม (32.92 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ที่ทาง OPEC ได้ตั้งไว้เมื่อเดือน ธ.ค. 2016

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC (ไม่รวมประเทศคองโก ซึ่งเป็นสมาชิกใหม่) เดือน ส.ค. ได้เพิ่มขึ้นอีก 4.2 แสนบาร์เรลต่อวัน มาที่ระดับ 32.41 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในปีนี้ โดยลิเบียเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบมากที่สุดในเดือนนี้ ราว 3.1 แสนล้านบาร์เรล เนื่องจากแหล่งขุดเจาะน้ำมันดิบ และท่าเรือขนส่งน้ำมันของลิเบียได้กลับมาดำเนินการตามปกติ หลังถูกปิดไปชั่วคราวจากเหตุการณ์ไม่สงบทางการเมืองในลิเบีย ขณะที่ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของซาอุดีฯ ซึ่งเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ที่สุดของ OPEC ทรงตัวมาต่อเนื่อง 2 เดือนติด

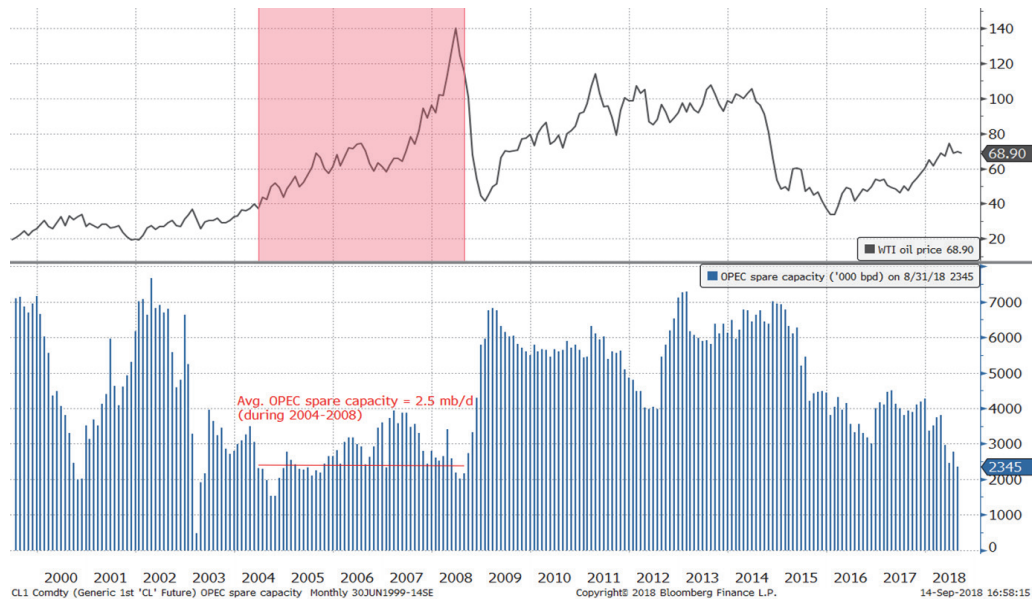
แผนภาพที่ 13: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC เพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในปีนี้



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

แม้การเพิ่มปริมาณการผลิตของ OPEC จะช่วยบรรเทาการตึงตัวของอุปทานน้ำมันดิบโลกในช่วงนี้ แต่กลับกลายเป็นดาบสองคมที่เพิ่มความเสี่ยงให้ตลาดน้ำมันดิบโลกตึงตัวมากขึ้นในระยะข้างหน้า หากเกิด Supply Disruption ขึ้นอีกในแหล่งผลิตอื่นๆ เนื่องจากกำลังการผลิตน้ำมันดิบสำรอง (Spare Capacity) ของกลุ่ม OPEC ได้ลดลงต่อเนื่องจากระดับ 4 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2017 มาที่ระดับต่ำราว 2.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ณ เดือน ส.ค. 2018) และยังคงมีแนวโน้มลดลงไปต่ำกว่า 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน หากปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านยังคงลดลงต่อเนื่อง (โดยเราคาดว่า ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านจะลดลงอีกอย่างน้อย 5 แสนบาร์เรลต่อวัน)

แผนภาพที่ 14: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสำรองของ OPEC ลดลงสู่ระดับต่ำสุดตั้งแต่ปี 2008 หลังเร่งผลิตน้ำมันดิบในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา



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

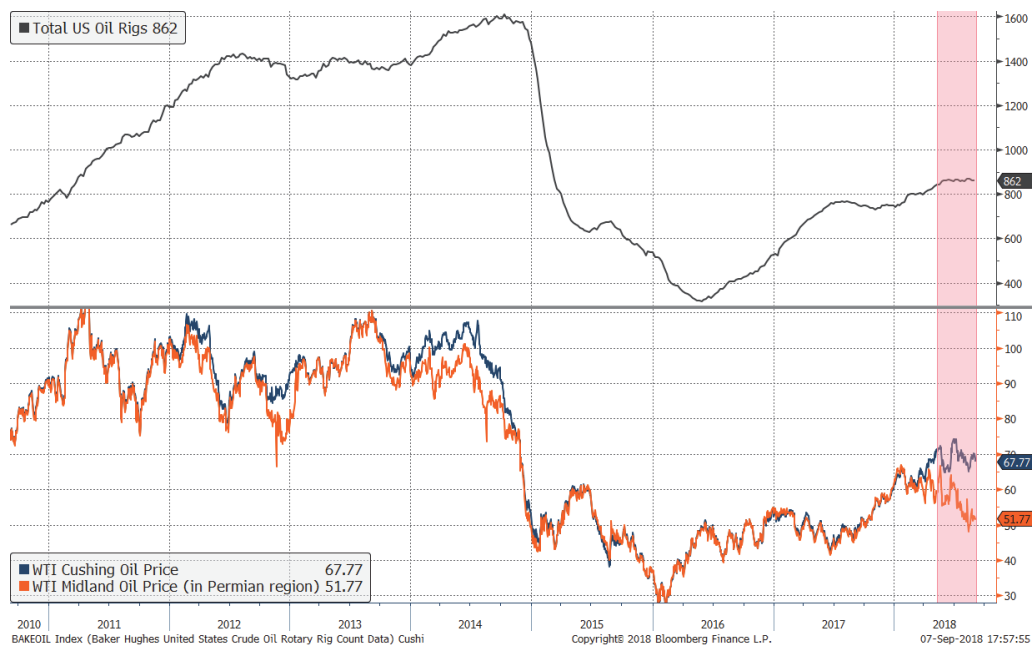
### ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ น่าจะเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัด หลังจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบทรงตัว

จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ทรงตัวที่ระดับราว 860 แท่นตั้งแต่เดือน มิ.ย. หลังราคาน้ำมันดิบในแหล่ง Permian (WTI Midland Oil Price) ถูกกดดันให้ลดลงต่ำกว่าราคากลาง (WTI Cushing Oil Price) มากกว่า 10 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และส่วนต่างดังกล่าวเคยกว้างสุดถึง 18 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงปลายเดือน ส.ค. ที่ผ่านมามา ดังนั้นผู้ผลิต Shale Oil ในแหล่ง Permian จึงชะลอการลงทุนในการเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันดิบ

ทั้งนี้ ราคาน้ำมัน WTI Midland ถูกกดดันจากข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบผ่านท่อ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian ซึ่งทำให้ผู้ผลิตไม่สามารถส่งออกน้ำมันดิบที่ผลิตเพิ่มขึ้นออกไปยังคลังเก็บน้ำมัน Cushing ในรัฐ Oklahoma และทำเรือส่งออกในอ่าวเม็กซิโกได้ ดังนั้นสต็อกน้ำมันดิบในแหล่ง Permian จึงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และมีแนวโน้มที่จะล้นตลาดในระยะข้างหน้า

ข้อมูลในอดีตชี้ว่า จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบเป็นปัจจัยชี้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอยู่ราว 4 เดือน ซึ่งหมายความว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ น่าจะเพิ่มขึ้นได้อย่างจำกัดตั้งแต่ช่วงไตรมาส 4 ปีนี้ ดังนั้นสหรัฐฯ จะไม่สามารถเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบ เพื่อชดเชยอุปทานน้ำมันดิบโลกที่เสี่ยงลดลงในช่วงปลายปีนี้ได้เหมือนในช่วงที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 15: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ทรงตัวที่ระดับ 860 แท่นตั้งแต่เดือน มิ.ย. หลังส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบ WTI Cushing กับ WTI Midland ในแหล่ง Permian กว้างขึ้นแรง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

#### คงมุมมอง น้ำมันดิบ WTI กลับขึ้นมาเทรตในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงไตรมาส 4

เราคงมุมมองที่ว่า ราคาน้ำมันดิบ WTI จะกลับขึ้นมาเทรตในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงไตรมาส 4 และคงเป้าที่ระดับ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ณ สิ้นปี 2018 เนื่องจากตลาดน้ำมันดิบโลกเสี่ยงที่จะตึงตัวมากขึ้น จาก Supply Disruption ในเวเนซุเอลาและอิหร่าน ทั้งนี้ แม้ว่า OPEC จะเร่งผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยปริมาณดังกล่าว แต่เรามองว่าจะยิ่งเพิ่มความเสี่ยงต่อตลาดน้ำมันโลกในระยะข้างหน้า ในขณะที่เดียวกันสหรัฐฯ ไม่สามารถเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเพื่อช่วยลดความตึงตัวของตลาดน้ำมันโลกได้เหมือนในช่วงที่ผ่านมา เนื่องจากปัญหาด้านการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian

## ทองคำ

### ราคาทองคำถูกกดดันจากดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่า

ราคาทองคำลดลงราว 10% จากราว 1,350 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในช่วงไตรมาส 1 มาอยู่ที่ประมาณ 1,200 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปัจจุบัน โดยถูกกดดันจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นตามการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

แผนภาพที่ 16: ราคาทองคำถูกกดดันจากดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า

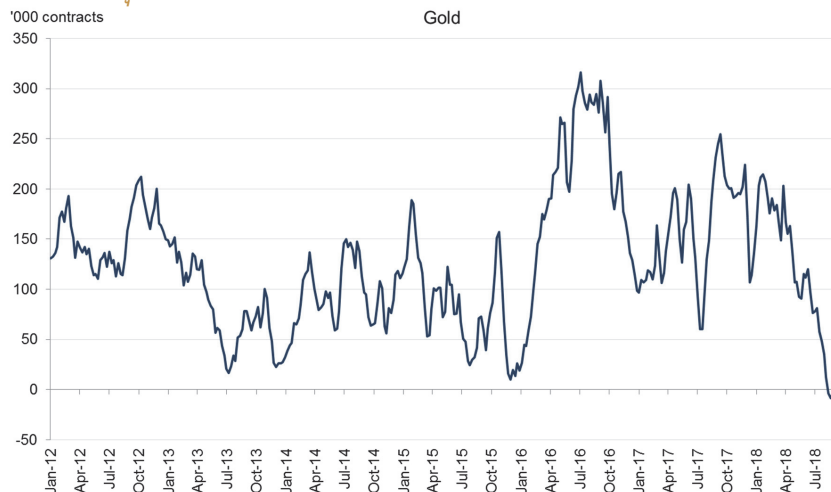


Source: Bloomberg

### Downside เริ่มจำกัด

เรามอง Downside ของราคาทองคำจากปัจจุบันเริ่มมีจำกัด โดยพิจารณาจาก สถานะการเก็งกำไรในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Net non-commercial Positions) ซึ่งลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ไตรมาส 2 และมีสถานะเป็น Net Short เป็นครั้งแรกในรอบหลายปี ซึ่งชี้ว่านักเก็งกำไรที่มีมุมมองลบต่อทองคำได้มีการ Short ทองคำไปมากแล้ว ซึ่งทำให้ราคาทองคำมีโอกาสกลับทิศ หากนักลงทุนเหล่านี้กลับมาซื้อทองคำเพื่อปิด Position

แผนภาพที่ 17: สถานะการเก็งกำไรในทองคำลดลงต่อเนื่องตั้งแต่เดือน เม.ย. และล่าสุดมีสถานะเป็น Net Short ครั้งแรกในรอบหลายปี



Source: Bloomberg, CFTC

### ความเสี่ยงทางการเมืองและแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอลงในปีหน้าจะเป็นปัจจัยหนุนราคาทอง

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อราคาทองคำ โดยมองว่าความไม่แน่นอนทางการเมือง เช่น การเสนอร่างงบประมาณของรัฐบาลอิตาลีในช่วงเดือน ก.ย. การเลือกตั้ง Mid Term ของสหรัฐฯ ในวันที่ 6 พ.ย. และการเจรจา Brexit ซึ่งมีกำหนดให้เจรจาเสร็จสิ้นภายในปีนี้ และอังกฤษจะสิ้นสุดความเป็นสมาชิก EU ในเดือน มี.ค. ปีหน้า จะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้น ส่วนในปีหน้าแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอลง และความเสี่ยงที่ตลาดหุ้นอาจปรับฐาน ทำให้ทองคำเริ่มเป็นสินทรัพย์ที่น่าสนใจและเหมาะจะลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนให้มากขึ้น



# Global Economic Insights

## Key Recommendations

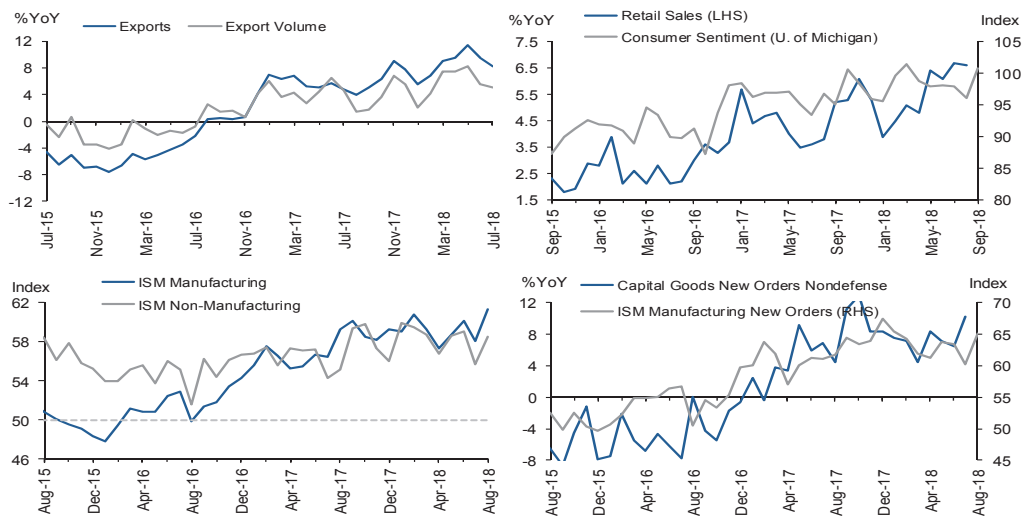
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง ทั้งภาคการผลิต การลงทุน และการบริโภค ขณะที่ส่งออกชะลอตัวลงหลังการขึ้นภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ค. โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่แข็งแกร่งต่อเนื่องจะสนับสนุนให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปีนี้ ในการประชุมเดือน ก.ย.และ ธ.ค.
- เศรษฐกิจยุโรปส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี หลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ผ่อนคลายลงไป โดยเราคาด GDP ทั้งปี 2018 จะขยายตัวที่ +2.0% YoY จากการบริโภคและการลงทุนเอกชนเป็นสำคัญ ด้านการเจรจา Brexit ดำเนินไปในทิศทางที่เป็นบวกมากขึ้น ซึ่งเราคาดอังกฤษและ EU จะได้ข้อตกลงร่วมกันปลายปีนี้
- เศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในเดือน ส.ค. หลังรัฐบาลได้ผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลังในช่วงปลายเดือน ก.ค. เพื่อหนุนเศรษฐกิจ โดยภาคการผลิตและการบริโภคฟื้นตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนยังคงอ่อนแอ ตามการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่ฟื้นตัว เนื่องจากรัฐบาลยังคงระมัดระวังการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลัง
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่ผ่านมา จากภาคการผลิตและการลงทุนที่ส่งสัญญาณฟื้นตัว ขณะที่การบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อยจากผลกระทบของสภาพอากาศที่ไม่ดี ขณะที่ส่งออกยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่อง โดยเฉพาะการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ที่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวดีต่อการบริโภคในประเทศที่ขยายตัวแข็งแกร่ง ชดเชยภาคต่างประเทศที่มีแนวโน้มชะลอตัว โดยส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากปัจจัยฐานที่สูงขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังและความเสี่ยงจากสงครามการค้า ขณะที่การท่องเที่ยวคาดว่าจะชะลอตัวลงในระยะสั้นจากผลกระทบของสถานการณ์เรือล่มในภูเก็ต

# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง ทั้งภาคการผลิต การลงทุน และการบริโภค ขณะที่ส่งออกชะลอตัวลงหลังการขึ้นภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ค. โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่แข็งแกร่งต่อเนื่องจะสนับสนุนให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเราคาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปีนี้ ในการประชุมเดือน ก.ย.และ ธ.ค.

