



TIPS | JANUARY 2019

TISCO Investment Portfolio Strategy



- ตลาดหุ้นทั่วโลกถูกกดดันอย่างต่อเนื่อง จากความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2019 ซึ่งสะท้อนผ่านความชันของ Yield Curve (10 ปี - 2 ปี) ที่ลดลงมาที่ระดับต่ำกว่า 15 bps ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดตั้งแต่ปี 2007
- แม้ว่า Downside ของตลาดหุ้นจะเริ่มจำกัด แต่การฟื้นตัวของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับ การเติบโตของผลกำไร (Earnings Growth) ซึ่งเรามองว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนในปี 2019 มีความเสี่ยงที่จะขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดหวัง
- เราแนะนำให้ปรับรับกลยุทธ์โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรสม่ำเสมอว่าจะอยู่ในช่วงไหนของวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยเลือกหุ้นในกลุ่ม Health Care เป็นตัวเลือกหลักสำหรับ Theme การลงทุนแบบ Defensive ในปี 2019

Contents

○ Executive Summary	3
○ Global Investment Strategy	4
ตลาดหุ้น	7
ตลาดตราสารหนี้	11
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	13
○ Global Economic Insights	17
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	18
เศรษฐกิจยุโรป	20
เศรษฐกิจจีน	25
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	31
เศรษฐกิจไทย	33



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสรเตตวิวัฒน์
ชาร่า ผลพิบูลย์

วิระพันธ์ โรจน์รัฐกุล
สุชานันท์ ภิภพลูชาวดี

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

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมาย ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ตลาดหุ้นทั่วโลกยังคงถูกกดดันอย่างต่อเนื่อง จากความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2019 ซึ่งสะท้อนผ่านความชันของ Yield Curve (10 ปี - 2 ปี) ที่ลดลงมาที่ระดับต่ำกว่า 15 bps ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดตั้งแต่ปี 2007 และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องจนเสี่ยงที่จะ Invert ในปี 2019

ในอดีต การ Invert ของ Yield Curve นับเป็นสัญญาณการสิ้นสุดของวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจ และมักเป็นสัญญาณของการ “จบรอบ” ของตลาดหุ้นขาขึ้น (Bull Market) ดังนั้นเศรษฐกิจที่เสี่ยงชะลอตัวลง อาจทำให้ตลาดหุ้นซึ่งเคลื่อนไหวสะท้อนเหตุการณ์ล่วงหน้า มีแนวโน้มผันผวนมากขึ้น และเสี่ยงที่จะปรับตัวลงอีกครั้งในระยะข้างหน้า

แม้ว่า Downside ของตลาดหุ้นจะเริ่มจำกัด หลัง Valuation ของตลาดหุ้นทั่วโลกลดลงมาที่ระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น แต่การฟื้นตัวของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับ การเติบโตของผลกำไร (Earnings Growth) ซึ่งเรามองว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนในปี 2019 มีความเสี่ยงที่จะขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดหวัง โดยในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เราเริ่มเห็นนักวิเคราะห์ปรับคาดการณ์กำไรปี 2019 ลง โดยเฉพาะตลาดหุ้นในทวีปเอเชีย นำโดยจีนและญี่ปุ่นที่ถูกปรับลดลงราว 2-3%

ดังนั้นเรายังคงแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรที่สม่ำเสมอไม่ว่าจะอยู่ในช่วงไหนของวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยเลือกหุ้นในกลุ่ม Health Care เป็นตัวเลือกหลักสำหรับ Theme การลงทุนแบบ Defensive ในปี 2019

ในส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เรามองว่าราคาน้ำมันดิบ น่าจะฟื้นตัวขึ้นได้ในช่วงครึ่งแรกของปี 2019 หลังทางกลุ่ม OPEC+ ตัดสินใจลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวันซึ่งจะเริ่มบังคับใช้ใน เดือน ม.ค. 2019 และปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านที่ลดลงมากกว่าคาด จากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตร มากไปกว่านั้นเรามองว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ มีแนวโน้มทรงตัวไปจนถึงกลางปี 2019 เนื่องจากข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นทั่วโลกถูกกดดันอย่างต่อเนื่อง จากความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2019 ซึ่งสะท้อนผ่าน ความชันของ Yield Curve (10 ปี – 2 ปี) ที่ลดลงมาที่ระดับต่ำกว่า 15 bps ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดตั้งแต่ปี 2007
- แม้ว่า Downside ของตลาดหุ้นจะเริ่มจำกัด แต่การฟื้นตัวของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับ การเติบโตของผลกำไร (Earnings Growth) ซึ่งเรามองว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนในปี 2019 มีความเสี่ยงที่จะขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดหวัง
- เราแนะนำให้ปรับกลยุทธ์โดยเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรสม่ำเสมอไม่ว่าจะอยู่ในช่วงไหนของวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยเลือกหุ้นในกลุ่ม Health Care เป็นตัวเลือกหลักสำหรับ Theme การลงทุนแบบ Defensive ในปี 2019

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,583	-3.1%	-3.3%	-9.5%	-3.4%	-9.7%	-8.6%
Philippines PCOMP	7,420	-0.4%	2.1%	2.8%	1.5%	-13.3%	-11.3%
Indonesia JCI	6,082	0.1%	1.3%	3.5%	1.5%	-4.3%	-1.4%
Singapore STI	3,046	-0.4%	-0.6%	-4.1%	-7.7%	-10.5%	-10.5%
Malaysia KLCI	1,635	-1.0%	-4.4%	-9.2%	-4.7%	-9.0%	-5.9%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	25,814	0.2%	-2.1%	-5.8%	-12.4%	-13.7%	-11.8%
China H HSCEI	10,231	-0.1%	-3.8%	-4.8%	-11.0%	-12.6%	-11.4%
MSCI China	72	-3.3%	-3.3%	-8.8%	-21.3%	-19.6%	-18.2%
China CSI300	3,128	-1.0%	-5.0%	-5.6%	-13.6%	-22.4%	-22.5%
Taiwan TWSE	9,719	0.1%	-1.1%	-10.5%	-10.9%	-8.7%	-7.2%
Korea KOSPI	2,069	-0.7%	-1.5%	-10.4%	-11.6%	-16.2%	-16.5%
MSCI Korea	611	-1.5%	-3.3%	-11.6%	-12.9%	-18.4%	-18.7%
India SENSEX	36,347	3.4%	1.6%	-2.1%	3.0%	6.7%	7.4%
MSCI India	1,268	3.5%	0.9%	-4.5%	1.5%	0.3%	1.4%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,575	-1.4%	-2.1%	-9.9%	-8.6%	-8.1%	-8.2%
Japan TOPIX	1,553	-3.3%	-5.1%	-13.0%	-10.9%	-14.5%	-14.4%
Japan Nikkei 225	20,951	-3.0%	-4.0%	-11.5%	-6.0%	-8.0%	-8.4%
Europe STOXX600	340	-1.1%	-4.1%	-10.4%	-11.2%	-12.5%	-12.9%
Euro STOXX50	3,040	-0.5%	-3.8%	-9.7%	-11.5%	-13.2%	-15.1%
US Dow Jones	23,676	-2.9%	-5.4%	-10.3%	-4.1%	-4.2%	-4.4%
US S&P500	2,546	-3.4%	-5.4%	-12.4%	-7.8%	-4.8%	-5.0%
MSCI US REITs	1,106	-4.3%	-3.2%	-4.1%	-0.6%	-4.5%	-4.4%
J-REITs	1,804	0.4%	0.4%	2.6%	3.6%	8.5%	8.1%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,702	-1.5%	-4.3%	-8.6%	-11.9%	-12.8%	-11.2%
Germany DAX	10,741	-0.4%	-4.5%	-12.1%	-15.3%	-16.9%	-18.7%
France CAC 40	4,754	-1.1%	-4.6%	-11.9%	-11.8%	-10.5%	-11.7%
Switzerland SMI	8,528	-2.1%	-3.2%	-4.6%	0.8%	-9.1%	-9.3%
Portugal PSI 20	4,703	-1.6%	-4.1%	-12.5%	-15.2%	-12.7%	-13.4%
Spain IBEX 35	8,701	-0.4%	-3.4%	-8.3%	-10.8%	-13.4%	-15.0%
Italy FTSE MIB	18,645	0.3%	-0.9%	-12.4%	-15.6%	-14.7%	-16.3%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	86,610	0.2%	-1.5%	10.8%	21.3%	13.4%	19.2%
Chile IPSA	5,117	0.9%	-0.9%	-4.4%	-5.9%	-8.0%	-8.4%
Mexico MEXBO	40,918	-1.1%	-3.3%	-17.5%	-12.0%	-17.1%	-15.5%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	477	-1.6%	-2.1%	-8.4%	-13.0%	-16.2%	-14.6%
MSCI Latin America	2,523	0.1%	-4.8%	0.8%	3.3%	-10.8%	-8.3%
MSCI All Country World	461	-3.2%	-4.8%	-11.7%	-9.8%	-10.2%	-9.7%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	46.40	-9.3%	-18.3%	-34.8%	-28.7%	-23.2%	-19.2%
Brent Spot	56.26	-6.5%	-15.7%	-28.8%	-25.3%	-15.9%	-11.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	9.86	0.81	-0.14	1.95	-0.41	3.41	3.91
Gold Spot	1250.08	0.3%	2.1%	3.8%	-2.0%	-4.0%	-0.8%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2175.65	1.1%	1.9%	3.4%	-1.4%	2.1%	2.1%
Bloomberg Agri Subindex	42.83	-1.0%	1.1%	3.4%	-4.4%	-9.9%	-8.8%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	277.38	0.1%	1.1%	1.9%	1.8%	0.6%	1.0%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	202.04	0.0%	0.3%	0.8%	0.8%	1.2%	1.3%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	280.69	0.1%	0.5%	1.1%	0.9%	0.8%	1.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	361.77	0.2%	0.9%	1.8%	2.0%	1.0%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	238.41	0.0%	0.5%	1.1%	1.1%	0.9%	1.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.77	4	3	4	23	34	30
2Y	1.85	4	-9	-10	12	39	37
5Y	2.26	0	-9	-8	9	41	37
10Y	2.63	-1	-15	-21	-19	9	3
Spread 10Y-2Y	78	-5	-6	-11	-32	-29	-34
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.80	-11	-26	-26	-9	40	34
Japan 10Y	0.03	-3	-7	-10	-1	-2	-1
UK 10Y	1.28	9	-13	-29	-4	9	13
German 10Y	0.24	1	-12	-24	-15	-18	-7
Spain 10Y	1.38	-6	-26	-13	12	-19	-6
Italy 10Y	2.94	-18	-55	15	38	92	114
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	25.58	3.8	5.5	13.8	12.2	14.5	15.6
Dollar index	97.10	-0.3%	0.7%	2.6%	2.5%	5.4%	3.6%
USD/THB	32.71	-0.1%	-0.6%	1.0%	-0.2%	0.4%	-0.2%
EUR/USD	1.14	0.1%	-0.6%	-2.6%	-1.6%	-5.2%	-3.8%
GBP/USD	1.27	0.2%	-1.5%	-3.7%	-3.8%	-6.2%	-5.2%
USD/JPY	112.28	-0.8%	-0.1%	0.1%	2.1%	-0.4%	-0.7%
USD/CNY	6.90	-0.1%	-0.7%	0.5%	7.1%	6.0%	4.2%
USD/CNH	6.89	0.3%	-0.6%	0.5%	6.2%	5.7%	4.3%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

12/19/2018

7:13:40 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"> - Downside จำกัด หลัง Valuation ลดลงมาที่ระดับค่าเฉลี่ยระยะยาว 10 ปี - ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐฯยังคงเติบโตดีอยู่ ซึ่งคาดว่าจะเฉลี่ย +7% ทั้งปี 2019 (vs. +22% 2018F) - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - Valuation ของตลาดหุ้นไทย แพงกว่าตลาดหุ้นเพื่อนบ้านค่อนข้างมาก โดยส่วนต่าง (Premium) ของ FWD P/E ระหว่างตลาดหุ้นไทย กับดัชนี MSCI Asia ex Japan เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และถูกรอบการเคลื่อนไหวในช่วงปี 2013 จนถึงปัจจุบัน - เราคาดว่า Current Account Surplus ของประเทศไทยซึ่งคอยหนุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ผ่านมา มีแนวโน้มลดลง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - Valuation ลดลงมาสู่ระดับต่ำ ประกอบกับแนวโน้มการดำเนินนโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายของ PBoC อย่างต่อเนื่องไปจนถึงปี 2019 ซึ่งคาดว่าจะทำการลด RRR ลงอีก 3 ครั้งในปี 2019 - แต่ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯกับจีนยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือ โดยเฉพาะไต้หวัน และเกาหลี - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - การเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูง มากไปกว่านั้นยังได้รับปัจจัยบวกเพิ่มขึ้นจากการปรับฐานของราคาน้ำมันดิบ - แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - BoJ ยังคงดำเนินนโยบายทางการเงินแบบผ่อนคลาย - Valuation ยังถูกเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลี และอังกฤษ (Brexit) ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป - Earnings Growth อยู่ในระดับต่ำ ขณะเดียวกันยุโรปมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา				<ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุสสารองค์ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในช่วงครึ่งหลังของปี 2018 - แนวโน้มการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - การตัดสินใจลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ของทางกลุ่ม OPEC+ ประกอบกับปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านที่ลดลงมากกว่าคาด จากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตร น่าจะช่วยให้ตลาดน้ำมันดิบโลกคงอยู่ในภาวะสมดุลได้ในปี 2019 - Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ มีแนวโน้มทรงตัวไปจนถึงกลางปี 2019 เนื่องจากข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian - 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"> - ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> - โดเมนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

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

ตลาดหุ้น

เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2019 ยังคงเป็นปัจจัยหลักที่คอยกดดันตลาดหุ้นทั่วโลก ถึงแม้ว่า Downside ของตลาดหุ้นจะเริ่มจำกัด หลัง Valuation ได้ลดลงมาสู่ระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น แต่การฟื้นตัวของตลาดหุ้นในระยะข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับ การเติบโตของผลกำไร (Earnings Growth) ซึ่งเรามองว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนในปี 2019 มีความเสี่ยงที่จะขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดหวัง ดังนั้นเรายังคงแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรที่สม่ำเสมอ โดยเลือกหุ้นในกลุ่ม Health Care เป็นตัวเลือกหลักสำหรับ Theme การลงทุนแบบ Defensive ในปี 2019

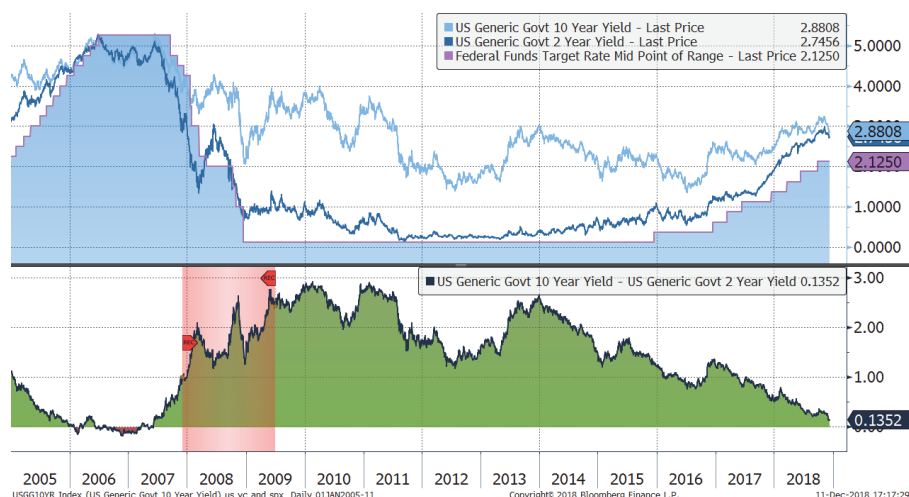
ตลาดหุ้นทั่วโลกถูกกดดันอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา จากความกังวลต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในระยะข้างหน้า โดยเราประเมินว่าเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2019 (อ่านเพิ่มเติมได้ใน TIPS ฉบับ Outlook 2019) ในขณะที่เดียวกันภาครัฐและธนาคารกลางทั่วโลกต่างมีข้อจำกัดในการกระตุ้นเศรษฐกิจในปี 2019 ซึ่งทำให้เศรษฐกิจมีความเสี่ยงในขาลงมากกว่าขาขึ้น

ความชันของ Yield Curve ลดลงต่อเนื่อง ... สะท้อนความกังวลต่อการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลก

ความชันของ Yield Curve (10 ปี – 2 ปี) ลดลงต่อเนื่องแบบ Bull-Flattening (Bond Yield ระยะยาว 10 ปี ของสหรัฐฯ ลดลงมากกว่า Bond Yield ระยะสั้น 2 ปี) มาที่ระดับต่ำกว่า 15 bps ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2007 หลังตลาดแสดงความกังวลต่อการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลกในปี 2019 โดยเรามองว่าความชันของ Yield Curve มีแนวโน้มที่จะลดลงอีก และเสี่ยงที่จะ Invert (ความชันติดลบ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ Bond Yield ระยะยาว 10 ปี ต่ำกว่า Bond Yield ระยะสั้น 2 ปี) ในระยะข้างหน้า

อ้างอิงจากข้อมูลในอดีต การ Invert ของ Yield Curve นับเป็นสัญญาณการสิ้นสุดของวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจ และเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) และมักเป็นสัญญาณของการ “จบรอบ” ของตลาดหุ้นขาขึ้น (Bull Market) และเข้าสู่ตลาดหุ้นขาลง (Bear Market) ดังนั้นความเสี่ยงที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง อาจทำให้ตลาดหุ้นซึ่งเคลื่อนไหวสะท้อนเหตุการณ์ล่วงหน้า มีแนวโน้มที่จะผันผวน และอาจเผชิญความเสี่ยงที่จะปรับตัวลงอีกครั้งในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 1: ความชันของ Yield Curve ลดลงต่ำกว่าระดับ 15 bps ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2007

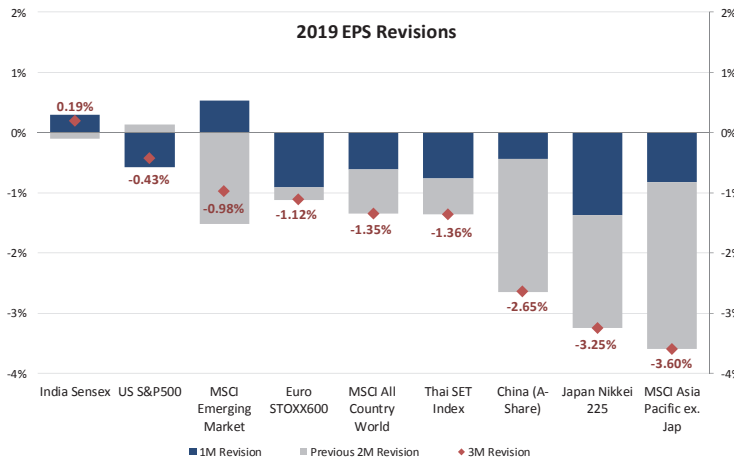


Source: Bloomberg

คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง โดยเฉพาะตลาดหุ้นในทวีปเอเชีย

ในขณะเดียวกัน นักวิเคราะห์ที่ปรับลดคาดการณ์กำไรปี 2019 ลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะตลาดหุ้นในทวีปเอเชีย นำโดยตลาดหุ้น Asia ex Japan, ญี่ปุ่น และ จีน ที่ถูกปรับลดลงราว 2-3% ซึ่งสอดคล้องกับ Outlook 2019 ของเรา ที่ได้เตือนนักลงทุนไว้ว่ากำไรในปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนมีความเสี่ยงที่จะขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดหวัง เนื่องจากอัตรากำไรสุทธิ (Profit Margin) มีแนวโน้มถูกกดดันให้ปรับตัวลง จากต้นทุนค่าจ้างและต้นทุนการกู้ยืมที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนซึ่งจะส่งผลอย่างชัดเจนในปี 2019

แผนภาพที่ 2: คาดการณ์ผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกปี 2019 ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Bond Yield ที่ลดลงจากแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ... ไม่ช่วยหนุน Valuation ของตลาดหุ้น

ในช่วงปี 2018 ที่ผ่านมามีตลาดหุ้นได้ปรับฐานแรงให้เห็นชัดๆ ถึง 2 ครั้ง คือในช่วงเดือน ก.พ. และ ต.ค. หลัง Bond Yield 10 ปี ของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นเร็วและแรง ซึ่งส่งผลกระทบต่อระดับ Valuation ของตลาดหุ้นทั่วโลกซึ่งเคยอยู่ที่ระดับสูงมากในช่วงต้นปี 2018 ลงมาที่ระดับใกล้เคียงหรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว 10 ปี ณ ปัจจุบัน

อย่างไรก็ตาม การกลับมาลดลงของ Bond Yield ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน พ.ย. ที่ผ่านมานั้น ได้กลายเป็นคำถามที่นักลงทุนต่างสงสัยว่า “ทำไม Bond Yield ที่ลดลง ไม่ช่วยหนุนให้ Valuation ของตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น?” ซึ่งคำตอบนั้นก็คือ Bond Yield ที่ลดลงในรอบนี้เป็นการลดลงจากปัจจัยลบ ซึ่งก็คือ ความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นทั่วโลกในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 3: ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน พ.ย. ที่ผ่านมามี Bond Yield ลดลงกว่า 40 bps แต่ไม่ช่วยหนุน Valuation ของตลาดหุ้น



SPX Index (S&P 500 Index) spx_PE vs BY10 Daily 29DEC2017-10DEC2018

Copyright © 2018 Bloomberg Finance L.P.

12-Dec-2018 14:03:26

Source: Bloomberg

โดยหากเราอ้างอิงจาก Dividend Discount Model (DDM) ซึ่งเป็นวิธีประเมินมูลค่าหุ้นจากเงินปันผล จะสังเกตได้ว่า P/E Ratio หรือระดับ Valuation จะขึ้นอยู่กับ 2 ตัวแปรหลักคือ 1) Discount Rate (r) หรืออัตราคิดลดซึ่งจะเคลื่อนไหวตาม Bond Yield และ 2) Growth Rate (g) หรืออัตราการเติบโตของเงินปันผลซึ่งจะแปรผันตามอัตราการเติบโตของกำไร

ดังนั้นการลดลงพร้อมกันของทั้ง 2 ตัวแปรจึงไม่ช่วยหนุนให้ระดับ Valuation ของตลาดหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างที่เกิดขึ้นในช่วงเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งทั้ง Bond Yield และตลาดหุ้นลดลงพร้อมกัน

แผนภาพที่ 4: P/E Ratio หรือระดับ Valuation ขึ้นอยู่กับทั้ง Discount Rate และ Growth Rate

$$P_0 = \frac{Div_1}{(r-g)}$$

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{Div_1}{E_1 * (r-g)}$$

(Not changed) $\frac{P_0}{E_1} = \frac{Div. Payout}{\downarrow r - g \downarrow}$

Here: P_0 = Current stock price, E_1 = Expected earnings for Year 1, Div_1 = Expected dividend for Year 1, r = Discount rate, g = Growth rate

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนะนำจับตา HY-IG Spread ... หากเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง น่าจะกดดันตลาดหุ้นต่อไป

มากไปกว่านั้น ยังมีอีกสัญญาณหนึ่งที่นักลงทุนควรจับตาเพิ่มขึ้นคือ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำ (High-Yield Bond) กับหุ้นกู้ที่อยู่ในระดับนำลงทุน (Investment-Grade Bond) หรือที่เรียกว่า HY-IG Spread ซึ่งเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา หลังการปรับฐานของราคาน้ำมันดิบและความผันผวนของตลาดหุ้นที่เพิ่มขึ้น

การเพิ่มขึ้นของ HY-IG Spread สะท้อนถึงความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ของลูกหนี้ที่เพิ่มขึ้น และมักจะกดดันให้ตลาดหุ้นปรับฐาน ซึ่งในอดีตที่ผ่านมา เมื่อ HY-IG Spread เพิ่มขึ้นแรง นักลงทุนมักปรับกลยุทธ์การลงทุนแบบ Sector Rotation โดยการเทขายสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงออกจากพอร์ต และเข้าซื้อสินทรัพย์ที่ปลอดภัยมากขึ้น ดังนั้นหุ้นในกลุ่ม Defensive อย่าง Health Care จึงมักจะ Outperform ดัชนี S&P500 ดังในแผนภาพที่ 5

แผนภาพที่ 5: เมื่อ HY-IG Spread เพิ่มขึ้น หุ้นในกลุ่ม Health Care มักจะ Outperform ดัชนี S&P500



Source: Bloomberg

คงคำแนะนำลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ในปี 2019 ... เลือก Health Care เป็น Top Pick

ความกังวลต่อการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลก และความผันผวนของตลาดหุ้นในช่วงปลายปีที่ผ่านมา สอดคล้องกับมุมมองใน Outlook 2019 ของเราที่ว่า ตลาดหุ้นในปี 2019 มีแนวโน้มผันผวนไม่น้อยไปกว่าปี 2018 ถึงแม้ว่า Downside จะเริ่มจำกัด แต่การฟื้นตัวของตลาดหุ้นจะขึ้นอยู่กับ การเติบโตของผลกำไร (Earnings Growth) ดังนั้นเรายังคงแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรที่สม่ำเสมอไม่ว่าจะอยู่ในช่วงไหนของวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยเลือกหุ้นในกลุ่ม Health Care เป็นตัวเลือกหลักสำหรับ Theme การลงทุนแบบ Defensive ในปี 2019

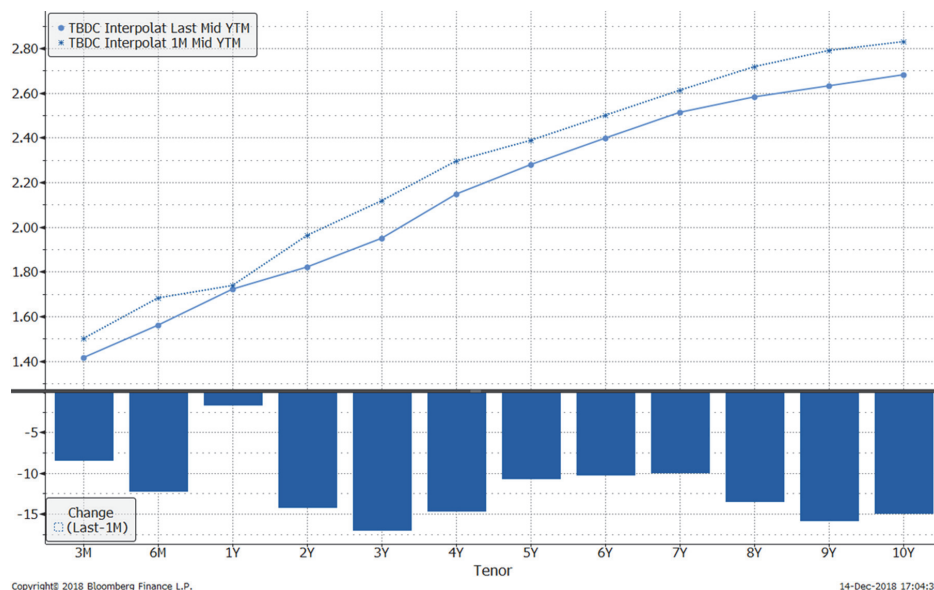
ตลาดตราสารหนี้

เราคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตลาดตราสารหนี้ระยะยาว โดยเราคาดว่า Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังการปรับขึ้นดอกเบี้ยเป็น 1.75% ของธนาคารแห่งประเทศไทย นอกจากนี้ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก

Bond Yield ไทยปรับตัวลดลงในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน ถึง 1 ปี ปรับตัวลดลง 2-12bps ส่วนพันธบัตรระยะยาวอายุ 2-10 ปี ปรับตัวลดลง 10-17bps

แผนภาพที่ 6: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Copyright © 2018 Bloomberg Finance L.P.

14-Dec-2018 17:04:36

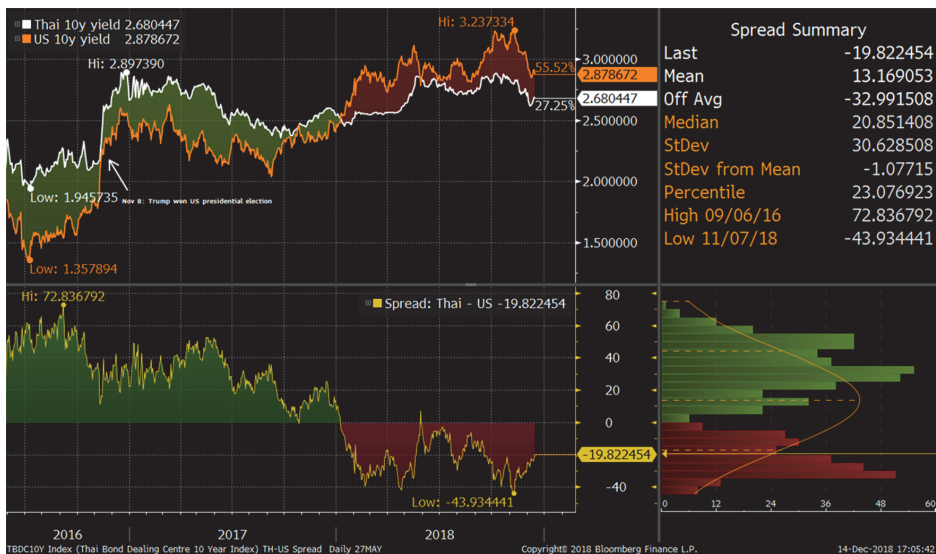
Source: Bloomberg

เรายังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยง การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลง 13bps สู่ระดับ 2.68% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามการปรับลดลงของ Bond Yield สหรัฐฯ เป็นสำคัญ โดย Bond Yield อายุ 10 ปี ของสหรัฐฯ ได้ปรับลดลง 23bps สู่ระดับ 2.87% เนื่องจากแนวทางการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เริ่มมีความไม่แน่นอน หลังรายงานการประชุม (Minutes) รอบเดือน พ.ย. ชี้ว่า Fed มีท่าทีที่ Dovish ขึ้น ขณะที่นาย Jerome Powell ประธาน Fed ก็ได้กล่าวแสดงความเห็นในเชิงที่ Dovish ในปลายเดือน พ.ย. ซึ่งอาจชี้ได้ว่า Fed จะชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยในปี 2019 นอกจากนี้ เงินเพื่อ Core PCE เดือน ต.ค.ออกมาชะลอลงต่ำกว่าคาด ส่งผลให้ตลาด (สะท้อนจาก Fed Funds Futures) ปรับลดคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จากเมื่อต้นเดือน พ.ย. ที่คาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยอีก 3 ครั้ง จากปัจจุบัน (เดือน ธ.ค. 1 ครั้ง และปี 2019 2 ครั้ง) ไปสิ้นสุดที่ประมาณ 3.0% ลงมาเป็น ขึ้นดอกเบี้ยอีกเพียง 2 ครั้งจากปัจจุบัน (เดือน ธ.ค. 1 ครั้ง และปี 2019 1 ครั้ง) ไปสิ้นสุดที่ 2.625% เท่านั้น

อย่างไรก็ดี เรามองว่า Bond Yield ไทยยังมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า จากการปรับขึ้นดอกเบี้ย 25bps เป็น 1.75% ในการประชุมเดือน ธ.ค. ขณะที่ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี หดแคบลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก โดยปัจจุบันอยู่ที่ -0.19% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในรอบ 3 ปี (0.14%) และ 5 ปี (0.42%) อย่างมาก ดังนั้น เรามองว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทยจะส่งผลให้ Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น และลดช่องว่างกับ Bond Yield อายุ 10 ปีของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 7: ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่ต่ำมาก (-0.19%) ทำให้พันธบัตรไทยยังมีความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนจะปรับตัวสูงขึ้นในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองว่าราคาน้ำมันดิบเริ่มมี Downside ที่จำกัด และน่าจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2019 จากการประเมินที่ว่า ตลาดน้ำมันดิบโลกจะยังคงรักษาภาวะสมดุล (Balanced Global Oil Market) ไว้ได้ ในปี 2019 หลังทางกลุ่ม OPEC+ ตัดสินใจลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งจะเริ่มบังคับใช้ในเดือน ม.ค. 2019 และปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านที่ลดลงมากกว่าคาด จากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตร มากไปกว่านั้นเรามองว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ มีแนวโน้มทรงตัวไปจนถึงกลางปี 2019 เนื่องจากข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian ในขณะที่ราคาทองคำ Rebound ตามคาด ท่ามกลางการปรับฐานของสินทรัพย์เสี่ยงทั้งตลาดหุ้นและราคาน้ำมัน โดยเรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อราคาทองคำ ซึ่งได้ปัจจัยหนุนจากความไม่แน่นอนทางการเมืองและแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในปี 2019 ประกอบกับแนวโน้มการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

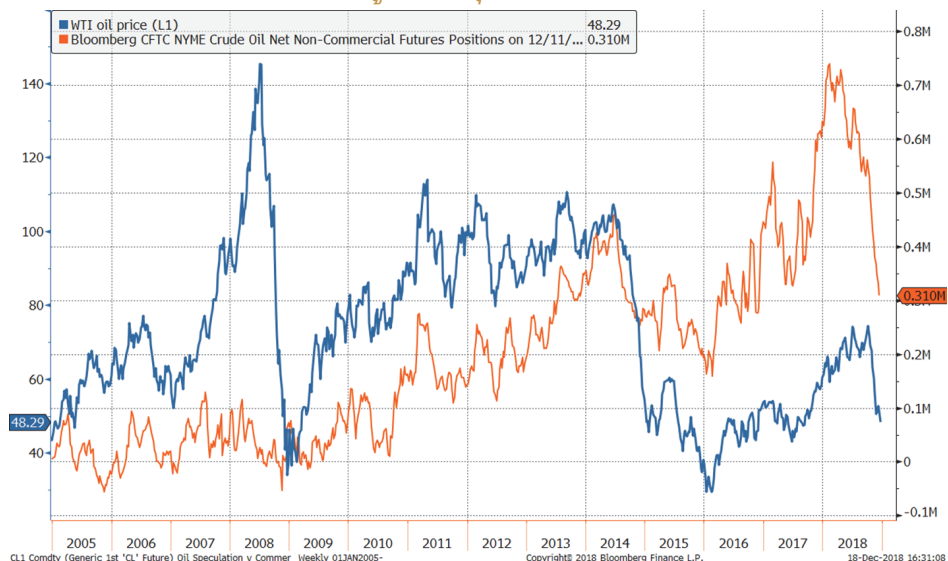
น้ำมัน

ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับตัวลงต่ำกว่าระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ท่ามกลางความกังวลต่อการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลกซึ่งจะส่งผลให้ความต้องการในการใช้น้ำมันดิบ (Oil Demand) ในปี 2019 ลดลง ขณะเดียวกันอุปสงค์น้ำมันดิบ (Oil Supply) มีความเสี่ยงที่จะกลับมาล้นตลาดอีกครั้ง เนื่องจากการเร่งผลิตน้ำมันดิบของผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ อย่างต่อเนื่อง

Downside ของราคาน้ำมันดิบเริ่มจำกัด

เรามองว่า Downside ของราคาน้ำมันดิบเริ่มจำกัด หลังสถานะการเก็งกำไรในน้ำมันลดลงต่อเนื่องจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ +739,097 สัญญา ในเดือน ก.พ. มาที่ระดับ +309,506 สัญญา ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี

แผนภาพที่ 8: สถานะการเก็งกำไรในน้ำมันลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี ซึ่งถึงแรงขายที่จะเริ่มชะลอลงในระยะข้างหน้า

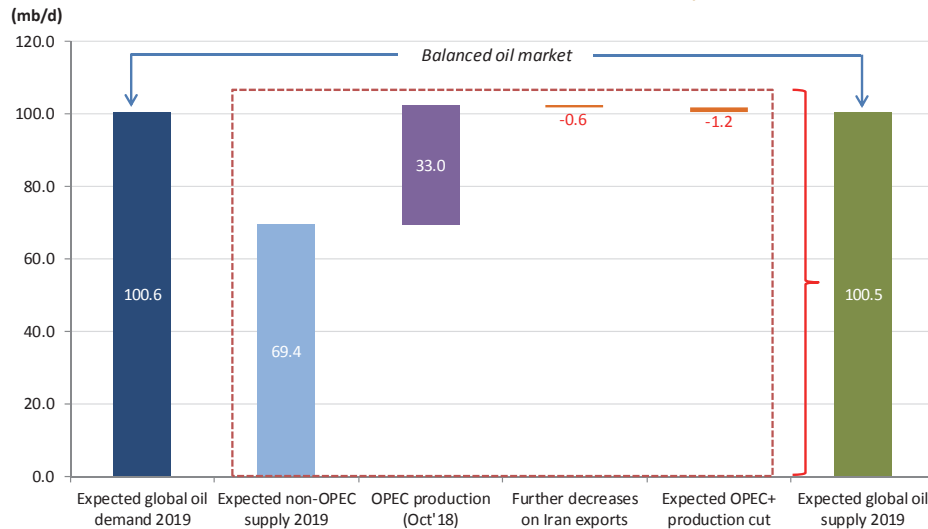


Source: Bloomberg

ราคาน้ำมันดิบน่าจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2019

เรามองว่า ราคาน้ำมันดิบน่าจะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2019 จากการประเมินที่ว่า ตลาดน้ำมันดิบโลกจะยังคงรักษาภาวะสมดุล (Balanced Global Oil Market) ไว้ได้ในปี 2019 เนื่องจาก 3 ปัจจัยดังต่อไปนี้

แผนภาพที่ 9: เราคาดว่าตลาดน้ำมันดิบโลกจะรักษาภาวะสมดุลไว้ได้ในปี 2019



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

1) OPEC+ ตัดสินใจลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

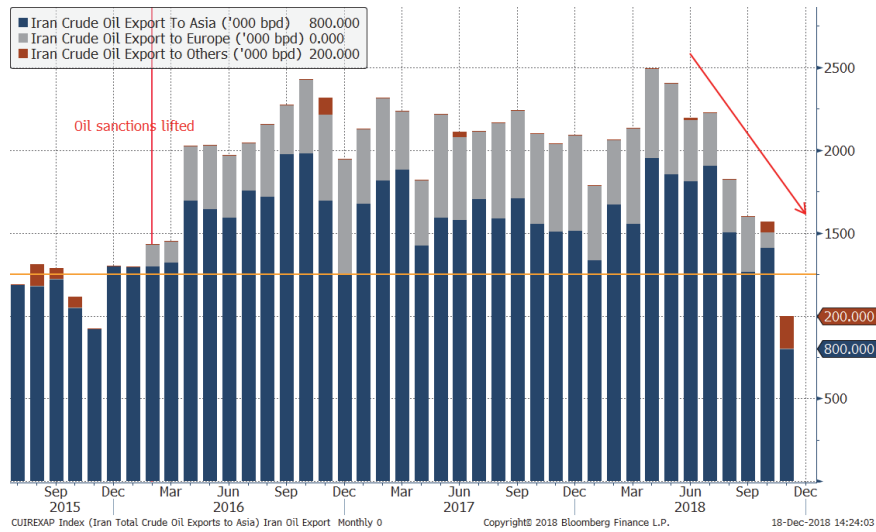
ในการประชุม OPEC เมื่อต้นเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา ผู้ผลิตทั้งในและนอกกลุ่ม OPEC หรือที่เรียกว่า OPEC+ ได้ตัดสินใจลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน จากปริมาณการผลิตในเดือน ต.ค. ซึ่งมาตรการดังกล่าวจะถูกใช้เป็นระยะเวลา 6 เดือน และจะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ม.ค. 2019 โดยทางผู้ผลิต “ใน” กลุ่ม OPEC นำโดยซาอุดีอาระเบีย จะลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลง 8 แสนบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่ทางผู้ผลิต “นอก” กลุ่ม OPEC นำโดยรัสเซีย จะร่วมลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลง 4 แสนบาร์เรลต่อวัน

ทั้งนี้ ทางอิหร่าน เวเนซุเอลา และลิเบียเป็น 3 ประเทศที่ได้รับการยกเว้นจากข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในครั้งนี้ เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของอิหร่านได้ลดลงมาเป็นจำนวนมากแล้ว จากผลกระทบมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ขณะที่ทางเวเนซุเอลาและลิเบียกำลังเผชิญกับปัญหาทางเศรษฐกิจและการเมืองภายในประเทศ ซึ่งส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมันดิบภายในประเทศ

2) ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่าน เดือน พ.ย. ลดลงราว 6 แสนบาร์เรลต่อวัน ... มากกว่าคาด

หลังมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านได้ถูกบังคับใช้ไปเมื่อต้นเดือน พ.ย. ที่ผ่านมา ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่าน ลดลงราว 6 แสนบาร์เรลต่อวัน มาที่ระดับ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน พ.ย. ซึ่งเป็นระดับต่ำกว่าช่วงที่อิหร่านเคยถูกคว่ำบาตรไปในปี 2015 และเป็นการลดลงมากกว่าการคาดการณ์ของเราที่มองว่าปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านจะลดลงมาที่ระดับ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 10: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านลดลงต่อเนื่องจากระดับสูงสุดที่ 2.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน เม.ย. มาที่ระดับ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน พ.ย.