ด้านความตึงเครียดทางการค้ากับจีนได้เพิ่มสูงขึ้น หลังสหรัฐฯ เดินหน้าประกาศขึ้นภาษีนำเข้า 10% กับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งนี้ เรามองว่าผลกระทบต่อผู้บริโภคสหรัฐฯ จะมีค่อนข้างสูง เนื่องจากสินค้าที่ถูกขึ้นภาษีนำเข้าในรอบนี้ ได้รวมสินค้าบริโภคสำคัญหลายรายการ อีกทั้งหลายสินค้า สหรัฐฯ พึ่งพาการนำเข้าจากจีนมาก

แผนภาพ 18: ตัวเลขเศรษฐกิจแข็งแกร่งต่อเนื่อง ทั้งการผลิต การลงทุน และการบริโภค ส่วนส่งออกชะลอลงในเดือน ก.ค. หลังภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาพรวมเศรษฐกิจขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่องทั้งภาคการผลิต การลงทุน และการบริโภค ขณะที่ส่งออกชะลอลงในเดือน ก.ค. หลังภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้

**การบริโภคขยายตัวดี:** การบริโภคยังคงขยายตัวแข็งแกร่ง โดยยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. ขยายตัว +0.1% MoM ต่ำกว่าที่ตลาดคาด แต่ตัวเลขเดือน ก.ค. ได้มีการปรับเพิ่มขึ้น 0.2pp เป็น 0.7% MoM และเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกยังขยายตัวแข็งแกร่งที่ +6.6% YoY ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Consumer Sentiment) เดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น +4.6 จุด เป็น 100.8 จุด และสูงกว่าตลาดคาดที่ 96.6 จุด

**การลงทุนขยายตัวดีต่อเนื่อง:** ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุนไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุนเดือน ก.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +10.3% YoY จาก +6.5% YoY ในเดือนก่อน และมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อตามดัชนี ISM Manufacturing New Orders เดือน ส.ค. ที่เพิ่มขึ้นเป็น 65.1 จุด ระดับสูงสุดในรอบ 7 เดือน

**ภาคการผลิตเร่งตัวขึ้น:** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น +3.2 จุด เป็น 63.1 จุด ระดับสูงสุดในรอบกว่า 14 ปี จากผลผลิต (+4.8, 58.5 จุด), ยอดคำสั่งซื้อใหม่ (+4.9, 65.1 จุด) และการจ้างงาน (+2.0, 58.5 จุด) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 55.2 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน

**การส่งออกชะลอตัวลงในเดือน ก.ค. หลังภาษีนำเข้ามีผลบังคับใช้:** ยอดส่งออกเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงเป็น +8.2% YoY จาก +9.5% YoY ในเดือนก่อน หลังภาษีนำเข้าของจีนมีผลบังคับใช้ (3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 6 ก.ค.) โดยการส่งออกถั่วเหลืองชะลอตัวลงมาก (+25.2% YoY vs. +61.3% เดือนก่อน) ส่วนยอดนำเข้าเร่งตัวขึ้นเป็น +9.1% YoY จาก +8.1% YoY เดือนก่อน

### สงครามการค้าตึงเครียดขึ้นหลัง สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อีกระลอก

สภาผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ประกาศจะขึ้นภาษีนำเข้า 10% กับสินค้าจีนมูลค่าราว 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 24 ก.ย. นี้ และจะปรับอัตราภาษีเพิ่มขึ้นเป็น 25% ในปีหน้า นอกจากนี้ประธานาธิบดี Donald Trump กล่าวขำๆว่าหากจีนตอบโต้กลับ หรือสร้างผลกระทบให้กับภาคการเกษตร สหรัฐฯ ก็พร้อมที่จะพิจารณาขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมอีกมูลค่า 2.67 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

การขึ้นภาษีนำเข้ากับจีนในรอบนี้ นับเป็นรอบที่สองหลังจากที่สหรัฐฯ ได้ขึ้นภาษีนำเข้า 25% กับสินค้าจีน 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 6 ก.ค. และ 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 23 ส.ค.) ซึ่งทำให้ตอนนี้สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนรวมทั้งหมดราว 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือประมาณครึ่งหนึ่งของมูลค่าสินค้าที่สหรัฐฯ นำเข้าจากจีนในปีก่อน

โดยสินค้าจีนในรอบ 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นี้ ได้รวมสินค้ากว่า 5,000 รายการ เช่น อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์, ส่วนประกอบคอมพิวเตอร์และทีวี, เฟอร์นิเจอร์, เสื้อผ้าและเครื่องหนัง, เครื่องใช้ไฟฟ้า เช่น ตู้เย็น, เครื่องปรับอากาศ, ชิ้นส่วนรถยนต์, เคมีภัณฑ์, พลาสติก, ไม้แปรรูป, ยาง, อุปกรณ์ทางการแพทย์ และสินค้าเกษตร เช่น เนื้อสัตว์, ผัก, ผลไม้, ข้าว, ธัญพืช

ขณะที่สินค้าราว 300 รายการได้ถูกถอดออกจากรายการสินค้าที่จะถูกเก็บภาษีที่ได้เปิดเผยก่อนหน้านี้ (ต้นเดือน ก.ค.) เนื่องจากไม่ผ่านความเห็นชอบจากสาธารณะ ซึ่งรวมถึง Smart Watch, ตัวรับส่งสัญญาณ Bluetooth, หมวกจักรยาน, แก้วอสูร, ที่นั่งนิรภัยสำหรับเด็ก และเคมีภัณฑ์สำหรับอุตสาหกรรมบางชนิด

ด้านจีนได้ประกาศมาตรการตอบโต้ โดยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ มูลค่ารวม 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 5-10% กับสินค้า เช่น เนื้อสัตว์, ข้าวสาลี, ไวน์, เครื่องบินขนาดเล็กและกลาง, ก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG), ไม้แปรรูป และชิ้นส่วนรถยนต์ โดยจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 24 ก.ย. เช่นเดียวกัน

แผนภาพ 19: รายละเอียดการเก็บภาษีสินค้านำเข้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน

วันที่บังคับใช้/รายละเอียดสินค้า	สหรัฐฯ	จีน
6 ก.ค. สินค้ามูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (อัตราภาษี 25%)	สินค้า 818 รายการ ซึ่งส่วนมากเป็นสินค้าอุตสาหกรรม High tech. 'Made in China 2025' เช่น หุ่นยนต์, การบิน, เครื่องจักรกล และรถยนต์	สินค้า 545 รายการ ซึ่งส่วนมากเป็นสินค้าเกษตร เช่น ถั่วเหลือง, เนื้อ, อาหารทะเล, นม, ผลไม้ และรถยนต์
23 ส.ค. สินค้ามูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์ (อัตราภาษี 25%)	สินค้า 279 รายการ เป็นสินค้ากลุ่มเคมีภัณฑ์, พลาสติก, เครื่องแก้ว, ผลิตภัณฑ์จากเหล็ก, อะลูมิเนียม, เครื่องจักรกล, มอเตอร์เครื่องจักร, เรือยนต์, มอเตอร์ไซค์ และรถราง	สินค้า 114 รายการ ได้แก่ กลุ่มพลังงาน เช่น น้ำมันแปรรูป, ถ่านหิน, ก๊าซธรรมชาติ, เคมีภัณฑ์, เครื่องมือทางการแพทย์บางอย่าง, รถยนต์และรถโดยสาร
24 ก.ย. สหรัฐฯ สินค้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์ (อัตราภาษี 10%) จีน สินค้ามูลค่า 6 หมื่นล้านดอลลาร์ (อัตราภาษี 5-25%)	สินค้านับ 6,000 รายการ ได้แก่ สินค้า High tech. 'Made in China 2025' อื่นๆ และสินค้าบริโภค ได้แก่ เนื้อสัตว์, ผัก, ผลไม้, ข้าว, ธัญพืช, เสื้อผ้า, เครื่องใช้ไฟฟ้า เช่น ตู้เย็น, เครื่องปรับอากาศ, คอมพิวเตอร์, เฟอร์นิเจอร์, รถยนต์, เคมีภัณฑ์, เครื่องหนัง, พลาสติก และยาง	สินค้า 5,207 รายการ ได้แก่อาหารแปรรูป, เคมีภัณฑ์, ผลิตภัณฑ์เครื่องหนัง, ผลิตภัณฑ์ไม้, สินค้าอุปโภคบริโภค, เครื่องจักรกล อุปกรณ์และส่วนประกอบ, สินค้าอิเล็กทรอนิกส์, อุปกรณ์เคมีคอนดักเตอร์, เลนส์, ก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG), แร่ทองแดง, เลเซอร์, เครื่องบินขนาดกลางและเล็ก, อุปกรณ์ทางการแพทย์ และ ผลิตภัณฑ์เสริมความงาม

Source: Bloomberg, CNBC, Trademap, USTR

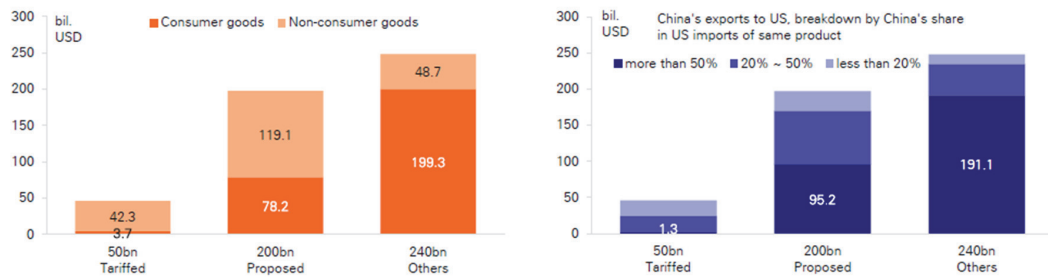


การประกาศขึ้นภาษีในครั้งนี้นับเป็นการเพิ่มความตึงเครียดกับจีนมากขึ้นไปอีกและลดโอกาสที่ทั้งสองฝ่ายจะเจรจาการค้าร่วมกัน หลังจากที่นาย Steven Mnuchin รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังสหรัฐฯ ได้ส่งจดหมายเชิญ นาย Liu He รองนายกรัฐมนตรีด้านเศรษฐกิจจีนเข้ามาเจรจาการค้าร่วมกันอีกครั้ง ซึ่งจีนก็ได้ตอบรับคำเชิญแต่ก็มีท่าทีลังเล โดยจีนกล่าวว่าหากสหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมก็จะไม่ร่วมเจรจาด้วย

การขึ้นภาษีของสหรัฐฯ ในรอบนี้ คาดว่าผลกระทบต่อส่งออกของจีนจะชัดเจนมากขึ้นและกดดันเศรษฐกิจโดยรวม โดย DB ประเมินว่าการขึ้นภาษีนำเข้า 25% กับสินค้าจีนรวม 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนราว 0.5pp และส่งผลให้รัฐบาลจีนต้องผ่อนคลายนโยบายการเงินลงและเร่งกระตุ้นการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานโดยเฉพาะในปี 2019 โดยเรายังคงคาดเศรษฐกิจจีนจะขยายตัว +6.5% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ และจะชะลอตัวลงต่อเป็น +6.3% YoY ในปี 2019

ด้านเศรษฐกิจสหรัฐฯ เราประเมินว่าการขึ้นภาษีนำเข้าทั้งหมดที่สหรัฐฯ ได้ประกาศก่อนหน้านี้ (เครื่องซักผ้าและแผงโซลาร์เซลล์, เหล็กและอะลูมิเนียม, และสินค้านำเข้าจีนมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) เมื่อรวมกับการขึ้นภาษีนำเข้า 25% กับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อ GDP สหรัฐฯ ราว 0.37% โดยผลกระทบต่อผู้บริโภคจะมีค่อนข้างสูง เนื่องจากสินค้าในรอบนี้ ได้รวมสินค้าบริโภคสำคัญหลายรายการ เช่น เครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน, เฟอร์นิเจอร์ และเครื่องหนัง อีกทั้งหลายสินค้าสหรัฐฯ พึ่งพาการนำเข้าจากจีนมาก โดย Goldman Sachs ประเมินว่าการขึ้นภาษีสินค้านำเข้ากับจีนทั้งหมดจะส่งผลให้เงินเฟ้อ Core PCE ของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 0.15pp

แผนภาพ 20: สินค้าจีนที่ถูกขึ้นภาษีในรอบล่าสุดมีสินค้าอุปโภคบริโภคหลายรายการ และหลายสินค้าสหรัฐฯ พึ่งพาการนำเข้าจากจีนค่อนข้างมาก