Source: Bloomberg

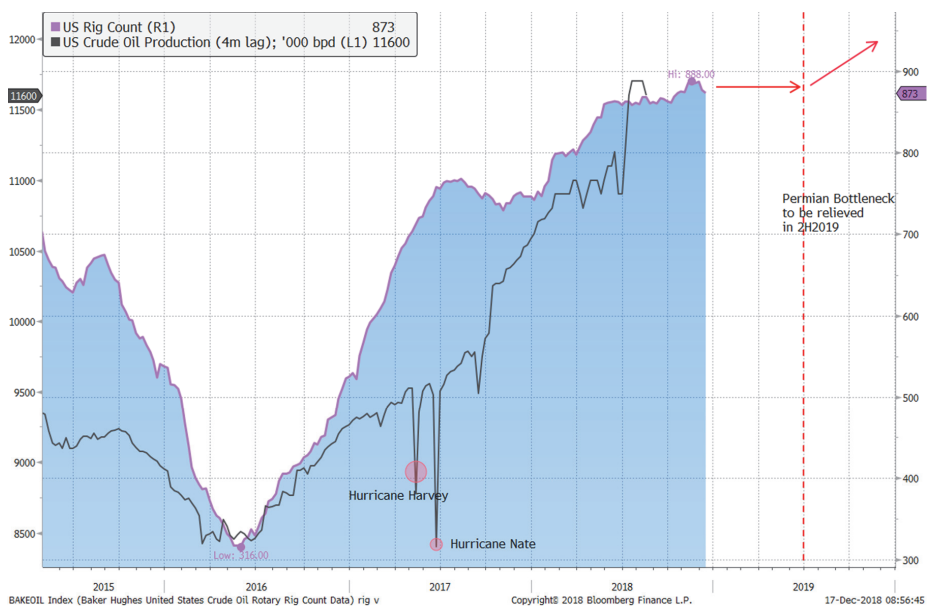
และ 3) Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ มีแนวโน้มทรงตัวไปจนถึงกลางปี 2019 เนื่องจากข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian

ในส่วนของ Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เริ่มหยุดเพิ่มขึ้นและมีแนวโน้มที่จะทรงตัวที่ระดับปัจจุบันไปจนถึงกลางปี 2019 เนื่องจากข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบผ่านท่อ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian ซึ่งส่งผลให้ผู้ผลิตชะลอการลงทุนในการผลิตน้ำมันดิบ โดยจะเห็นได้จากจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบที่หยุดเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่กลางปี 2018

โดยเรามองว่า ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบมีแนวโน้มที่จะทรงตัวหรือเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอลงไปจนถึงช่วงกลางปี 2019 ซึ่งเป็นช่วงที่ปัญหาด้านการขนส่งในแหล่ง Permian น่าจะเริ่มคลี่คลายลง เนื่องจากท่อขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian ที่กำลังก่อสร้างอยู่นั้นมีกำหนดการที่จะแล้วเสร็จตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2019 ไปจนถึงปี 2020 (ดูแผนภาพที่ 12)

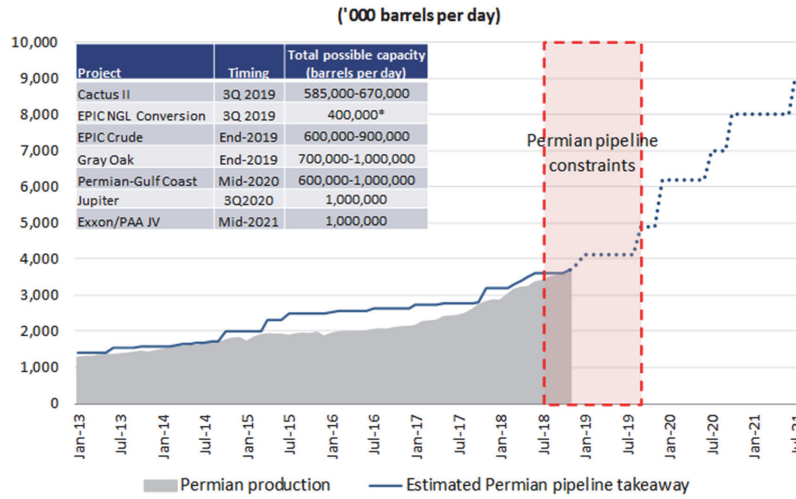
ดังนั้นผู้ผลิตน้ำมันดิบน่าจะเริ่มกลับมาเร่งลงทุนสร้างแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นในช่วงไตรมาส 2/2019 (ข้อมูลในอดีต ชี้ว่าจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันเป็นปัจจัยชี้ว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอยู่ราว 4 เดือน) และส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ กลับมาเพิ่มขึ้นแรงในช่วงครึ่งหลังของปี 2019

แผนภาพที่ 11: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เริ่มทรงตัว ตามการลดลงของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ



Source: Bloomberg

แผนภาพที่ 12: ข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่ง Permian คาดว่าจะคลี่คลายลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2019



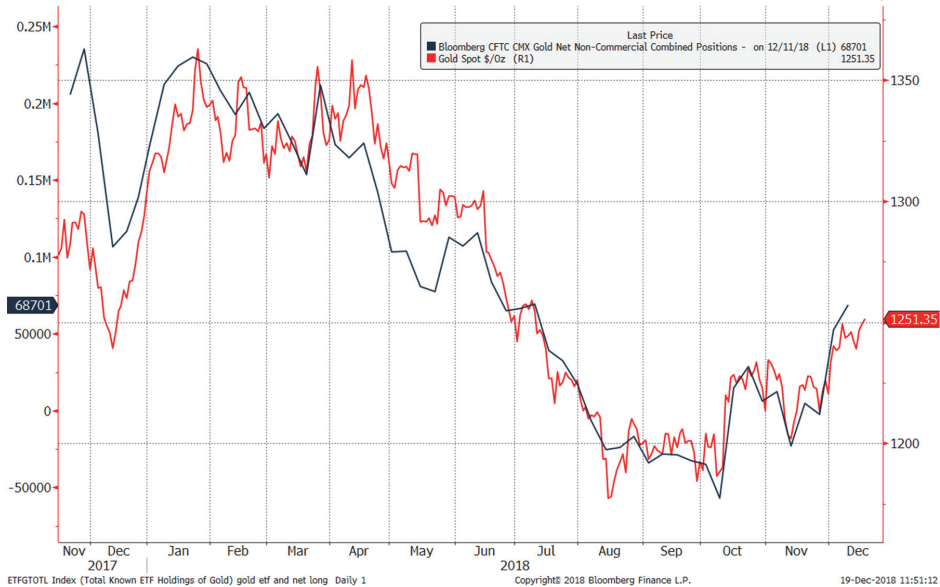
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทองคำ

ทองคำ Rebound ตามที่เราคาด

ราคาทองคำ Rebound ขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 6 เดือนที่ราว 1,250 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ท่ามกลางการปรับฐานของสินทรัพย์เสี่ยงทั้งตลาดหุ้นและราคาน้ำมัน รวมไปถึงปัจจัยเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งช่วยเพิ่มความต้องการลงทุนในทองคำซึ่งเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย โดยการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ได้กลับมาเพิ่มขึ้นตั้งแต่เดือน ต.ค. ในขณะที่นักลงทุนกลุ่ม Hedge Funds ได้มีการเพิ่มสถานะ Long ทองคำในตลาดซื้อขายล่วงหน้าอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 13: ราคาทองคำ Rebound ขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่เดือน ต.ค. ตามความต้องการลงทุนที่เพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed จะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองต่อไป

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อราคาทองคำ โดยมองว่าความไม่แน่นอนทางการเมือง เช่น การเจรจา Brexit ที่จะยังยืดเยื้อต่อไปในปี 2019 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำในระยะสั้น ส่วนแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ประกอบกับแนวโน้มการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ที่เรามองว่าจะชะลอการขึ้นดอกเบี้ยในปี 2019 เหลือเพียงแค่ 2 ครั้ง จะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำต่อไป

Global Economic Insights

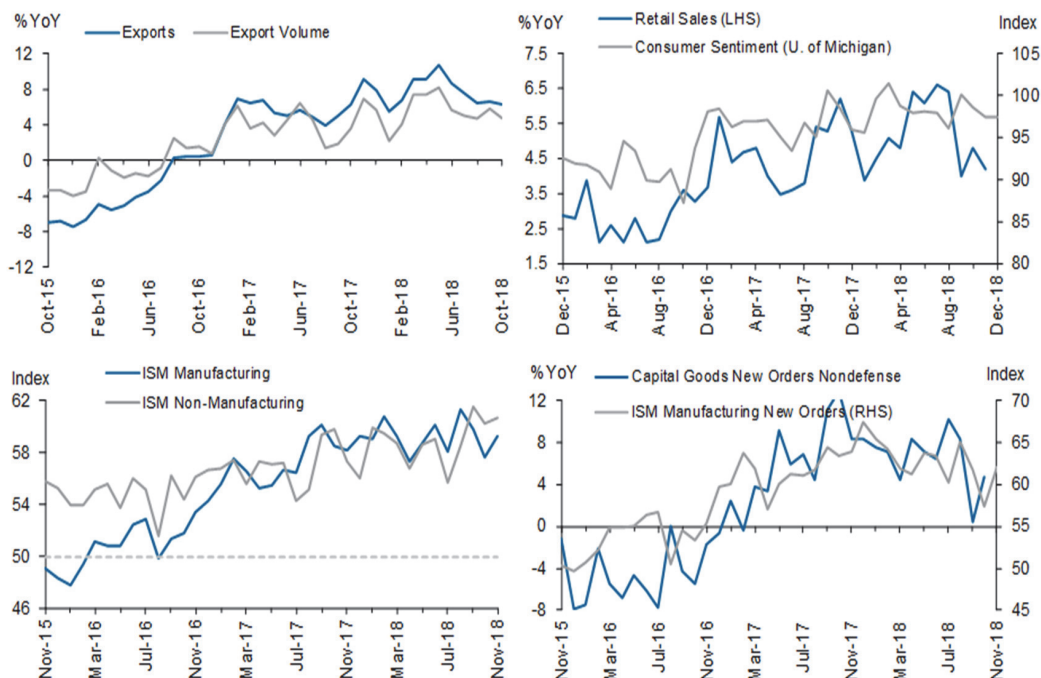
Key Recommendation

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 2.7% ในปี 2019 (vs. 2.9% ปี 2018) และคาดว่าจะชะลอต่อเป็น 2.1% ในปี 2020 จากผลของนโยบายการคลังที่ทยอยแผ่วลงประกอบกับการลงทุนที่เริ่มชะลอจากผลของการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Fed ตัดสินใจชะลอการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปี 2019
- เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 1.4% ในปี 2019 (vs. 1.9% ปี 2018) จากอุปสงค์ภายนอกที่อ่อนแอ โดยเศรษฐกิจมีความเสี่ยงที่จะขยายตัวต่ำกว่าที่คาดจากความเสี่ยง Brexit และการขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ ขณะที่เงินเฟ้อพื้นฐานฟื้นตัวขึ้นช้ากว่าที่คาด ทำให้เราชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ ECB ออกไปเป็นเดือน มี.ค. 2020
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 6.3% ในปี 2019 (vs. 6.6% ปี 2018) จากสงครามการค้าที่จะส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกชัดเจนขึ้นโดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี โดยเราคาดว่ารัฐบาลจะผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลังลงเพิ่มเติม แต่มองว่าจะไม่เร่งกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเช่นในอดีต เพื่อไม่ให้เกิดความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจตามมา
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 0.6% ในปี 2019 (vs. 0.8% ปี 2018) ตามการชะลอตัวลงของการลงทุน และในปี 2020 เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลงแรงเป็น 0.2% เนื่องจากผลของการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. 2019
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงเป็น 4.0% ในปี 2019 (vs. 4.3% ปี 2018) จากภาคต่างประเทศเป็นหลัก โดยส่งออกมีแนวโน้มชะลอลงจากสงครามการค้า ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องจากนักท่องเที่ยวจีนที่ชะลอตามเศรษฐกิจจีนและเงินหยวนที่อ่อนค่า อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ในประเทศที่ขยายตัวดีขึ้นจะชดเชยภาคต่างประเทศที่ชะลอ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เราประเมิน GDP ของสหรัฐฯ จะขยายตัวชะลอลงเป็น 2.7% ในปี 2019 (จาก 2.9% ปี 2018) และชะลอลงต่อเนื่องเป็น 2.1% ในปี 2020 จากผลของนโยบายการคลังที่ทยอยแผ่วลงประกอบกับการลงทุนที่เริ่มชะลอจากผลของการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Fed ตัดสินใจชะลอการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปี 2019

แผนภาพ 14: ดัชนี ISM Manufacturing และการลงทุนฟื้นตัวขึ้น ส่งออกทรงตัวจากเดือนก่อน ขณะที่ยอดค้าปลีกชะลอลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การผลิตและการลงทุนเร่งตัวขึ้น การส่งออกทรงตัว ขณะที่ยอดค้าปลีกชะลอลง

การบริโภคชะลอลง: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ย. ขยายตัว 0.2% MoM ต่ำกว่าตลาดคาดที่ +0.1% MoM ขณะที่ตัวเลขในเดือน ต.ค. ได้มีการปรับเพิ่มขึ้น 0.3pp เป็น +1.1% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอลงเป็น +4.2% YoY

อย่างไรก็ดี ยอดค้าปลีกที่ชะลอลงส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลง โดยยอดขายปั้มน้ำมันพลิกกลับมาหดตัว (-2.3% MoM vs. +3.2% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดค้าปลีกที่ไม่นับรวมสินค้าที่มีความผันผวน ได้แก่ ยอดขายจากปั้มน้ำมัน รถยนต์ และวัสดุก่อสร้าง (Retail Control) ยังขยายตัวแข็งแกร่งที่ +0.9% MoM ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดในรอบ 1 ปี และดีกว่าตลาดคาดที่ +0.4% MoM สะท้อนได้ถึงการบริโภคในประเทศที่ยังแข็งแกร่ง ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Consumer Sentiment) เดือน ธ.ค. ทรงตัวที่ 97.5 จุด เท่ากับเดือนก่อน

การลงทุนฟื้นตัวขึ้น: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้การลงทุน ฟื้นตัวขึ้นเป็น +4.7% YoY ในเดือน ต.ค. จาก +0.5% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนี ISM Manufacturing New Orders ปรับตัวเพิ่มขึ้น +4.7 จุด เป็น 62.1 จุด

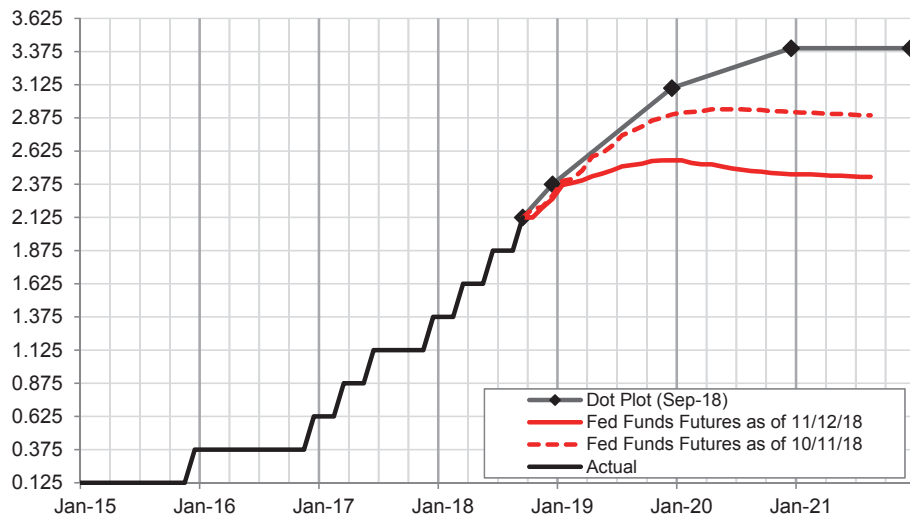
ภาคการผลิตเร่งตัวขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน พ.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +11.6 จุด เป็น 59.3 จุด สวนทางกับตลาดคาดที่จะปรับลดลงเป็น 57.5 จุด โดยผลผลิต (+0.7, 60.6 จุด), ยอดคำสั่งซื้อใหม่ (+4.7, 62.1 จุด) และการจ้างงาน (+1.6, 58.4 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (Exports Order) ทรงตัวที่ 52.2 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี จากความกังวลต่อความตึงเครียดทางการค้ากับจีน และเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่า

การส่งออกทรงตัว: มูลค่าส่งออกเดือน ต.ค. ขยายตัว +6.3% YoY ทรงตัวจากเดือนก่อนที่ +6.6% YoY โดยส่งออกไปจีนหดตัวเพิ่มขึ้น (-29.6% YoY vs. -10.3% เดือนก่อน) ส่งออกไป EU ชะลอตัวลง (+8.6% YoY vs. +11.8% เดือนก่อน) ขณะที่ส่งออกไปแคนาดา (+9.4% YoY vs. +2.2% เดือนก่อน) และเม็กซิโก (+11.8% YoY vs. +6.5% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

ตลาดปรับลดคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

จากตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงทั่วโลก ประกอบกับความเสี่ยงจากสงครามการค้าที่เพิ่มขึ้น รวมถึงคำกล่าวของประธาน Fed ที่กล่าวว่าดอกเบี้ยเริ่มเข้าใกล้ระดับปกติ (Neutral Rate) แล้ว ทำให้ตลาดปรับลดคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ลง จากเดิมที่คาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ย 2 ครั้งในปี 2019 เหลือเพียงแค่ครั้งเดียว และคาดว่า Fed จะเริ่มกลับมาลดดอกเบี้ยในปี 2020 ซึ่งการคาดการณ์ดังกล่าว สะท้อนให้เห็นถึงความกังวลว่าจะเกิด Recession ในปี 2020

แผนภาพที่ 15 : ตลาดปรับลดคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยลงเหลือเพียงแค่ครั้งเดียว ในปีหน้าและคาดว่า Fed จะเริ่มกลับมาลดดอกเบี้ยในปี 2020



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเสี่ยงในการเกิด Recession ในช่วง 12 เดือนข้างหน้ายังต่ำ

จากแบบจำลองของ Fed สาขา New York ซึ่งประเมินความเสี่ยงในการเกิด Recession โดยใช้ความชันของ Yield Curve เป็นตัวแปรหลัก เชื่อว่าความเสี่ยงในช่วง 12 เดือนข้างหน้า ยังอยู่ในระดับต่ำที่ประมาณ 16% ซึ่งในอดีตที่ผ่านมา Recession จะเกิดขึ้นเมื่อความน่าจะเป็นจาก Model ดังกล่าวเพิ่มขึ้นถึงประมาณ 30%