Source: Deutsche Bank

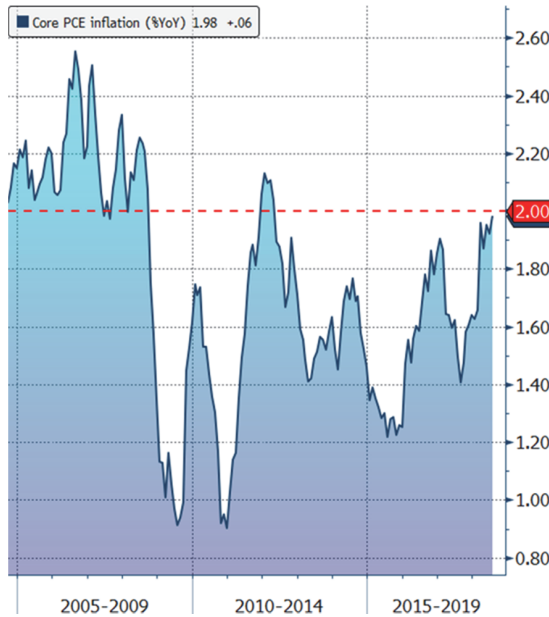
### ตลาดยังประเมินแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ต่ำเกินไป แม้ว่าแรงกดดันเงินเฟ้อจะเพิ่มมากขึ้น

เงินเฟ้อไม่รวมราคาอาหารสด และน้ำมัน (Core PCE) เดือน ก.ค. เติบโตขึ้นเป็น +2.0% YoY เท่ากับเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2012 ในขณะที่ค่าจ้างเฉลี่ยต่อชั่วโมง (Average Hourly Earnings) เติบโตขึ้นเป็น +2.9% YoY ในเดือน ส.ค. สูงสุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2009 ค่าจ้างที่เพิ่มขึ้นนับเป็นปัจจัยสำคัญที่จะผลักดันให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในอนาคต

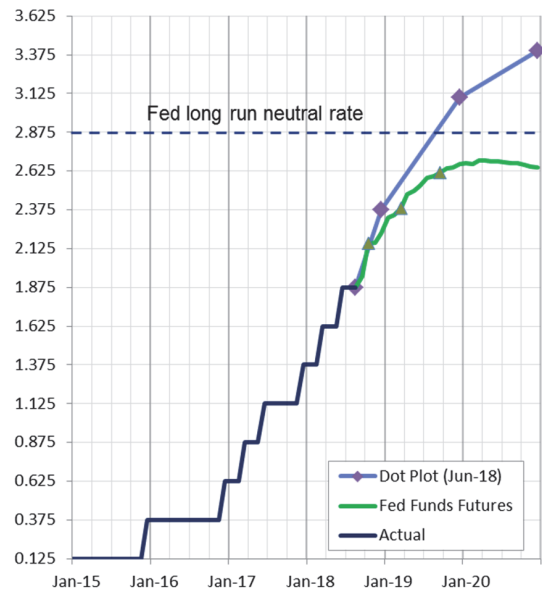
แรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง โดย Dot Plot ล่าสุดในการประชุมเดือน มิ.ย. ระบุว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 6 ครั้ง ไปจนถึงระดับที่ระดับ 3.5% ในเดือน ธ.ค. 2020 ในขณะที่ตลาด (สะท้อนจาก Fed Funds Futures) คาดว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีกเพียง 3 ครั้ง ไปจนถึงระดับที่ระดับ 2.6% ในช่วงไตรมาส 3 ปีหน้า

เรามองว่าตลาดยังประเมินแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ต่ำเกินไป ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่จะทำให้ Bond Yield ในตลาดปรับตัวสูงขึ้น และตลาดตราสารหนี้โลกผันผวนได้ โดยเฉพาะในช่วงไตรมาส 4 ที่รัฐบาลสหรัฐฯ มีแผนจะออกพันธบัตรใหม่เป็นจำนวนมากเพื่อชดเชยการขาดดุลการคลังซึ่งเป็นผลมาจากการลดภาษี

แผนภาพที่ 21: เงินเพื่อ Core PCE และ 2% เท่ากับเป้าหมายของ Fed



แผนภาพที่ 22: ตลาดประเมินว่า Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอีก 3 ครั้งไปหยุดที่ 2.6% ซึ่งต่ำเกินไป



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump ตกลงหลังคนใกล้ชิดถูกดำเนินคดี ซึ่งเป็นความเชื่อที่จะนำไปสู่กระบวนการถอดถอน**

นาย Micheal Cohen อดีตทนายส่วนตัวของประธานาธิบดี Trump ยอมรับสารภาพในข้อกล่าวหาว่ามีการจ่ายเงินเพื่อปิดปาก Stormy Daniels ในกรณีที่มีความสัมพันธ์รั้อฉาวกับประธานาธิบดี Trump ซึ่งการจ่ายดังกล่าวเกิดขึ้นในช่วงหาเสียง และนับเป็นการละเมิดกฎหมายเลือกตั้ง โดยนาย Cohen ได้ให้การพาดพิงถึงประธานาธิบดี Trump ว่าเป็นผู้สั่งการให้มีการจ่ายเงิน ซึ่งทำให้ Trump มีความเสี่ยงที่จะถูกดำเนินคดีในข้อหาดังกล่าวด้วย ในขณะที่เดียวกัน นาย Paul Manafort อดีตหัวหน้าทีมหาเสียงของ Trump ถูกตัดสินว่าทำผิดในคดีที่เกี่ยวข้องกับภาษีและการเงิน 8 คดี

แผนภาพที่ 23: คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Trump ตกลงหลังคนใกล้ชิดถูกดำเนินคดี



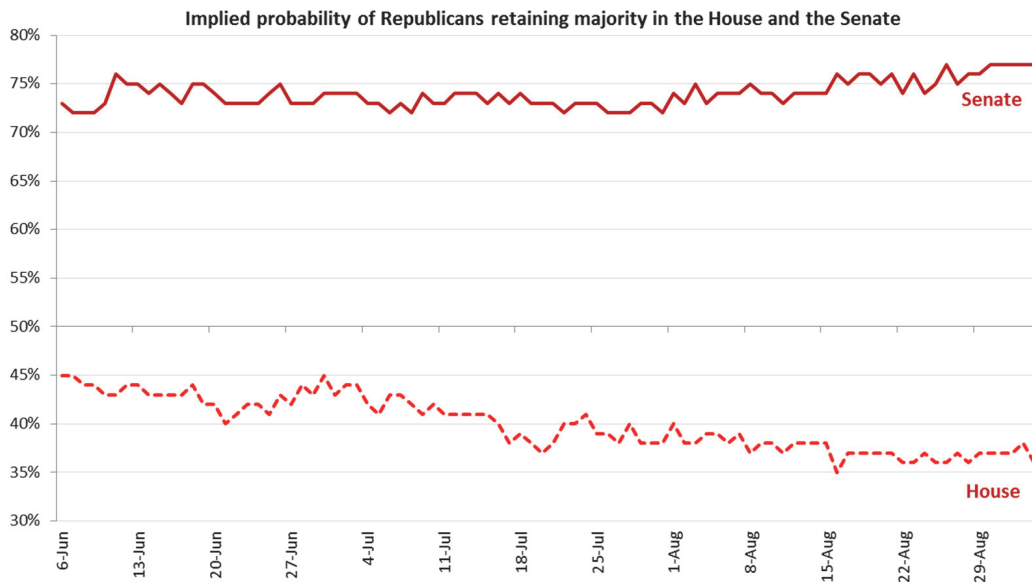
Source: RealClearPolitics, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การดำเนินคดีกับคนใกล้ชิดประธานาธิบดี Trump เป็นส่วนหนึ่งของการสอบสวนว่าประธานาธิบดี Trump ได้มีส่วนร่วมหรือรู้เห็นความพยายามของรัสเซียในการแทรกแซงผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีในปี 2016 ซึ่งประธานาธิบดี Trump ยังปฏิเสธความเกี่ยวข้อง และกล่าวว่าการตัดสินความผิดของทั้งสองบุคคลในคดีดังกล่าว ไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับการแทรกแซงผลการเลือกตั้งของรัสเซียอย่างที่ได้มีการกล่าวหาแต่อย่างใด

สำหรับผลกระทบทางการเมืองประธานาธิบดี Trump จะมีเอกลักษณ์คุ้มกันไม่ให้ถูกฟ้องร้องคดีในขณะที่ยังดำรงตำแหน่ง แต่หากการสืบสวนเรื่องกรณีรัสเซียมีความคืบหน้า ก็อาจเป็นการจุดชนวนให้มีการดำเนินกระบวนการถอดถอนปธน. (Impeachment) ต่อไป ซึ่งการถูกตัดสินให้มีความผิดในคดีต่างๆ ของคนใกล้ชิดประธานาธิบดีอาจจะเป็นแรงกดดันให้บุคคลเหล่านี้ให้ความร่วมมือมากขึ้นในการสอบสวนกรณีรัสเซีย

กระบวนการถอดถอนประธานาธิบดี เป็นกระบวนการทางสภา ซึ่งต้องใช้เสียง ส.ส. ครึ่งหนึ่งในการเริ่มดำเนินการ และการลงมติถอดถอนในชั้น ส.ว. ต้องใช้เสียง 2 ใน 3 ในปัจจุบันพรรค Republican ครองเสียงข้างมากในทั้งสภาล่าง (236 จาก 435 ที่นั่ง) และสภานบน (51 จาก 100 ที่นั่ง) แต่โพลการเลือกตั้ง Midterm ซึ่งจะเกิดขึ้นในวันที่ 6 พ.ย. ชี้ว่าพรรค Democrat มีคะแนนนำในการเลือกตั้ง ส.ส. และมีโอกาสสูงที่จะกลับมาครองเสียงข้างมากในสภาล่างได้ ซึ่งทำให้ความเสียหายที่ ประธานาธิบดี จะต้องเข้าสู่กระบวนการถอดถอนมีเพิ่มขึ้น

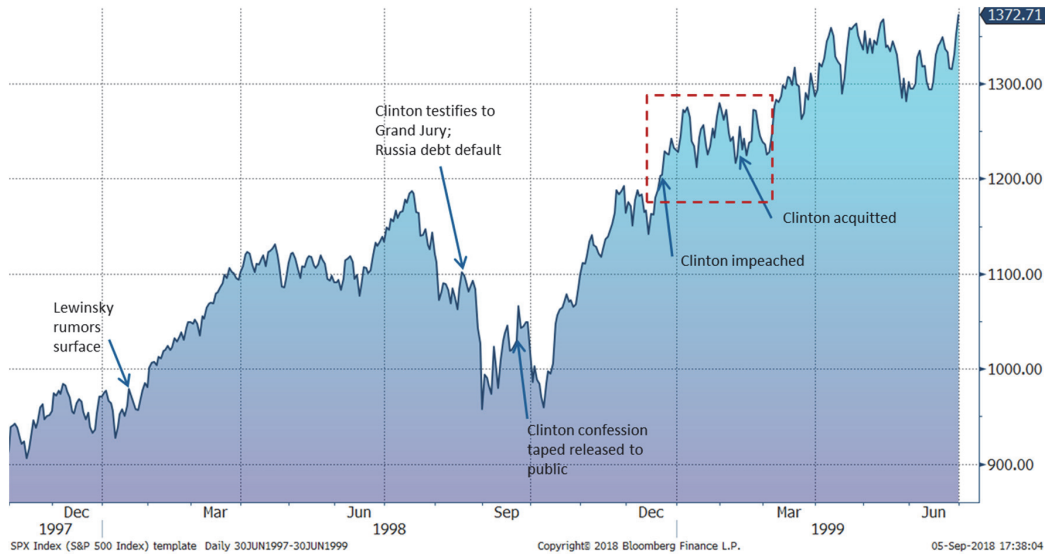
แผนภาพที่ 24: โพลการเลือกตั้ง Midterm ชี้ว่าพรรค Democrat มีโอกาสสูงที่จะกลับมาครองเสียงข้างมากในสภาล่างได้



Source: Predictit, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในอดีตเคยมีประธานาธิบดีสหรัฐฯ เข้าสู่กระบวนการถอดถอนมาแล้ว 2 คน ได้แก่ นาย Andrew Johnson ในปี 1868 และนาย Bill Clinton ในปี 1998 ซึ่งทั้งสองคนถูกตัดสินว่าไม่มีความผิดในการลงมติชั้น ส.ว. (เสียงโหวตไม่ถึง 2 ใน 3) ซึ่งในครั้งนี้ เราคาดว่าหากประธานาธิบดี Trump ต้องเข้าสู่กระบวนการถอดถอน โอกาสที่จะถูกตัดสินว่ามีความผิดในชั้น ส.ว. ก็ยังมีน้อยเช่นกัน ถ้าพรรค Republican ยังคงครองเสียงข้างมากในสภานบนไว้ได้ตามโพล

แผนภาพที่ 25: ตลาดหุ้น (ดัชนี S&P500) ไม่ได้รับผลกระทบมากนักในช่วงที่มีการถอดถอน ปธน. Clinton



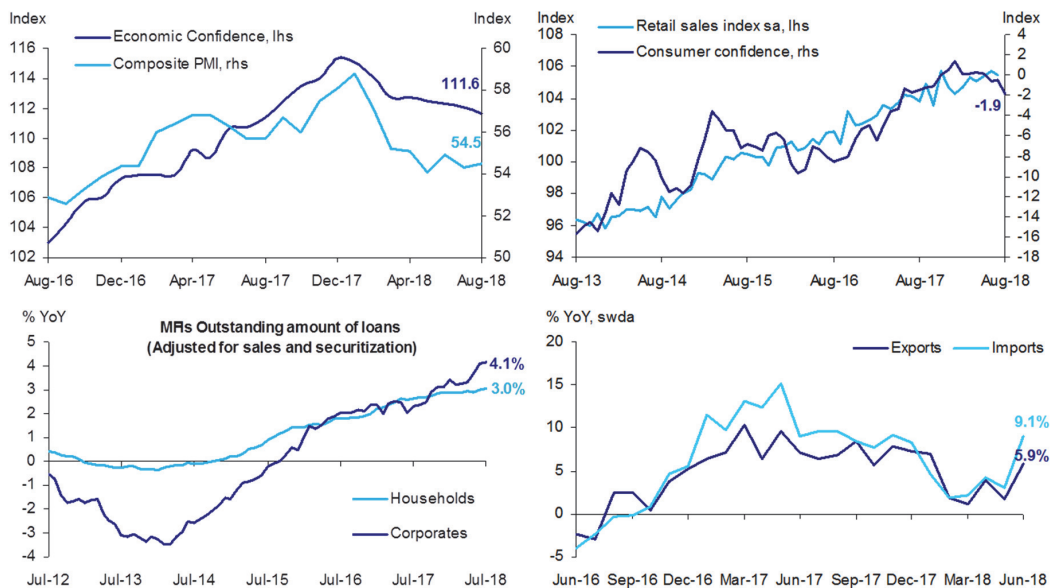
Source: Global Macro Monitor, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี หลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ผ่อนคลายลงไป โดยเรคาด GDP ทั้งปี 2018 จะขยายตัวที่ +2.0% YoY จากการบริโภคและการลงทุนเอกชนเป็นสำคัญ