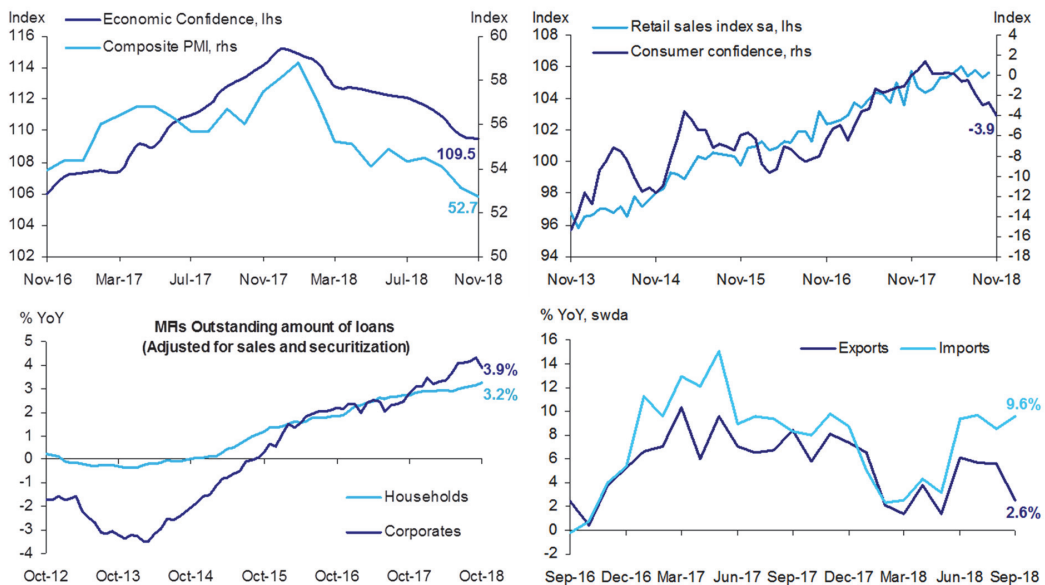
เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2019

เราประเมิน GDP ของสหรัฐฯ จะขยายตัวชะลอลงเป็น 2.7% ในปี 2019 (จาก 2.9% ปี 2018) และชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็น 2.1% ในปี 2020 จากผลของนโยบายการคลังที่ทยอยแผ่วลงประกอบกับการลงทุนที่เริ่มชะลอจากผลของการขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Fed ตัดสินใจชะลอการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปี 2019

เศรษฐกิจยุโรป

เรคาดเศรษฐกิจปี 2018 จะขยายตัว 1.9% ชะลอลงจากที่ขยายตัวทำจุดสูงสุด 2.5% ในปี 2017 จากภาคการผลิตที่อ่อนแอ นับตั้งแต่ต้นปี และยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นแม้ว่าการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์ซึ่งกดดันอุตสาหกรรมรถยนต์ในไตรมาส 3 จะบังคับใช้ไปแล้วในเดือน ก.ย. ขณะที่ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจยังคงปรับตัวลดลง สำหรับปี 2019 เรคาดเศรษฐกิจจะชะลอลงต่อเป็น 1.4% จากอุปสงค์ภายนอกที่อ่อนแอ โดยเศรษฐกิจมีความเสี่ยงที่จะขยายตัวต่ำกว่าที่คาดจากความเสี่ยง Brexit และการขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ ขณะที่เงินเพื่อพื้นฐานฟื้นตัวขึ้นได้ช้ากว่าที่คาดไว้ในตอนแรก ทำให้เราชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกของ ECB ออกไปเป็นเดือน มี.ค. 2020

แผนภาพที่ 16: ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นปรับตัวลดลงต่อเนื่อง โดยความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 20 เดือน ส่วนยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจและส่งออกชะลอตัวลง



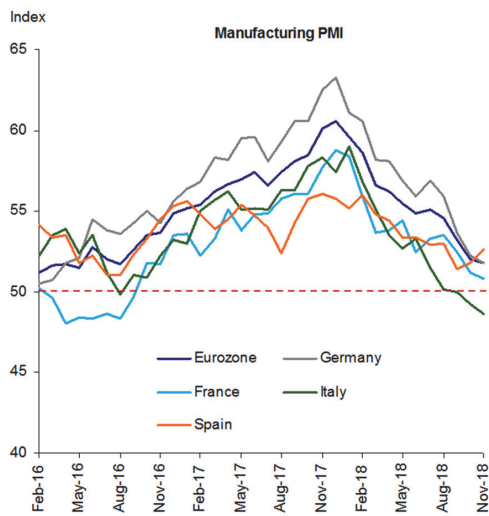
Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 4 จะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +0.3% QoQ

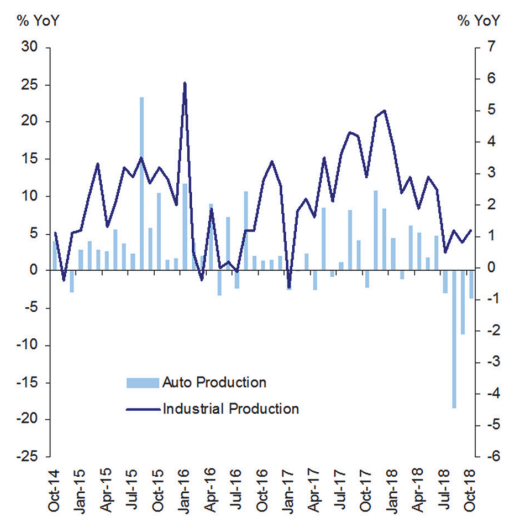
เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 4 จะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +0.3% QoQ จากที่ชะลอลงแรงเป็น +0.2% QoQ ในไตรมาสก่อน หลังผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์เป็น WLTP ซึ่งมีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ย. ค่อยๆ ทอยหมดไป ขณะที่ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นยังคงปรับตัวลดลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน พ.ย. ปรับตัวลดลง -0.4 จุด เป็น 52.7 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2016 จากทั้งภาคการผลิต (-0.2, 51.8 จุด) และภาคบริการ (-0.3, 53.4 จุด) ที่ปรับตัวลดลง

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน พ.ย. ได้ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2016 โดยปรับตัวลดลงในเกือบทุกประเทศหลัก ยกเว้นเพียงประเทศสเปน ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากอุตสาหกรรมรถยนต์ที่ยังได้รับผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์ที่มีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ย. โดยผลผลิตรถยนต์ (Auto Production) ฟื้นตัวขึ้นแต่ยังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ในเดือน ต.ค. (-3.7% YoY vs. -8.5% เดือนก่อน) และเป็นปัจจัยจุดให้ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ยังขยายตัวในระดับต่ำ

แผนภาพที่ 17: ดัชนี PMI ภาคการผลิตของประเทศหลักปรับลดลงต่อในไตรมาส 4 ยกเว้นประเทศสเปน



แผนภาพที่ 18: ผลผลิตรถยนต์ยังหดตัวต่อในเดือน ต.ค. แม้การเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียจะได้บังคับใช้ไปแล้วในเดือน ก.ย.



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

ส่วนความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน พ.ย. ลดลง -0.2 จุด เป็น 109.5 จุด โดยปรับลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 18 เดือน แต่ดีกว่าตลาดคาดที่ 109.1 จุด โดยความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ได้ปรับลดลง -1.2 จุด เป็น -3.9 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 20 เดือน จากความกังวลต่อสถานะทางเศรษฐกิจในอนาคต

ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคเอกชนเดือน ต.ค. ขยายตัว +3.3% YoY ชะลอลงเล็กน้อยจาก+3.4% YoY ในเดือนก่อน จากยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ที่ชะลอตัวลงเป็น +3.9% YoY จาก +4.3% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +3.2% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน โดยยังนับเป็นการขยายตัวในระดับสูง มองไปข้างหน้า การใช้นโยบายดอกเบี้ยต่ำของ ECB (เรคาด ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน มี.ค. 2020) จะยังสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อต่อไป แต่อย่างไรก็ดี ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ยังปรับลดลงต่อเนื่อง ความไม่แน่นอนทางการเมืองในอิตาลี ความเสี่ยงจาก Brexit และสงครามการค้าอาจส่งผลกระทบต่อ การขอสินเชื่อในระยะข้างหน้า

ส่วนภาคต่างประเทศชะลอตัวลงในเดือน ก.ย. โดยยอดส่งออก (Exports) ขยายตัว +2.6% YoY ชะลอลงจาก +5.6% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปตลาดหลักอย่างสหรัฐฯ (+7.8% YoY vs. +15.7% เดือนก่อน), ตุรกี (-27.2% YoY vs. -17.0% เดือนก่อน) และรัสเซีย (-8.5% YoY vs. -0.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงมาก ขณะที่ส่งออกไปจีน (+9.3% YoY vs. +2.1% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ขยายตัว +9.6% YoY เร่งตัวขึ้นจาก +8.5% YoY ในเดือนก่อน ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.ย. เกินดุล 1.34 หมื่นล้านยูโร ลดลงจาก 1.68 หมื่นล้านยูโรในเดือนก่อน

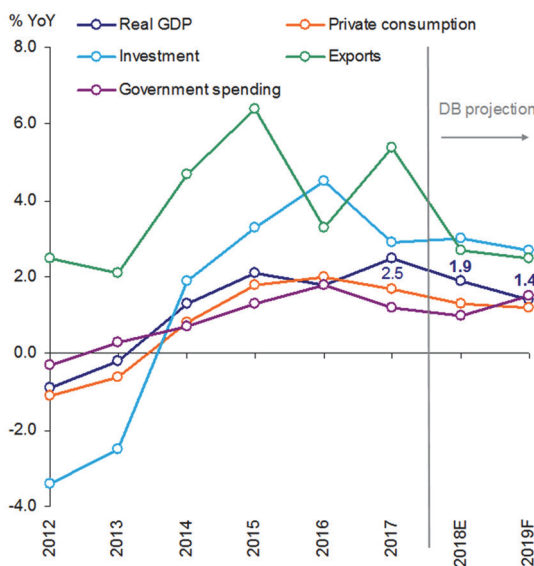
เราปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2019 ลงเป็น 1.4% จากเดิมที่ 1.7%

เราปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2019 ลงเป็น 1.4% YoY จากเดิมที่คาด 1.7% YoY ชะลอตัวลงจาก 1.9% ในปี 2018 โดยปรับลดจากอุปสงค์ภายนอกประเทศที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็นสำคัญ โดยเศรษฐกิจคู่ค้าหลัก เช่น จีน (6.3% vs. 6.6% ปี 2018), สหรัฐฯ (2.7% vs. 2.9% ปี 2018), สวิตเซอร์แลนด์ (1.4% vs. 2.6% ปี 2018) และ ตุรกี (1.5% vs. 3.1% ปี 2018) ต่างมีแนวโน้มชะลอตัวลง

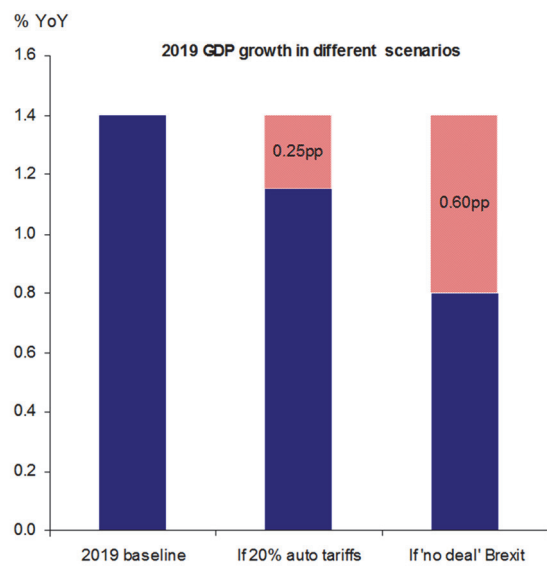
นอกจากนี้ กิจกรรมภาคการผลิตยังคงไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจนในไตรมาส 4 แม้ว่าการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์เป็น WLTP จะได้มีผลบังคับใช้ไปแล้วในเดือน ก.ย. โดยอุตสาหกรรมรถยนต์ยังเป็นปัจจัยกดดันผลผลิตภาคอุตสาหกรรมโดยรวม

- ทั้งนี้ ปี 2019 ยังมีหลายปัจจัยเสี่ยงที่อาจกดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจลงเพิ่มเติมจากที่ได้คาดการณ์ไว้ เช่น
- 1) สหรัฐฯ ตัดสินใจปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จาก EU ที่ 20% ซึ่งเราประเมินว่าผลกระทบดังกล่าวจะส่งผลให้ GDP ปี 2019 ของยูโรโซนขยายตัวลดลง 0.25pp เหลือเพียง 1.15% เท่านั้น
 - 2) อังกฤษแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง (Crash Brexit) ในวันที่ 29 มี.ค. 2019 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของทั้งสองฝ่ายเนื่องจากความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจที่สูง โดยเราประเมินว่าปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลให้ GDP ปี 2019 ของยูโรโซนขยายตัวลดลง 0.6pp เหลือเพียง 0.8% เท่านั้น

แผนภาพที่ 19: เราคาด GDP ปี 2019 จะชะลอลงเป็น 1.4% จากภาคภายนอกเป็นสำคัญ



แผนภาพที่ 20: ขณะที่หลายปัจจัยเสี่ยงที่อาจกดดันให้ GDP ปรับลดลงเพิ่มเติมในปี 2019



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

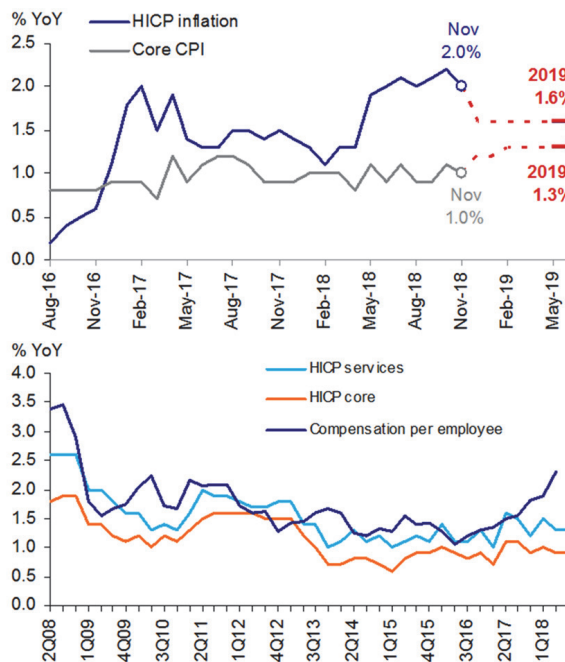
เราชะลอคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกของ ECB ออกไปอีก 6 เดือนเป็นเดือน มี.ค. 2020

เราชะลอคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ออกไปเป็นเดือน มี.ค. 2020 จากเดิมที่คาดว่าจะปรับขึ้นได้ในเดือน ก.ย. 2019 เนื่องจากเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ฟื้นตัวช้ากว่าที่ได้คาดการณ์ไว้ในตอนแรก โดยในเดือน ต.ค.-พ.ย. เงินเฟ้อพื้นฐานยังทรงตัวในระดับต่ำที่ราว 1.0% YoY เท่านั้น ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดไว้ว่าจะสามารถฟื้นตัวขึ้นเป็น 1.3%-1.4% YoY ได้ จากแรงกดดันของอัตราค่าจ้างที่เร่งตัวขึ้น

อัตราค่าจ้างได้ส่งสัญญาณการเร่งตัวที่ชัดเจนมากขึ้น ได้แก่ Compensation Per Employee ในไตรมาส 2 ขยายตัว +2.3% YoY สูงสุดในรอบเกือบ 10 ปี และ Labor Cost Index ในไตรมาส 3 ขยายตัว +2.5% YoY สูงสุดในรอบกว่า 7 ปี จากแรงหนุนของตลาดแรงงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง (อัตรการว่างงานอยู่ที่ 8.1% ในเดือน ต.ค. ต่ำสุดในรอบเกือบ 10 ปี)

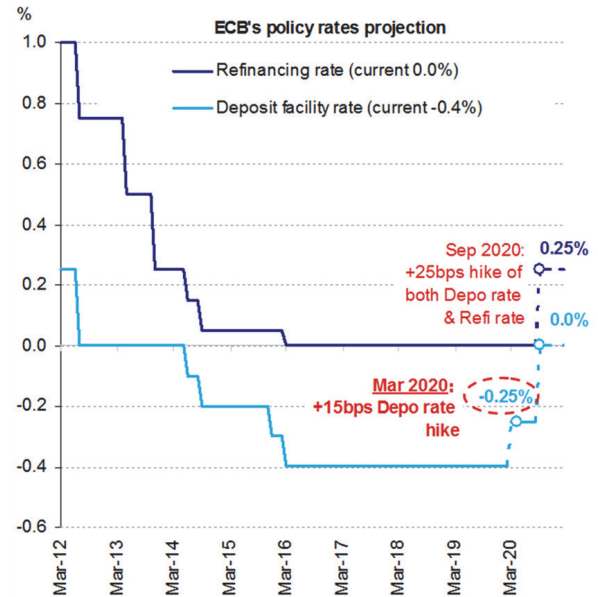
โดยเราคาดว่าเงินเฟ้อพื้นฐานจะฟื้นตัวขึ้นเป็น 1.3% YoY ในปี 2019 (vs. เฉลี่ย 1.0% ปี 2018) จากอัตราค่าจ้างที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อตามอัตรการว่างงานที่คาดว่าจะปรับลดลงเป็น 7.8% ในปี 2019 แต่อย่างไรก็ดี เรามองว่าเงินเฟ้อพื้นฐานที่ 1.3% นั้นไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยของ ECB โดยเราคาดว่าเงินเฟ้อพื้นฐานจะต้องขยายตัวอย่างน้อย 1.5% ต่อเนื่องราว 4-6 เดือน ก่อนที่ ECB จะตัดสินใจปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน มี.ค. 2020

แผนภาพที่ 21: การส่งผ่านของค่าจ้างที่เร่งตัวขึ้นสู่เงินเพื่อพื้นฐานเป็นไปช้ากว่าที่คาด ส่วนเงินเพื่อทั่วไปมีแนวโน้มชะลอลงตามราคาน้ำมัน



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

แผนภาพที่ 22: เราชะลอคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกของ ECB ออกไปเป็นเดือนมี.ค. 2020



ด้านมาตรการเข้าซื้อสินทรัพย์ ECB ได้ประกาศยุติมาตรการ QE สิ้นปี 2018 ตามที่คาดในการประชุมวันที่ 13 ธ.ค. หลังจากที่ได้นำมาตรการดังกล่าวมาเป็นระยะเวลาเกือบ 4 ปี คิดเป็นสินทรัพย์มูลค่ารวม 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดย ECB กล่าวว่าจะยังคงทำการลงทุนต่อในพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุ (Reinvestment) ยาวไปจนกว่าจะทำการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกเป็นอย่างน้อย (ราว 12 เดือน) เพื่อรักษาสภาพคล่องในระบบและเพื่อให้นโยบายการเงินยังมีความผ่อนคลาย ช่วยหนุนเศรษฐกิจ ก่อนที่จะลดขนาดงบดุลลง

ส่วนอัตราดอกเบี้ย ECB ยังคงย้ำว่าอัตราดอกเบี้ย (Refinancing Rate ที่ 0.0% และ Deposit Rate ที่ -0.4%) จะคงอยู่ที่ระดับต่ำนี้ยาวไปจนถึงไตรมาส 3/2019 เป็นอย่างน้อย ซึ่งนาย Mario Draghi ประธาน ECB กล่าวว่าคาดการณ์ของตลาดที่ว่า ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในไตรมาส 1/2020 นั้น มีความเป็นไปได้

ความเสี่ยงที่อังกฤษจะออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงในวันที่ 29 มี.ค. 2019 เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากนายฯ May มีแนวโน้มที่จะไม่สามารถหาเสียงในสภามาไหวตสนับสนุนข้อตกลง Brexit ได้เพียงพอ

อังกฤษมีกำหนดใช้มาตรา 50 เพื่อแยกตัวออกจากสหภาพยุโรป (EU) อย่างเป็นทางการในวันที่ 29 มี.ค. 2019 หลังจากเป็นระยะเวลากว่า 2 ปี นับตั้งแต่การจัดทำประชามติ Brexit ในวันที่ 23 มิ.ย. 2016 ที่ทั้งสองฝ่ายได้เจรจาหาข้อสรุปถึงความสัมพันธ์ระหว่างกันมาโดยตลอด

โดยในปลายเดือน พ.ย. นาง Theresa May นายกรัฐมนตรีอังกฤษและ EU ก็ได้ลงนามข้อตกลง Brexit ร่วมกัน ซึ่งในขั้นตอนถัดไป ข้อตกลง Brexit ดังกล่าวจะต้องได้รับการโหวตเห็นชอบในสภาของอังกฤษ ซึ่งจะต้องเสร็จสิ้นก่อนที่อังกฤษจะแยกตัวออกไปในวันที่ 29 มี.ค.