ด้านการเจรจา Brexit ดำเนินไปในทิศทางที่เป็นบวกมากขึ้น หลังอังกฤษได้เผยแพร่ความสัมพันธ์กับ EU หลังจาก Brexit ซึ่งมีความประนีประนอมมากขึ้น โดยเรคาดอังกฤษและ EU จะได้ข้อตกลงร่วมกันปลายปีนี้ ก่อนที่อังกฤษจะออกจาก EU อย่างเป็นทางการในวันที่ 29 มี.ค. 2019

แผนภาพที่ 26: ดัชนี Composite PMI เพิ่มขึ้นในเดือน ส.ค. ส่วนความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจลดลงเล็กน้อย การบริโภคยังคงอ่อนแอตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อยังขยายตัวได้ดี และส่งออกเร่งตัวขึ้น

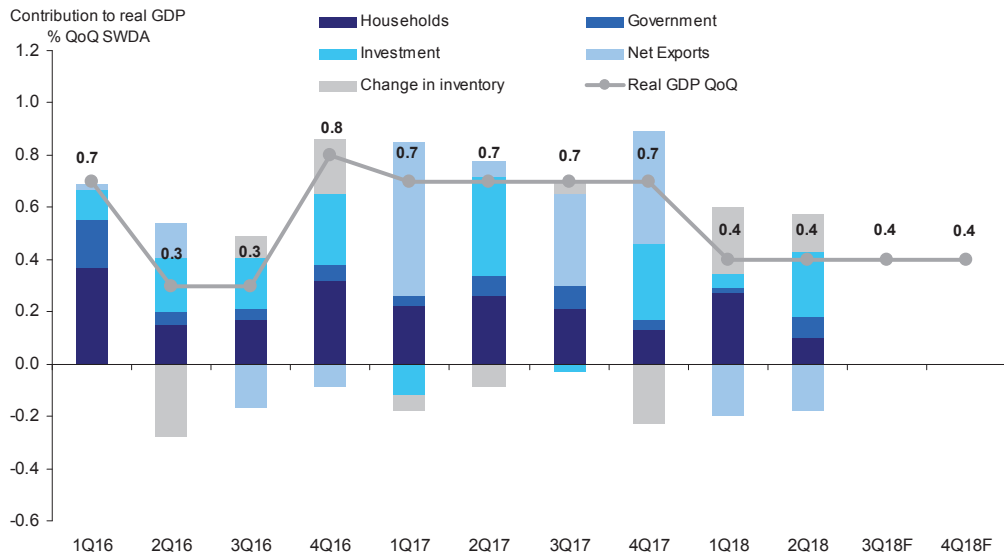


Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงครึ่งหลังของปี

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ขยายตัว +0.4% QoQ จากการลงทุนเอกชนเป็นสำคัญซึ่งได้แรงหนุนจากนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ขณะที่ส่งออกได้เป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 จากแรงกดดันของเงินยูโรที่แข็งค่าในช่วงปลายปีก่อน

แผนภาพที่ 27: GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว +0.4% QoQ จากการลงทุนภาคเอกชน (แห่งสีฟ้าเข้ม) เป็นสำคัญขณะที่ส่งออก (แห่งสีฟ้าอ่อน) เป็นปัจจัยจุดต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2



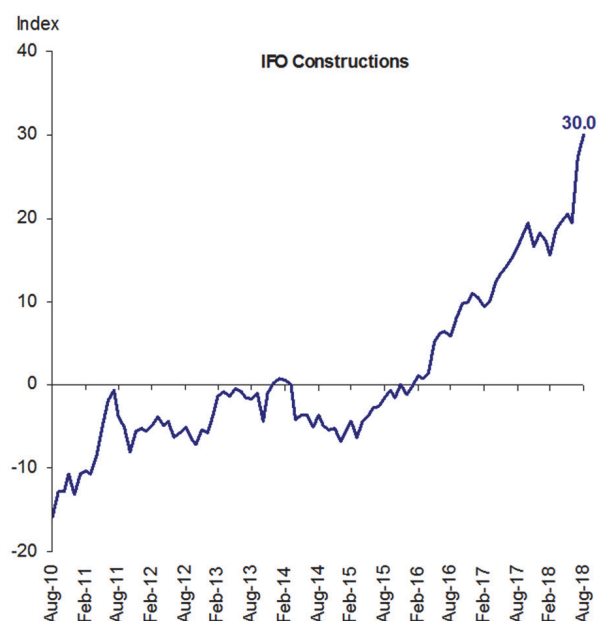
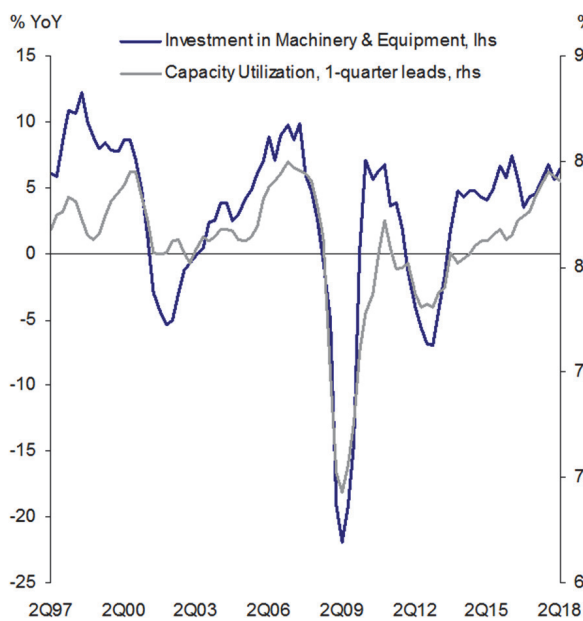
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มองไปข้างหน้า เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 3 จะขยายตัว +0.4% QoQ เท่ากับช่วงครึ่งแรกของปี และคาดเศรษฐกิจทั้งปี 2018 จะขยายตัว +2.0% YoY ชะลอลดลงจาก +2.5% YoY ในปีก่อน โดยเรามองว่าการบริโภคเอกชนและการลงทุนจะยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจ

การลงทุนมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่อเนื่องในปีนี้ โดยอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilisation) ของเยอรมนี ได้อยู่ในระดับสูงนับตั้งแต่ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ซึ่งน่าจะหนุนให้ภาคธุรกิจยังคงลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิต นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นภาคก่อสร้าง (IFO Constructions) ของเยอรมนีได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องและอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน ส.ค. ซึ่งคาดว่าจะหนุนให้การลงทุนในภาคก่อสร้างยังคงขยายตัวได้ดี

แผนภาพที่ 28: อัตราการใช้กำลังการผลิตของเยอรมนีที่อยู่ในระดับสูงน่าจะหนุนให้ภาคธุรกิจลงทุนเพิ่มเพื่อขยายกำลังการผลิต

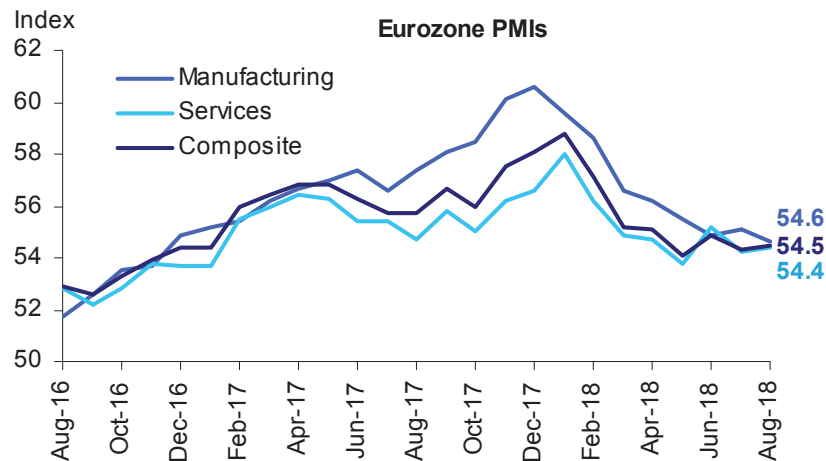
แผนภาพที่ 29: ขณะที่ความเชื่อมั่นภาคก่อสร้างในเดือน ส.ค. ของเยอรมนี ซึ่งอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์น่าจะหนุนการลงทุนในภาคก่อสร้างต่อไป



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ส.ค. ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 54.5 จุด จากภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+0.2, 54.4 จุด) ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ปรับตัวลดลง (-0.5, 54.6 จุด)

แผนภาพที่ 30: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (เส้นสีเข้ม) ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน ส.ค. จากภาคบริการที่เพิ่มขึ้น ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.5 จุด เป็น 111.6 จุด จากความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer confidence) ที่ปรับลดลงมาก -1.4 จุด เป็น -1.5 จุด จากความกังวลในเรื่องปัญหาการว่างงานในอนาคต โดยเฉพาะในยุโรปตอนใต้ เช่น สเปน, อิตาลี, กรีซ และฝรั่งเศส ที่ยังเผชิญอัตราการว่างงานที่อยู่ในระดับสูง แม้ว่าอัตราการว่างงานของยูโรโซนโดยรวมจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่กลางปี 2013 สู่ระดับต่ำสุดในรอบเกือบ 10 ปีที่ 8.3%

ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคเอกชนเดือน ก.ค. ยังขยายตัวดีต่อเนื่องที่ +3.4 YoY โดยสินเชื่อภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว +4.1% YoY เท่ากับเดือนก่อน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2009 ส่วนสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +3.0% YoY เท่ากับเดือนก่อน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2009

โดยยอดปล่อยสินเชื่อยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีต่อในระยะข้างหน้า ท่ามกลางอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ (ECB ส่งสัญญาณจะยังไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจนกว่าจะไตรมาส 3/2019 เป็นอย่างน้อย) และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวขึ้นเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการบริโภคเอกชนและการลงทุนต่อไปในปีนี้

ส่วนภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. เติบโตขึ้นเป็น +5.9% YoY จาก +1.7% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปยังตลาดหลัก ได้แก่ สหรัฐฯ (+14.9% YoY vs. +4.4% เดือนก่อน), อังกฤษ (+3.0% YoY vs. +1.5% เดือนก่อน), จีน (+4.7% YoY vs. +1.7% เดือนก่อน), OPEC (+1.0% YoY vs. -17.7% เดือนก่อน) และสวีตเซอร์แลนด์ (+9.5% YoY vs. -6.7% เดือนก่อน) ได้กลับมาเร่งตัวขึ้น ส่วนยอดนำเข้า (Imports) เติบโตขึ้นเป็น +9.1% YoY จาก +3.0% YoY ในเดือนก่อน

### การเจรจา Brexit ดำเนินไปในทิศทางบวกมากขึ้น โดยเรคาดอังกฤษกับ EU จะได้ข้อตกลงปลายปีนี้ ก่อนที่อังกฤษจะแยกตัวออกอย่างเป็นทางการปลายเดือน มี.ค. 2019

การเจรจา Brexit ดำเนินไปในทิศทางที่เป็นบวกมากขึ้น หลังนาง Theresa May นายกรัฐมนตรีอังกฤษได้เปิดเผยข้อเสนอความสัมพันธ์กับสหภาพยุโรป (EU) หลังจากที่อังกฤษหมดสภาพความเป็นสมาชิก EU ไปแล้ว หรือที่เรียกว่า 'Brexit white paper' ในช่วงปลายเดือน ก.ค.ที่ผ่านมา ซึ่งในรายละเอียดได้ชี้ว่าอังกฤษต้องการรักษาความใกล้ชิดกับทาง EU หรือมีแนวโน้มที่ความสัมพันธ์จะไปในทาง Soft Brexit

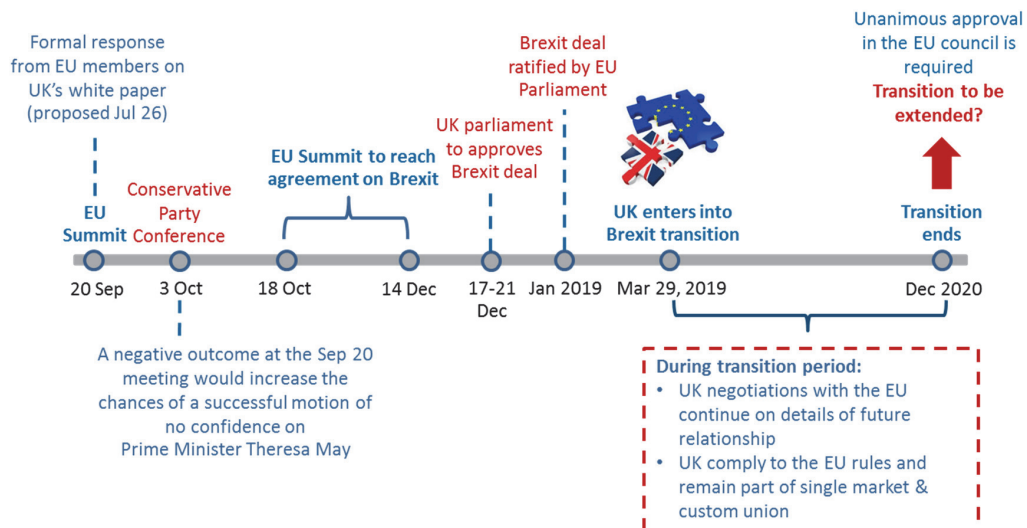
Brexit White Paper ระบุว่าอังกฤษต้องการทำการค้าเสรีกับ EU และต้องการอยู่ภายใต้ระบบสหภาพศุลกากร (Custom Union) ต่อไป พร้อมทั้งยอมที่จะจ่ายเงินสมทบเข้ากองทุน EU รวมถึงอยู่ภายใต้กฎหมาย EU (European Court of Justice: ECJ) บางส่วนด้วย นอกจากนี้ รัฐบาลอังกฤษจะยกเว้นให้ชาว EU ที่เดินทางเข้ามาท่องเที่ยวหรือทำธุรกิจเป็นเพียงชั่วคราวระยะเวลาหนึ่ง สามารถเข้ามาได้อย่างเสรีโดยไม่ต้องขอวีซ่า

โดยผู้นำ EU ทั้ง 27 ประเทศจะแสดงความเห็นอย่างเป็นทางการในการประชุม European Summit วันที่ 20 ก.ย. ซึ่งคาดว่าความเห็นจะออกมาในเชิงบวกเนื่องจากแผนการดังกล่าวที่ได้ว่าอังกฤษมีความประนีประนอมมากขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ทั้งสองฝ่ายสามารถได้ข้อตกลง Brexit ร่วมกันภายในการประชุมเดือน ธ.ค. ซึ่งนับเป็นเส้นตายที่ทั้งสองฝ่ายจะต้องได้ข้อตกลง โดยหลังจากที่ได้ข้อตกลงเรียบร้อยแล้ว ทั้งสองฝ่ายจะต้องนำข้อตกลงดังกล่าวกลับไปพิจารณาและลงมติเห็นชอบในสภาของตนอีกครั้ง ซึ่งกระบวนการทั้งหมดจะต้องเสร็จสิ้นก่อนที่อังกฤษจะออกจาก EU อย่างเป็นทางการในวันที่ 29 มี.ค. 2019

อย่างไรก็ดี ข้อตกลง Brexit ที่ได้จะเป็นเพียงข้อตกลงเบื้องต้นเท่านั้น และเป็นเพียงแนวทางของความสัมพันธ์ระหว่างกันในอนาคต ซึ่งในส่วนของรายละเอียดต่างๆ ทั้งสองฝ่ายจะเจรจากันในช่วงเปลี่ยนผ่าน (Transition Period) ซึ่งจะเริ่มตั้งแต่วันที่ 30 มี.ค. 2019 จนถึงวันที่ 31 ธ.ค. 2020 รวมทั้งสิ้น 21 เดือน โดยในระหว่างนั้นความสัมพันธ์ระหว่างอังกฤษกับ EU จะยังคงคล้ายเดิมคือ อังกฤษจะยังอยู่ภายใต้ระบบตลาดเดียวและอยู่ในสหภาพศุลกากร รวมถึงอยู่ภายใต้กฎหมายของ EU

สำหรับในกรณีที่อังกฤษต้องการขยายเวลาช่วง Transition Period ออกไป สมาชิก EU ทั้ง 27 ประเทศจะต้องเห็นชอบร่วมกันทั้งหมด (มติต้องเป็นเอกฉันท์) ซึ่งเรามองว่าโอกาสที่ Transition Period จะถูกขยายออกไปนั้น มีสูง เนื่องจากระยะเวลาไม่ถึง 2 ปี ถือว่าน้อยมากสำหรับการเจรจากรการค้า ยกตัวอย่างเช่น การทำเขตการค้าเสรีระหว่าง EU กับแคนาดา (CETA) ใช้เวลานานถึง 7 ปี

แผนภาพที่ 31: Timeline การเจรจา Brexit โดยอังกฤษและ EU ต้องได้ข้อตกลงภายในการประชุมเดือน ธ.ค. ก่อนที่อังกฤษจะออกจาก EU อย่างเป็นทางการในวันที่ 29 มี.ค. 2019 และเริ่มต้นเข้าสู่ Transition Period



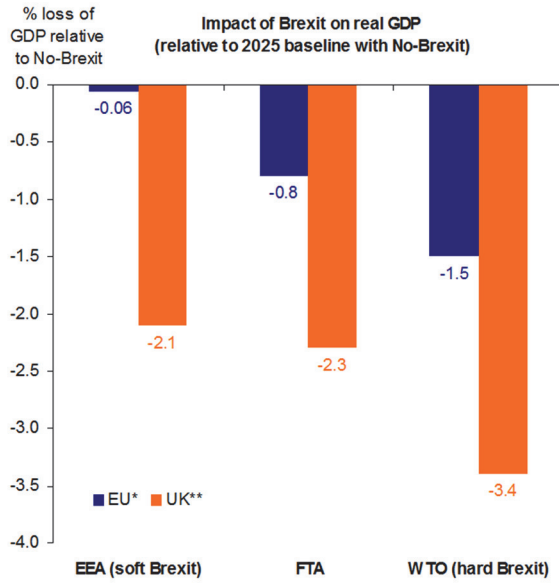
Source: BBC, Deutsche Bank, washingtonpost, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สำหรับผลกระทบต่อเศรษฐกิจจาก Brexit นั้น กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) และสถาบัน NIESR ของอังกฤษได้ทำการศึกษาและพบว่าผลกระทบจาก Brexit จะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับว่าทั้งสองฝ่ายจะรักษาความสัมพันธ์ระหว่างกันไว้ในระดับใด โดยหากความสัมพันธ์อยู่ในรูปแบบ European Economic Area (EEA) ซึ่งนับเป็นความสัมพันธ์ระดับสูงสุดที่เป็นไปได้หรือ Soft Brexit ที่สุด ผลกระทบจะค่อนข้างน้อย โดยผลกระทบจะเพิ่มมากขึ้นหากความสัมพันธ์ลดลงเหลือเป็นเพียงเขตการค้าเสรีระหว่างกัน (Free-trade Area: FTA) และผลกระทบจะมากที่สุดหากทั้งสองฝ่ายไม่สามารถตกลงกันได้และต้องปฏิบัติตามกฎองค์การการค้าโลก (WTO) ซึ่งอัตราภาษีระหว่างกันจะสูงที่สุด

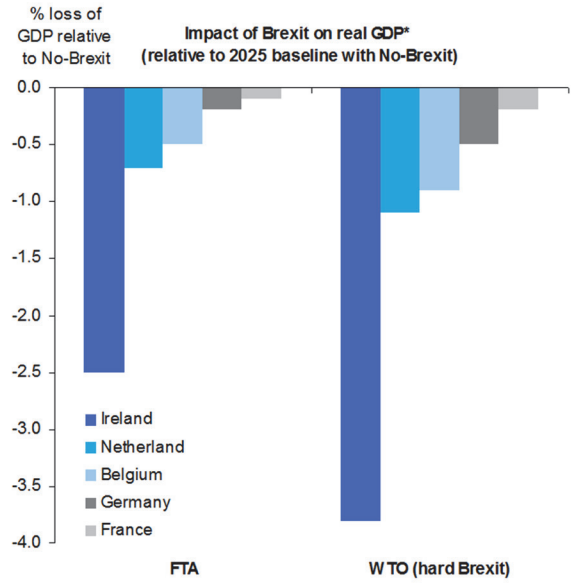
ส่วนผลกระทบต่อประเทศต่างๆ ใน EU นั้น ค่อนข้างแตกต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับระดับความสัมพันธ์ทางการค้าและการลงทุนกับอังกฤษ โดยประเทศที่จะได้รับผลกระทบมากที่สุดคือ ไอร์แลนด์ ซึ่งผลกระทบนั้นมากพอๆ กับอังกฤษ เนื่องจากไอร์แลนด์มีสัดส่วนการค้ากับอังกฤษต่อมูลค่าทางเศรษฐกิจที่สูง (13.2% ในปี 2017) โดยเฉพาะด้านบริการทางการเงิน ซึ่งไอร์แลนด์เป็นประเทศที่มีสัดส่วนการนำเข้าต่อมูลค่าทางเศรษฐกิจสูงที่สุด (ราว 6% ของ GDP)



แผนภาพที่ 32: Brexit จะส่งผลกระทบต่อมากที่สุดในกรณี  
ที่ทั้งสองฝ่ายไม่ได้ข้อตกลงและต้องดำเนินตามกฎ WTO



แผนภาพที่ 33: ผลกระทบต่อประเทศใน EU ค่อนข้าง  
แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ด้านการค้ากับอังกฤษ



\*Results are based on IMF (July 2018) 'Euro Area Policies: Selected Issues' IMF Country Report No. 18/224

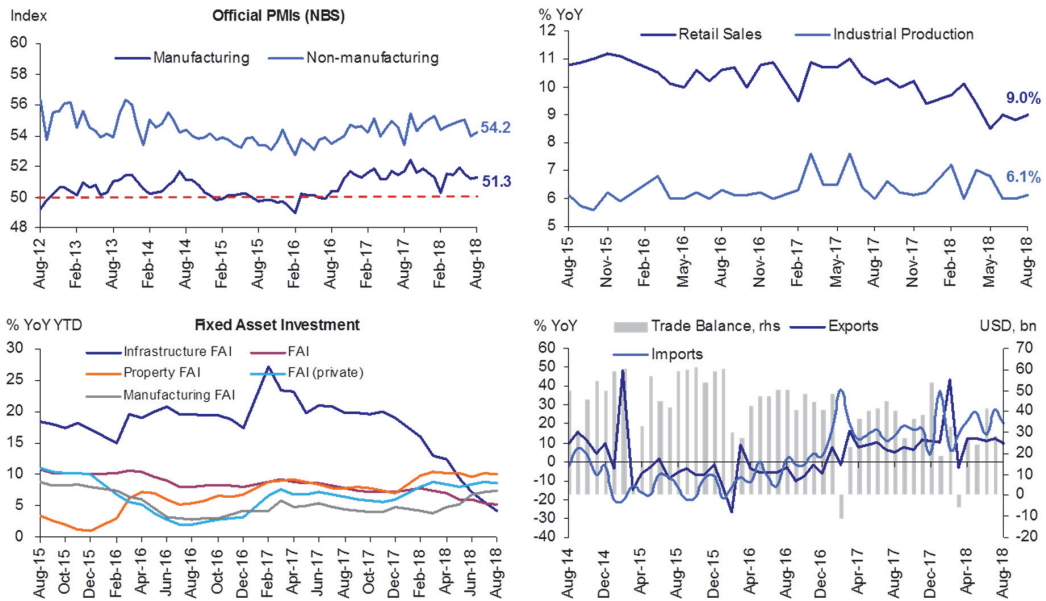
\*\* Results are based on Ebell, M. (2016) 'Assessing the impact of trade agreements on trade' National Institute Economic Review (238), R31-R42

Source: Commerzbank, IMF, NIESR, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในเดือน ส.ค. หลังรัฐบาลจีนได้ผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลังลงในช่วงปลายเดือน ก.ค. เพื่อหนุนเศรษฐกิจ โดยภาคการผลิตและการบริโภคได้ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนยังคงอ่อนแอตามการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่ฟื้นตัว เนื่องจากรัฐบาลยังคงระมัดระวังการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลัง จากความเสี่ยงของหนี้รัฐบาลท้องถิ่นที่อยู่ในระดับสูง ส่วนความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ได้เพิ่มสูงขึ้น หลังสหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษ้นำเข้าสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 10% (บังคับใช้ 24 ก.ย.) และจะเพิ่มเป็น 25% ในปีหน้า ซึ่งเราคาดว่าผลกระทบต่อภาคส่งออกจีนจะชัดเจนมากขึ้นและกดดันเศรษฐกิจ ส่งผลให้รัฐบาลจีนต้องผ่อนคลายนโยบายการเงินลงและเร่งกระตุ้นการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานโดยเฉพาะในปี 2019

แผนภาพที่ 34: ดัชนี PMI เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้นสวนทางกับที่คาด โดยภาคการผลิตและการบริโภคได้เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจากการผ่อนคลายนโยบายของรัฐบาล อย่างไรก็ตาม การลงทุนยังคงอ่อนแอ และภาคต่างประเทศชะลอตัวลง



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

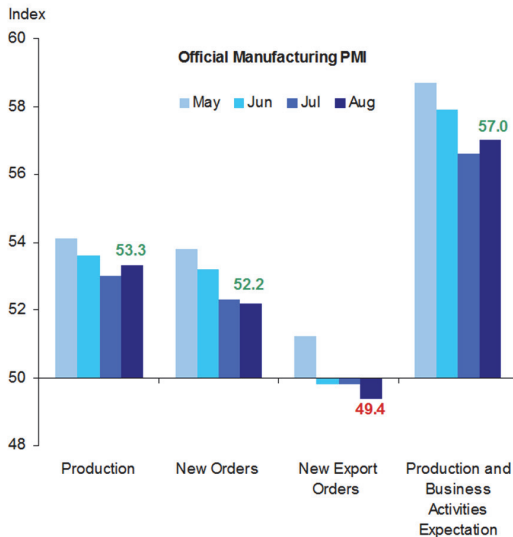
เศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นในเดือน ส.ค. หลังรัฐบาลผ่อนคลายนโยบายลงในช่วงปลายเดือน ก.ค.

ตัวเลขเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในเดือน ส.ค. หลังรัฐบาลจีนผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลังลงในช่วงปลายเดือน ก.ค. เพื่อหนุนเศรษฐกิจ โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและยอดค้าปลีกกลับมาเร่งตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนชะลอตัวลงต่อเนื่องตามการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ยังไม่ฟื้นตัว ซึ่งสะท้อนได้ว่ารัฐบาลยังคงระมัดระวังการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลัง เนื่องจากความเสี่ยงจากหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นซึ่งอยู่ในระดับสูง

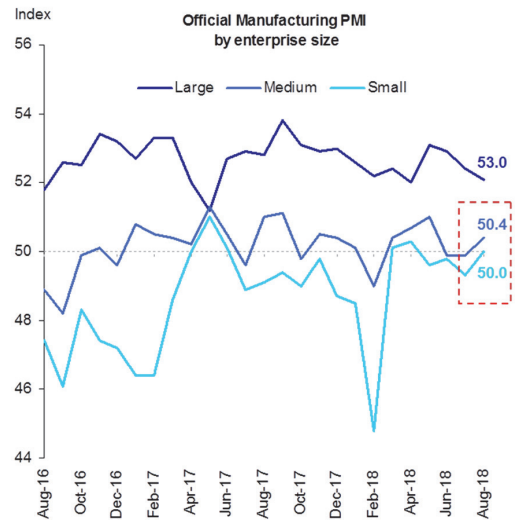
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น +0.1 จุด เป็น 51.3 จุด สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะปรับลดลงเป็น 51.0 จุด จากผลผลิต (+0.3, 53.3 จุด) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่วนยอดค้าปลีกซื้อใหม่ลดลงเล็กน้อย (-0.1, 52.2 จุด) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศปรับตัวลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ที่ 49.4 จุด สะท้อนความกังวลต่อความเสี่ยงทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยังเป็นปัจจัยกดดัน

โดยดัชนี PMI ที่เพิ่มขึ้นมาจากธุรกิจขนาดกลางและเล็ก ซึ่งได้ปัจจัยหนุนจากการผ่อนคลายนโยบายการเงินของ PBoC และการกระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้กับธุรกิจเอกชนขนาดกลางและเล็กมากขึ้น ขณะที่ดัชนี PMI ของธุรกิจขนาดใหญ่ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 35: PMI ภาคการผลิตเพิ่มขึ้นจากปัจจัยภายในประเทศ ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศหดตัวต่อเนื่อง



แผนภาพที่ 36: โดยการปรับขึ้นมาจากธุรกิจขนาดกลางและเล็กที่ได้รับปัจจัยหนุนจากการผ่อนคลายนโยบายการเงิน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) เพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 54.2 จุด สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าจะปรับตัวลดลงเป็น 53.7 จุด

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ส.ค. เติบโตขึ้นเล็กน้อยเป็น +6.1% YoY ตามที่ตลาดคาด จาก +6.0% YoY ในเดือนก่อน จากผลผลิตในกลุ่มพลังงานไฟฟ้า ซีเมนต์และกลุ่ม IT เช่น คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ ขณะที่ผลผลิตในกลุ่มรถยนต์ยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่อง (+1.9% YoY vs. +6.3% เดือนก่อน)

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. เติบโตขึ้นเป็น +9.0% YoY จาก +8.8% YoY ในเดือนก่อนและที่ตลาดคาด จากยอดขายในกลุ่มบริการด้านอาหารและเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้านที่เร่งตัว ส่วนยอดขายรถยนต์ได้หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 (-3.2% YoY vs. -2.0% เดือนก่อน)