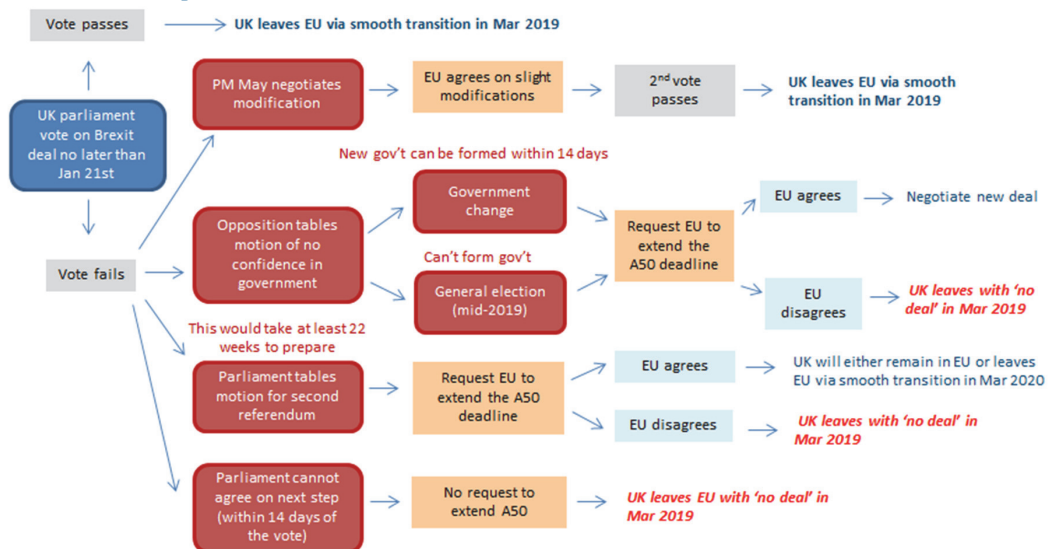
อย่างไรก็ดี ข้อตกลง Brexit ดังกล่าวได้สร้างความไม่พอใจให้กับเสียงส่วนใหญ่ในสภาของอังกฤษเป็นอย่างมาก เนื่องจากตามข้อตกลงดังกล่าว อังกฤษจะยังคงอยู่ในระบบสหภาพศุลกากร (Custom Union) ต่อในกรณีที่ทั้งสองฝ่ายไม่สามารถเจรจาหาข้อตกลงการค้าร่วมกันได้ทันในช่วงเปลี่ยนผ่าน (Transition Period: 30 มี.ค. 2019 -31 ธ.ค. 2020) เพื่อไม่ให้ส่งผลกระทบต่อความมั่นคงบริเวณชายแดนระหว่างไอร์แลนด์เหนือ (ส่วนหนึ่งของสหราชอาณาจักร) กับประเทศสาธารณรัฐไอร์แลนด์ (ประเทศสมาชิก EU) โดยไม่มีข้อกำหนดชัดเจนว่าอังกฤษจะต้องอยู่ใน Custom Union ไปถึงเมื่อไหร่ อีกทั้งไม่สามารถรู้ได้ว่าท้ายที่สุดแล้ว อังกฤษและ EU จะสามารถหาทางแก้ไขปัญหายานแดนไอร์แลนด์เหนือได้สำเร็จหรือไม่ ทำให้หลายฝ่ายในสภากังวลว่าอังกฤษจะต้องอยู่ใน Custom Union ไปตลอดอย่างถาวร ซึ่งจะส่งผลให้อังกฤษเสียโอกาสในการเจรจาการค้ากับประเทศอื่นๆ เช่น สหรัฐฯ และจีน

ข้อตกลง Brexit ได้เป็นปัจจัยที่ทำให้นาง May โดนโหวตไม่ไว้วางใจภายในพรรค Conservative ในวันที่ 12 ธ.ค.ที่ผ่านมา ซึ่งแม้ว่านาง May จะสามารถรอดพ้นจากการโหวตไปได้ (ได้คะแนนไว้วางใจที่ 200 ต่อ 117 คะแนน) แต่โอกาสที่ข้อตกลง Brexit จะได้รับความเห็นชอบจากในสภาฯก็ยังมีค่อนข้างต่ำ อีกทั้ง EU ก็ได้กล่าวว่าจะไม่ยอมทำการปรับเปลี่ยนใดๆ กับข้อตกลงดังกล่าวแล้ว

นาง May กล่าวว่าหากการโหวตเห็นชอบข้อตกลง Brexit จะมีขึ้นก่อนวันที่ 21 ม.ค. 2019 ซึ่งหากข้อตกลง Brexit ได้รับการโหวตเห็นชอบในสภาฯ อังกฤษก็จะออกจาก EU ในวันที่ 29 มี.ค. 2019 และเข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านอย่างราบรื่น แต่อย่างไรก็ดี หากข้อตกลง Brexit ไม่ได้รับการเห็นชอบจากสภาฯ (เรามองว่ามีโอกาสสูงกว่า) ก็มีโอกาสมากที่อังกฤษจะออกจาก EU ไปแบบไร้ข้อตกลง (Crash Brexit) โดยเราได้ทำการศึกษารูปแบบสถานการณ์ต่างๆ ที่เป็นไปได้ในกรณีที่ข้อตกลง Brexit โหวตไม่ผ่านความเห็นชอบในสภาฯดังนี้ (แผนภาพ 23 ด้านล่าง)

1. **สภาเปิดโอกาสให้นาง May ทำการปรับเปลี่ยนข้อตกลง Brexit (Base Case)** ซึ่งเรามองว่าจะไปในทางที่รักษาความสัมพันธ์กับ EU มากขึ้น หรือ Soft Brexit เพื่อให้เสียงในสภาส่วนใหญ่เห็นชอบ โดยนาง May จะต้องเสนอข้อตกลง Brexit ฉบับแก้ไขนี้ต่อ EU เพื่อขอความเห็นชอบ (เรามองว่า EU จะเห็นชอบข้อตกลงที่เป็น Soft Brexit) ก่อนที่จะนำมาโหวตในสภาฯอังกฤษอีกครั้ง ซึ่งเราคาดว่า จะโหวตผ่านในครั้งที่สองนี้ และอังกฤษจะออกจาก EU ในวันที่ 29 มี.ค. 2019 และเข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านอย่างราบรื่น
2. **พรรคฝ่ายค้านเปิดมติไม่ไว้วางใจรัฐบาล** ซึ่งหากรัฐบาลถูกโหวตไม่ไว้วางใจก็มีโอกาสที่จะเกิดการเลือกตั้งใหม่ (คาดกลางปี 2019 หากไม่สามารถจัดตั้งรัฐบาลได้ใน 14 วัน) หรือมีการเปลี่ยนรัฐบาล (หากสามารถจัดตั้งได้ใน 14 วัน) โดยเรามองว่าทั้งสองกรณี รัฐบาลอังกฤษจะต้องขอให้ EU เลื่อนการใช้มาตรา 50 ออกไป (จาก 29 มี.ค. 2019) จากระยะเวลาที่กระชั้นชิด ซึ่งหาก EU เห็นด้วย (EU ทั้ง 27 ประเทศมีมติเป็นเอกฉันท์) อังกฤษกับ EU ก็ทำการเจรจาข้อตกลง Brexit ใหม่ แต่หาก EU ไม่เห็นด้วย (เรามองว่ามีโอกาสสูงกว่า) อังกฤษก็ต้องออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง
3. **สภามีมติจัดทำประชามติ (Second Referendum)** ซึ่งสื่อรายงานว่าจะต้องใช้เวลาอย่างน้อย 22 สัปดาห์ในการจัดทำประชามติดังกล่าว (เลยผ่านวันที่ 29 มี.ค. 2019 ออกไป) ดังนั้น ในกรณีนี้ รัฐบาลอังกฤษจะต้องขอให้ EU เลื่อนการใช้มาตรา 50 ซึ่งหากทาง EU เห็นด้วย อังกฤษก็อาจจะอยู่ใน EU ต่อไป หรือออกจาก EU (คาดเดือน มี.ค. 2020) ขึ้นอยู่กับผลจากการทำประชามติ แต่หากทาง EU ไม่เห็นชอบ อังกฤษก็ต้องออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง
4. **สภาไม่สามารถตัดสินใจว่าจะทำอย่างไรต่อไป** ในกรณีนี้ หากเกินกว่า 14 วันหลังจากการโหวตแล้ว สภายังไม่สามารถตัดสินใจว่าจะทำอย่างไรในขั้นตอนต่อไปได้ อังกฤษก็ต้องออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง

แผนภาพที่ 23: รูปแบบสถานการณ์ที่เป็นไปได้หลังการโหวตในสภาฯซึ่งกำหนดมีขึ้นภายในวันที่ 21 ม.ค.



Note: Unanimous approval of EU27 required to postpone the A50 deadline

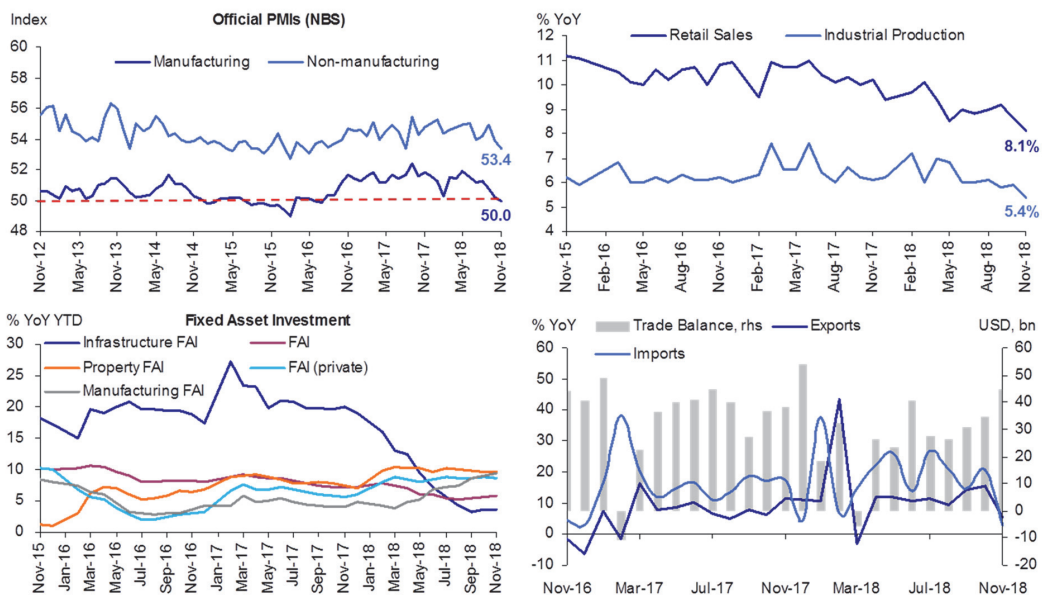
Source: Deutsche Bank, GoldmanSachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เราคาดเศรษฐกิจปี 2018 จะขยายตัว 6.6% ชะลอตัวลงจาก 6.9% ในปี 2017 จากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยังคงกดดันความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง การใช้นโยบายลดความเสี่ยงในภาคการเงินที่กดดันการลงทุน และอุตสาหกรรมรถยนต์ที่อ่อนแอ

สำหรับปี 2019 เราคาดเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงต่อเป็น 6.3% จากสงครามการค้าที่จะส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกชัดเจนขึ้นโดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี หลังผลดีจากการเร่งส่งออกสินค้าได้หมดไปในปี 2018 โดยเราคาดว่ารัฐบาลจะผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลังลงเพิ่มเติม แต่มองว่าจะไม่เร่งกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเช่นในอดีต เพื่อไม่ให้เกิดความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจตามมา

แผนภาพที่ 24: ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน พ.ย. ยังอ่อนแอ โดย PMI ภาคการผลิตปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 28 เดือน ยอดค้าปลีก ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และส่งออกชะลอตัวลง ขณะที่การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรฟื้นตัวขึ้น



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

เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อในช่วงที่ผ่านมา โดยเราคาด GDP ไตรมาส 4 จะชะลอเป็น 6.4% YoY

เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อในช่วงที่ผ่านมา โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน พ.ย. ลดลง -0.2 จุด เป็น 50.0 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 28 เดือน จากผลผลิตและยอดค้าปลีกทั้งภายในและภายนอกประเทศ ขณะที่ภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) ลดลง -0.5 จุด เป็น 53.4 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 15 เดือน

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน พ.ย. ขยายตัว +5.4% YoY ชะลอตัวลงจาก +5.9% YoY ในเดือนก่อนและที่ตลาดคาด โดยผลผลิตในกลุ่มซึ่งเป็นอุตสาหกรรมเป้าหมายที่สหรัฐฯ ตั้งกำแพงภาษียังหดตัวต่อเนื่อง เช่น รถยนต์ (-16.7%), โทรศัพท์มือถือ (-8.4%) และหุ่นยนต์เพื่อการอุตสาหกรรม (-7.0% YoY)

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ย. ขยายตัว +8.1% YoY ชะลอตัวลงจาก +8.6% YoY ในเดือนก่อน และสวนทางกับตลาดคาดที่จะเร่งตัวขึ้นเป็น +8.8% YoY โดยปัจจัยจุดหลักยังคงเป็นยอดขายรถยนต์ที่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 (-10.0% YoY vs. -6.4%) จากผลกระทบของการปรับขึ้นภาษีรถยนต์ขนาดเล็กของรัฐบาลในต้นปี 2018 (จาก 7.5% เป็น 10%) และสงครามการค้าที่กระทบความเชื่อมั่นผู้บริโภคซึ่งส่งผลกระทบต่อการค้าปลีกขนาดใหญ่

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน พ.ย. ขยายตัว +5.9% YoY YTD เพิ่มขึ้นต่อจาก +5.7% ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ +5.8% โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (+3.7% YoY YTD) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (+9.7% YoY YTD) ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน ขณะที่การลงทุนในภาคอุตสาหกรรม (+9.5% YoY YTD vs. +9.1% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

ภาคต่างประเทศชะลอตัวลงมากกว่าคาดในเดือน พ.ย. โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ ชะลอตัวลงเป็น +5.4% YoY จาก +15.5% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบ 9 เดือน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +9.4% YoY โดยส่งออกไปสหรัฐฯ ยังขยายตัวได้ดีที่ +9.8% YoY ชะลอตัวลงจาก +13.2% YoY ในเดือนก่อน โดยยังได้รับผลดีจากการเร่งส่งออกสินค้าก่อนหน้าภาษีจะถูกปรับเพิ่มขึ้นในปี 2019 ส่วนส่งออกไปยังตลาดหลักอื่นๆ ชะลอตัวลง ได้แก่ EU (+6.0% YoY vs. +14.6% เดือนก่อน), ญี่ปุ่น (+4.8% YoY vs. +7.9% เดือนก่อน) และอาเซียน (+5.1% YoY vs. +13.7% เดือนก่อน)

ด้านการนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น +3.0% YoY จาก +21.4% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +14.0% YoY โดยมูลค่ายอดนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์ชะลอตัวลง ได้แก่ แร่เหล็ก (+3.3% YoY vs. +11.7% เดือนก่อน), น้ำมันดิบ (+57.6% YoY vs. 89.0% เดือนก่อน) และผลิตภัณฑ์จากเหล็ก (-3.7% YoY vs. +19.0% เดือนก่อน)

การผลิตและการบริโภคที่ขยายตัวต่ำกว่าคาด การลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย ขณะที่ผลกระทบจากสงครามการค้าต่อส่งออกเริ่มชัดเจนขึ้น จะส่งผลให้รัฐบาลต้องใช้นโยบายผ่อนคลายทั้งด้านการเงินและการคลังต่อไป โดยเราคาดว่าเศรษฐกิจไตรมาส 4 จะชะลอตัวลงเป็น +6.4% YoY (vs. +6.5% ไตรมาสก่อน) และคาด GDP ทั้งปี 2018 จะขยายตัว +6.6% YoY (vs. +6.9% ปีก่อน)

เรามองการระงับการขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างสหรัฐฯและจีนเป็นเวลา 90 วัน เป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวระยะสั้นเท่านั้น โดยเรามองว่ามีโอกาสเพียง 30% ที่สหรัฐฯ และจีนจะได้ข้อตกลงการค้าร่วมกันภายในวันที่ 1 มี.ค.

ประธานาธิบดี Donald Trump ของสหรัฐฯ และประธานาธิบดี Xi Jinping ของจีนได้ตกลงการระงับการขึ้นภาษีนำเข้าระหว่างกันเป็นระยะเวลา 90 (จนถึง 1 มี.ค.) เพื่อกลับมาเจรจาการค้าร่วมกันอีกครั้ง ในการเจรจาระหว่างผู้นำทั้งสองฝ่ายในการประชุม G20 ปลายเดือน พ.ย.ที่ผ่านมา

การระงับการขึ้นภาษีเพิ่มเติมเป็นเวลา 90 วัน ทำให้สินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มีแผนที่จะปรับภาษีขึ้นเพิ่มเติมจาก 10% (บังคับใช้ไปในวันที่ 24 ก.ย.) เป็น 25% ในวันที่ 1 มี.ค. 2019 ถูกเลื่อนออกไป ขณะที่จีนตกลงที่จะนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ มากขึ้นทั้งสินค้าเกษตร พลังงาน อุตสาหกรรม และอื่นๆ เพื่อลดความไม่สมดุลทางการค้าระหว่างกัน

โดยขณะนี้สหรัฐฯ ได้ปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนมูลค่ารวม 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แบ่งเป็น

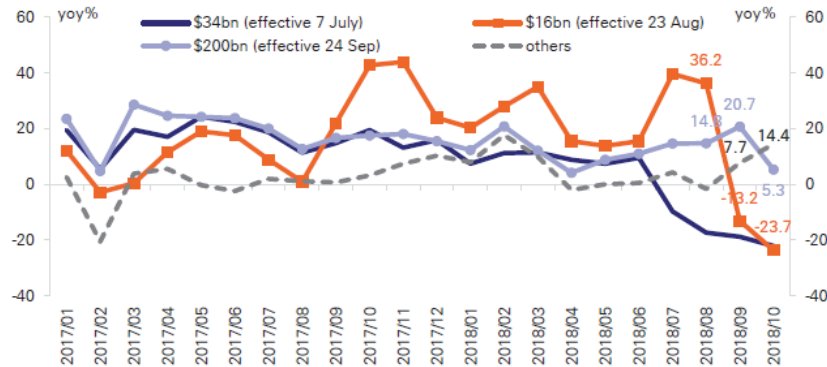
- มูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 25% ซึ่งแบ่งเป็นสองรอบ ได้แก่ 3.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (6 ก.ค.) และ 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (23 ส.ค.)
- มูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตราภาษี 10% (24 ก.ย.) ซึ่งสหรัฐฯ มีแผนที่จะปรับขึ้นอัตราภาษีดังกล่าวเป็น 25% ในปี 2019

หากทั้งสองฝ่ายไม่สามารถหาข้อตกลงการค้าร่วมกันได้ภายในช่วงเวลาดังกล่าว (1 มี.ค.) สหรัฐฯ ก็จะเดินหน้าปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมตามแผนการเดิม และอาจขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมในกลุ่มที่ยังไม่ถูกปรับขึ้นภาษี (สินค้ามูลค่า 2.67 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)

โดยเรามองว่ามีโอกาสเพียง 30% เท่านั้นที่ทั้งสองฝ่ายจะได้ข้อตกลงการค้าร่วมกันใน 90 วัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากการกักตัวนาง Meng Wanzhou CFO ของบริษัท Huawei ไว้ที่ประเทศแคนาดา ซึ่งได้สร้างความไม่พอใจให้กับชาวจีนเป็นอย่างมาก และนับเป็นการเพิ่มความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ กับจีน

เราคาดว่าสหรัฐฯ จะเดินหน้าปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 10% เป็น 25% ในเดือน มี.ค. และคาดว่าธุรกิจสหรัฐฯ จะยังคงเร่งนำเข้าสินค้าจากจีนก่อนหน้าการปรับขึ้นภาษีเพิ่มเติม ซึ่งจะส่งผลให้ส่งออกไปสหรัฐฯ ยังขยายตัวได้ดีจนถึงเดือน ก.พ.

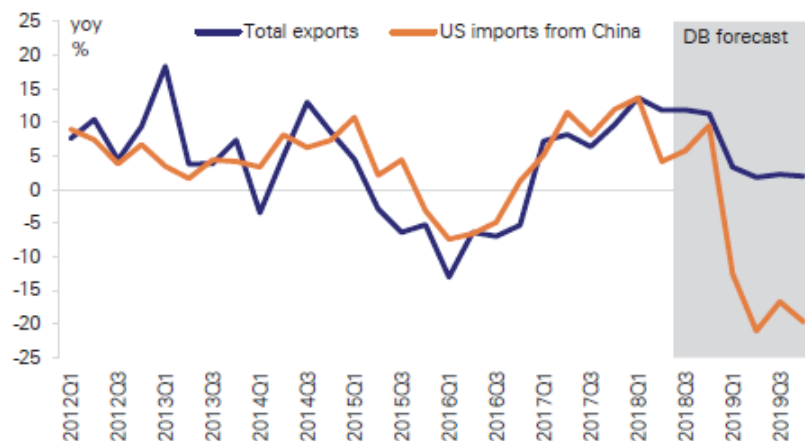
แผนภาพที่ 25: ส่งออกไปยังสหรัฐฯ ในกลุ่มที่ยังไม่โดนขึ้นภาษี (เส้นประสีเทา) ยังได้รับผลดีจากการเร่งส่งออกสินค้าของภาคธุรกิจก่อนที่จะครบกำหนด 90 วันของการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ กับจีนในวันที่ 1 มิ.ค.



Source: Deutsche Bank

หากสหรัฐฯ และจีนไม่สามารถได้ข้อตกลงการค้าร่วมกัน เราคาดว่าส่งออกของจีนจะชะลอลงแรงในเดือน มิ.ค. และขยายตัวในระดับต่ำตลอดปี 2019 (เราคาดส่งออกจีนจะขยายตัว +3% YoY vs. +12% ปี 2018) โดย DB ประเมินว่าส่งออกไปสหรัฐฯ จะหดตัว -17% YoY ในครึ่งแรกของปี 2019 และหดตัว -18% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปี

แผนภาพที่ 26: DB ประเมินว่าส่งออกไปสหรัฐฯ จะหดตัวแรง -17% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2019 และ -18% ในช่วงครึ่งปีหลัง หากสหรัฐฯ และจีนไม่สามารถได้ข้อตกลงการค้าร่วมกัน



Source: Deutsche Bank

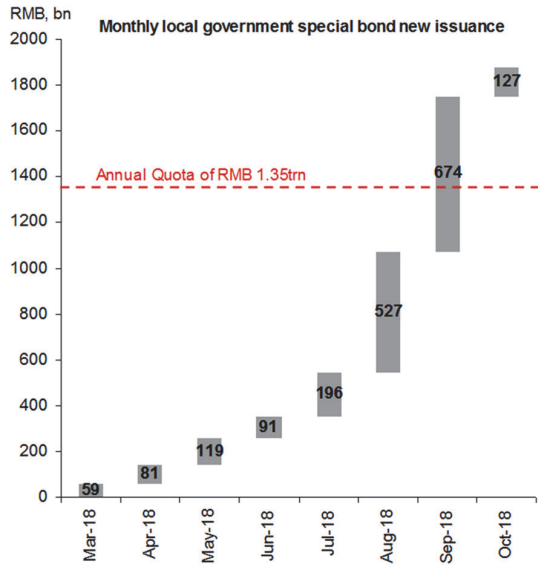
การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น แต่คาดจะไม่เร่งตัวขึ้นแรงเหมือนในอดีต

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure FAI) ฟื้นตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปนับตั้งแต่เดือน ต.ค. จากการผ่อนคลายนโยบายการคลังเพิ่มเติมของรัฐบาลนับตั้งแต่เดือน ก.ค. หลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้น โดยได้กระตุ้นให้รัฐบาลท้องถิ่นต่างๆ เร่งลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน โดยเฉพาะผ่านการออกโครงการความร่วมมือระหว่างรัฐบาลและเอกชน (Public Private Partnership: PPP)

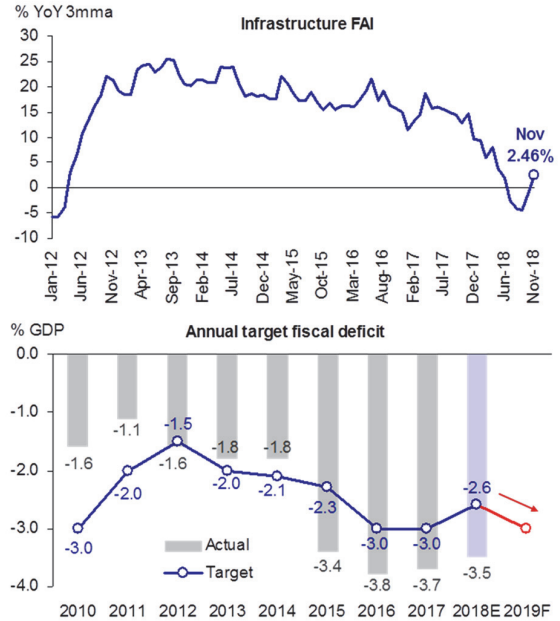
รัฐบาลได้ผ่อนคลายเงื่อนไขการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น (Municipal Bonds) ซึ่งส่งผลให้ยอดออกพันธบัตรพิเศษของรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มขึ้นมากในเดือน ส.ค. และ ก.ย. หลังจากที่ค่อนข้างซบเซาในช่วงครึ่งแรกของปี โดยยอดออกพันธบัตรได้เพิ่มขึ้นเกินกำหนดโควตาของปี 2018 แล้วที่ 1.35 ล้านล้านหยวน ซึ่งเราคาดว่าจะป็นปัจจัยหนุนให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานฟื้นตัวขึ้นต่อในระยะข้างหน้า

นอกจากนี้ รัฐบาลยังได้เร่งอนุมัติโครงการต่างๆ ทั้งรถไฟความเร็วสูง ระบบขนส่งมวลชน ทางน้ำ สนามบิน และโครงการระบบขนส่งพลังงาน เพื่อให้การลงทุนเร่งตัวขึ้น โดยในไตรมาส 3 รัฐบาลได้อนุมัติโครงการคิดเป็นมูลค่ารวม 4.4 แสนล้านหยวน (+67% YoY) เพิ่มขึ้นจาก 2.6 แสนล้านหยวนในช่วงครึ่งแรกของปี (-44% YoY) ซึ่งโครงการต่างๆ คาดว่าจะเริ่มก่อสร้างใน 2-3 เดือนข้างหน้า

แผนภาพที่ 27: ยอดออกพันธบัตรรัฐบาลฉบับพิเศษเพิ่มขึ้นมากและเกินโควตาของปี



แผนภาพที่ 28: ...ซึ่งจะหนุนการฟื้นตัวของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานต่อไป



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

เราคาดว่ารัฐบาลจะผ่อนคลายนโยบายการคลังลงเพิ่มเติมในปี 2019 โดยคาดว่าจะปรับเป้าขาดดุลงบการคลังเพิ่มขึ้นจากเป้าปี 2018 ที่ 2.6% ของ GDP และคาดว่าการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะฟื้นตัวขึ้นต่อในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะไม่ขยายตัวสูงอย่างเช่นในอดีต เนื่องจากรัฐบาลยังมีความกังวลต่อหนี้รัฐบาลท้องถิ่นที่อยู่ในระดับสูงซึ่งนับเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่สำคัญ โดยเรามองว่ารัฐบาลจะเน้นออกมาตรการลดภาษีมากขึ้น โดยเฉพาะในส่วนของภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) และภาษีนิติบุคคล

รัฐบาลให้การสนับสนุนภาคเอกชนมากขึ้น ซึ่งจะหนุนการเติบโตของการลงทุนภาคเอกชน

ภาคเอกชนนับเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญของการเติบโตของเศรษฐกิจจีน โดยสร้างมูลค่ากว่า 60% ของ GDP คิดเป็นสัดส่วนกว่า 50% ของรายได้ภาษีของภาครัฐ และคิดเป็น 80% ของการจ้างงานในเขตเมือง นอกจากนี้ ยังเป็นแหล่งสร้างนวัตกรรมใหม่ๆ อีกด้วย แต่ที่ผ่านมายังไม่ได้รับการสนับสนุนที่เพียงพอจากภาครัฐ โดยเฉพาะด้านการเงิน ส่งผลให้ภาคเอกชนประสบปัญหาเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ยาก

โดยสถาบันการเงินจำกัดการปล่อยกู้ให้กับธุรกิจเอกชน เนื่องจากมองว่ามีความเสี่ยงสูงกว่ารัฐวิสาหกิจ (SOEs) ที่ได้รับการช่วยเหลือและสนับสนุนจากรัฐบาล (NPL ธุรกิจเอกชนอยู่ที่ 16.5% vs. 1.5% ของ SOEs) ส่งผลให้สถาบันการเงินเน้นการปล่อยกู้ให้กับ SOEs มากกว่า และทำให้การจัดสรรเงินทุนไม่มีประสิทธิภาพ (หนี้ของธุรกิจเอกชนคิดเป็น 56% ของ GDP vs. หนี้ของ SOEs ที่ 140%)

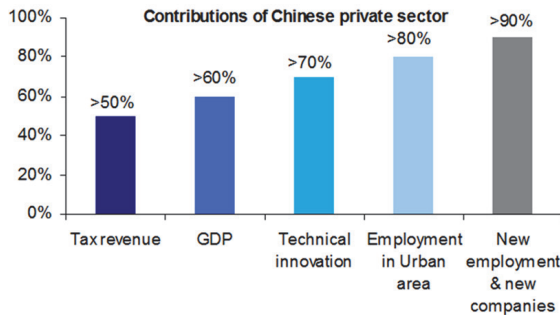
เนื่องจาก SOEs นั้นมีผลิตภาพ (Productivity) ทางเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าธุรกิจเอกชน ดังนั้นการจัดสรรเงินทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพก็เท่ากับว่าเงินจะต้องใช้เงิน (หนี้) เพิ่มขึ้นในการเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจ (GDP) ซึ่งเป็นหนึ่งในสาเหตุสำคัญที่ทำให้หนี้ในระบบของจีนเร่งตัวขึ้นนับตั้งแต่ปี 2008 ที่รัฐบาลกระตุ้นให้เร่งลงทุนเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

รัฐบาลมองเห็นถึงปัญหาดังกล่าว จึงพยายามลดการสนับสนุน SOEs โดยเฉพาะในกลุ่มที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ขณะที่ได้เพิ่มการสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของธุรกิจเอกชนมากขึ้น โดยในช่วงที่ผ่านมา รัฐบาลได้กระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ให้กับธุรกิจเอกชนขนาดเล็กมากขึ้น เช่น การปรับลด RRR ตามสัดส่วนการปล่อยกู้ให้กับธุรกิจเอกชนของธนาคารพาณิชย์นั้นๆ

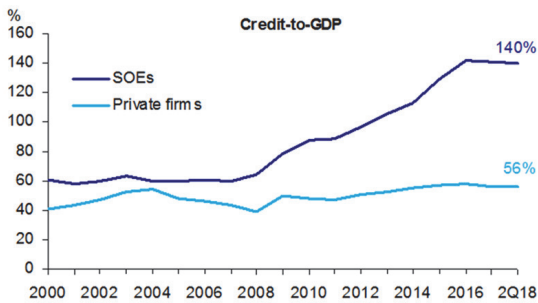
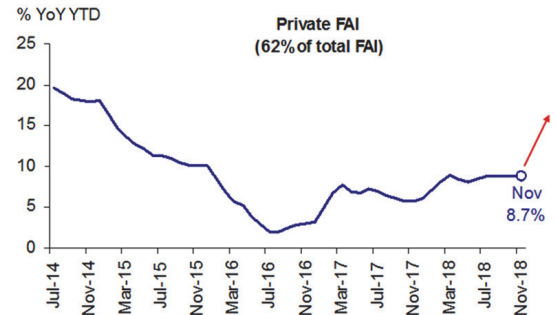
นอกจากนี้ ยังได้เพิ่มโควตาเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำให้กับธนาคารพาณิชย์เพื่อนำไปปล่อยกู้ให้กับธุรกิจเอกชน (Re-lending & Re-discounting Loans Quota) ออกโครงการสนับสนุนการออกหุ้นกู้ของธุรกิจเอกชน ซึ่ง PBoC จะเป็นผู้ค้ำประกันความเสี่ยง และเพิ่มการลดหย่อนภาษีในส่วนของการปล่อยกู้ให้กับธุรกิจเอกชน

DB ประเมินว่ามาตรการสนับสนุนภาคเอกชนของรัฐบาลที่ออกมา จะช่วยเพิ่มเงินระดมทุนให้กับธุรกิจเอกชนราว 1.6 ล้านล้านหยวนในปี 2019 ซึ่งคาดว่าจะหนุนให้การลงทุนภาคเอกชน (Private FAI) เติบโตขึ้นราว 2-3ppt เป็น 11-12% YoY และสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนต่อไป

แผนภาพที่ 29: ภาคเอกชนนับเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญของจีน แต่เข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ยาก



แผนภาพที่ 30: มาตรการสนับสนุนของรัฐบาลจะหนุนให้การลงทุนภาคเอกชนเร่งตัวขึ้น



- Measures to support financing for private firms**
- Expansion of PBoC's re-lending and re-discounting facility
 - Establishment of central-level guarantee fund to offer a credit guarantee for banks' SME lending
 - Introduction of new credit enhancement instruments (e.g. CDS) to support bond financing for private firms
 - Targeted RRR cut to encourage SME lending
 - Tax exemptions for FIs' NII earned from SME loans
 - Expansion of MLF qualified collateral to include lower-grade corporate bonds (i.e. SME bonds)
 - These measures are estimated to provide additional funding of RMB 1.6trn next year

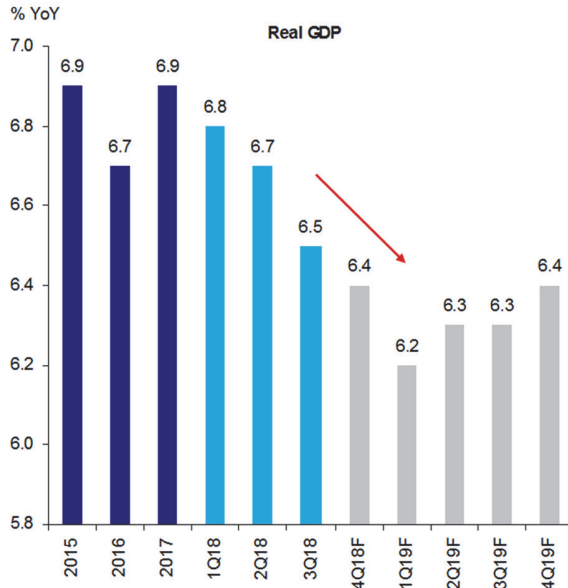
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรคาดเศรษฐกิจปี 2019 จะชะลอลงต่อเป็น 6.3% โดยเฉพาะส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอแรงในช่วงครึ่งแรกของปี

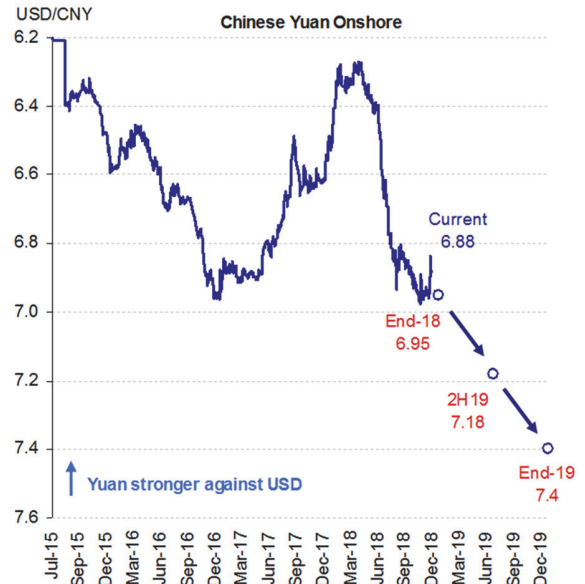
เรคาดเศรษฐกิจปี 2019 จะชะลอลงเป็น +6.3% YoY จาก +6.6% YoY ในปี 2018 จากผลกระทบของสงครามการค้าต่อภาคส่งออกที่ชะดเงินมากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี และกิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเรคาดว่าจะชะลอลงจากที่ยังขยายตัวดีในปี 2018

นอกจากนี้ เรคาดว่ารัฐบาลจีนจะกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างระมัดระวังต่อไป และมองว่ารัฐบาลอาจมีการปรับลดเป้า GDP ปี 2019 ลงจาก 6.5% ในปี 2018 (รัฐบาลจะประกาศเป้า GDP ในการประชุม NPC เดือน มี.ค. 2019) เนื่องจากในการประชุมคณะรัฐมนตรีครั้งที่ผ่านๆ มา รัฐบาลได้ส่งสัญญาณที่จะให้เศรษฐกิจเติบโตได้อย่างมีคุณภาพมากขึ้น จากเดิมที่ได้เร่งให้เศรษฐกิจขยายตัวแรง โดยส่วนหนึ่งอาจสะท้อนได้จากการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างระมัดระวังของรัฐบาล

แผนภาพที่ 31: เราคาด GDP ปี 2019 จะชะลอลงต่อเป็น 6.3%



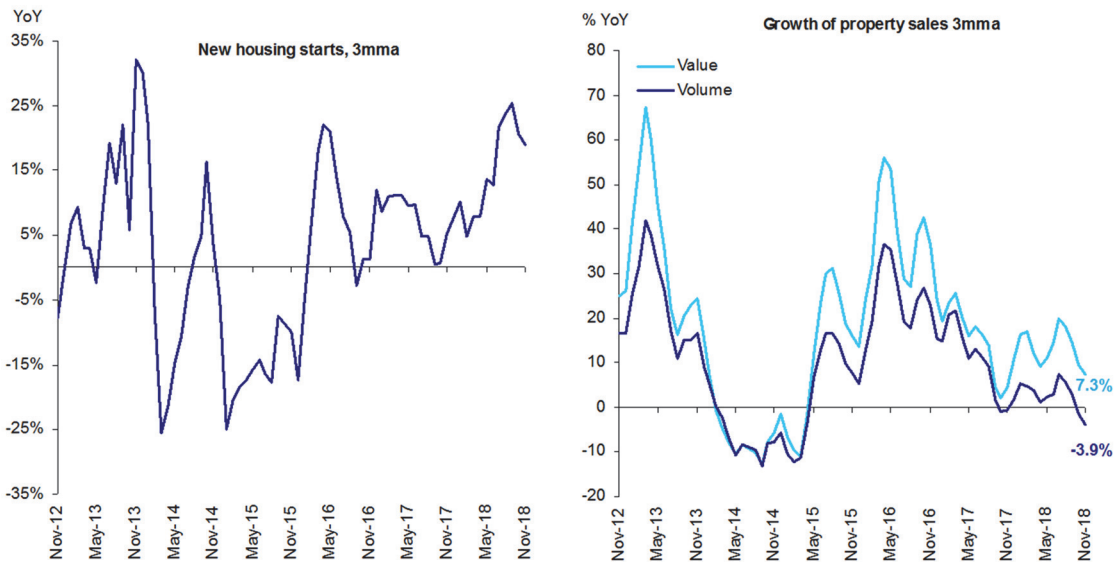
แผนภาพที่ 32: เราคาดเงินหยวนจะอ่อนค่าลงสู่ระดับ 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2019



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

เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอลงต่อเนื่อง ความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มยืดเยื้อ ผลกระทบจากสงครามการค้าต่อส่งออกที่จะชัดเจนมากขึ้น (เราคาดส่งออกจะชะลอลงเป็น 3% จาก 12% ในปี 2018) และ การใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายของ PBoC (เราคาดจะปรับลด RRR ลง 3 ครั้งๆ ละ 100bps ในปี 2019) ทำให้เราคาดเงินหยวนจะอ่อนค่าลงต่อเนื่องสู่ระดับ 7.4 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2019 (vs. ปัจจุบันที่ 6.9 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ)

แผนภาพที่ 33: กิจกรรมภาคอสังหาริมทรัพย์ส่งสัญญาณชะลอลงเข้าสู่ปี 2019

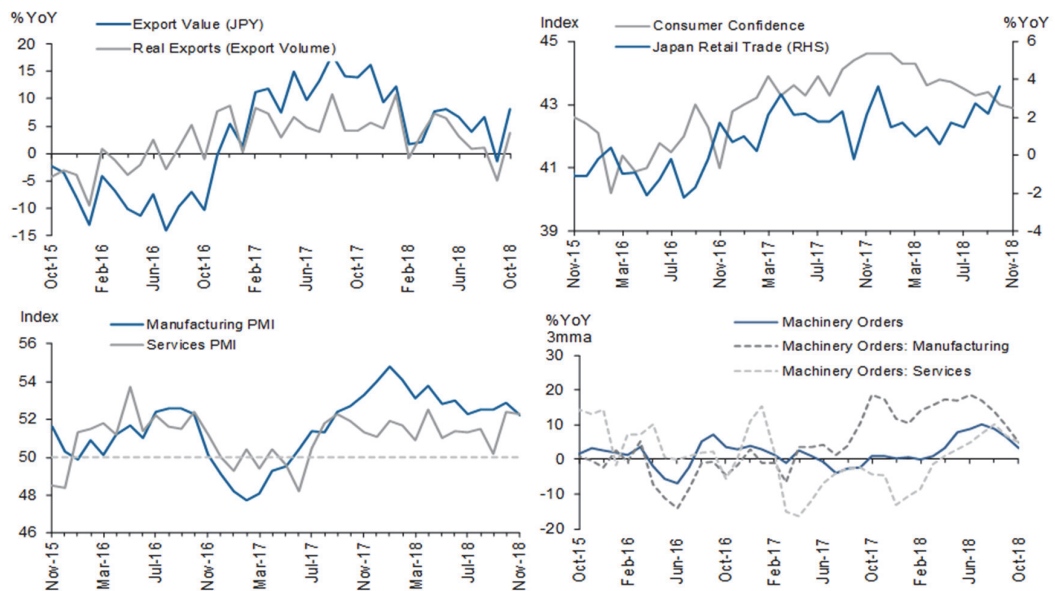


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

GDP ไตรมาส 3 หดตัวตามคาดจากผลของภัยธรรมชาติ แต่จะฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 4 ส่วนในปี 2019 เราคาด GDP ญี่ปุ่นจะชะลอลงเป็น 0.6% ตามการชะลอตัวของภาคการลงทุน และในปี 2020 เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลงแรงเป็น 0.2% เนื่องจากผลของการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. 2019

แผนภาพ 34: การบริโภคและส่งออกฟื้นตัวขึ้นในเดือน ต.ค. ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อเครื่องจักรชะลอลงมาก สะท้อนถึงการลงทุนที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง



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

การส่งออกและการบริโภคฟื้นตัวขึ้นในเดือน ต.ค. หลังโดนภัยธรรมชาติกดดัน ขณะที่การลงทุนส่งสัญญาณชะลอตัวลง

การบริโภคฟื้นตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค. เติบโตขึ้นเป็น +3.6% YoY จาก +2.2% YoY ในเดือนก่อน ฟื้นตัวขึ้นหลังได้รับผลกระทบจากภัยธรรมชาติทั้งพายุไต้ฝุ่นและแผ่นดินไหวในจังหวัดสำคัญในเดือนก่อน ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence Index) เดือน พ.ย. ลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 42.9 จุด

การส่งออกฟื้นตัวขึ้น: ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยนเดือน ต.ค. พลิกกลับมาขยายตัว +8.2% YoY จากที่หดตัว -1.3% YoY ในเดือนก่อน จากผลกระทบของภัยธรรมชาติทั้งพายุไต้ฝุ่นและแผ่นดินไหวในจังหวัดสำคัญ โดยส่งออกไปยังตลาดหลักได้แก่ จีน (+9.0% YoY vs. -1.7% เดือนก่อน) สหรัฐฯ (+11.6% vs. -0.5% เดือนก่อน) และ EU (+7.7% YoY vs. -4.4% เดือนก่อน) พลิกกลับมาขยายตัว ส่วนปริมาณการส่งออก (Exports Volume) พลิกกลับมาขยายตัว +3.8% YoY จากที่หดตัว -4.9% YoY ในเดือนก่อน)

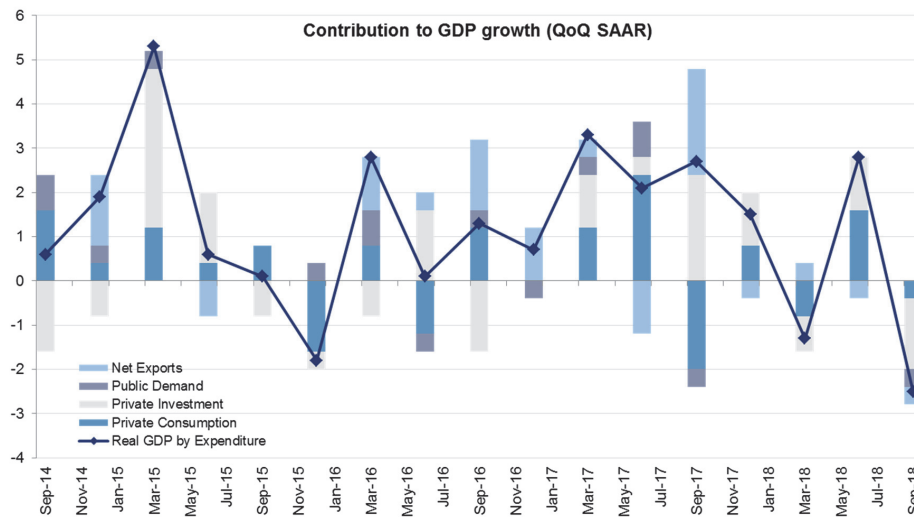
การลงทุนชะลอตัวลงต่อเนื่อง: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ต.ค. ชะลอตัวลงเป็นต่อเป็น +3.4% YoY, 3mma (vs. +6.50% เดือนก่อน) โดยยอดคำสั่งซื้อทั้งในภาคการผลิต (4.8% YoY, 3mma vs. +9.9% เดือนก่อน) และภาคบริการ (+4.8% YoY, 3mma vs. +6.9% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

ภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน พ.ย. ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 52.2 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2017 หลังจากที่ได้ปรับเพิ่มขึ้นแรงในเดือนก่อน โดยผลผลิต ยอดคำสั่งซื้อภายในและภายนอกประเทศปรับตัวลดลง ซึ่งภาครัฐก็รายงานอุปสงค์จากจีนและยุโรปที่ชะลอลงได้ส่งผลกระทบต่อ ส่วนภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 52.3 จุด แต่ยังคงใกล้เคียงกับระดับสูงสุดในรอบ 6 เดือนในเดือนก่อน

GDP ไตรมาส 3 หดตัวตามคาดจากผลของภัยธรรมชาติ แต่จะฟื้นตัวขึ้นในไตรมาส 4

GDP ไตรมาส 3 หดตัว -2.5% QoQ, saar จากที่ขยายตัว +2.8% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน โดยออกมาแยกว่าตลาดคาดที่ -2.0% QoQ, saar และตัวเลขเบื้องต้นที่ -1.2% QoQ, saar โดย GDP ที่หดตัวมาจากการบริโภคภาคเอกชน การส่งออก และการลงทุนภาคเอกชน ที่ได้รับผลกระทบจากภัยธรรมชาติในเดือน ก.ค. และ ก.ย. เราคาดว่า GDP จะพลิกกลับมาขยายตัว +1.0% QoQ, saar ในไตรมาส 4 และคาด GDP ทั้งปี 2018 จะขยายตัว +0.8% YoY (vs. +1.7% ปี 2017)

แผนภาพที่ 35: GDP ญี่ปุ่นไตรมาส 3 หดตัวตามคาดจากผลของภัยธรรมชาติ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจขยายตัวชะลอลงในปี 2019-2020

เราคาด GDP ญี่ปุ่นจะชะลอลงจาก 0.8% ในปี 2018 เป็น 0.6% ในปี 2019 ตามการชะลอตัวของภาคการลงทุน ส่วนในปี 2020 เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลงแรงเป็น 0.2% เนื่องจากผลของการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. 2019

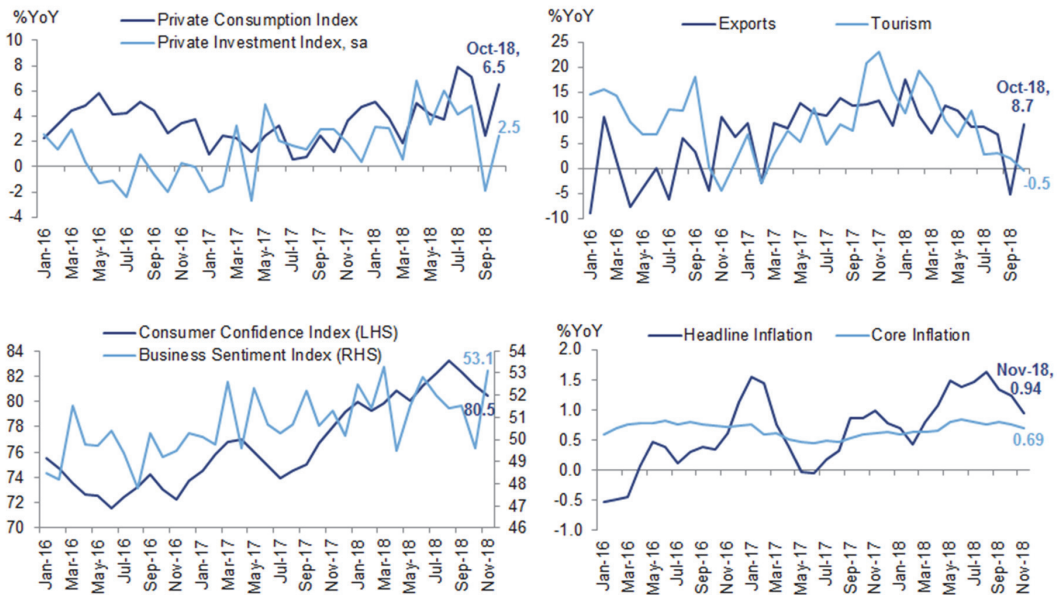
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในปี 2019 มีแนวโน้มชะลอตัวจากภาคต่างประเทศเป็นหลัก แม้มูลค่าการส่งออกในเดือน ต.ค. จะพลิกกลับมาขยายตัว แต่เราคาดว่าเป็นการเร่งขึ้นเพื่อชดเชยการส่งออกในตลาดที่ได้รับผลกระทบจากภัยพิบัติในเดือนก่อนเท่านั้น การส่งออกในระยะถัดไปยังมีแนวโน้มชะลอตัวจากสงครามการค้า ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องจากนักท่องเที่ยวจีนที่ชะลอตัวตามเศรษฐกิจจีน และเงินหยวนที่อ่อนค่า อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ในประเทศที่ขยายตัวดีขึ้นจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคต่างประเทศ

อุปสงค์ในประเทศที่ขยายตัวดีขึ้นช่วยชดเชยการชะลอตัวของภาคต่างประเทศ

เศรษฐกิจไทย เดือน ต.ค. ขยายตัวต่อเนื่อง การบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชนขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง ขณะที่ภาคต่างประเทศยังมีทิศทางไม่สดใส การส่งออกพลิกกลับมาขยายตัวดีขึ้นหลังจากการส่งออกที่หดตัวจากผลกระทบของภัยธรรมชาติในเดือน ก.ย. ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวรวมหดตัว -0.5% YoY จากนักท่องเที่ยวจีนที่หดตัวสูง -19.8% YoY ซึ่งเป็นผลกระทบจากเหตุการณ์เรือล่มที่ภูเก็ตและเงินหยวนที่อ่อนค่า ด้านอัตราเงินเฟ้อทั่วไปชะลอตัวเป็น +0.94% YoY จากราคาน้ำมันที่ลดลง

แผนภาพที่ 36: อุปสงค์ในประเทศขยายตัวแข็งแกร่งซึ่งช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่ชะลอตัว

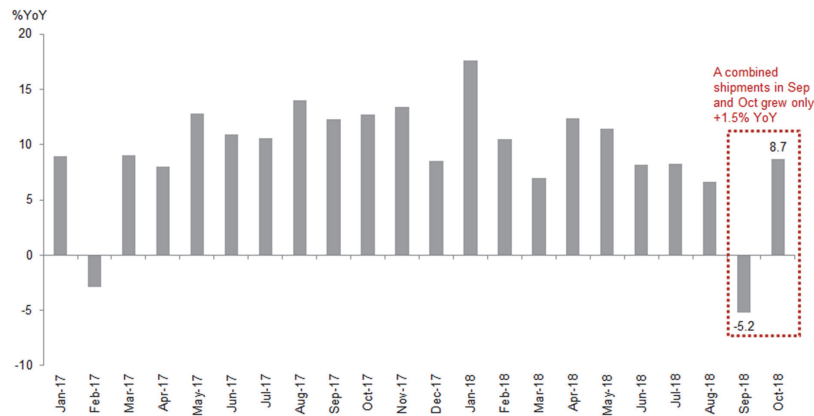


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มูลค่าการส่งออกในเดือน ต.ค. พลิกกลับมาเป็นบวก แต่ในระยะถัดไปยังคงมีแนวโน้มที่ไม่สดใส

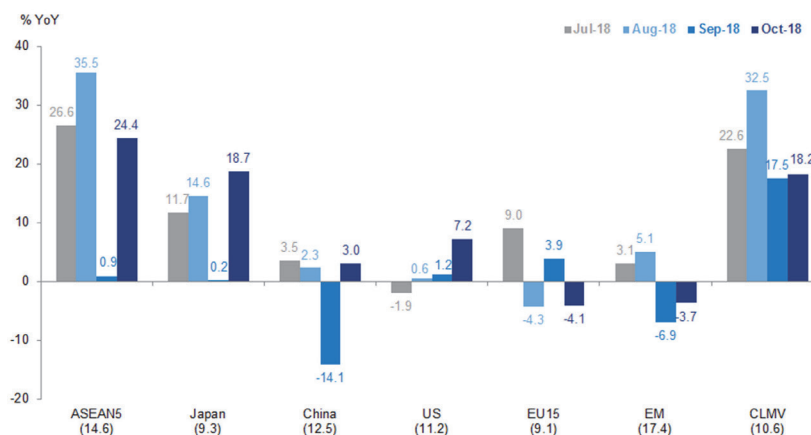
มูลค่าส่งออกในเดือน ต.ค. พลิกกลับมาขยายตัว +8.7% YoY หลังจากหดตัว -5.2% เดือนก่อน โดยมูลค่าส่งออกที่พลิกกลับมาขยายตัวในเดือน ต.ค. นั้นเป็นผลจากการส่งออกไปยังตลาดสำคัญที่ได้รับผลกระทบจากภัยพิบัติ ได้แก่ ญี่ปุ่น ฟิลิปปินส์ และจีนฟื้นตัวดีขึ้น ขณะที่มูลค่าส่งออกไปยังตลาดอื่นๆ อาทิ EU และกลุ่มประเทศ EM ไม่ได้เร่งตัวขึ้นตาม โดยมูลค่าส่งออกในเดือน ก.ย. และ ต.ค.รวมกันขยายตัวเพียง +1.5% YoY สะท้อนว่า การส่งออกยังคงอยู่ในทิศทางชะลอตัว สอดคล้องกับมุมมองของเราว่ามูลค่าส่งออกในปี 2019 จะชะลอลงเป็น +4.5% YoY จาก +7.9% ปี 2018

แผนภาพที่ 37: มูลค่าส่งออกเดือน ต.ค. พลิกกลับมาขยายตัว +8.7% YoY หลังหดตัวในเดือนก่อน



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

แผนภาพที่ 38: การส่งออกไปยังตลาดที่ได้รับผลกระทบจากภัยพิบัติฟื้นตัวในเดือน ต.ค. ขณะที่ตลาดที่ไม่ได้รับผลกระทบจากภัยพิบัติไม่ได้ปรับตัวดีขึ้น



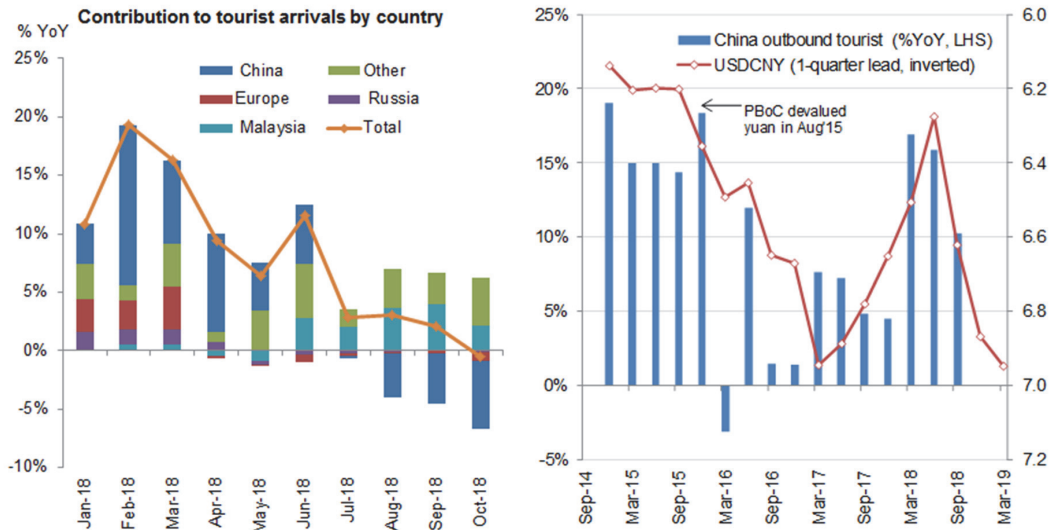
Source: Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นักท่องเที่ยวจีนมีแนวโน้มชะลอลงตามเศรษฐกิจจีนและเงินหยวนที่อ่อนค่า

นักท่องเที่ยวจีนซึ่งมีสัดส่วน 1 ใน 3 ของนักท่องเที่ยวทั้งหมดมีแนวโน้มชะลอลงในปี 2019 โดยได้รับแรงกดดันจากเศรษฐกิจจีนชะลอลงและเงินหยวนที่อ่อนค่าต่อเนื่อง จากการศึกษาข้อมูลนักท่องเที่ยวจีนออกนอกประเทศ (Outbound Tourists) ในอดีตเราพบว่าค่าอ่อนค่าของเงินหยวนส่งผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ออกมาเที่ยวต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ เห็นได้จากในช่วงปลายปี 2015 ที่รัฐบาลจีนประกาศลดค่าเงินหยวนและทำให้ค่าเงินหยวนอ่อนค่าลงราว 10% ส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวจีนเดินทางออกนอกประเทศ ชะลอลงเป็น +2.7% YoY ในปี 2016 จากที่เคยเติบโตสูงถึง +15.7% YoY ในปีก่อน

เราพบว่าเงินหยวนที่อ่อนค่าจะเป็น Leading Indicator ที่ส่งผลให้นักท่องเที่ยวจีนออกมาเที่ยวต่างประเทศลดลงหลังจากนั้น 1 ไตรมาส สอดคล้องกับข้อมูลล่าสุด โดยเงินหยวนที่อ่อนค่าต่อเนื่องตั้งแต่ไตรมาส 2 ส่งผลให้นักท่องเที่ยวจีนออกนอกประเทศในไตรมาส 3 ชะลอลงเป็น +10.3% YoY (vs. +15.9% ไตรมาสก่อน) มองไปข้างหน้า เราคาดว่าเงินหยวนมีแนวโน้มอ่อนค่าลงอีกและอาจกดดันให้นักท่องเที่ยวจีนในปี 2019 ชะลอตัว

แผนภาพที่ 39: นักท่องเที่ยวจีนมีส่วนราว 30% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติ มีแนวโน้มชะลอลงในปี 2019 ตามเงินหยวนที่มีแนวโน้มอ่อนค่า

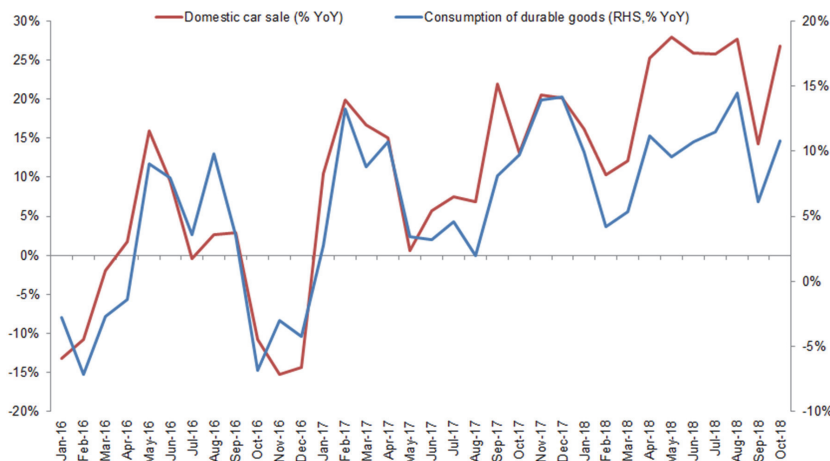


Source: Chinese Tourism Outbound Research Institute (COTRI), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่ชะลอ

การบริโภคภาคเอกชนในปี 2018 มีแรงขับเคลื่อนหลักจากการบริโภคสินค้าคงทน โดยการบริโภคสินค้าคงทนขยายตัวดีจากยอดจำหน่ายรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น ส่วนหนึ่งได้แรงสนับสนุนจากโครงการรถยนต์คันแรกที่ครบกำหนดการถือครอง อย่างไรก็ตาม ในปี 2019 เราคาดว่า การบริโภคสินค้าคงทนมีแนวโน้มชะลอลง สวนทางการบริโภคสินค้าคงทนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โดยมีปัจจัยสนับสนุนสำคัญจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐและแนวโน้มการลดลงของราคาพลังงานที่จะทำให้ผู้บริโภคมีกำลังซื้อเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 40: การบริโภคสินค้าคงทนเพิ่มขึ้นตามยอดจำหน่ายรถยนต์ในประเทศ



Source: Bank of Thailand (BoT), Federation of Thai Industries (FTI), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคสินค้าไม่คงทนมีแนวโน้มฟื้นตัวจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและราคาน้ำมันดิบที่ลดลง

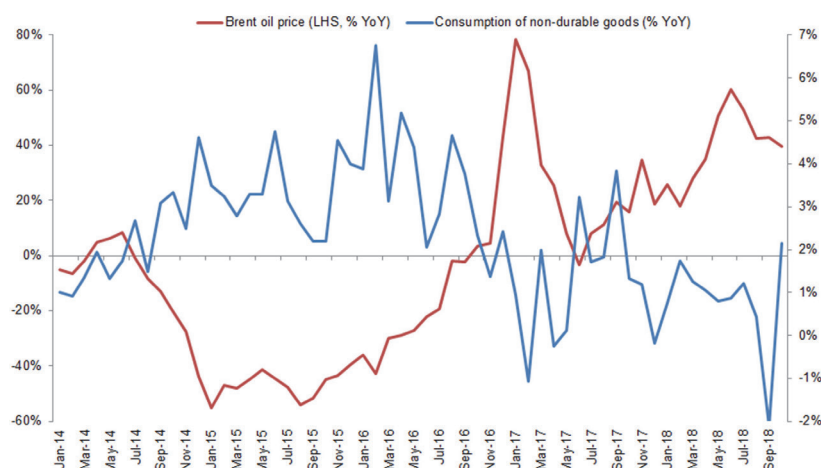
รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ากว่า 2.9 แสนล้านบาท โดยมุ่งช่วยเหลือผู้บริโภคในกลุ่มฐานรากเป็นหลัก อาทิ มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยที่ให้เงินช่วยเหลือค่าครองชีพและเปิดหลักสูตรอบรมทักษะในการประกอบอาชีพให้กับผู้มีรายได้น้อย มาตรการพักชำระหนี้เกษตรกรเป็นระยะเวลา 3 ปีและลดดอกเบี้ยเงินกู้ 3% มาตรการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำเพื่อการชะลอการขายและการแปรรูปผลิตภัณฑ์ข้าวและยางพารา เราคาดว่ามาตรการดังกล่าวจะมีส่วนช่วยให้ผู้บริโภคในกลุ่มฐานรากมีรายได้และนำไปใช้จ่ายใช้สอยมากขึ้น โดยเฉพาะการบริโภคสินค้าไม่คงทนซึ่งเป็นสินค้าจำเป็นต่อการดำรงชีพ นอกจากนี้ ราคาน้ำมันที่ลดลงจะเอื้อให้ผู้บริโภคมีเงินไปใช้จ่ายใช้สอยสินค้าชนิดอื่นเพิ่มขึ้น โดยเราคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยจะปรับลดลงเป็น 62 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2019 ลดลงราว -14% จากปี 2018

แผนภาพที่ 41: รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ากว่า 2.9 แสนล้านบาท โดยมุ่งช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยและเกษตรกร

Begin date	End date	Measures	Details	Budget (Bt.bn)
Non-Agricultural Measures				
Oct-17	Sep-19	Subsidy for low-income earners	Cash subsidy for 11.4 million low-income earners whose annual income < Bt100,000	115.00
Jan-18	Dec-18	Second-tier province tourism	Personal income tax deduction up to Bt15,000 of tourism expenditure in 55 second-tier provinces	-
Jul-18	Sep-18	Subsidy for elderly people who registered in low-income earners programme	Cash subsidy worth Bt50-100 for the elder whose annual income < Bt30,000	0.70
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
Nov-18	Apr-19	VAT refund to the government's welfare smartcard holders	7% of VAT are divided into 3 parts: 1) 1% will be paid by low-income earners 2) 5% will be returned through the government's welfare smartcard 3) 1% will be returned through the National Savings Fund (NSF) of low-income earners.	5.00
Agricultural Measures				
Aug-18	Jul-21	Debt-assistant package for farmers who are the clients of BAAC	Debt moratorium on the principle of the loans and 3% reduction in interests on Bt300,000 loans	16.00
Sep-18	Sep-19	Rice	1) Soft loan for rice stock 2) Soft loan for rice processing	98.00
Apr-18	Sep-18	Rubber	1) Soft loan for rubber processing 2) Rubber purchase scheme by government 3) Reduce rubber plantation area by 150,000 Rai 4) Bt1,800 cash handout per rai	52.51
Nov-18	Sep-19	Oil palm	1) Energy ministry uses to produce energy 2) Subsidy oil palm exporters 3) Bt1,500 cash handout per rai	3.98
Total				291.26

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 42: ราคาน้ำมันที่ลดลงทำให้ผู้บริโภคมีรายได้ที่ใช้จ่ายได้จริง (Disposable Income) เพิ่มขึ้น



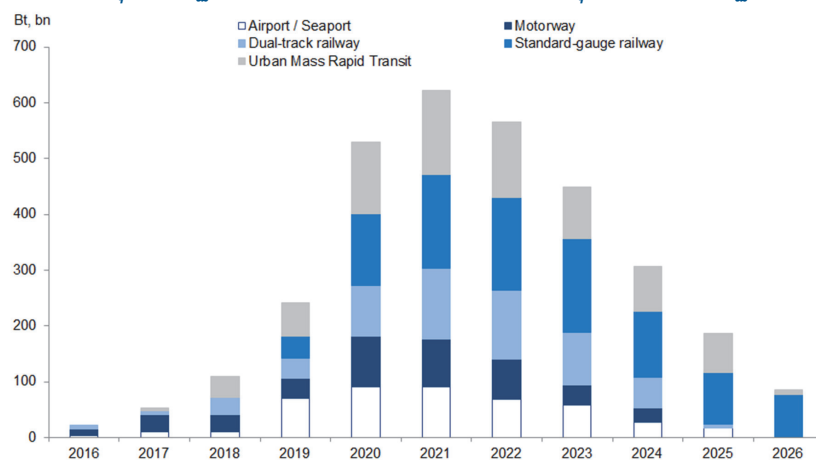
Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นและส่งผล Crowding-in Effect ต่อการลงทุนภาคเอกชน

การลงทุนภาครัฐเป็นอีกปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญในปี 2019 โดยการลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน EEC ซึ่งล่าสุดการรถไฟแห่งประเทศไทย (รฟท.) ได้เปิดเผยรายชื่อผู้ประมูลโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินที่ขอเงินอุดหนุนจากรัฐบาลน้อยที่สุด และคาดว่าจะประกาศผู้ชนะการประมูลอย่างเป็นทางการภายในต้นปี 2019 นอกจากนี้ โครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ ใน EEC อาทิ สนามบินอู่ตะเภา ท่าเรือมาบตาพุด และท่าเรือแหลมฉบัง คาดว่าจะทยอยประมูลและเริ่มก่อสร้างภายในปี 2019 ส่งผลให้เม็ดเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานในปี 2019 จะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 2.4 แสนล้านบาทหรือเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าของปี 2018 เราคาดว่า การลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้นจะส่งผลให้นักลงทุนมีความเชื่อมั่นและทำให้ออกชนลงทุนเพิ่มตามมา (Crowding-in Effect)

ทั้งนี้ หากมีการเปลี่ยนรัฐบาลหลังจากการเลือกตั้ง เราคาดว่านโยบายของภาครัฐจะมีการเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก เนื่องจากยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปีจะเป็นกฎหมายที่ผูกมัดให้นโยบายของภาครัฐซึ่งรวมไปถึงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานต่างๆ มีความต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 43: การลงทุนภาครัฐในปี 2019 คาดเร่งตัวขึ้นจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน EEC เป็นหลัก



Source: Ministry of Transport, Office of Transport and Traffic Policy and Planning, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 44: แผนยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปีจะเป็นกฎหมายที่กำหนดแนวทางการดำเนินงานของรัฐบาล



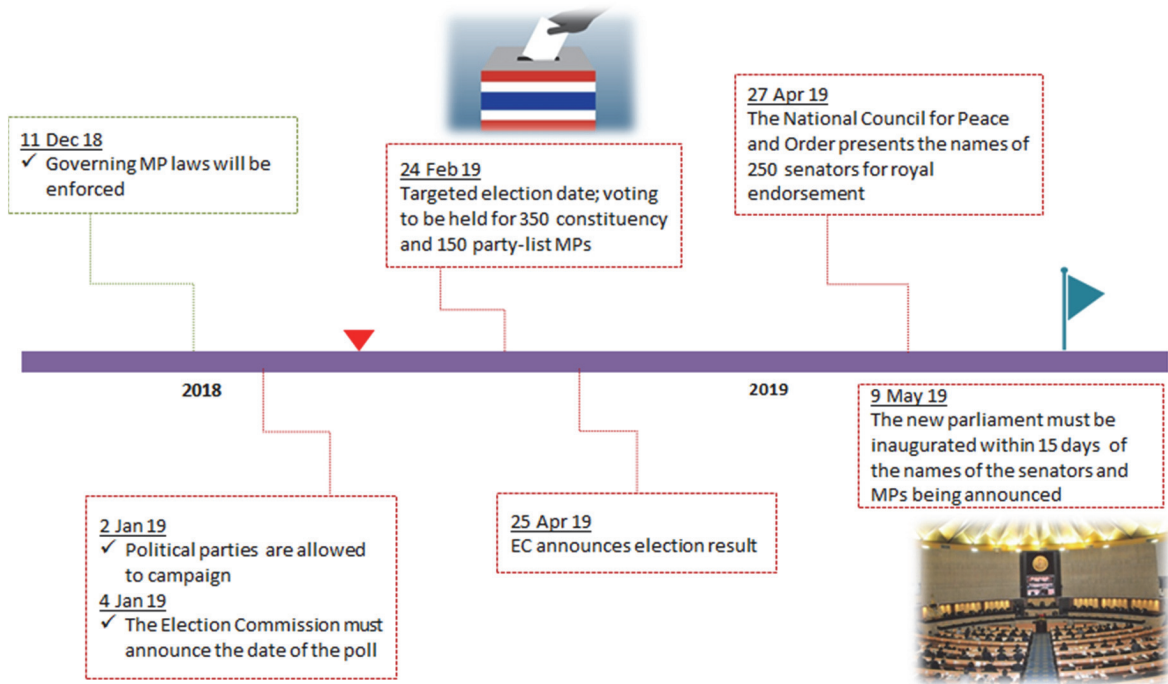
Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

หากการเลือกตั้งเป็นไปตามกำหนดการในวันที่ 24 ก.พ. 19 เราคาดว่ารัฐบาลชุดใหม่จะเป็นรัฐบาลผสม

ในกรณีที่การเลือกตั้งเป็นไปตามกำหนดการในวันที่ 24 ก.พ. 19 หลังจากนั้น คณะกรรมการการเลือกตั้ง (กกต.) จะประกาศผลการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎร (ส.ส.) ภายในวันที่ 25 เม.ย. 19 สำหรับวุฒิสภา (ส.ว.) กกต. จะนำเสนอรายชื่อชุดใหม่ต่อคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) ก่อนจะนำรายชื่อทุลเกล้าภายในวันที่ 27 เม.ย. 19 หลังจากได้ ส.ส. และส.ว. เรียบร้อยแล้ว พระมหากษัตริย์จะเสด็จเปิดประชุมรัฐสภา ซึ่งตามกำหนดการการเสด็จเปิดประชุมรัฐสภาจะมีขึ้นก่อนวันที่ 9 พ.ค. 19 ทำให้เราคาดว่า รัฐบาลชุดใหม่จะเริ่มปฏิบัติหน้าที่อย่างรวดเร็วในเดือน มิ.ย. 19

รัฐบาลชุดใหม่มีแนวโน้มสูงที่จะเป็นรัฐบาลผสม โดยเราคาดว่ารัฐบาลจะมีพรรคพลังประชารัฐเป็นแกนนำ และพรรคประชาธิปัตย์ พรรคภูมิใจไทย พรรคชาติไทยพัฒนา พรรคชาติพัฒนาเข้าร่วมรัฐบาล ในขณะที่กลุ่มพรรคเพื่อไทยจะเป็นฝ่ายค้านและมีพรรคอนาคตใหม่เข้าร่วม

แผนภาพที่ 45: กำหนดการการเลือกตั้ง



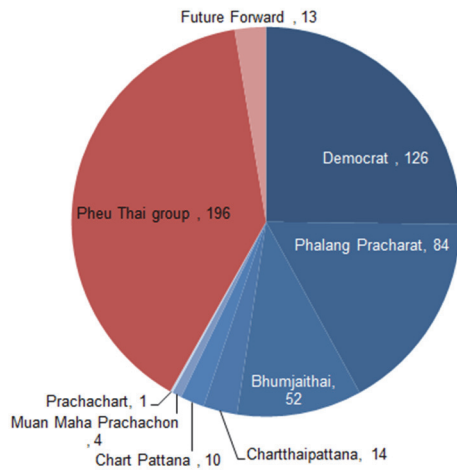
Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 46: สมาชิกสภาผู้แทนราษฎร (ส.ส.) และวุฒิสภา (ส.ว.) จะต้องร่วมลงมติเลือกนายกรัฐมนตรี

Parliament (750 members)			
MP (500 members) Term 4 years		Senate (250 members) Term 5 years	
350 constituency MPs from 77 provinces		150 party-list MPs allocated on the basis of proportional representation	
		194 senators will be picked by NCPO + 6 senators will be armed forces and police chief	50 senators will be an professional groups
Pheu Thai group (196) Future Forward (13)		Democrat (126) Phalang Pracharat (84) Bhumjaithai (52) Charthai Pattana (14) Chart Pattana (10) Muan Maha Prachachon (4) Prachachart (1)	
		Senate	

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 47: เราคาดว่ารัฐบาลชุดใหม่มีแนวโน้มสูงที่จะเป็นรัฐบาลผสม โดยมีพรรคพลังประชารัฐเป็นแกนนำรัฐบาล



Political Party	Constituency MPs	Party-list MPs
Democrat	88	38
Phalang Pracharat	59	25
Bhumjaithai	36	16
Charthai Pattana	10	4
Chart Pattana	7	3
Muan Maha Prachachon	3	1
Prachachart	1	0
Pheu Thai group	137	59
Future Forward	9	4

Note: Blue indicates the cabinet while red indicates opposition

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2018 เป็น +4.3% YoY และคาด GDP ปี 2019 จะลดเป็น +4.0% YoY

เราปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2018 เป็น +4.3% YoY จาก +4.4% จากการปรับโครงสร้างภาครัฐและการลงทุนภาครัฐที่ขยายตัวต่ำกว่าประมาณการ สำหรับปี 2019 เศรษฐกิจไทยคาดว่าจะชะลอเล็กน้อยมาอยู่ที่ +4.0% YoY จากการชะลอตัวของภาคต่างประเทศเป็นหลัก โดยการส่งออกมีแนวโน้มชะลอหลังจากอานิสงส์ของการเร่งนำเข้าเพื่อหลบเลี่ยงภาษีของสหรัฐฯ เริ่มทยอยหมดไป และจะทำให้ผลกระทบจากสงครามการค้ามีความชัดเจนขึ้น ขณะที่การท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอจากนักท่องเที่ยวจีนที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจจีนที่ชะลอและการอ่อนค่าของค่าเงินหยวน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอุปสงค์ในประเทศจะเร่งตัวขึ้น ซึ่งจะช่วยชดเชยการชะลอของภาคต่างประเทศ

แผนภาพที่ 48: GDP ปี 2018 และปี 2019 คาดว่าขยายตัว +4.3% YoY และ +4.0% YoY ตามลำดับ

Economic Forecasts		2017	2018F		2019F	
			TISCO ESU Nov'18	TISCO ESU Dec'18	BoT Sep'18	TISCO ESU
Real GDP	YoY (%)	3.9	4.4	4.3	4.2	4.0
Real Private Consumption	YoY (%)	3.2	4.3	4.3	3.7	4.1
Real Public Consumption	YoY (%)	0.5	3.0	2.1	2.2	2.4
Real Private Investment	YoY (%)	1.7	3.7	4.0	4.5	4.3
Real Public Investment	YoY (%)	-1.2	6.0	5.9	7.7	6.3
Nominal Exports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	9.8	7.9	7.9	4.3	4.5
Nominal Imports in USD (f.o.b.)	YoY (%)	13.2	15.2	15.2	5.6	6.5
Trade Balance	US\$, bn	34.2	22.2	22.2	19.2	18.5
Tourist Arrivals	million	35.4	38.0	38.0	40.6	39.7
Current Account Balance	US\$, bn	51.1	37.5	37.5	36.3	34.8
Current Account	% GDP	11.2	7.1	7.1	n.a	6.7
Brent crude price - period average	US\$/bbl	54.4	74.5	72.0	n.a	62.0
Headline Inflation	YoY (%)	0.7	1.2	1.2	1.1	1.3
Core Inflation	YoY (%)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
Thai Baht - period average	Bt/USD	33.9	32.3	32.3	n.a.	34.0
Thai Baht - period end	Bt/USD	32.7	32.8	32.8	n.a	33.5
Policy rate - period end	%	1.50	1.50	1.50	n.a	1.75

Source: Fiscal Policy Office (FPO), Bank of Thailand (BoT), National Economic and Social Development Board (NESDB), 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. 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 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

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 พาราม 2	: 02 416 0811
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกชัย ชั้น M	: 02 108 2998	เอสทีไอพาร์ค พาราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เอสทีไอพาร์ค รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315	ไอคอนสยาม	: 02 056 4168		
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
ถนนพิพิธอุทิศ หาดใหญ่	: 074 238 855			สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633		

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