ขณะที่การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็น +5.3% YoY YTD จาก +5.5% YoY YTD ในเดือนก่อน และสวนทางกับตลาดคาดที่จะเร่งตัวขึ้นเป็น +5.6% YoY YTD โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็น +4.2% YoY YTD (vs. +5.7% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property FAI) ชะลอตัวลงเล็กน้อยเป็น +10.1% YoY YTD (vs. +10.2% เดือนก่อน) ส่วนการลงทุนในภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing FAI) เติบโตขึ้นเป็น +7.5% YoY YTD (vs. +7.3% เดือนก่อน)

ภาคต่างประเทศชะลอตัวลงในเดือน ส.ค. โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ ชะลอตัวลงเป็น +9.8% YoY ตามคาด จาก +12.2% YoY ในเดือนก่อน โดยยอดส่งออกไปสหรัฐฯ ได้เร่งตัวขึ้น (+13.2% YoY vs. +11.2% เดือนก่อน) จากการเร่งส่งออกก่อนหน้าภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะมีผลบังคับใช้ และส่งออกไป ASEAN เติบโตขึ้น (+15.9% YoY vs. +15.4% เดือนก่อน) ขณะที่ส่งออกไปยังสหภาพยุโรป (+8.3% YoY vs. +9.4% เดือนก่อน) และญี่ปุ่น (+3.8% YoY vs. +12.3% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ชะลอลดลงเป็น +20.0% YoY จาก +27.3% YoY เดือนก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ +17.7% YoY โดยยอดนำเข้าสินค้าที่รัฐบาลจีนได้ขึ้นภาษีนำเข้ากับสหรัฐฯ ในเดือน ก.ค. (25% กับสินค้าสหรัฐฯ มูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ส่วนใหญ่ชะลอลดลงมาก เช่น รถยนต์ (+15% YoY vs. +72% เดือนก่อน) ซึ่งการนำเข้าที่ขยายตัวสูงกว่าการส่งออกส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ส.ค. เกินดุล +2.79 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจาก 2.81 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

เรามองว่าส่งออกยังมีแนวโน้มชะลอลดลงต่อในระยะข้างหน้าจากความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าสหรัฐฯ โดยดัชนี PMI New Export Orders ยังคงลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ซึ่งสะท้อนถึงความกังวลของภาคธุรกิจ ขณะที่การนำเข้า เราคาดว่าจะยังขยายตัวดีต่อเนื่องตามการปฏิรูปโครงสร้างทางเศรษฐกิจจีนที่ให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้นขณะที่ลดการส่งออก

เราคาดว่ารัฐบาลจีนจะใช้นโยบายผ่อนคลายเป็นต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งเราคาดว่า PBoC จะลด RRR ลงอีก 1 ครั้งในปีนี้ และอัดฉีดสภาพคล่องผ่านตลาดเงิน (Open Market Operations) และโครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) อย่างต่อเนื่องเพื่อรักษาอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำ ส่วนการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการคลัง คาดว่าจะไม่มากนัก เนื่องจากรัฐบาลยังคงมีความกังวลต่อความเสี่ยงของหนี้รัฐบาลท้องถิ่นที่อยู่ในระดับสูง

### **PBoC กลับมาใช้ Counter-cyclical factor ในการคำนวณค่ากลางอัตราแลกเปลี่ยนเงินหยวน เพื่อลดความผันผวนในตลาดที่กดดันเงินหยวนให้อ่อนค่าลง**

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศกลับมาใช้ตัวแปร Counter-cyclical Factor ในการคำนวณค่ากลางอัตราแลกเปลี่ยนเงินหยวนระหว่างวัน (Yuan Daily Fixing) อีกครั้งในวันที่ 24 ส.ค. เพื่อช่วยลดผลกระทบของความผันผวนในตลาดที่ได้กดดันเงินหยวนให้อ่อนค่าลง โดยเฉพาะจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ

โดยการใส่ตัวแปร Counter-cyclical Factor ลงไปในสูตรการคำนวณค่ากลางอัตราแลกเปลี่ยน เหมือนเป็นการลดบทบาทของกลไกตลาด เนื่องจากค่ากลางในวันถัดมาจะเชื่อมโยงกับราคาปิดในวันก่อนหน้าโดยตรง ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนได้

PBoC ได้ประกาศใช้ตัวแปร Counter-cyclical Factor ครั้งแรกเมื่อ 26 พ.ค. 2017 หลังจากที่เงินหยวนในช่วงนั้นได้เผชิญแรงกดดันจากหลายปัจจัย เช่น เศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอลดลง การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และการปรับลดอันดับเครดิตของ Moody's

แต่มาในช่วงต้นปี 2018 เงินหยวนได้แข็งค่าขึ้นมาอย่างรวดเร็วซึ่งจะกระทบต่อภาคส่งออกได้ ทำให้ PBoC ตัดสินใจประกาศยกเลิกการใช้ตัวแปรดังกล่าวในวันที่ 9 ม.ค.

การกลับมาใช้ตัวแปร Counter-cyclical Factor จะช่วยลดความผันผวนของค่าเงินได้ในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่าเงินหยวนยังมีแนวโน้มอ่อนค่าลงจากแรงกดดันของหลายปัจจัย ได้แก่ โมเมนตัมเศรษฐกิจที่ชะลอลง ความเสี่ยงจากนโยบายการค้าสหรัฐฯ และแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินที่สวนทางกับของสหรัฐฯ โดยเราคาดว่า Fed จะยังปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ PBoC กลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

โดยเราคาดว่าเงินหยวนจะอ่อนค่าลงสู่ระดับ 6.95 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในปลายปีนี้ และจะอ่อนค่าลงต่อเป็น 7.18 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในกลางปีหน้า

แผนภาพที่ 37: PBoC ประกาศใช้ Counter-cyclical Factor อีกครั้งในปลายเดือน ส.ค. เพื่อหนุนค่าเงินหยวน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**กระแสเงินทุนที่ไหลเข้ามาช่วยหนุนให้ทุนสำรองระหว่างประเทศทรงตัว ขณะที่ดุลบัญชีเดินสะพัดมีแนวโน้มเกินดุลลดลงต่อเนื่อง**

ทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserves) เพิ่มขึ้นจากสองปัจจัยหลักคือ 1) การเพิ่มขึ้นของดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) ซึ่งก็คือรายได้จากการส่งออกสินค้าและบริการ และ 2) การเพิ่มขึ้นของดุลบัญชีเงินทุน (Capital & Financial Account) ซึ่งก็คือเงินทุนที่ไหลเข้ามาจากต่างประเทศทั้งการเข้ามาลงทุนในสินทรัพย์และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI)

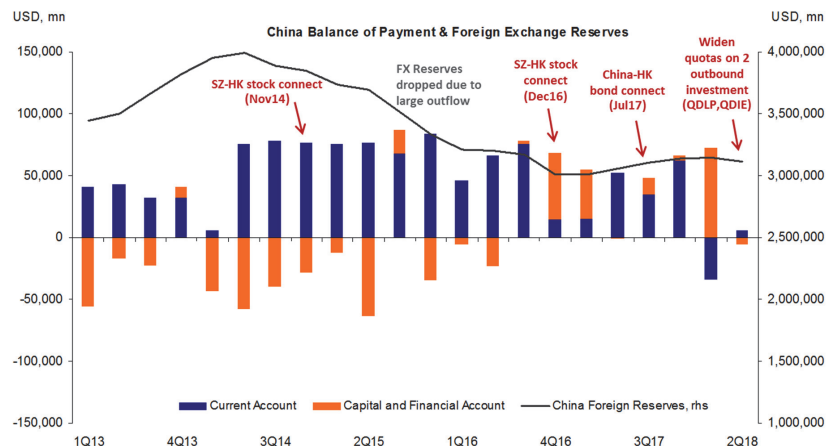
โดยดุลบัญชีเดินสะพัดของจีนได้เกินดุลลดลงต่อเนื่องตามการปฏิรูปเศรษฐกิจของรัฐบาลที่ต้องการเน้นการบริโภคในประเทศมากขึ้นและลดการส่งออก หลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ได้ส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในช่วงนั้นค่อนข้างมาก โดยเราคาดดุลบัญชีเดินสะพัดของจีนจะเกินดุลลดลงจาก 1.3% ของ GDP ในปี 2017 เป็น 0.6%, 0.3% และ 0.0% ในปี 2018-2020 ตามลำดับ

อย่างไรก็ดี แม้ดุลบัญชีเดินสะพัดจะเกินดุลลดลงต่อเนื่อง แต่ทุนสำรองระหว่างประเทศก็ค่อนข้างทรงตัว ซึ่งสะท้อนได้ว่าจะต้องมีกระแสเงินทุนไหลเข้าประเทศมาเพื่อชดเชย ซึ่งจากแผนภาพด้านล่างจะเห็นได้ว่านับตั้งแต่ปลายปี 2016 กระแสเงินทุน (แห่งสีส้ม) ได้เริ่มไหลเข้ามาในประเทศ (เป็นบวก) ตามความพยายามเปิดเสรีภาคการเงินของรัฐบาล

โดยจีนได้เปิดตลาดหุ้นเชื่อมกับฮ่องกง 2 แห่ง (Shenzhen-Hong Kong ปลายปี 2014 และ Shanghai-Hong Kong ปลายปี 2016) และเปิดตลาดพันธบัตรเชื่อมกับฮ่องกง (China-Hong Kong Bond Connect กลางปี 2017) เพื่อให้นักลงทุนต่างชาติเข้าถึงตลาดเงินจีนได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้ ในเดือน เม.ย. รัฐบาลยังได้ประกาศเร่งการดำเนินการเพิ่มสัดส่วนการถือครองสถาบันการเงินของนักลงทุนต่างชาติหลังจากที่ในเดือน พ.ย. 2017 ได้ประกาศเปิดให้นักลงทุนต่างชาติสามารถเข้ามาถือหุ้นใหญ่ในสถาบันการเงินจีน ซึ่งมาตรการดังกล่าวได้เพิ่มความน่าสนใจให้กับนักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในตลาดเงินมากขึ้น

นอกจากนี้ ในเดือน เม.ย. 2019 พันธบัตรรัฐบาลจีนและสถาบันการเงินของรัฐบาลจะถูกนำมารวมในดัชนี Global Aggregate Index ของ Bloomberg Barclays เป็นครั้งแรก ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มอีกปัจจัยที่จะดึงดูดให้เม็ดเงินไหลเข้าจีนเพิ่มมากขึ้น

แผนภาพที่ 38: กระแสเงินทุนที่ไหลเข้าช่วยหนุนให้ทุนสำรองทรงตัว ชดเชยดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีแนวโน้มเกินดุลลดลงต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

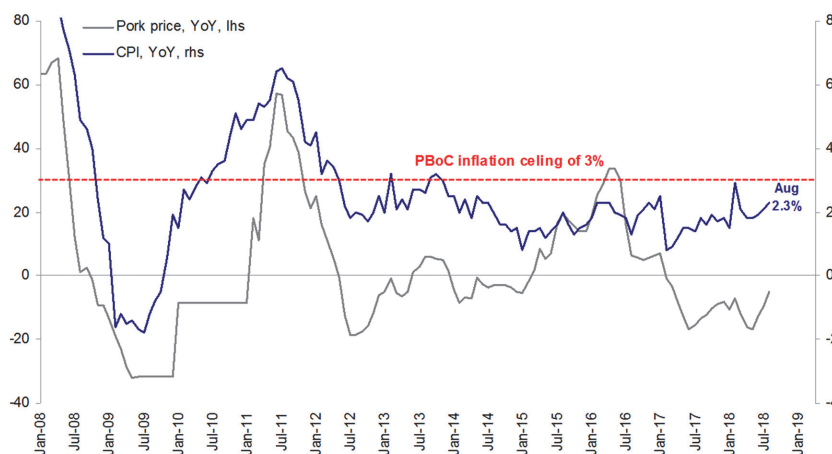
**เงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อกรอบนโยบายการเงินของ PBoC ในปีหน้า**

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +2.3% YoY จาก +2.1% YoY ในเดือนก่อน และที่ตลาดคาด ตามราคาอาหารที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+1.7% YoY vs. +0.5% เดือนก่อน) โดยอุทกภัยได้ส่งผลให้ราคาผักและผลไม้ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่การระบาดของไข้หวัดหมู (Swine Flu) และราคาถั่วเหลือง (อาหารที่ใช้เลี้ยงหมู) ที่เพิ่มขึ้นจากการขึ้นภาษีนำเข้ากับสหรัฐฯ (นับตั้งแต่เดือน ก.ค.) ได้ส่งผลให้ราคาหมูปรับตัวสูงขึ้น

โดยเรามองว่าเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อในระยะข้างหน้าและมีโอกาสแตะระดับ 3% ซึ่งเป็นเป้าหมายของ PBoC ได้ในปี 2019 จากราคาอาหารที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะจากราคาหมูที่แม้ว่าจะยังคงหดตัวอยู่ (-4.9% YoY เดือน ส.ค.) แต่ก็มีโอกาสที่จะเร่งตัวขึ้นแรง ซึ่งในอดีตเงินเฟ้อทั่วไปที่เร่งตัวขึ้นแรงนั้น เป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของราคาหมูเป็นสำคัญ นอกจากนี้ ราคาในกลุ่มอุปโภค เช่น ที่อยู่อาศัยและการรักษาพยาบาลที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องก็เป็นอีกปัจจัยสำคัญ

เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นเกิน 3% นับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอลงเนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมของ PBoC เพื่อช่วยหนุนเศรษฐกิจ โดยเฉพาะเมื่อผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเริ่มเห็นชัดเจนขึ้นในปี 2019

แผนภาพที่ 39: ราคาหมู (เส้นสีเทา) ที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น อาจหนุนให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นเกินเป้า 3% ของ PBoC ในปี 2019 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกรอบนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

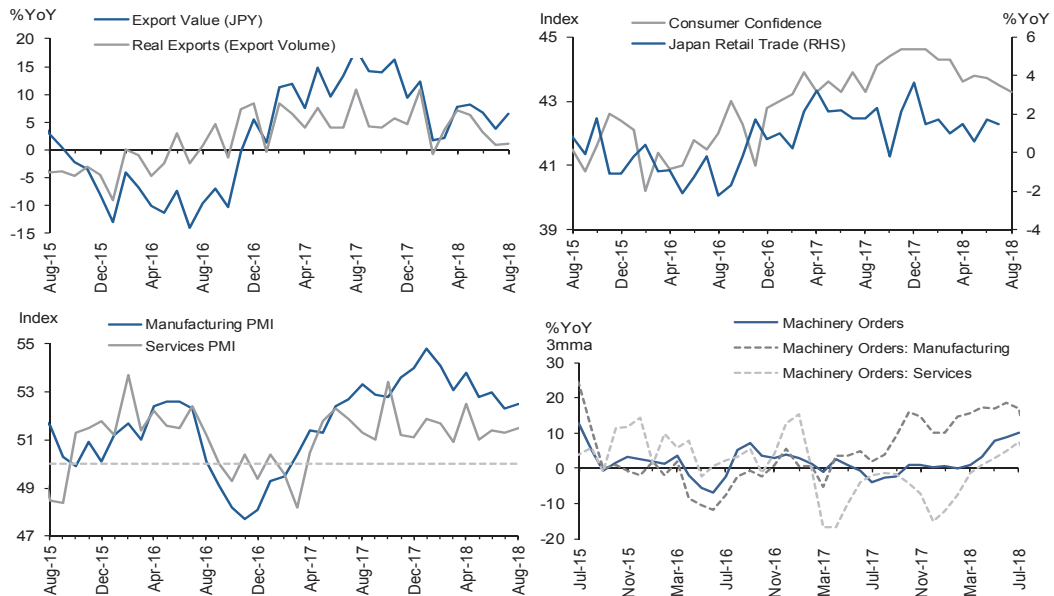


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงที่ผ่านมา จากภาคการผลิตและการลงทุนที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวขณะที่การบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อยจากผลกระทบของสภาพอากาศที่ไม่ดี ส่วนภาคต่างประเทศส่งออกกลับมาเร่งตัวขึ้น โดยส่งออกไปยังสหรัฐฯ ได้กลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 3 เดือน อย่างไรก็ตาม การส่งออกยังคงเผชิญปัจจัยเสี่ยงในระยะข้างหน้า จากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ โดยประธาน Donald Trump ได้ขู่จะขึ้นภาษีนำเข้ากับญี่ปุ่นเป็นประเทศต่อไป

แผนภาพ 40: ภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออกฟื้นตัวขึ้น ส่วนการบริโภคชะลอตัวลงเล็กน้อยจากผลของสภาพอากาศที่ไม่ดี



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

## การผลิต การลงทุน และการส่งออกฟื้นตัวขึ้น ขณะที่การบริโภคชะลอตัวลง

**การบริโภคชะลอตัวลงจากปัจจัยชั่วคราว:** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ชะลอตัวลงเป็น +1.5% YoY จาก +1.7% YoY ในเดือนก่อน โดยยอดขายชะลอตัวลงในเกือบทุกกลุ่มสินค้าจากผลของสภาพอากาศที่ไม่ดี ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน ส.ค. ปรับลดลงเล็กน้อย -0.2 จุด เป็น 43.3 จุด

**การส่งออกฟื้นตัวขึ้น:** ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยน เดือน ส.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +6.6% YoY จาก +3.9% YoY ในเดือนก่อน จากการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ที่กลับมาขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 เดือน (+5.3% YoY vs. -5.2% เดือนก่อน) และส่งออกรถยนต์ที่พลิกกลับมาขยายตัว (+5.3% YoY vs. -2.8% เดือนก่อน)

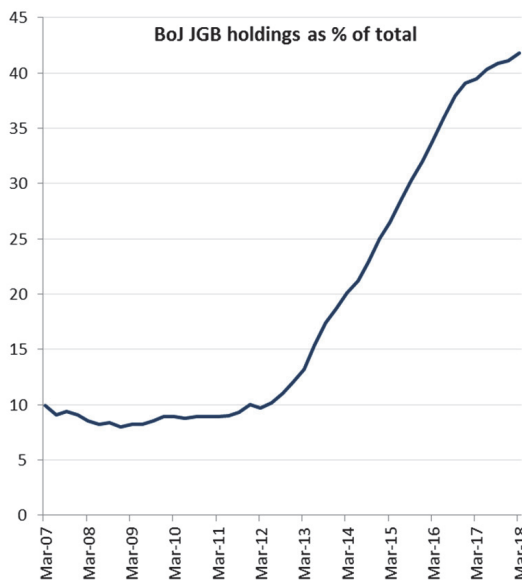
**การลงทุนเร่งตัวขึ้น:** ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ก.ค. เร่งตัวขึ้นเป็น +10.2% YoY, 3mma ( vs. +8.8% เดือนก่อน) โดยยอดคำสั่งซื้อภาคการผลิต (+17.1% YoY, 3mma vs. 18.8% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงเล็กน้อย ขณะที่ภาคบริการ (+7.5% YoY, 3mma vs. +4.8% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

ภาคการผลิตและภาคบริการเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 52.5 จุด จากดัชนีผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (New Export Orders) ยังคงปรับลดลงและอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) สะท้อนความกังวลต่อความเสี่ยงทางการค้ากับสหรัฐฯ ส่วนภาคบริการ (Services PMI) เพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 51.5 จุด

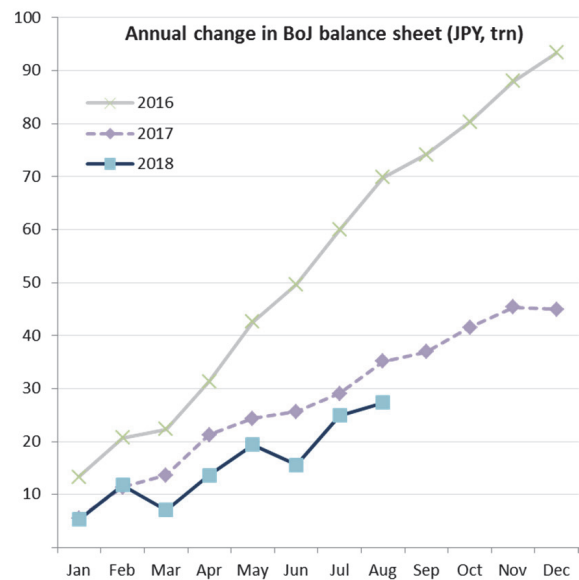
### BoJ ยังคงเดินหน้าลดการอัดฉีดสภาพคล่องหลังประกาศขยายกรอบ Yield Curve Control

แม้ BoJ จะประกาศว่าจะยังคงนโยบายการอัดฉีดสภาพคล่องที่ 80 ล้านล้านเยนต่อปีมาตั้งแต่ปี 2014 แต่ในทางปฏิบัติ BoJ ได้ลดการอัดฉีดสภาพคล่องผ่านการซื้อพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่การประกาศใช้มาตรการ Yield Curve Control ในเดือน ก.ย. 2016 โดยสาเหตุหลักที่ BoJ จำเป็นต้องลดการซื้อพันธบัตรนั้นเนื่องมาจากการที่ BoJ นั้นถือครองพันธบัตรเป็นจำนวนมาก คิดเป็นสัดส่วนถึงกว่า 40% ของพันธบัตรรัฐบาลในตลาดทั้งหมด ซึ่งมากกว่า ECB (ราว 30%) และ Fed (20%) ซึ่งการที่ธนาคารกลางถือครองพันธบัตรเป็นจำนวนมากนั้นจะส่งผลทำให้สภาพคล่องในตลาดพันธบัตรลดลง นอกจากนั้น การที่ Bond Yield ระยะยาวทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเกินไป ก็จะเป็นการกดดันผลกำไรของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องไปชะลอการปล่อยกู้และทำให้เศรษฐกิจขยายตัวต่ำกว่าที่ควรอีกด้วย

แผนภาพที่ 41: BoJ ถือครองพันธบัตรกว่า 40% ของพันธบัตรรัฐบาลในตลาด



แผนภาพที่ 42 : BoJ ลดการอัดฉีดสภาพคล่องมาตั้งแต่การประกาศใช้มาตรการ Yield curve control ในเดือน ก.ย. 2016

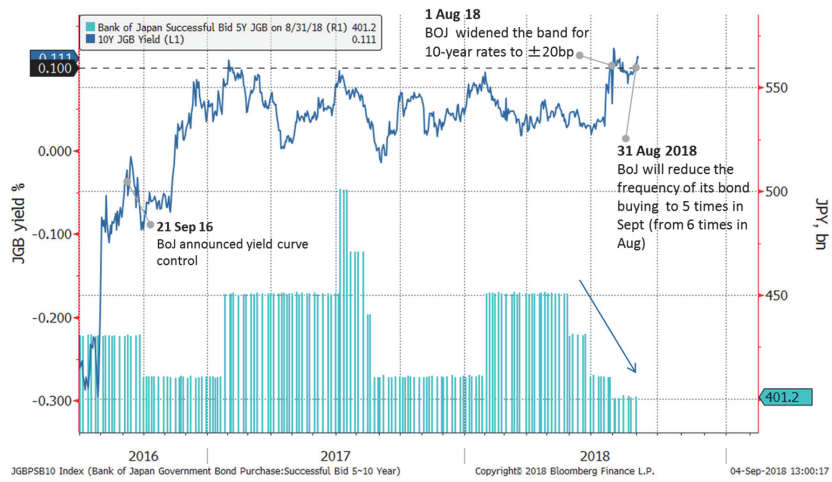


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

BoJ ได้เห็นถึงปัญหาดังกล่าวจึงได้ปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินในการประชุมครั้งที่ผ่านมากลับมาในปลายเดือน ก.ค. โดยประกาศขยายกรอบความเคลื่อนไหวของ Bond yield อายุ 10 ปี เพิ่มขึ้นเป็น +/-20bps จากเดิม +/-10bps ซึ่งการขยายกรอบดังกล่าว ทำให้ BoJ มีความจำเป็นที่จะเข้าแทรกแซงผ่านการซื้อพันธบัตรในตลาดลดลง ซึ่งจะเห็นได้จากปริมาณการประมูลพันธบัตรอายุ 5-10 ปี ของ BoJ ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงเดือนที่ผ่านมา



แผนภาพที่ 43: ปริมาณการประมูลพันธบัตรอายุ 5-10 ปี ของ BoJ ลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงเดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

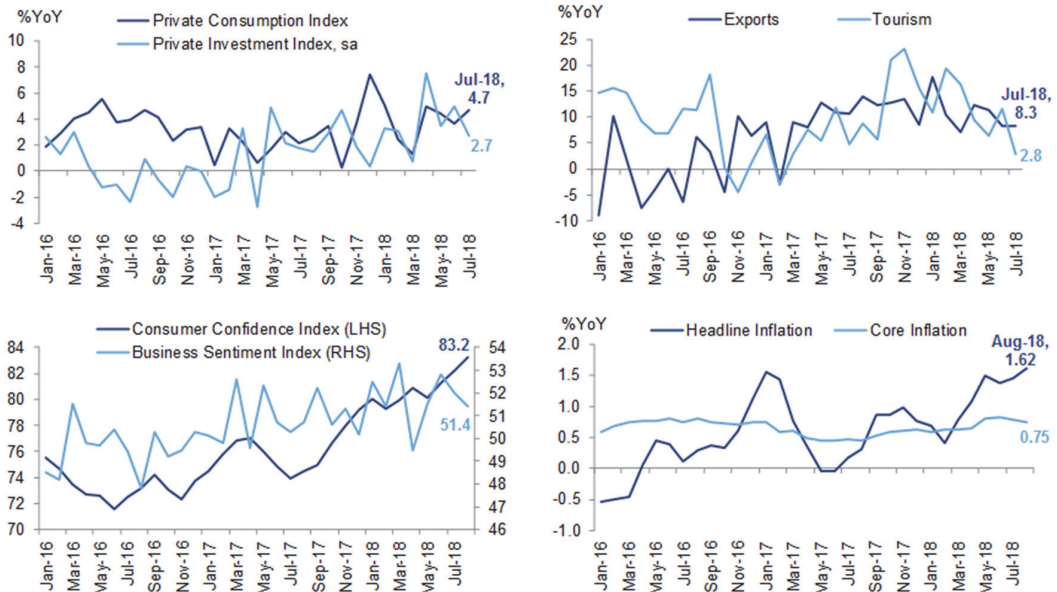
# เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวดีจากการบริโภคในประเทศที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่มีแนวโน้มชะลอตัว โดยการส่งออกมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากฐานที่สูงขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีก่อนและความเสี่ยงจากสงครามการค้า ขณะที่การท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะสั้นจากสถานการณ์เรือล่มที่ภูเก็ต สำหรับอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือของปี เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018

## อุปสงค์ในประเทศที่ขยายตัวดีช่วยชดเชยการส่งออกและการท่องเที่ยวที่ชะลอตัว

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวดีจากการบริโภคในประเทศที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง สอดคล้องกับดัชนีเชื่อมั่นผู้บริโภคที่สูงสุดในรอบ 62 เดือน สำหรับภาคต่างประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากการท่องเที่ยวที่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์เรือล่มที่ภูเก็ตและการส่งออกที่ชะลอตัวลงจากฐานในช่วงครึ่งหลังของปีก่อนที่จะสูงขึ้น ดัชนีอัตราเงินเฟ้อทะยานขึ้นสู่ระดับสูงสุดในเดือน ส.ค. และมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพที่ 44: การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวต่อเนื่อง ช่วยชดเชยรายรับจากภาคต่างประเทศที่ชะลอตัว

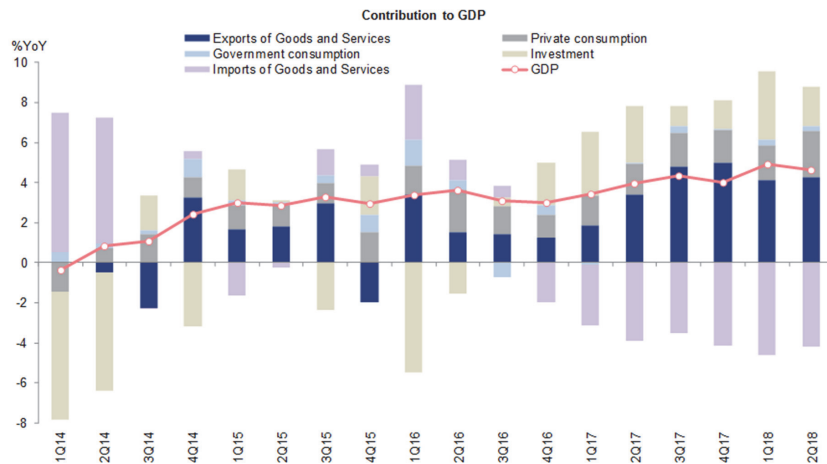


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## เศรษฐกิจไทยในช่วงที่เหลือของปีมีแนวโน้มชะลอตัว หลังจากช่วงครึ่งแรกขยายตัวสูงกว่าคาด

เศรษฐกิจไทยไตรมาส 2/18 ขยายตัว +4.6% YoY สูงกว่าที่ตลาดคาด ส่งผลให้เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งแรกของปีขยายตัว +4.8% YoY โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลักจากการส่งออกสินค้าและบริการที่ขยายตัวสูง +6.4% YoY ตามเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้า นอกจากนี้ การบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 2/18 ขยายตัวสูง +4.5% YoY สูงสุดในรอบ 21 ไตรมาส สะท้อนภาพเศรษฐกิจไทยที่เติบโตอย่างสมดุลมากขึ้น

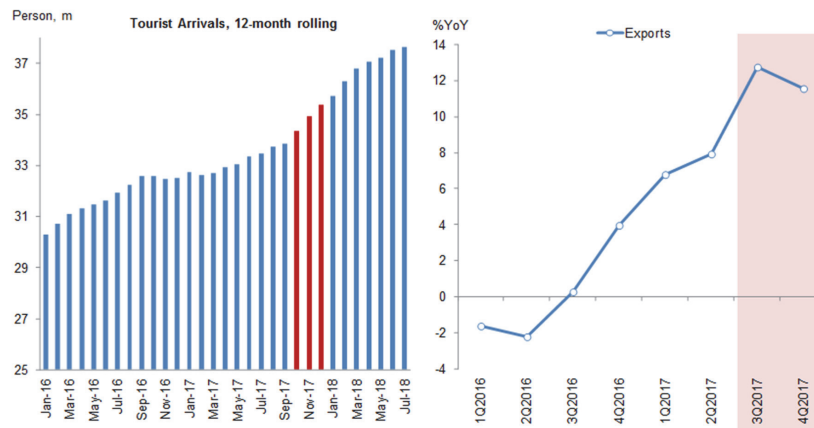
แผนภาพที่ 45: การส่งออกสินค้าและบริการเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทย



Source: National Economic and Social Development Board (NESDB), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งหลังของปีมีแนวโน้มชะลอตัวลงเหลือ +4.2% YoY ตามการส่งออกสินค้าและบริการ โดยการส่งออกสินค้าอาจชะลอตัวลงจากฐานใน 2H17 ที่สูงและต้องเผชิญความเสี่ยงด้านสงครามการค้าที่ยังไม่มีสัญญาณว่าสหรัฐฯ และ จีนจะสามารถตกลงกันได้ ส่วนการส่งออกบริการอาจชะลอตัวลงจากฐานจำนวนนักท่องเที่ยวใน 4Q17 ที่อยู่ในระดับสูง และจำนวนนักท่องเที่ยวจีนชะลอตัวลงในระยะสั้นหลังจากมีสถานการณ์เรือล่มที่ภูเก็ต

แผนภาพที่ 46: การส่งออกสินค้าและบริการมีแนวโน้มชะลอตัวในช่วง 2H18 จากฐานในปีก่อนที่สูงขึ้น



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

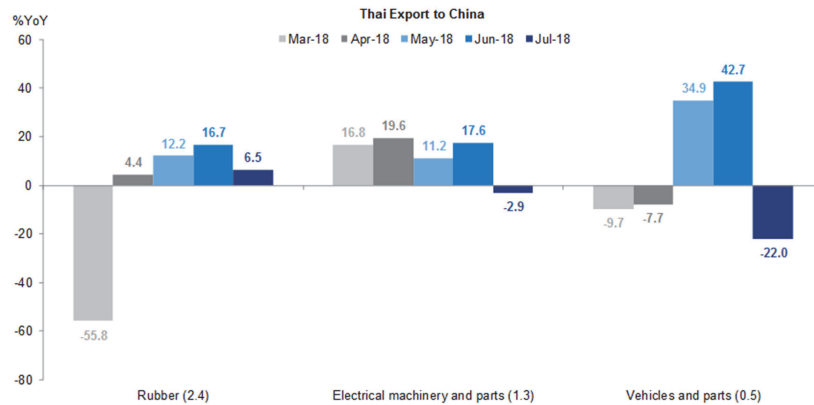
**สงครามการค้าส่งผลให้การส่งออกสินค้าจากไทยไปจีนชะลอตัวในบางกลุ่ม ขณะที่ผลกระทบทางบวกจากการส่งออกสินค้าไปทดแทนสหรัฐฯ ในตลาดจีนยังไม่ชัดเจน**

สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนเริ่มส่งผลกระทบต่อ การส่งออกของไทย โดยเฉพาะผลกระทบทางอ้อมจากการส่งออกสินค้าขั้นต้นและชิ้นกลางไปจีนเริ่มลดลง หลังจากที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของจีนมูลค่า 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ รอบแรก ในวันที่ 6 ก.ค. 18 ส่งผลให้มูลค่าส่งออกของไทยไปจีนในกลุ่มสินค้าบางประเภท เครื่องใช้ไฟฟ้าและรถยนต์ชะลอตัวในเดือน ก.ค. 18

ในระยะถัดไปเราประเมินว่าการส่งออกสินค้าในกลุ่มดังกล่าวจากไทยไปจีนมีความเสี่ยงที่จะชะลอตัวอย่างต่อเนื่องเนื่องจากสินค้าในกลุ่มดังกล่าวอยู่ในรายชื่อสินค้าที่สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีนำเข้ากับจีนรอบสอง มูลค่า 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 23 ส.ค. 18

นอกจากผลกระทบทางลบแล้ว ไทยมีโอกาสในการส่งออกสินค้าไปจีนแทนสหรัฐฯ ในกลุ่มสินค้าที่จีนขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ โดยเฉพาะสินค้าในกลุ่มอาหาร ได้แก่ ข้าว ผลไม้และถั่ว อาหารทะเล และอาหารสัตว์ ซึ่งเป็นสินค้าที่ไทยมีศักยภาพในการแข่งขันในตลาดจีน สะท้อนได้จากในปี 2017 มูลค่าส่งออกสินค้าในกลุ่มดังกล่าวไปจีนมีมูลค่า 651 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือมีสัดส่วนราว 5% ของมูลค่าส่งออกของไทยไปจีน แต่เมื่อเราพิจารณามูลค่าส่งออกของไทยไปจีนในเดือน ก.ค. จะพบว่าผลกระทบทางบวกของสงครามการค้ายังไม่ชัดเจนนัก

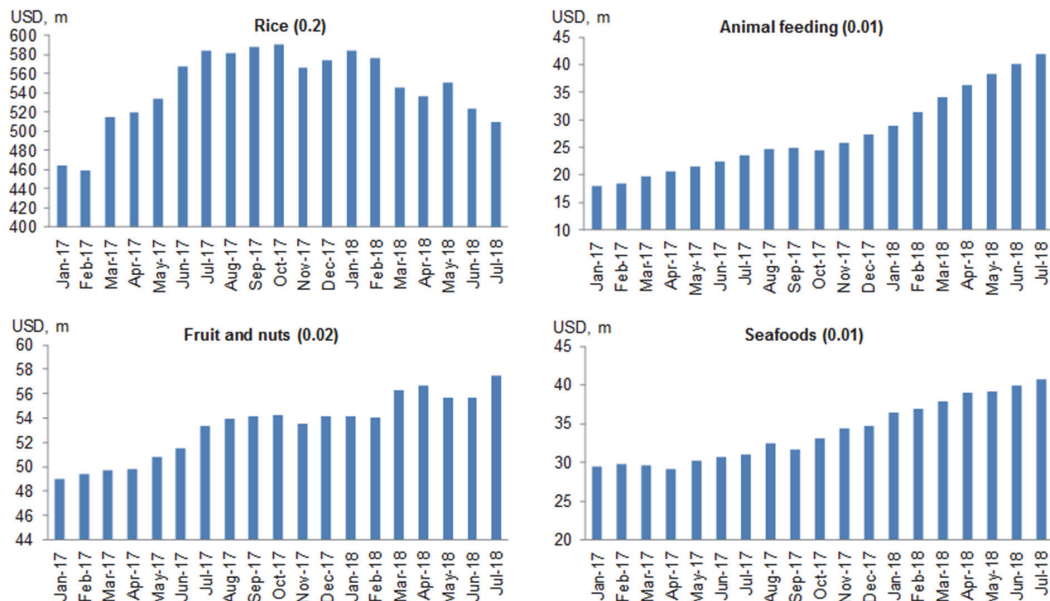
แผนภาพที่ 47: มูลค่าส่งออกสินค้าของไทยไปจีนในบางกลุ่มสินค้าจะลดลงจากผลกระทบของสงครามการค้า



Note: Numbers in brackets () are share of total exports

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

แผนภาพที่ 48: ผลกระทบทางบวกของสงครามการค้าจากการส่งออกของไทยไปจีนแทนสหรัฐฯ ในกลุ่มสินค้าที่จีนขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ ยังไม่ชัดเจน



Note: Numbers in brackets () are share of total exports

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

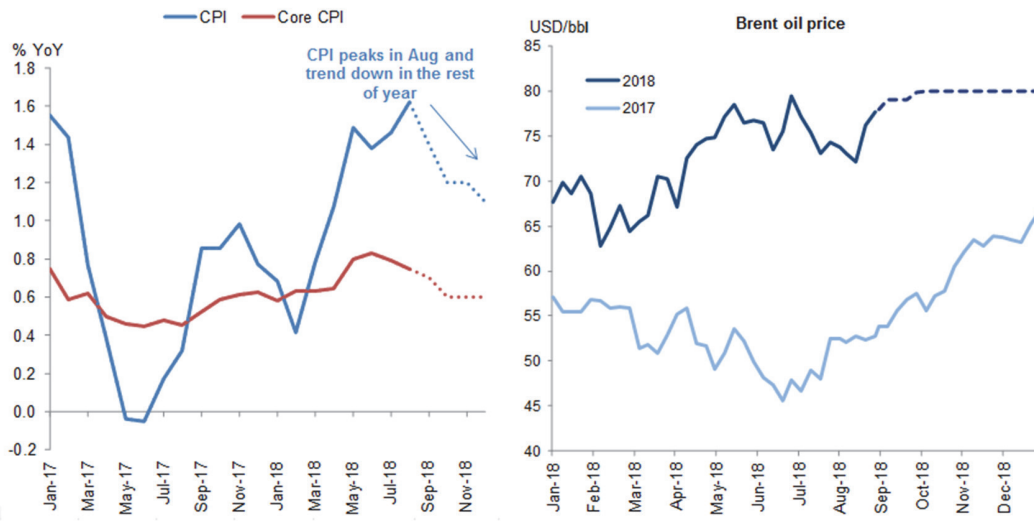
### อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวในช่วงที่เหลือของปี

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเร่งตัวขึ้นเป็น +1.62% YoY ในเดือน ส.ค. (vs. +1.46% เดือนก่อน) โดยได้อานิสงส์จากราคาอาหารสดที่พลิกกลับมาขยายตัวจากเทศกาลสารทจีนที่เหลื่อมเดือน (เทศกาลสารทจีนในปีนี้อยู่เดือน ส.ค. ส่วนในปี 2017 อยู่เดือน ก.ย.) และราคาน้ำมันที่ขยายตัวต่อเนื่อง ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวที่ +0.75% YoY (vs. +0.79% เดือนก่อน)

เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วและมีแนวโน้มชะลอตัวลงสู่กรอบล่างของอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ +1.1% YoY ในเดือน ธ.ค. เนื่องจากราคาอาหารสดมีแนวโน้มหดตัวตามผลผลิตทางการเกษตรที่คาดว่าจะเข้าสู่ตลาดในปริมาณมาก ประกอบกับฐานของราคาน้ำมันในช่วงครึ่งหลังของปี 2017 ที่สูงขึ้น

ทั้งนี้ เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดปี 2018 เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัว รวมถึงการบริโภคภาคเอกชนยังไม่กระจายตัวอย่างทั่วถึง สำหรับด้านต่างประเทศ นักลงทุนต่างชาติมีความเชื่อมั่นในเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทย สะท้อนได้จากเงินทุนที่ไหลเข้ามาในตลาดบอนด์ในปริมาณมาก ด้วยเหตุนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงไม่จำเป็นต้องกังวลว่าเงินทุนจะไหลออกหากยังไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามทิศทางในตลาดโลก

แผนภาพที่ 49: อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มชะลอตัวในช่วงที่เหลือของปีตามฐานราคาน้ำมันในช่วงครึ่งหลังของปี 2017 สูงขึ้น

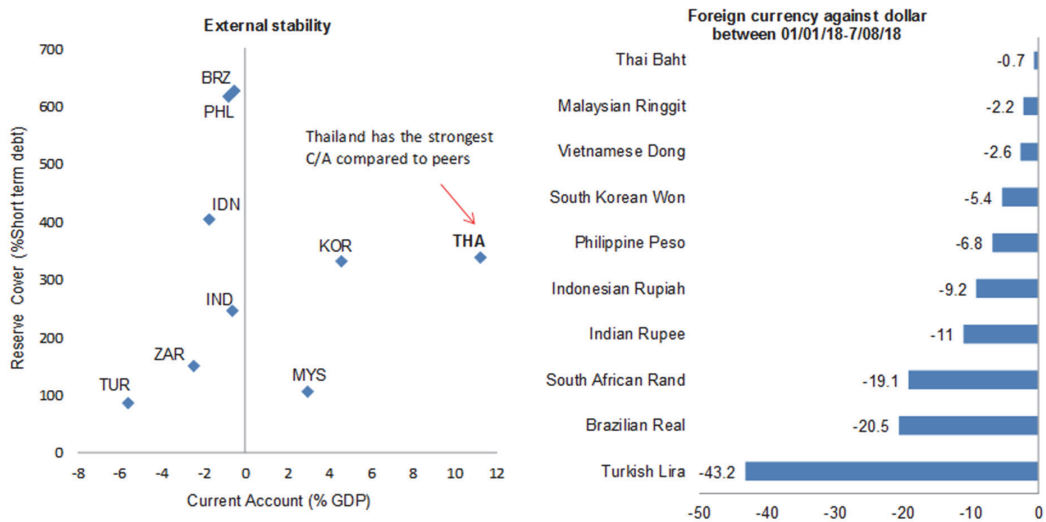


Source: Ministry of Commerce (MoC), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ประเทศไทยมีเสถียรภาพด้านต่างประเทศที่แข็งแกร่ง

ในช่วงที่ผ่านมาประเทศไทยในตลาดเกิดใหม่ที่มีสถานะทางการเงินไม่แข็งแกร่งต้องประสบกับภาวะเศรษฐกิจถดถอยและวิกฤตค่าเงิน อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยมีเสถียรภาพด้านต่างประเทศที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในตลาดเกิดใหม่และประเทศในอาเซียน สะท้อนจากสัดส่วนดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP ในปี 2017 ที่สูงถึง 11.2% และไทยมีสัดส่วนทุนสำรองระหว่างประเทศต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นที่สูงถึง 338% เกราะป้องกันความผันผวนของตลาดการเงินโลกที่แข็งแกร่งทำให้นักลงทุนต่างชาติยังเชื่อมั่นในเสถียรภาพของเศรษฐกิจไทยและมีเงินทุนไหลเข้ามาลงทุนในประเทศอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าน้อยกว่าประเทศเพื่อนบ้าน

แผนภาพที่ 50: เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยยังแข็งแกร่ง ส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่าน้อยกว่าประเทศในตลาดเกิดใหม่และประเทศในอาเซียน



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



## TISCO Economic Strategy Unit

### คมนตรี ประกอบผล

Head of Economic Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ 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 ในตำแหน่งเศรษฐกิจชำนาญการ สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

1 ปี ในตำแหน่งผู้บริหารงานวิจัย

### วิลันดา ดิสเรเตตีวันน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกิจผู้ช่วย

### 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](mailto:wealth@tisco.co.th)

[www.tiscowealth.com](http://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	เซ็นทรัลพลาซ่า 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
	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 4	: 02 193 8080	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 4	: 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 4	: 02 041 4411	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 416 0811
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกชัย ชั้น M	: 02 108 2998	เอสทีไอพลาซ่า ชั้น 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เอสทีไอพลาซ่า ชั้น 3	: 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 โคราช	: 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 บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว