



TIPS

MARCH
2019

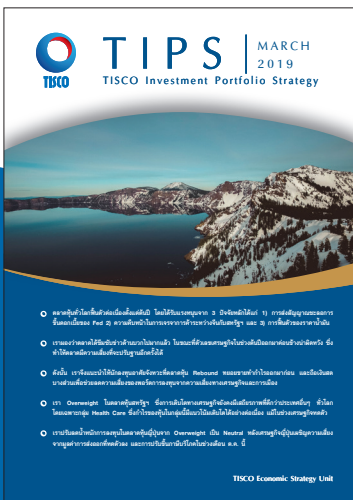
TISCO Investment Portfolio Strategy



- ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี โดยได้รับแรงหนุนจาก 3 ปัจจัยหลักได้แก่ 1) การส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed 2) ความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และ 3) การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน
- เรามองว่าตลาดได้ซึมซับข่าวด้านบวกไปมากแล้ว ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงต้นปีออกมาค่อนข้างน่าผิดหวัง ซึ่งทำให้ตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งได้
- ดังนั้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้น Rebound ทயอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อช่วยลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง
- เรา Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งการเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก โดยเฉพาะกลุ่ม Health Care ซึ่งกำไรของหุ้นในกลุ่มนี้มีแนวโน้มเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง แม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว
- เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นจาก Overweight เป็น Neutral หลังเศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคในช่วงเดือน ต.ค. นี้

Contents

○ Executive Summary	3
○ Global Investment Strategy	4
Special Issue: Global Health Care	
คำตอบของการลงทุนในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ	7
ตลาดหุ้น	9
ตลาดตราสารหนี้	14
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	16
○ Global Economic Insights	21
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	22
เศรษฐกิจยุโรป	27
เศรษฐกิจจีน	31
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	35
เศรษฐกิจไทย	38



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
มานะ นิมิตรวานิช
วิลันดา ดิสเรเตตตีวัฒน์
ซาร่า ผลพิบูลย์

วิระพันธ์ โรจน์รัฐกุล
สุชานันท์ ภัทพสุชาติ

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

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

Executive Summary

ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี นำโดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) ซึ่งฟื้นตัวขึ้นราว 8% และตลาดหุ้นจีน (HSCEI +9%) ส่วนตลาดหุ้นไทยบวกประมาณ 5% นับจากต้นปี โดยได้รับแรงหนุนจาก 3 ปัจจัยหลักได้แก่ 1) การส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed 2) ความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และ 3) การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน

ทั้งนี้ เรามองว่าตลาดได้ซึมซับข่าวด้านบวกไปมากแล้ว ซึ่งทำให้การ Rally ของตลาดในรอบนี้เริ่มมี Upside ที่จำกัดต่อจากนี้ ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงต้นปีออกมาค่อนข้างน่าผิดหวัง ซึ่งทำให้ตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งได้ ดังนั้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้น Rebound ทemporary ทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อช่วยลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง

สำหรับน้ำหนักการลงทุน เราแนะนำให้ลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งการเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก โดยให้เน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรที่ไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก โดยเฉพาะกลุ่ม Health Care ซึ่งได้ประโยชน์จาก Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ ดังนั้น กำไรของหุ้นในกลุ่มนี้จึงมีแนวโน้มเติบโตได้อย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัวรวมไปถึงในแง่ของราคาซึ่งหุ้นในกลุ่มนี้ยังเทรดที่ Discount จากตลาดอยู่ ทำให้หุ้นในกลุ่ม Global Health Care มีความเสี่ยงขาลงที่ค่อนข้างจำกัด

ในส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เรามองว่าราคาน้ำมันดิบอาจ Overshoot ได้ในระยะสั้น หาก OPEC ยังเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่อเนื่องมากกว่าที่กำหนดไว้ และหากสถานการณ์ในเวเนซุเอลาเลวร้ายขึ้น จนส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมันดิบไปยังลูกค้ารายอื่นๆ นอกเหนือจากสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองที่ว่าราคาน้ำมันดิบจะกลับมาปรับฐานรุนแรงอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจาก Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ เตรียมทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันโลก เมื่อท่อขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian จะทยอยสร้างเสร็จตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2019 ไปจนถึงปี 2020

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี โดยได้รับแรงหนุนจาก 3 ปัจจัยหลักได้แก่ 1) การส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed 2) ความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และ 3) การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน
- เรามองว่าตลาดได้ซึมซับข่าวด้านบวกไปมากแล้ว ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงต้นปีออกมาค่อนข้างน่าผิดหวัง ซึ่งทำให้ตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งได้
- ดังนั้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้น Rebound ทயอยขยายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อช่วยลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง
- เรา Overweight ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งการเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก โดยเฉพาะกลุ่ม Health Care ซึ่งกำไรของหุ้นในกลุ่มนี้มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว
- เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นจาก Overweight เป็น Neutral หลังเศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคในช่วงเดือน ต.ค. นี้

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,637	-0.9%	3.4%	0.1%	-3.1%	4.7%	-9.4%
Philippines PCOMP	7,909	-2.0%	-1.7%	11.7%	4.3%	5.9%	-8.2%
Indonesia JCI	6,389	-2.0%	-0.9%	6.3%	10.5%	3.1%	-3.1%
Singapore STI	3,240	1.0%	0.5%	5.1%	0.9%	5.6%	-5.9%
Malaysia KLCI	1,689	0.0%	-0.2%	-1.0%	-5.3%	-0.1%	-8.1%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	27,901	-0.2%	3.0%	6.6%	2.5%	8.0%	-10.3%
China H HSCEI	10,937	-0.2%	2.8%	3.3%	4.0%	8.0%	-12.7%
MSCI China	79	-1.1%	3.4%	6.0%	0.0%	10.6%	-16.8%
China CSI300	3,339	2.8%	5.4%	2.5%	3.4%	10.9%	-15.8%
Taiwan TWSE	10,140	1.4%	3.1%	3.5%	-5.2%	4.2%	-2.7%
Korea KOSPI	2,214	1.5%	4.2%	5.8%	-1.5%	8.5%	-8.6%
MSCI Korea	659	0.7%	3.9%	4.4%	-1.7%	9.0%	-10.2%
India SENSEX	35,809	-2.0%	-1.6%	1.0%	-5.6%	-0.7%	5.3%
MSCI India	1,242	-2.6%	-2.0%	-0.4%	-7.8%	-1.6%	0.2%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,091	0.5%	3.6%	6.3%	-3.9%	7.9%	3.2%
Japan TOPIX	1,598	3.8%	2.6%	-1.9%	-5.9%	7.0%	-8.0%
Japan Nikkei 225	21,218	4.4%	2.7%	-2.1%	-4.7%	6.0%	-2.3%
Europe STOXX600	369	3.0%	3.3%	3.1%	-3.2%	9.3%	-3.1%
Euro STOXX50	3,241	3.4%	3.4%	1.9%	-3.9%	8.0%	-5.4%
US Dow Jones	25,883	3.1%	4.8%	1.8%	0.8%	11.0%	2.6%
US S&P500	2,776	2.5%	3.9%	1.4%	-2.6%	10.7%	1.6%
MSCI US REITs	1,200	0.6%	6.6%	5.1%	1.4%	13.5%	14.6%
J-REITs	1,830	-0.3%	0.9%	2.4%	4.9%	3.2%	10.0%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,237	2.3%	3.9%	3.2%	-4.3%	7.6%	-0.8%
Germany DAX	11,300	3.6%	0.8%	-0.4%	-7.5%	7.0%	-9.3%
France CAC 40	5,153	3.9%	5.7%	2.5%	-3.6%	8.9%	-2.4%
Switzerland SMI	9,242	2.7%	2.4%	3.8%	2.6%	9.6%	2.8%
Portugal PSI 20	5,142	1.0%	1.5%	4.6%	-5.8%	8.7%	-6.6%
Spain IBEX 35	9,123	3.0%	0.6%	0.7%	-3.1%	6.8%	-7.2%
Italy FTSE MIB	20,212	4.4%	2.6%	7.1%	-1.0%	10.3%	-11.3%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	97,526	2.3%	1.5%	10.2%	28.3%	11.0%	15.4%
Chile IPSA	5,400	0.4%	-1.4%	4.0%	3.0%	5.8%	-3.9%
Mexico MEXBO	42,989	-0.4%	-2.8%	1.6%	-10.9%	3.2%	-12.1%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	510	-0.4%	2.2%	4.6%	-2.3%	6.8%	-11.6%
MSCI Latin America	2,883	1.1%	0.5%	8.1%	15.3%	12.3%	-7.3%
MSCI All Country World	498	1.9%	3.0%	2.0%	-2.9%	9.3%	-4.7%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	55.89	6.6%	3.9%	-1.0%	-15.2%	23.1%	-9.4%
Brent Spot	66.48	8.1%	6.0%	-0.4%	-7.4%	23.6%	2.5%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	10.59	1.49	1.69	0.29	4.67	2.20	7.43
Gold Spot	1323.29	1.2%	3.2%	8.1%	11.3%	3.3%	-1.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2257.32	-0.2%	0.9%	5.7%	6.2%	2.1%	5.3%
Bloomberg Agri Subindex	42.13	-1.0%	-1.7%	-1.5%	-4.9%	1.4%	-13.8%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	280.76	0.1%	0.6%	2.5%	2.5%	0.6%	1.9%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	203.16	0.0%	0.1%	0.9%	1.2%	0.4%	1.4%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	283.59	-0.1%	0.2%	1.7%	2.0%	0.5%	1.5%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	368.03	0.0%	0.4%	2.9%	3.0%	0.7%	2.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	240.63	0.0%	0.2%	1.6%	1.9%	0.5%	1.7%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.77	0	3	3	19	2	36
2Y	1.80	0	5	-14	2	-1	40
5Y	2.18	4	5	-18	-13	1	33
10Y	2.49	1	-1	-30	-23	-2	-6
Spread 10Y-2Y	69	1	-6	-16	-25	-1	-46
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.66	1	-12	-40	-20	-2	-21
Japan 10Y	(0.03)	0	-4	-13	-12	-3	-8
UK 10Y	1.16	1	-10	-21	-7	-12	-49
German 10Y	0.10	1	-11	-26	-20	-14	-66
Spain 10Y	1.24	1	-15	-39	-21	-18	-27
Italy 10Y	2.80	-16	-8	-69	-37	6	73
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	14.91	-0.8	-2.9	-3.2	2.3	-10.5	-4.6
Dollar index	96.90	0.3%	0.9%	0.0%	0.2%	0.8%	9.4%
USD/THB	31.22	-0.7%	-1.7%	-5.1%	-5.2%	-3.4%	-0.5%
EUR/USD	1.13	0.3%	-0.5%	-1.3%	-1.3%	-1.2%	-8.9%
GBP/USD	1.29	0.5%	0.3%	0.4%	1.0%	1.3%	-7.9%
USD/JPY	110.54	0.1%	0.7%	-1.7%	0.2%	0.8%	3.7%
USD/CNY	6.77	0.4%	0.2%	-2.4%	-2.3%	-1.5%	6.8%
USD/CNH	6.77	-0.5%	-0.5%	-2.4%	-1.1%	-1.5%	7.3%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

2/18/2019

7:47:00 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาค่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก - ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังคงเติบโตดีอยู่ ซึ่งคาดว่าจะเฉลี่ย +7% ทั้งปี 2019 (vs. +22% 2018E) - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - Valuation ของตลาดหุ้นไทย แพงกว่าตลาดหุ้นเพื่อนบ้านค่อนข้างมาก - เปรียบเทียบ 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 โดยเฉพาะได้หวัน และเกาหลี - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - การเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูง มากไปกว่านั้นยังได้รับปัจจัยบวกเพิ่มขึ้นจากการปรับฐานของราคาน้ำมันดิบ - แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคในช่วงเดือน ต.ค. นี้ - ราคาน้ำมันดิบเป็น Neutral
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 และทุนสำรองต่ำ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง - คงคำแนะนำ Underweight
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในปีนี้ - การส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - ปัจจัยบวกระยะสั้นจากการเดินทางลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC และสถานการณ์ในเวเนซุเอลาที่อาจรุนแรงขึ้น - แต่คาดว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯจะทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - 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"> - ราคาที่ดินญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral
Europe REITs				<ul style="list-style-type: none"> - โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight

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

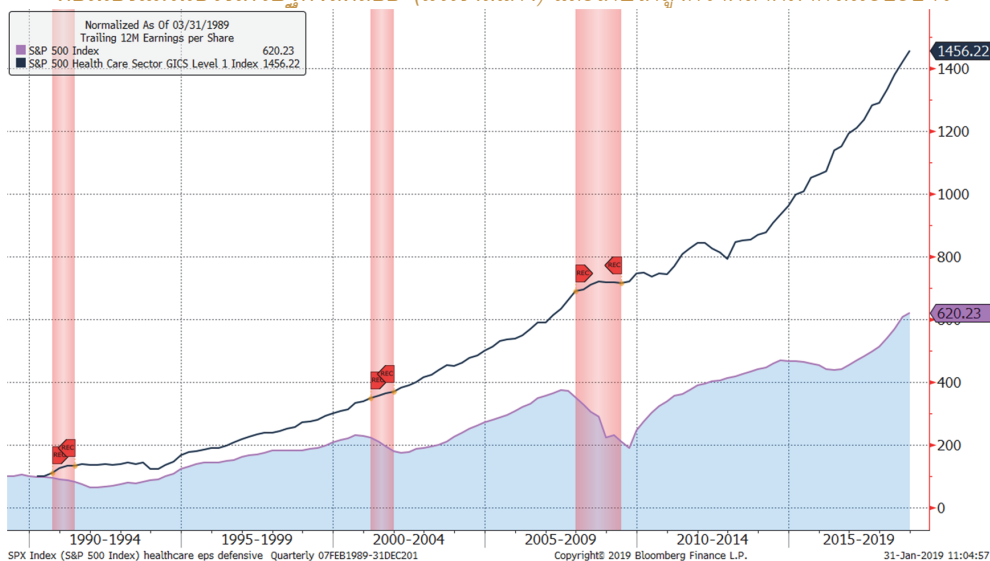
Special Issue: Global Health Care คำตอบของการลงทุนในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ

วัฏจักรเศรษฐกิจโลกเคลื่อนเข้าสู่ช่วงปลายของการขยายตัว ซึ่งสังเกตได้จากตัวเลขเศรษฐกิจต่างๆ (เช่น ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิต, ดัชนี Citi Economic Surprise, ตัวเลขส่งออก ฯลฯ) ของหลายๆ ประเทศทั่วโลก ที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างชัดเจนตั้งแต่ช่วงไตรมาสสุดท้ายของปีที่แล้วต่อเนื่องมาถึงปีนี้ ประกอบกับความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มสูงขึ้น จากทั้งการเจรจาการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ รวมไปถึงการเจรจา Brexit และการเลือกตั้งในหลายประเทศ ดังนั้น การลงทุนในปีนี้อาจมีความท้าทายเป็นอย่างมาก (อ่านรายละเอียดมุมมองการลงทุนเพิ่มเติมได้ในส่วน “ตลาดหุ้น” ซึ่งอยู่ในหมวดถัดไป)

โดยเราคาดว่าผลตอบแทนของตลาดหุ้นในปีนี้จะถูกขับเคลื่อนด้วยอัตราการเติบโตของกำไรของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งตามปกติแล้ว กำไรของบริษัทจดทะเบียนจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยในยามที่เศรษฐกิจเป็นขาลง ผลกำไรของตลาดหุ้นก็จะหดตัวตามไปด้วย ดังนั้น กลยุทธ์การลงทุนที่เหมาะสมในช่วงปลายวัฏจักร จึงควรเน้นลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก และยังมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาว เช่น หุ้นในกลุ่ม Global Health Care ซึ่งได้ประโยชน์จาก Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ ซึ่งทำให้หุ้นในกลุ่มนี้มีกำไรเติบโตได้อย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว

หากเราดูตัวอย่างจากตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงเศรษฐกิจถดถอยในช่วง 3 ครั้งล่าสุดในปี 1990, 2001, และ 2008 กำไรของตลาดหุ้นโดยรวม (ดัชนี S&P50) ลดลงถึง -28%, -22% และ -36% ตามลำดับ ในขณะที่กำไรของบริษัทในกลุ่ม Health Care สามารถขยายตัวต่อเนื่องที่ +9%, +9% และ +4% ในช่วงเดียวกัน ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากำไรของหุ้นในกลุ่มนี้นั้นไม่ได้ถูกกระทบมากนักจากวัฏจักรของเศรษฐกิจ นอกจากนี้ อัตราการขยายตัวในระยะยาวนั้นยังดีกว่าตลาดโดยรวมอีกด้วย โดยหากนับการขยายตัวของกำไรในช่วงปี 1990 ถึง 2018 หุ้นในกลุ่ม Health Care ของสหรัฐฯ มีกำไรเติบโต 1,356% สูงกว่าตลาดโดยรวมถึงกว่า 1 เท่าตัว (กำไรของดัชนี S&P500 โต 520% ในช่วงเดียวกัน)

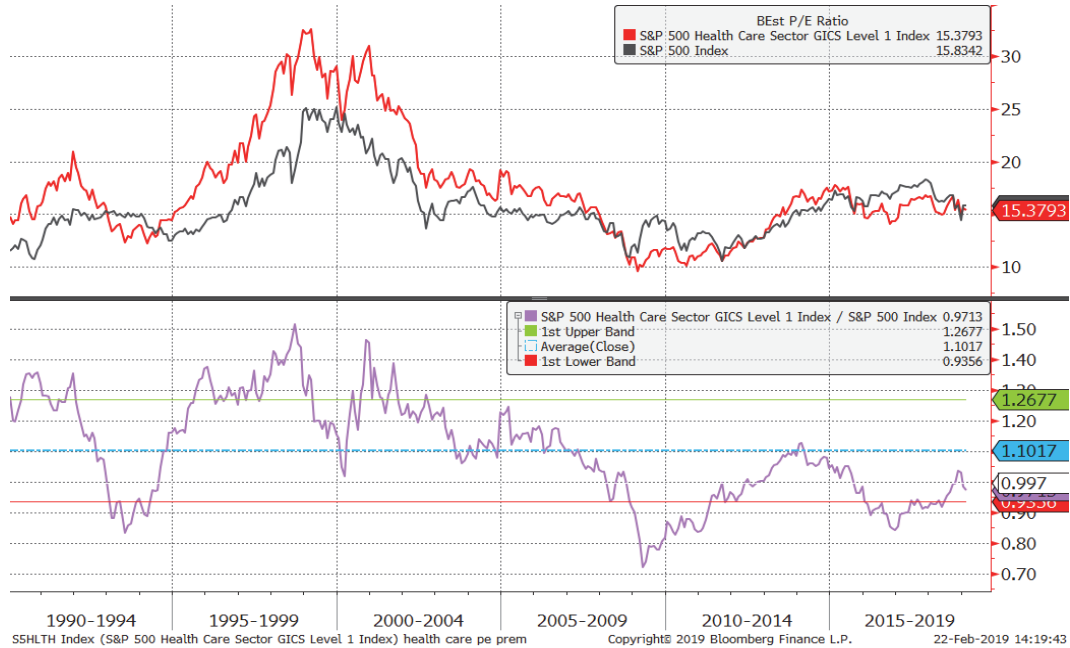
แผนภาพที่ 1: กำไรของหุ้นในกลุ่ม Health Care (เส้นสีน้ำเงินเข้ม) สามารถขยายตัวได้ต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจถดถอย (แรงงาสีแดง) และเติบโตสูงกว่าตลาดมากในระยะยาว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้นหากพิจารณาในแง่ของราคา หุ้นในกลุ่ม Global Health Care นั้นนับว่ามีความน่าสนใจเป็นอย่างมาก โดยหุ้นกลุ่ม Health Care ในสหรัฐฯ ในปัจจุบันเทรดที่ Forward P/E 15.3 เท่า ต่ำกว่าดัชนีรวม S&P500 ซึ่งเทรดที่ 15.8 เท่า ซึ่งนับว่าเป็นราคาที่มี Discount จากตลาด ในขณะที่ค่าเฉลี่ยระยะยาว หุ้นกลุ่ม Health Care เทรดที่ P/E Premium จากตลาดราว 10%

แผนภาพที่ 2: หุ้นในกลุ่ม Health Care เทรดที่ Discount ในขณะที่ค่าเฉลี่ยระยะยาว หุ้นกลุ่ม Health Care เทรดที่ P/E Premium จากตลาดราว 10%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในยามที่เศรษฐกิจโลกอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร และความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยเริ่มทยอยมากขึ้นทุกขณะ การตั้งเป้าหมายการลงทุนอาจต้องเปลี่ยนไปจากเดิมที่มุ่งเน้นสร้างผลตอบแทนสูงสุดในยามที่เศรษฐกิจเป็นขาขึ้น เป็นการเน้นการบริหารความเสี่ยงและรักษาเงินต้นในยามที่เศรษฐกิจโลกดูเปราะบางขึ้น หุ้นในกลุ่ม Global Health Care นั้นนับเป็นคำตอบที่เหมาะสมกับภาวะการลงทุนในปัจจุบัน จากทั้งในแง่การเติบโตของกำไรที่สม่ำเสมอและไม่ถูกกระทบจากวัฏจักรเศรษฐกิจโลกมากนัก ประกอบกับศักยภาพการขยายตัวของกำไรในระยะยาวตาม Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ รวมไปถึงในแง่ของราคาซึ่งหุ้นในกลุ่มนี้ยังเทรดที่ Discount จากตลาดอยู่ ทำให้หุ้นในกลุ่ม Global Health Care มีความเสี่ยงขาลงที่ค่อนข้างจำกัด ในขณะที่ Upside จากการลงทุนยังเปิดกว้างตามแนวโน้มของกำไรที่สูงในระยะยาว

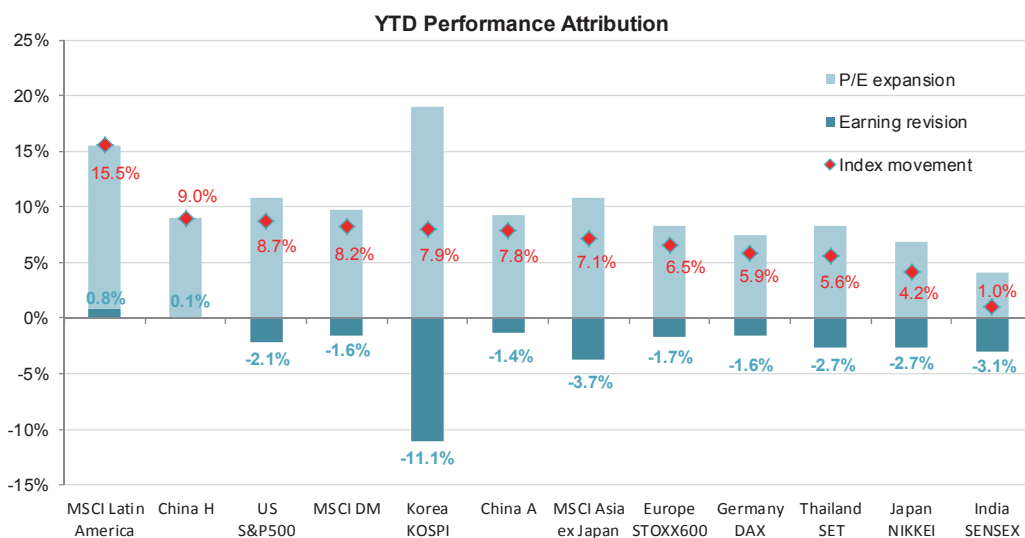
ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี โดยได้รับแรงหนุนจาก 3 ปัจจัยหลักได้แก่ 1) การส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed 2) ความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และ 3) การฟื้นตัวของราคาน้ำมัน ทั้งนี้เรามองว่าตลาดได้ซึมซับข่าวด้านบวกไปมากแล้ว ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงต้นปีออกมาค่อนข้างน่าผิดหวัง ซึ่งทำให้ตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งได้ ดังนั้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้น Rebound ทயอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อช่วยลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง

ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวจากความคาดหวังของนักลงทุน ... ขณะที่นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการผลกำไร

นับตั้งแต่ต้นปี 2019 ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวขึ้นแรง นำโดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) ซึ่งฟื้นตัวขึ้นราว 8% และตลาดหุ้นจีน (HSCEI +9%) ส่วนตลาดหุ้นไทยบวกประมาณ 5% นับจากต้นปี หลังได้รับปัจจัยบวกสนับสนุนจากการเปลี่ยนท่าทีของ Fed ไปในทิศทางที่ Dovish มากขึ้น ประกอบกับความคาดหวังต่อการเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ดีขึ้น และการฟื้นตัวของราคาน้ำมันดิบราว 20% YTD ซึ่งส่งผลให้ค่า P/E ซึ่งสะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างมาก ในขณะที่นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนปี 2019 อย่างต่อเนื่องในแทบทุกตลาด ยกตัวอย่างเช่น ตลาดหุ้นสหรัฐฯ (ดัชนี S&P500) ซึ่งปรับตัวขึ้น +8.7% แบ่งเป็นผลมาจากค่า P/E ที่ขยายตัว +10.8% ขณะที่นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการผลกำไรลง -2.1%

แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นจากการขยายตัวของค่า P/E ขณะที่กำไรปี 2019 ยังคงถูกปรับลดคาดการณ์



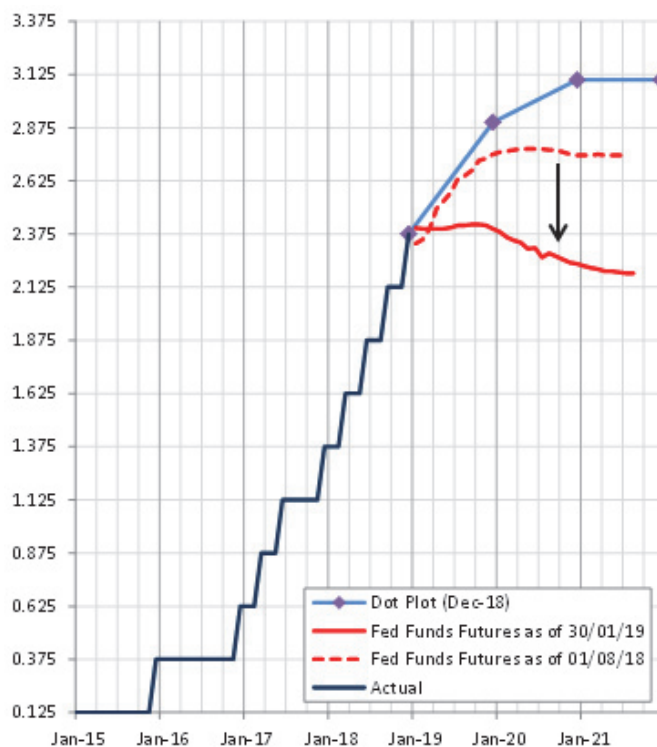
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); Data as of 5 Feb 19

เรามองว่า ตลาดหุ้นเริ่มมี Upside ที่จำกัดต่อจากนี้ หลังซิมซบซ่าวดีไปมากแล้ว

ข่าวดีที่ 1: ตลาดคาด Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกในปีนี้ และจะกลับมาลดดอกเบี้ยในปี 2020

ตลาดได้ซิมซบซ่าวดีจากการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว ซึ่งสังเกตได้จากตลาด Fed Fund Futures ซึ่งสะท้อนว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจากระดับปัจจุบันอีกในปีนี้ และจะกลับมาลดดอกเบี้ยในปี 2020 อีกด้วย โดยเรามองว่า Surprise ที่เป็นบวกต่อราคาของสินทรัพย์เสี่ยง (Risky Assets) จากแนวทางในการดำเนินนโยบายทางการเงินของ Fed คงจะไม่มีแล้วในปีนี้ แต่ในทางกลับกัน อาจมี Surprise ในแง่ลบได้ จากตลาดแรงงานที่ยังคงแข็งแกร่งและแรงกดดันจากเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นตามค่าจ้าง อาจกดดันให้ Fed ต้องกลับมาขึ้นดอกเบี้ยต่ออีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

แผนภาพที่ 4: ตลาดคาด Fed จะไม่ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยขึ้นจากระดับปัจจุบันในปีนี้ และจะกลับมาลด 1 ครั้งในปีหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ข่าวดีที่ 2: ตลาดคาดสหรัฐฯ กับจีนจะได้ข้อตกลงทางการค้าร่วมกันภายในวันที่ 1 มี.ค.

ตลาดมีความคาดหวังค่อนข้างสูงต่อความสำเร็จในการเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนก่อนถึงกำหนดเส้นตายในวันที่ 1 มี.ค. ที่จะถึงนี้ ซึ่งสะท้อนผ่านค่าเงินหยวนที่แข็งค่าขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่วันที่ 1 ธ.ค. ซึ่งเป็นวันที่ทางสหรัฐฯ กับจีนประกาศระงับการเก็บภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างกันเป็นระยะเวลา 90 วัน (สิ้นสุด 1 มี.ค.) โดยแข็งค่าขึ้นมาที่ระดับราว 6.7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเป็นระดับใกล้เคียงกับช่วงที่สหรัฐฯ ประกาศจะเริ่มเก็บภาษีนำเข้ากับสินค้าในกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในอัตรา 10% เท่านั้น (ยังไม่ได้ประกาศที่จะปรับอัตราภาษีขึ้นเป็น 25%) ในขณะที่เรามองว่าการเจรจายังมีความไม่แน่นอนอยู่มาก และยังมีความขัดแย้งเพิ่มเติมจากคดีของบริษัท Huawei ที่อาจเป็นอุปสรรคในการเจรจาอีกด้วย

แผนภาพที่ 5: เงินหยวนแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่วันที่ 1 ธ.ค. มาที่ระดับราว 6.7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งใกล้เคียงกับช่วงที่สหรัฐฯ ประกาศจะเริ่มเก็บภาษีนำเข้ากับสินค้าในกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์ในอัตรา 10 % เท่านั้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ข่าวดีที่ 3: ราคาน้ำมันดิบฟื้นตัวขึ้นกว่า 20% YTD

นับตั้งแต่ต้นปี 2019 ราคาน้ำมันดิบฟื้นตัวขึ้นกว่า 20% หลังปัญหาเรื่องอุปทานส่วนเกิน (Supply Surplus) ในตลาดน้ำมันโลกที่คอยกดดันราคาน้ำมันดิบในช่วงไตรมาส 4 ปี 2018 ได้ผ่อนคลายลง เนื่องจากทางกลุ่มผู้ผลิตทั้งในและนอกกลุ่ม OPEC หรือที่เรียกว่า OPEC+ ได้ร่วมกันควบคุมและลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในเดือน ม.ค. 2019 ลงเกือบ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน มากไปกว่านั้น ในช่วงต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา ทางสหรัฐฯ ได้ประกาศคว่ำบาตรบริษัทน้ำมันแห่งชาติเวเนซุเอลา (PDVSA) ซึ่งจะจำกัดการส่งออกน้ำมันดิบไปยังสหรัฐฯ และการนำเข้าน้ำมันดิบชนิด Heavy Naphtha จากสหรัฐฯ (อ่านเพิ่มเติมได้ในส่วนของตลาดสินค้าโภคภัณฑ์)

ทั้งนี้ เรามองว่า Upside ของราคาน้ำมันดิบนั้นไม่มากแล้ว และคงมูมมองที่ว่าราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มลดลงรุนแรงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจาก Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ เตรียมทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันโลก เมื่อท่อขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian จะทยอยสร้างเสร็จตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2019 ไปจนถึงปี 2020

ดังนั้น ความเสี่ยงในการผิदनัดชำระหนี้ของธุรกิจในสหรัฐฯ ซึ่งสะท้อนผ่านส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้คุณภาพต่ำ (High Yield Bond) กับพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (Option Adjusted Spread; OAS) อาจกลับมาเพิ่มขึ้น และเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกดดันให้ตลาดหุ้นปรับฐานอีกครั้ง

แผนภาพที่ 6: ตลาดหุ้นโลกเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับราคาน้ำมันดิบ



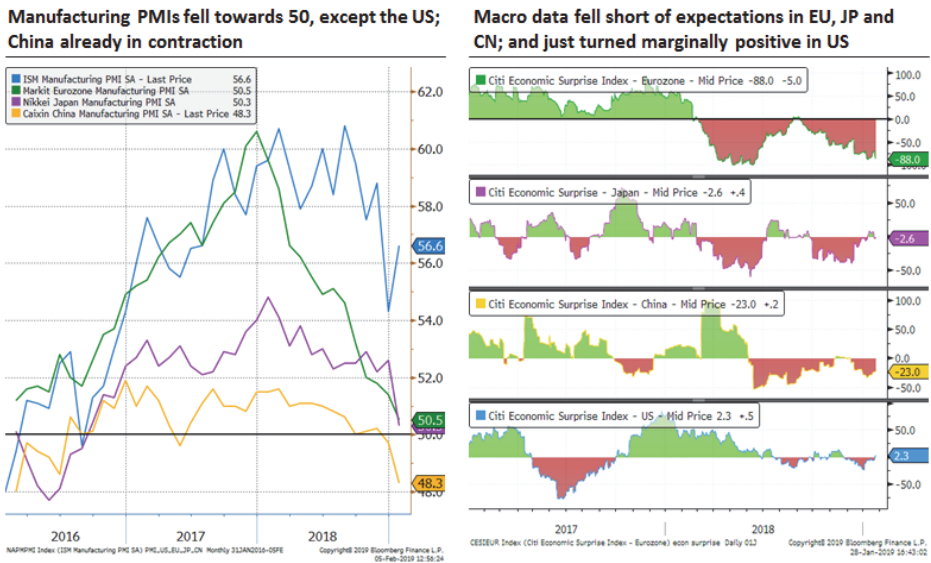
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตัวเลขเศรษฐกิจชะลอตัวลงต่อเนื่อง ...

ส่วนด้านตัวเลขเศรษฐกิจที่ทยอยประกาศนั้นล้วนออกมาน่าผิดหวัง เครื่องชี้วัดเศรษฐกิจต่างๆ ยืนยันว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกเริ่มชะลอตัวลงอย่างชัดเจนตั้งแต่ช่วงไตรมาสสุดท้ายของปีที่แล้วต่อเนื่องมาถึงปีนี้ โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ของจีนได้ลดลงมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว ในขณะที่ดัชนีของยุโรปและญี่ปุ่น ก็ลดลงมาอยู่ที่ระดับ 50 จุด ซึ่งเป็นเส้นแบ่งระหว่างขยายตัวกับหดตัว

ดัชนี Citi Economic Surprise Index ซึ่งสะท้อนถึงตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมว่าประกาศออกมาดีหรือแย่กว่าคาดมากน้อยเพียงใด ชี้ว่าตัวเลขเศรษฐกิจของประเทศหลักๆ ยังออกมาน่าผิดหวัง โดยดัชนีของยูโรโซน ญี่ปุ่น และจีน ยังคงอยู่ในแดนลบ (ชี้ว่าตัวเลขเศรษฐกิจประกาศออกมาแย่กว่าคาด) ในขณะที่ดัชนีของสหรัฐฯ พลิกกลับขึ้นมาอยู่ในแดนบวกเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

แผนภาพที่ 7: ดัชนีภาคการผลิตของยูโรโซน จีน และญี่ปุ่นลดลงต่อเนื่อง ขณะเดียวกันดัชนี Citi Economic Surprise ชี้ว่าตัวเลขเศรษฐกิจออกมาต่ำกว่าคาด

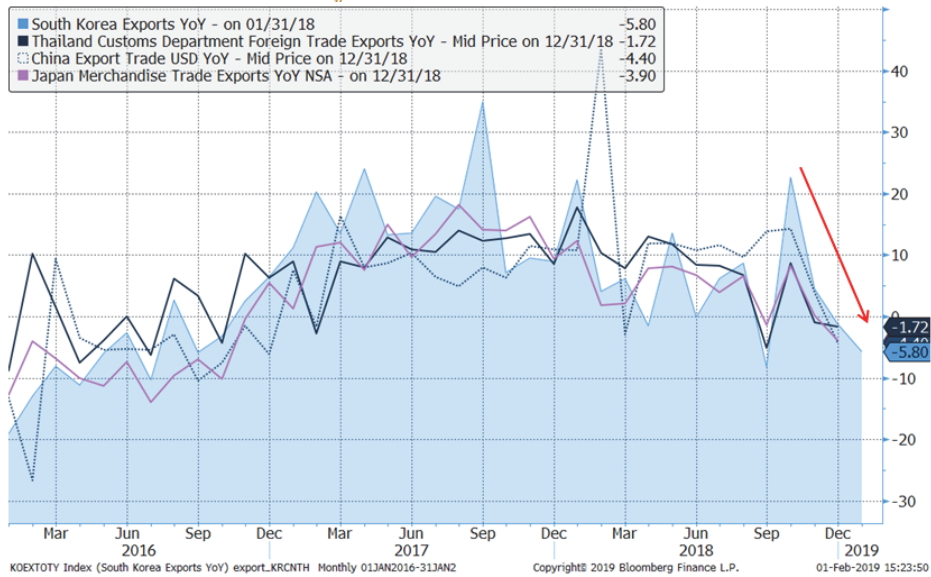


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตัวเลขส่งออกจากหลายประเทศก็เริ่มสะท้อนผลกระทบของสงครามการค้า โดยเฉพาะยอดส่งออกของจีนที่พลิกกลับมาหดตัวในเดือน ธ.ค. หลังจากที่ขยายตัวดีมาตลอดทั้งปี เนื่องจากแรงส่งจากการเร่งส่งออกสินค้าได้ทยอยหมดไป โดยก่อนหน้านี้สหรัฐฯ ชูว่าจะปรับเพิ่มอัตราภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 10% เป็น 25% ในวันที่ 1 ม.ค. แต่ต่อมาในช่วงต้นเดือน ธ.ค. ทั้งสองฝ่ายได้ตกลงจะร่วมเจรจากรการค้า ซึ่งทำให้แผนการขึ้นภาษีดังกล่าวถูกชะลอออกไป ซึ่งส่งผลให้ผู้ประกอบการในจีนที่เคยเร่งส่งออกสินค้ามาในช่วงก่อนหน้านี้เริ่มชะลอการส่งสินค้าลง ดังนั้นไม่ว่าผลการเจรจาการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะออกมาในรูปใด ตัวเลขการค้าและการส่งออกทั่วโลกในช่วงครึ่งปีแรกของปีนี้ก็น่าจะมีการชะลอตัวลงอย่างชัดเจน เนื่องจากการเร่งส่งออกไปมากแล้วเมื่อปีที่แล้ว

ในขณะที่ประเทศอื่นในเอเชีย ซึ่งเป็นเศรษฐกิจเปิดและเน้นการส่งออกอย่างไทย เกาหลีและญี่ปุ่น ก็เห็นการหดตัวของการส่งออกในเดือน ธ.ค. เช่นกัน ยิ่งไปกว่านั้น ยอดส่งออกของเกาหลีใต้ในเดือน ม.ค. ยังหดตัวเพิ่มขึ้นถึง -5.8% YoY ซึ่งชี้ว่าตัวเลขส่งออกเดือน ม.ค. ของทั้งไทยและญี่ปุ่นนั้นมีแนวโน้มแยกลงอีกตามไปด้วย

แผนภาพที่ 8: ตัวเลขส่งออกของประเทศในภูมิภาคเอเชียหดตัวต่อเนื่อง จากผลกระทบจากสงครามการค้าที่ชัดเจนมากขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

... คาดว่าจะกดดันให้นักวิเคราะห์ปรับลดคาดการณ์ผลกำไรต่อไป

กำไรของบริษัทจดทะเบียนจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับวัฏจักรเศรษฐกิจ ซึ่งในยามที่เศรษฐกิจเป็นขาลง ผลกำไรของตลาดหุ้นก็จะหดตัวตามไปด้วย ดังนั้นเราจึงคาดว่านักวิเคราะห์ที่มีแนวโน้มปรับลดคาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกตลอดทั้งปีนี้

แนะนำให้นักลงทุนทยอยขายทำกำไร

โดยสรุปเรามองว่าตลาดได้ซึมซับข่าวด้านบวกไปมากแล้ว ในขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงต้นปีออกมาค่อนข้างน่าผิดหวัง ซึ่งทำให้ตลาดมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานอีกครั้งได้ ดังนั้นในยามที่เศรษฐกิจโลกอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร และความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยเริ่มทยอยมากขึ้นทุกขณะ การตั้งเป้าหมายการลงทุนอาจต้องเปลี่ยนไปจากเดิมที่มุ่งเน้นสร้างผลตอบแทนสูงสุดเป็นการเน้นการบริหารความเสี่ยงและรักษาเงินต้นในยามที่เศรษฐกิจโลกดูประวาบวងขึ้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนอาศัยจังหวะที่ตลาดหุ้น Rebound ทยอยขายทำกำไรออกมาก่อน และถือเงินสดบางส่วนเพื่อช่วยลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและการเมือง

สำหรับน้ำหนักการลงทุน เราแนะนำให้ลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งการเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก โดยให้เน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive ซึ่งมีการเติบโตของกำไรที่ไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก โดยเฉพาะกลุ่ม Health Care ซึ่งได้ประโยชน์จาก Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ ดังนั้นกำไรของหุ้นในกลุ่มนี้จึงมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว

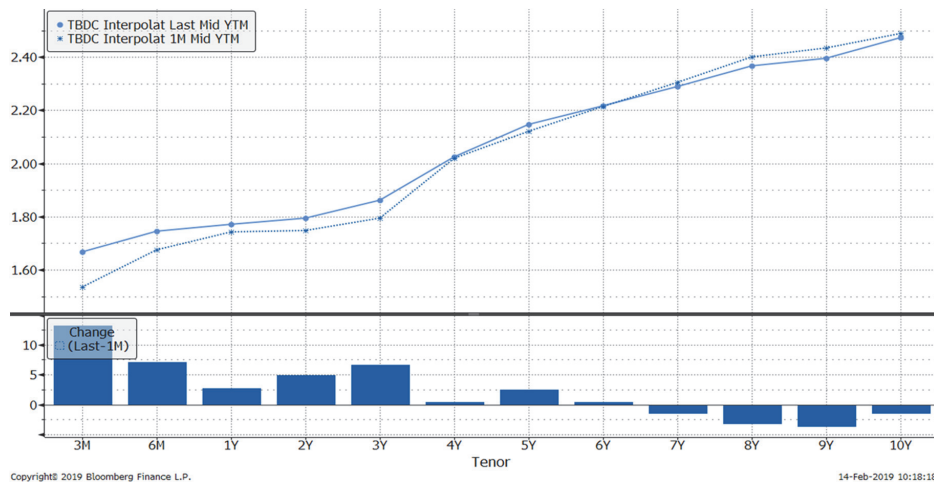
ขณะเดียวกัน เราได้ปรับลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นจาก Overweight เป็น Neutral หลังเศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคนิยมในช่วงเดือน ต.ค. นี้

ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยเรามองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของไทยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า จากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ ที่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอยู่มาก และความเล็งที่ Fed จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม ขณะที่เราคาดธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75% ตลอดปี 2019

Bond Yield ระยะสั้นของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ **Bond Yield** ระยะยาวปรับตัวลดลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะสั้นอายุ 3 เดือน ถึง 1 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น 3-13bps และพันธบัตรระยะกลางอายุ 2 ปี ถึง 6 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.4-7 bps ขณะที่พันธบัตรระยะยาวอายุ 7 ปี ถึง 10 ปี ปรับตัวลดลงราว 2-4bps

แผนภาพที่ 9: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นของรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่พันธบัตรระยะยาวปรับตัวลดลง ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg

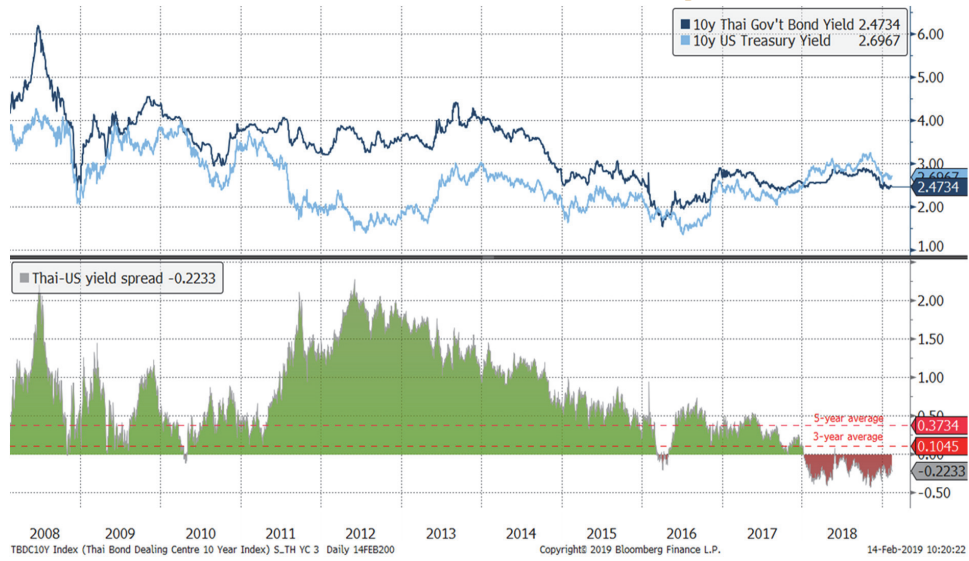
เรายังคง Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปี ของไทยปรับตัวลดลงเล็กน้อย -1.5bps สู่ระดับ 2.47% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามการปรับลดของ Bond Yield สหรัฐฯ เป็นหลัก โดย Bond Yield อายุ 10 ปี ของสหรัฐฯ ได้ปรับตัวลดลงราว -6bps สู่ระดับ 2.69% หลังจากธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งสัญญาณชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อปลายเดือน ม.ค. ส่งผลให้ตลาด (สะท้อนจาก Fed Funds Futures) คาดว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกแล้วในปีนี้ และอาจเริ่มปรับลดดอกเบี้ยในปี 2020

อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่ยังแข็งแกร่งและแรงกดดันเงินเฟ้อที่จะเพิ่มขึ้นตามการเร่งตัวของอัตราค่าจ้าง อาจกดดันให้ Fed ต้องกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ Bond Yield สหรัฐฯ อายุ 10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ได้หดแคบลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก โดยปัจจุบันอยู่ที่ -0.19% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในรอบ 3 ปี (0.10%) และ 5 ปี (0.37%) ทำให้ Bond Yield ไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ

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



ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองว่าราคาน้ำมันดิบอาจ Overshoot ได้ในระยะสั้น หาก OPEC ยังเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่อเนื่องมากกว่าที่กำหนดไว้ และหากสถานการณ์ในเวเนซุเอลาเลวร้ายขึ้น จนส่งผลกระทบต่อ การส่งออกน้ำมันดิบไปยังลูกค้ารายอื่น ๆ นอกเหนือจากสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองที่ว่า ราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มที่จะปรับฐานรุนแรงอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจาก Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ เตรียมทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันโลก เมื่อท่อขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian จะทยอยสร้างเสร็จตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2019 ไปจนถึงปี 2020

น้ำมัน

ตั้งแต่ต้นปี 2019 ราคาน้ำมันดิบฟื้นตัวขึ้นแรงราว 20% โดยราคาน้ำมันดิบ WTI และราคาเป้าหมายในไตรมาส 1 ของเราที่ระดับ 55 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา หลังปัญหาเรื่องอุปทานส่วนเกิน (Supply Surplus) ในตลาดน้ำมันโลกที่กดดันให้ราคาน้ำมันดิบปรับฐานลงแรงในช่วงไตรมาส 4 ปีที่แล้วได้ผ่อนคลายลง โดย 2 ปัจจัยหลักที่คอยสนับสนุนราคาน้ำมันดิบ มีรายละเอียดดังนี้

1) OPEC ลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบลงเกือบ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา

หลังข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของทางกลุ่มผู้ผลิตทั้งในและนอกกลุ่ม OPEC ได้เริ่มถูกบังคับใช้ในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของผู้ผลิต “ใน” กลุ่ม OPEC ลดลงมากถึง 9.3 แสนบาร์เรลต่อวัน มาที่ระดับ 31.02 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดในรอบ 4 ปี

โดยปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่ลดลงในเดือนนี้ ราวครึ่งหนึ่งเป็นการลดลงจากผู้นำของกลุ่ม OPEC อย่าง ซาอุดีอาระเบียซึ่งลดมากถึง 4.5 แสนบาร์เรลต่อวัน และเป็นการลดลงมากกว่าที่ได้ตกลงกันไว้ราว 1.1 แสนบาร์เรลต่อวัน แกมล่าสุต นาย Khalid Al-Falih รัฐมนตรีกระทรวงพลังงานของซาอุดีฯ ได้ออกมาให้สัมภาษณ์ว่า ทางซาอุดีฯ เตรียมเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่ออีก 1 แสนบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ก.พ.

ดังนั้น เราประเมินว่าทางผู้ผลิต “ใน” กลุ่ม OPEC จะเดินหน้าลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่อเนื่องไปอีกอย่างน้อย 3.84 แสนบาร์เรลต่อวัน ตามข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบล่าสุด ซึ่งคาดว่าจะช่วยให้ตลาดน้ำมันดิบโลกกลับเข้าสู่ภาวะสมดุล (Balanced Oil Market) อีกครั้ง หลังเผชิญกับภาวะอุปทานส่วนเกิน (Supply Surplus) ในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 11: ผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC ลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบราว 9.3 แสนบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา และมีแนวโน้มลดอีกอย่างน้อย 3.8 แสนบาร์เรลต่อวัน ตามข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ

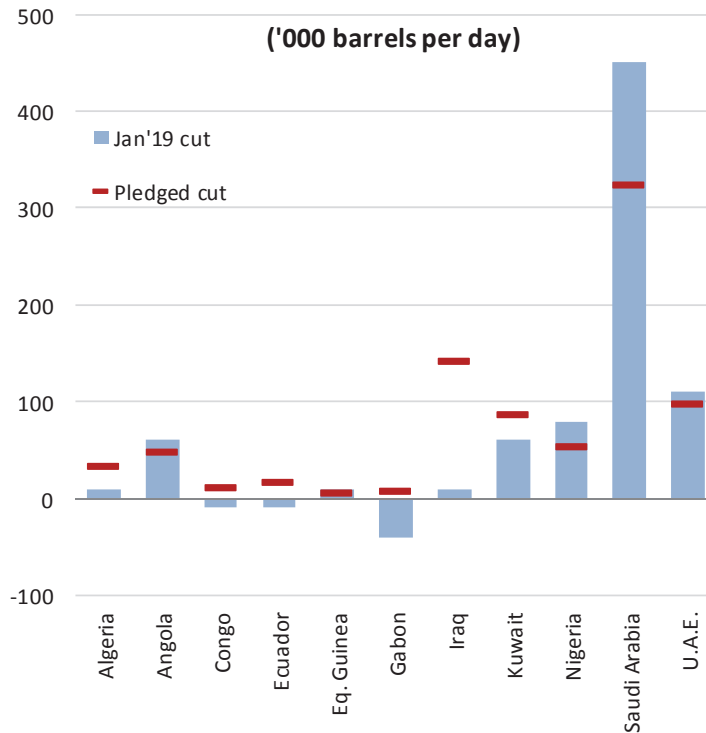
(kbbbl/day)	Dec'18 output	Jan'19 cut	Jan'19 output	Output target	Expected further cut
Algeria	1,060	-10	1,050	1,025	-25
Angola	1,47	-60	1,410	1,481	71
Congo	320	10	330	315	-15
Ecuador	510	10	520	508	-12
Eq. Guinea	120	-10	110	123	13
Gabon	170	40	210	181	-29
Iraq	4,700	-10	4,690	4,512	-178
Kuwait	2,810	-60	2,750	2,724	-26
Nigeria	1,770	-80	1,690	1,685	-5
Saudi Arabia	10,650	-450	10,200	10,311	-100*
U.A.E.	3,260	-110	3,150	3,072	-78
Iran**	2,890	-150	2,740	N/A	N/A
Libya**	1,000	-100	900	N/A	N/A
Venezuela**	1,220	50	1,270	N/A	N/A
Total OPEC-14	31,950	-930	31,020		-384

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

*Saudi Arabia promised deeper cuts to pump 10.1 mb/d in February, well below its target at 10.311 mb/d

**Iran, Libya and Venezuela are exempt from OPEC production cut

แผนภาพที่ 12: ซาอุดีฯ ลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเกินกว่าที่ตกลงไว้ถึง 1.1 แสนบาร์เรลต่อวัน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

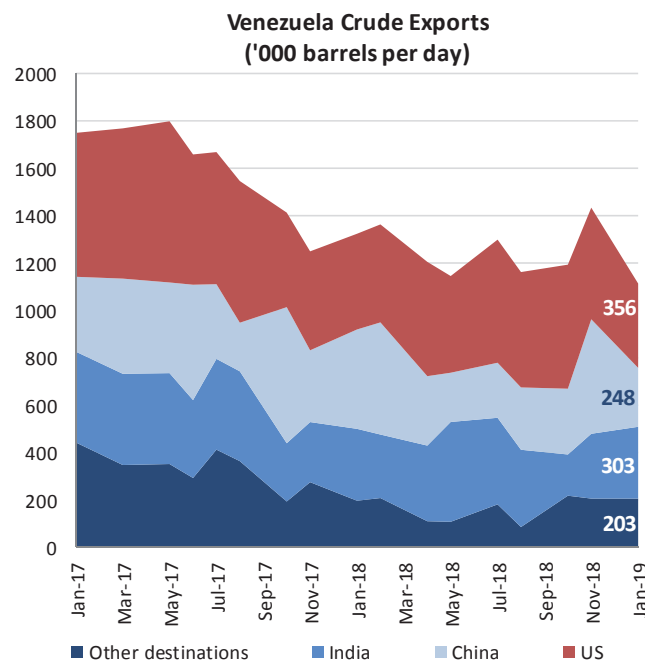
2) สหรัฐฯ ประกาศคว่ำบาตรบริษัทน้ำมันแห่งชาติเวเนซุเอลา (PDVSA)

ในวันที่ 28 ม.ค. ที่ผ่านมา ทางสหรัฐฯได้ประกาศคว่ำบาตรบริษัทน้ำมันแห่งชาติเวเนซุเอลา (Petroleos de Venezuela SA; PDVSA) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทางตรงต่อการส่งออกน้ำมันดิบไปยังสหรัฐฯ และอาจมีผลกระทบทางอ้อมต่อการส่งออกไปยังประเทศอื่นๆ ด้วย

การคว่ำบาตรเวเนซุเอลาของสหรัฐฯ ในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อกดดันให้นาย Nicolas Maduro ลาออกจากตำแหน่งประธานาธิบดี เนื่องจากสหรัฐฯ มองว่าเป็นนาย Maduro ชะงักการเลือกตั้งโดยไม่ชอบธรรมด้วยกฎหมาย หลังมีการยึดอำนาจเบ็ดเสร็จจากรัฐสภา จากการเขียนรัฐธรรมนูญใหม่ที่เพิ่มอำนาจทางการเมืองให้กับนาย Maduro โดยให้อำนาจสั่งยุบสภาแห่งชาติที่ฝ่ายค้านควบคุมอยู่ ซึ่งหมายความว่าไม่มีใครสามารถคัดค้านการตัดสินใจของนาย Maduro ได้เลย

อ้างอิงจากข้อมูลล่าสุดในเดือน ม.ค. ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของเวเนซุเอลาอยู่ที่ระดับ 1.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยมีสหรัฐฯ เป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุดในโลกที่ระดับ 3.5 แสนบาร์เรลต่อวัน ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึง 1 ใน 3 ของปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบทั้งหมดของเวเนซุเอลา ดังนั้น อุปทานน้ำมันดิบกว่า 3.5 แสนบาร์เรลต่อวันจากเวเนซุเอลากำลังจะหายไปจากตลาดน้ำมันโลก

แผนภาพที่ 13: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของเวเนซุเอลา โดยมีสหรัฐฯ จีน และอินเดียเป็นผู้ซื้อรายใหญ่

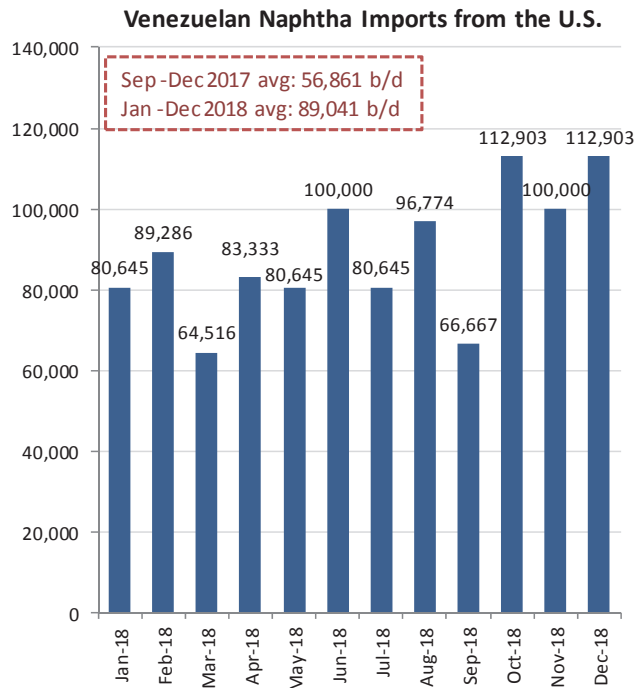


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาน้ำมันดิบอาจ Overshoot ได้ในระยะสั้น ... หากสถานการณ์ในเวเนซุเอลาเลวร้ายขึ้น

นอกจากการส่งออกไปยังสหรัฐฯ แล้วนั้น การส่งออกน้ำมันดิบของเวเนซุเอลาไปยังลูกค้ารายอื่นๆมีโอกาสที่จะชะงักตัวได้ในระยะสั้น เนื่องจากน้ำมันดิบของเวเนซุเอลที่เรียกว่า Heavy Crude Oil มีลักษณะหนืดข้นและมีความหนาแน่นสูง ดังนั้นจึงจำเป็นต้องผสมน้ำมันดิบชนิด Heavy Naphtha เพื่อเจือจางและทำให้สามารถขนส่งผ่านท่อน้ำมันได้ แต่ความโชคร้ายนั้นอยู่ที่ Heavy Naphtha ส่วนใหญ่นั้นถูกนำเข้ามาจากสหรัฐฯ ซึ่งในขณะนี้ทางสหรัฐฯ ได้จำกัดการส่งออกไปยังเวเนซุเอลาตามมาตรการคว่ำบาตรดังกล่าว ดังนั้นหากเวเนซุเอลาไม่สามารถหา Heavy Naphtha จากแหล่งอื่นมาทดแทนได้ การส่งออกไปยังประเทศอื่นๆ อีกราว 7.5 แสนบาร์เรลต่อวันก็อาจถูกกระทบไปด้วย และทำให้ราคาน้ำมันดิบ WTI มีโอกาสเพิ่มขึ้นมาเทรตในกรอบ 55-60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้ในระยะสั้น

แผนภาพที่ 14: ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบ Naphtha ของเวเนซุเอลา จากสหรัฐฯ



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

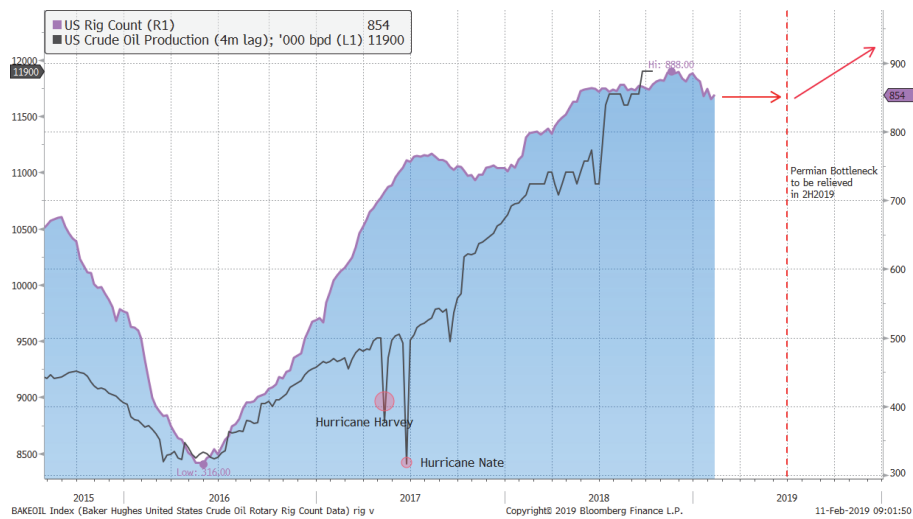
แต่คงมุมมองราคาน้ำมันดิบจะกลับมาลดลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ จาก Supply สหรัฐฯที่เตรียมทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลก

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ทรงตัวที่ระดับ 11.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามการทรงตัวของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบที่ระดับราว 860 แท่นตั้งแต่กลางปีที่แล้ว เนื่องจากข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบผ่านท่อ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian ซึ่งส่งผลให้ผู้ผลิตชะลอการลงทุนในการผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น

ทั้งนี้ เรามองว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะกลับมาเพิ่มขึ้นแรง และทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลก ซึ่งจะกดดันให้ราคาน้ำมันดิบปรับฐานลงอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจากปัญหาด้านการขนส่งในแหล่ง Permian จะเริ่มคลี่คลายลง ตามกำหนดการก่อสร้างท่อขนส่งที่จะทยอยสร้างเสร็จตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2019 ไปจนถึงปี 2020

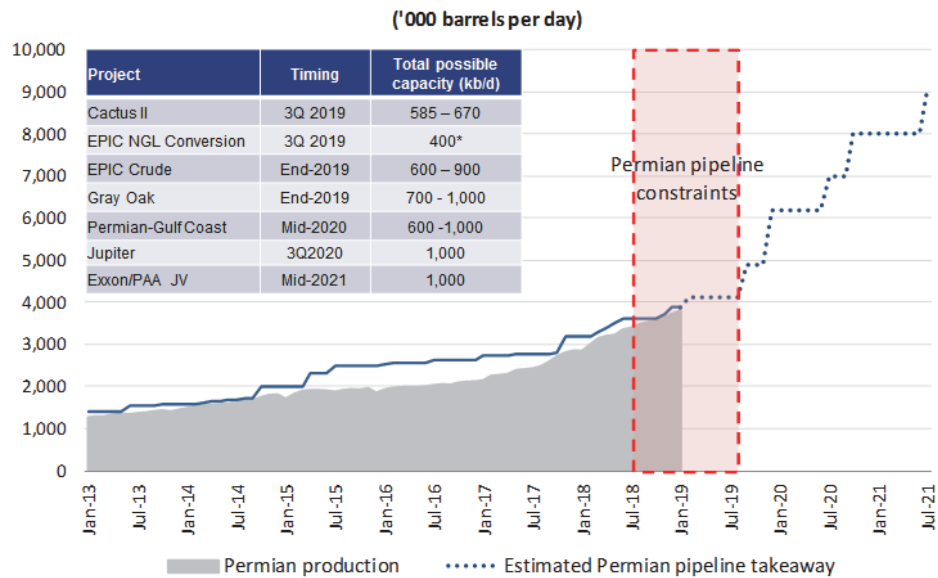
ดังนั้น เรายังคงเป้าราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent ณ สิ้นปี 2019 ที่ระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และ 57 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ตามลำดับ

แผนภาพที่ 15: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯตรงตัว ตามการทรงตัวของจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 16: ข้อจำกัดในการขนส่งน้ำมันดิบ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่ง Permian คาดว่าจะคลี่คลายลงในช่วงครึ่งหลังของปีนี้



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

*Service will be Temporary until EPIC Crude Pipeline Enters Service



Global Economic Insights

Key Recommendation

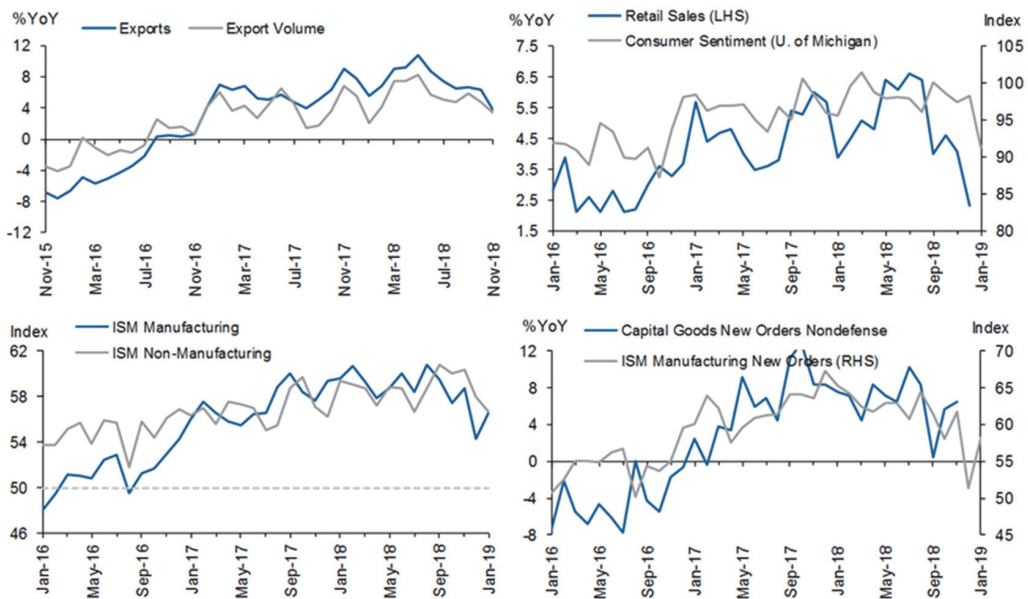
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 1 มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่า +1.9% QoQ, saar ที่เราเคยประเมินก่อนหน้านี้ จากผลกระทบของ Government Shutdown ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อ GDP ไตรมาส 1 ราว -0.6ppt ด้าน Fed ส่งสัญญาณชะลอการขึ้นดอกเบี้ยชัดเจน แต่เรามองว่ามีความเสี่ยงที่ Fed จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี
- เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเป็น +0.1% QoQ ในไตรมาส 1 ตามดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นเศรษฐกิจที่ยังลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี ภาคการผลิตที่ยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัว ขณะที่อุปสงค์โลกชะลอลงกดดันส่งออก โดยเราคาด GDP ปีนี้จะขยายตัวเพียง 0.9% YoY และคาด ECB จะขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน ธ.ค. 2020
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +6.1% YoY ในไตรมาส 1 หลังผลกระทบของสงครามการค้ามีความชัดเจนมากขึ้น อุปสงค์โลกเริ่มชะลอตัวลง ขณะที่ความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจก็ได้ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในประเทศ โดยเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อจะกดดันให้รัฐบาลต้องออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +1.0% QoQ, saar ในไตรมาส 1 จากส่งออกที่จะได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลง โดยเฉพาะเศรษฐกิจจีนซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าสำคัญ และสงครามการค้า ขณะที่การบริโภคมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามความเชื่อมั่นที่ปรับลดลงต่อเนื่อง โดยส่วนหนึ่งกังวลเรื่องการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค.
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากภาคต่างประเทศ โดยส่งออกยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากสงครามการค้า ส่วนการท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอลงจากนักท่องเที่ยวจีน ขณะที่อุปสงค์ในประเทศที่เคยคาดว่าจะมาชดเชยภาคต่างประเทศอาจไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างแข็งแกร่ง ด้านนโยบายการเงิน เราคาด ธปท. จะคงดอกเบี้ยตลอดทั้งปีนี้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจไตรมาส 1 ของสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่า +1.9% QoQ, saar ที่เราเคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้นี้จากผลกระทบของ Government Shutdown ที่กินระยะเวลา 5 สัปดาห์ โดยเราประเมินว่าปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อ GDP ไตรมาส 1 ราว -0.6ppt

ด้านนโยบายการเงิน Fed มีท่าที Dovish มากขึ้น โดยส่งสัญญาณชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยชัดเจนในการประชุมครั้งล่าสุดปลายเดือน ม.ค. แต่อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดแรงงานที่ยังตึงตัวซึ่งจะผลักดันให้ค่าจ้างเร่งตัวขึ้น อาจกดดันให้ Fed กลับมาปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อราคาสินทรัพย์เสี่ยง

แผนภาพ 17: ดัชนี ISM Manufacturing พุ่งตัวขึ้นในเดือน ม.ค. ตามยอดคำสั่งซื้อ ขณะที่ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงมากกว่าคาดท่ามกลางความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับลดลงแรงจาก Government Shutdown



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ยอดค้าปลีก ส่งออก และการลงทุนชะลอตัวลง

การบริโภคชะลอตัว: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. หดตัว -1.2% MoM และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +0.1% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น +2.3% YoY (vs. +4.1% ในเดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2016 โดยยอดค้าปลีกได้ชะลอตัวลงในเกือบทุกหมวดสินค้า ยกเว้นเพียงวัสดุก่อสร้างและรถยนต์

โดยยอดค้าปลีกชะลอตัวลงมากสวนทางกับตัวเลขตลาดแรงงานที่ยังออกมาแข็งแกร่งต่อเนื่อง ทำให้เรามองว่า ยอดค้าปลีกที่ชะลอตัวลงมากในครั้งนี้จะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้นจากสภาวะทางเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนและตลาดการเงินที่ผันผวนในช่วงที่ผ่านมาซึ่งส่งผลให้ผู้บริโภคเลือกที่จะชะลอการใช้จ่ายออกไป โดยเรามองว่ายอดค้าปลีกจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นในเดือนถัดไป

ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Consumer Sentiment) เดือน ม.ค. ได้ปรับตัวลดลงมาก -7.1 จุด เป็น 91.2 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี จากความกังวลต่อ Government Shutdown ซึ่งกินระยะเวลา 5 สัปดาห์ (22 ธ.ค.-25 ม.ค.) นานที่สุดเป็นประวัติการณ์ ซึ่งเรามองว่าเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวและความเชื่อมั่นผู้บริโภคคาดว่าจะกลับมาฟื้นตัวขึ้นหลังความกังวลดังกล่าวหมดไป

การลงทุนชะลอตัวลง: ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุน ไม่รวมอาคารยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุน ฟื้นตัวขึ้นเป็น +4.7% YoY ในเดือน ต.ค. จาก +0.5% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนี ISM Manufacturing New Orders เดือน ม.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +6.9 จุด เป็น 58.2 จุด กลับมาเพิ่มขึ้นหลังลดลงแรงในเดือนก่อน

ภาคการผลิตชะลอลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคอุตสาหกรรมโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ม.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +2.3 จุด เป็น 56.6 จุด สวนทางกับตลาดคาดการณ์ที่ปรับตัวลดลงต่อเป็น 54.0 จุด โดยผลผลิต (+6.4, 60.5 จุด), ยอดคำสั่งซื้อใหม่ (+6.9, 58.2 จุด) กลับมาเพิ่มขึ้นหลังปรับตัวลงแรงในเดือนก่อน อย่างไรก็ตาม ยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (Exports Order) ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 51.8 จุด ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี สะท้อนความกังวลต่อความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่ยังคงอยู่

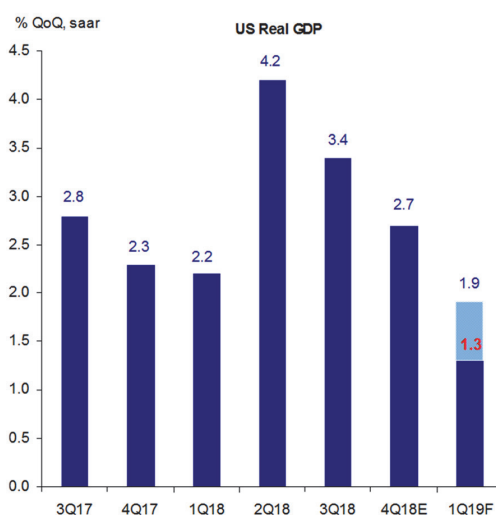
การส่งออกทรงตัว: มูลค่าส่งออกเดือน พ.ย. ชะลอตัวลงเป็น +3.7% YoY จาก +6.3% ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปจีนหดตัวเพิ่มขึ้น (-32.1% YoY vs. -29.6% เดือนก่อน) ส่งออกไปแคนาดา (-0.9% YoY vs. +9.4% เดือนก่อน) และเม็กซิโก (+6.1% YoY vs. +11.8% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ขณะที่ส่งออกไป EU (+14.3% YoY vs. +8.6% เดือนก่อน) และญี่ปุ่น (+18.5% YoY vs. +17.6% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น

Government Shutdown อาจจุด GDP ไตรมาส 1 ให้โตต่ำกว่าคาด

ความขัดแย้งระหว่างประธานาธิบดี Trump กับสภาองเกรสในเดือนการผ่านกฎหมายงบประมาณซึ่งมีการรวมเองงบประมาณในการสร้างกำแพงตามแนวชายแดนเม็กซิโก ทำให้สภาไม่สามารถอนุมัติงบประมาณได้ทันเวลา และส่งผลให้เกิดการปิดหน่วยงานภาครัฐเป็นการชั่วคราว (Government Shutdown) ตั้งแต่วันที่ 22 ธ.ค. 2018 จนถึงวันที่ 25 ม.ค. 2019 รวมเป็นเวลา 5 สัปดาห์ ซึ่งนับเป็นการปิดดำเนินการที่ยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์

การปิดหน่วยงานภาครัฐดังกล่าว ส่งผลให้ลูกจ้างของรัฐจำนวน 3.8 แสนคนต้องหยุดงาน และอีก 4.2 แสนคนได้รับค่าจ้างล่าช้า นอกจากนั้นภาคเอกชนซึ่งเป็นผู้สัญญาของรัฐบางส่วนอาจได้รับผลกระทบจากการเบิกจ่ายงบประมาณที่ล่าช้าด้วยเช่นกัน เราประเมินว่าการปิดหน่วยงานภาครัฐจะส่งผลกระทบต่อ GDP ราว 0.12% ต่อสัปดาห์ที่มีการปิดทำการ ดังนั้นการปิดทำการรวม 5 สัปดาห์ในช่วงต้นปี คาดว่าจะส่งผลให้ GDP ในไตรมาส 1/2019 ลดลงจากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัวได้ 1.9% QoQ saar เหลือเพียง 1.3% QoQ saar ซึ่งจะเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 4/2015

แผนภาพที่ 18: การปิดทำการรวม 5 สัปดาห์ในช่วงต้นปี คาดว่าจะส่งผลให้ GDP ในไตรมาส 1/2019 ลดลงจากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัวได้ 1.9% QoQ saar เหลือเพียง 1.3% QoQ saar



Impact on real GDP growth (percentage point)	per week	5-week shutdown
Loss of hours worked from Federal employees	-0.08	-0.40
Loss of hours worked from private contractors	-0.04	-0.20
Total impact	-0.12	-0.60
DB 1Q19 GDP forecast (QoQ, saar)		1.90%
Estimated 1Q19 GDP based on 5-week shutdown (QoQ, saar)		1.30%

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

ตลาดบ้านมีแนวโน้มอ่อนแอลงต่อท่ามกลางความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและ Fed ที่เรามองว่ามีความเสี่ยงที่จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี

ยอดขายบ้านมือสอง (Existing Home Sales) เดือน ธ.ค. ลดลง -6.4% MoM เป็น 4.99 ล้านหน่วย โดยนับเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2015 โดยยอดขายบ้านได้ปรับลดลงต่อเนื่องท่ามกลางความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจ แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้บ้าน (Mortgage Rate) จะปรับได้ลดลงนับตั้งแต่เดือน พ.ย. ก็ตาม

ตลาดบ้านได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ปรับตัวสูงขึ้นตามการปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ประกอบกับราคาบ้านที่ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยปรับเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าอัตราค่าจ้าง ซึ่งส่งผลให้ความสามารถในการซื้อบ้าน (Housing Affordability) ลดลง

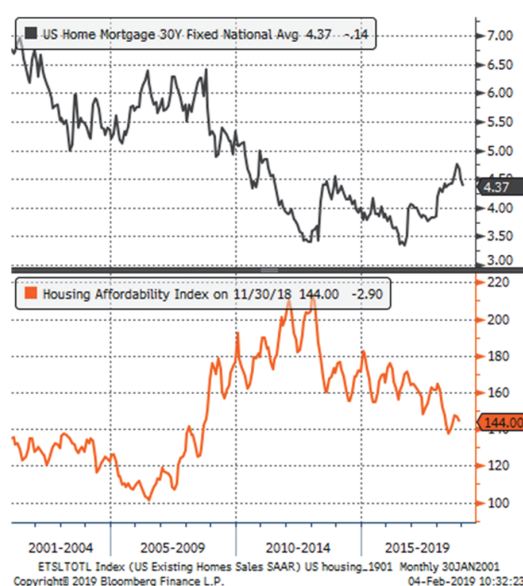
มองไปข้างหน้า เรามองว่าตลาดบ้านสหรัฐฯ จะยังคงไม่ฟื้นตัว ทั้งจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะจากสงครามการค้า ตลาดการเงินที่ผันผวน ความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศ และ Fed ซึ่งเราคาดว่าจะกลับมาปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

ตลาดบ้านที่ยังอ่อนแอจะส่งผลกระทบต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ต่อไปและเป็นอีกปัจจัยที่ทำให้เราคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปีนี้ จะชะลอลงเป็น 2.5% YoY (vs. 2.9% ปี 2018)

แผนภาพที่ 19: ยอดขายบ้านมือสองลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปี ในเดือน ธ.ค.



แผนภาพที่ 20: อัตราดอกเบี้ยกู้บ้านปรับลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่เดือน พ.ย. แต่ดัชนี Housing Affordability Index ยังอยู่ในระดับต่ำสุดนับตั้งแต่วิกฤต Subprime ปี 2008



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

เรามองว่าสหรัฐฯจะใช้ผลการสืบสวนอุตสาหกรรมรถยนต์เป็นเพียงเครื่องมือในการต่อรองทางการค้าโดยเฉพาะกับ EU และญี่ปุ่น เท่านั้น ขณะที่มองการขึ้นภาษีนำเข้ายังคงมีจำกัด

กระทรวงพาณิชย์สหรัฐฯ มีกำหนดเปิดเผยรายละเอียดการตรวจสอบอุตสาหกรรมรถยนต์ที่ได้ทำการตรวจสอบตั้งแต่กลางปี 2018 ตามมาตรา 232 เพื่อปกป้องความปลอดภัยของประเทศ (Section 232: National-security Investigations) ซึ่งเป็นมาตราเดียวกันกับที่ใช้ออกมาตราการเก็บภาษีเหล็กและอะลูมิเนียมในเดือน มี.ค. 2018

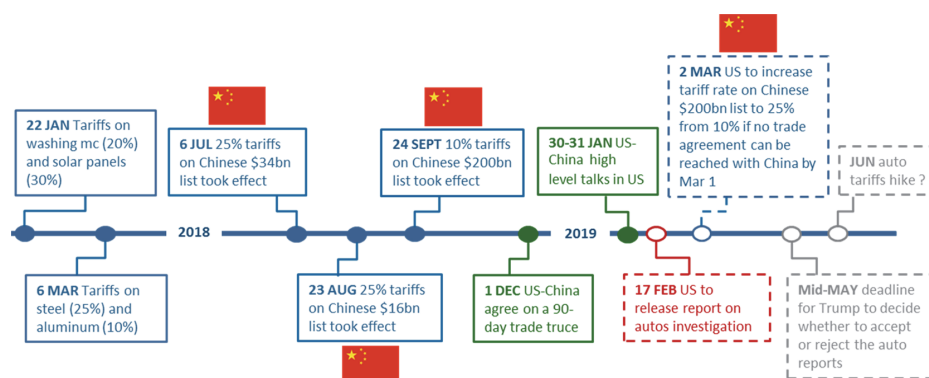
ประธานาธิบดี Donald Trump ได้ให้เข้าตรวจสอบอุตสาหกรรมรถยนต์เนื่องจากเป็น กลุ่มสินค้าที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้ามากเป็นอันดับ 2 รองจากกลุ่มเครื่องจักร โดยเฉพาะการขาดดุลการค้ามากกับ EU และญี่ปุ่น นอกจากนี้ อัตราภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ ซึ่งอยู่ที่ 2.5% (25% สำหรับกระบะปิกอัพ) นั้นต่ำกว่าของ EU ที่ 10% ค่อนข้างมาก

โดยหลังการเปิดเผยรายละเอียดการสืบสวนดังกล่าว ประธานาธิบดี Donald Trump จะมีระยะเวลา 90 วัน ในการตัดสินใจที่จะปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์หรือไม่ ซึ่งประธานาธิบดี Trump ได้ชูป่อนหน้านี้ว่าอาจปรับขึ้นมากถึง 25%

อย่างไรก็ดี เรามองว่าโอกาสที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับอุตสาหกรรมรถยนต์นั้นยังมีจำกัด โดยเรามองว่าสหรัฐฯ จะใช้เพื่อเป็นอำนาจต่อรองทางการค้าโดยเฉพาะกับ EU และญี่ปุ่น เพื่อให้เพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ โดยเฉพาะสินค้าเกษตร โดยอย่างมากสหรัฐฯ อาจมีการกำหนดโควตาการนำเข้ารถยนต์เช่นเดียวกับในกรณีของเม็กซิโก และแคนาดา

นอกจากนี้ สมาชิกพรรค Republican หลายคนได้ออกมากล่าวไม่เห็นด้วยกับการเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคโดยตรง และสมาชิกสภาหลายคนได้เรียกร้องให้มีการออกเสียงเพื่อจำกัดอำนาจ ประธานาธิบดีในการออกมาตรการกีดกันทางการค้าด้วย ทำให้สหรัฐฯ ไม่น่าที่จะเพิ่มภาษีนำเข้ากับสินค้ากลุ่มนี้

แผนภาพที่ 21: รัฐบาลมีกำหนดเปิดเผยผลการสืบสวนอุตสาหกรรมรถยนต์ในวันที่ 17 ก.พ. ซึ่งประธานาธิบดี Trump จะมีเวลาหลังจากนั้น 90 วัน ในการพิจารณาการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์



Note: solid rectangles are measures already in effect; dashed rectangles are threatened measures
Source: Bloomberg, GoldmanSachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ท่าทีที่ Dovish มากขึ้นของ Fed ส่งผลให้ตลาดมองว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกแล้วในปีนี้ ทั้งยังอาจเริ่มลดดอกเบี้ยในปีหน้า ขณะที่เรามองว่า Fed อาจถูกกดดันให้ขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้มีท่าที Dovish มากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยในการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อปลายเดือน ม.ค. Fed คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 2.25-2.50% และส่งสัญญาณชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยที่ชัดเจน โดยระบุว่าจะรอประเมินพัฒนาการทางเศรษฐกิจ ตลาดการเงิน รวมถึงเงินเฟ้อในระยะข้างหน้าอีกครั้งก่อนที่จะตัดสินใจปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยอีกครั้ง

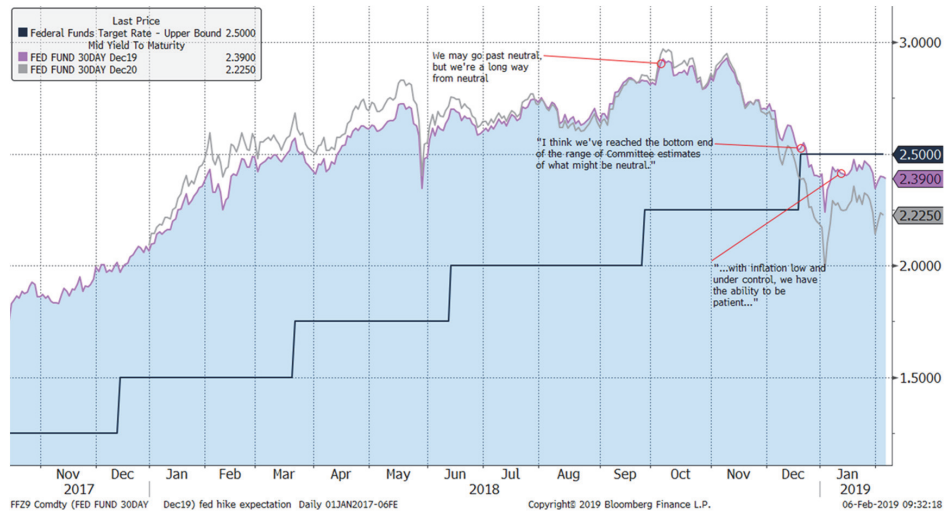
นอกจากนี้ Fed ได้มีการพูดถึงนโยบายด้านงบดุล ซึ่งนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2017 Fed ได้เริ่มกระบวนการลดขนาดงบดุลลง (ไม่ซื้อสินทรัพย์ที่ครบกำหนดอายุ) ซึ่ง Fed ระบุว่า จะพิจารณาปรับลดงบดุลอีกครั้ง โดยประเมินจากพัฒนาการด้านเศรษฐกิจและตลาดการเงิน และพร้อมที่จะปรับเปลี่ยนขนาดและสัดส่วนสินทรัพย์ต่างๆ ในงบดุลหากเศรษฐกิจชะลอลงมากกว่าคาด

นาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวหลังการประชุมว่าแม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะยังคงแข็งแกร่ง แต่เศรษฐกิจจีนและยุโรปที่ชะลอลง ความไม่แน่นอนของ Brexit การเจรจาการค้า รวมถึง Government Shutdown ที่กินเวลา 5 สัปดาห์ ก็ได้ส่งผลให้สถานะทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีความไม่แน่นอน ซึ่งนาย Powell กล่าวว่าควรรอให้สถานะทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ามีความชัดเจนมากขึ้นก่อน

ท่าทีที่ Dovish มากขึ้นของ Fed ส่งผลให้ตลาดซึ่งสะท้อนได้จาก Fed Fund Futures มองว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยจากระดับปัจจุบันอีกต่อไป และจะกลับมาลดดอกเบี้ยลงในปี 2020

อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง และแรงกดดันเงินเฟ้อที่จะเพิ่มขึ้นตามอัตราค่าจ้าง อาจกดดันให้ Fed ต้องกลับมาขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อราคาสินทรัพย์เสี่ยง

แผนภาพที่ 22: ตลาด (Fed Fund Futures) มองว่า Fed จะไม่ปรับขึ้นดอกเบี้ยอีกแล้วในปี 2019 และอาจเริ่มลดดอกเบี้ยในปี 2020

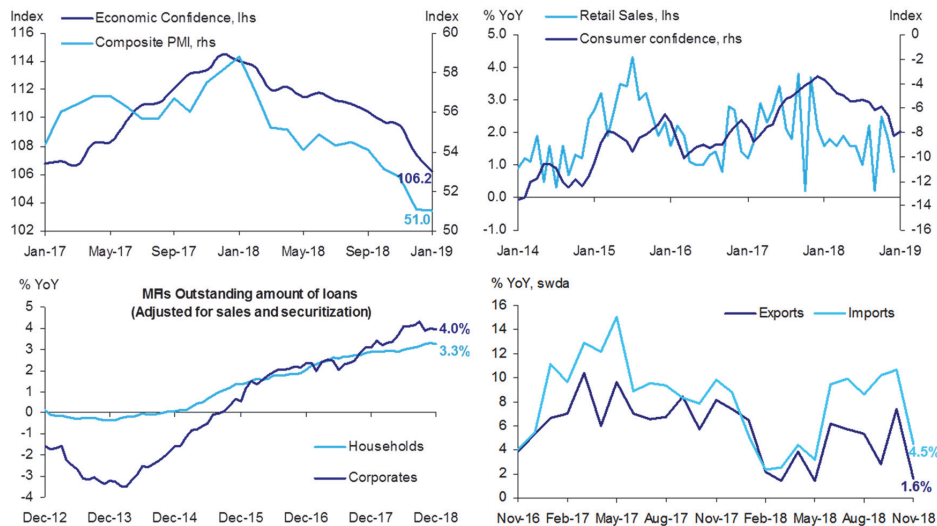


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเป็น +0.1% QoQ ในไตรมาส 1 ตามดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี สะท้อนถึงโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ โดยภาคการผลิตยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัวหลังจากโดนผลกระทบจากการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์ในเดือน ก.ย. 2018 ขณะที่อุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลงก็กดดันภาคส่งออก เราคาด GDP ทั้งปี 2019 จะขยายตัวเพียง 0.9% YoY เท่านั้น (vs. 1.8% ปี 2018) โดยมีความเสี่ยงสำคัญได้แก่ ความไม่แน่นอนของ Brexit การขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ และเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลง ซึ่งเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอลงมากส่งผลให้เราชะลอคาดการณ์การปรับขึ้นดอกเบี้ยของ ECB ออกไปเป็นเดือน ธ.ค. 2020

แผนภาพที่ 23: ตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมยังอ่อนแอ โดยความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี ยอดส่งออกและนำเข้าชะลอตัวลง ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อทรงตัวจากเดือนก่อน



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

GDP ไตรมาส 1 มีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเป็น +0.1% QoQ

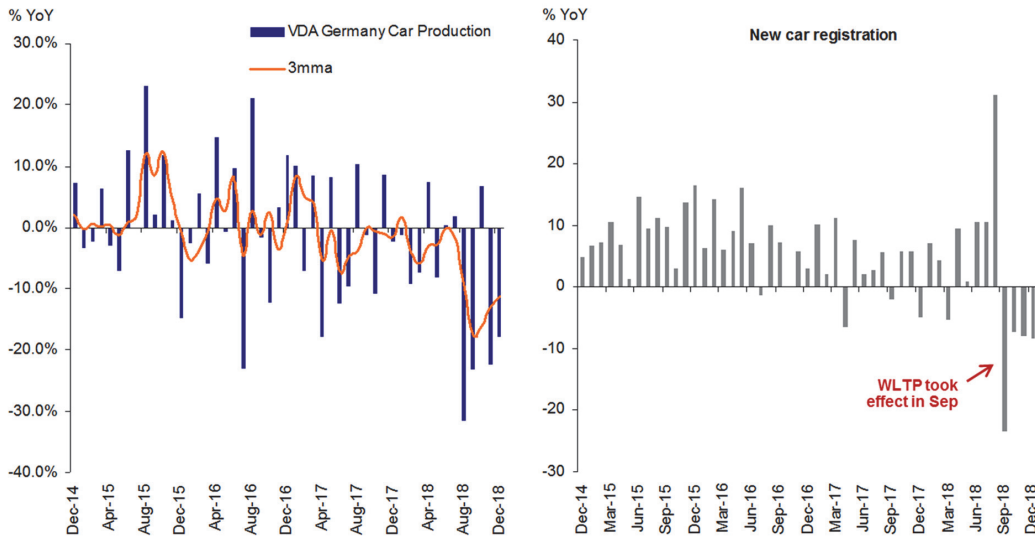
เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 จะชะลอตัวลงต่อเป็น +0.1% QoQ จาก +0.2% ในไตรมาส 4/2018 ตามดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี อุปสงค์ภายนอกประเทศที่อ่อนกำลังลง ขณะที่ภาคการผลิตยังไม่ส่งสัญญาณฟื้นตัว

ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ม.ค. ลดลง -1.2 จุด เป็น 106.2 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2016 ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -0.1 จุด เป็น 51.0 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 5.5 ปี จากภาคการผลิตที่ปรับลดลงต่อเนื่อง (-0.9, 50.5 จุด) ขณะที่ภาคบริการทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนที่ 51.2 จุด

ดัชนี PMI ภาคการผลิตได้ปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปี โดยปรับลดลงมากในประเทศเยอรมนี (-1.8, 49.7 จุด) ที่ดัชนีเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบกว่า 4 ปี จากความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและอุตสาหกรรมรถยนต์ที่อ่อนแอกดดัน

โดยผลผลิตรถยนต์ในเยอรมนียังคงหดตัวต่อเนื่องในเดือน ธ.ค. ขณะที่ยอดจดทะเบียนรถยนต์ใน EU ยังคงหดตัวเช่นเดียวกัน สะท้อนถึงอุตสาหกรรมรถยนต์ที่ยังไม่ฟื้นตัวจากการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์เป็นแบบ WLTP ที่มีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ย. 2018

แผนภาพที่ 24: ผลผลิตรถยนต์ของเยอรมนียังอ่อนแอ.. แผนภาพที่ 25: ..เช่นเดียวกับยอดจดทะเบียนรถยนต์ใน EU ที่ยังคงหดตัวต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ด้านการบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +0.8% YoY จาก +1.8% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ม.ค. พื้นตัวขึ้นเล็กน้อย +0.4 จุด เป็น -7.9 จุด ทั้งนี้ เรายังคงมองว่าการบริโภคเอกชนจะยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักจากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งซึ่งจะให้หนุนค่าจ้างเพิ่มขึ้น ขณะที่ราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงจะช่วยเพิ่มความสามารถในการใช้จ่ายให้กับผู้บริโภค

ยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคเอกชนเดือน ธ.ค. ทรงตัวจากเดือนก่อนที่ +3.4% YoY โดยยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว +4.0% YoY เท่ากับเดือนก่อน ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Households) ขยายตัว +3.3% YoY เท่ากับเดือนก่อน โดยยังนับเป็นการขยายตัวในระดับสูง มองไปข้างหน้า การใช้นโยบายดอกเบี้ยต่ำของ ECB (เรคาด ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน ธ.ค. 2020) จะยังสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อต่อไป แต่อย่างไรก็ดี ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่ยังปรับลดลงต่อเนื่อง ความไม่แน่นอนทางการเมือง ความเสี่ยงจาก Brexit และสงครามการค้าอาจส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ของสินเชื่อในระยะข้างหน้า

ส่วนภาคต่างประเทศชะลอตัวลงมากในเดือน พ.ย. โดยยอดส่งออก (Exports) ชะลอตัวลงเป็น +1.6% YoY จาก +7.4% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปตลาดหลักอย่างสหรัฐฯ (+8.5% YoY vs. +20.4% เดือนก่อน), จีน (+7.0% YoY vs. +13.6% เดือนก่อน), ตุรกี (-33.3% YoY vs. -28.8% เดือนก่อน) และรัสเซีย (-4.2% YoY vs. -3.3% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงมาก ส่วนยอดนำเข้า (Imports) ชะลอตัวลงเป็น +4.5% YoY จาก +10.7% YoY ในเดือนก่อน

เศรษฐกิจจีนและสหรัฐฯ ที่ชะลอตัวลง และ Brexit นับเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจที่สำคัญ โดยเรคาด GDP ปี 2019 จะขยายตัวเพียง 0.9%

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนสองครั้งล่าสุดเริ่มในปี 2010 และ 2013 ซึ่งทั้งสองครั้งได้รับปัจจัยหนุนหลักจากยอดส่งออกสุทธิ แต่แตกต่างกันตรงที่ปี 2010 เป็นผลจากยอดนำเข้าที่อ่อนแอ (ส่วนหนึ่งเป็นเพราะวิกฤตหนี้) ขณะที่ปี 2013 เป็นผลจากยอดส่งออกที่ขยายตัวแข็งแกร่ง โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากการใช้นโยบายผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่ส่งผลให้เงินยูโรอ่อนค่า ซึ่งช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันในตลาดโลก

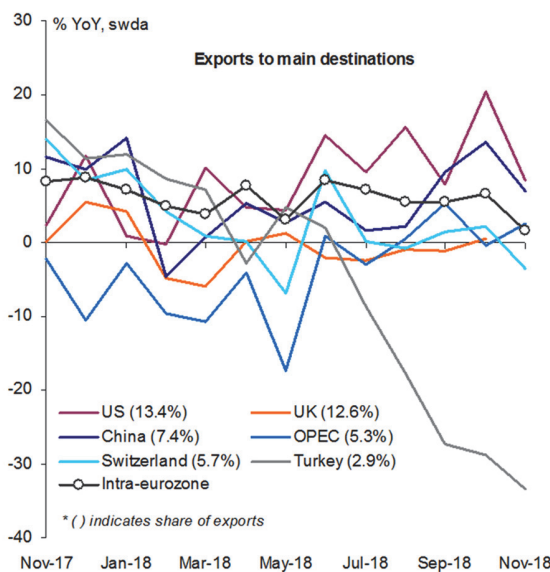
อย่างไรก็ดี ส่งออกที่ขยายตัวแข็งแกร่งนั้นเป็นเพียงผลจากวัฏจักรเศรษฐกิจ (Cyclical) เท่านั้น ไม่ใช่ผลจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง (Structural) ทำให้ผลดีจากการส่งออกต่อเศรษฐกิจนั้นไม่ยั่งยืน และไม่น่าแปลกใจที่พอการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนได้เข้าสู่ช่วงอึมครึมแล้ว (เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัวทำจุดสูงสุดในปี 2017 ที่ 2.4% YoY) ประกอบกับนโยบายการเงินเริ่มเข้มงวดขึ้น ซึ่งส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันลดลง (เงินยูโรแข็งค่า) แรงหนุนจากยอดส่งออกสุทธิก่อนหน้านี้จึงได้ทยอยหมดไปอย่างที่ปรากฏในปี 2018 โดยส่งออกของยูโรโซนอ่อนแอลง ทั้งส่งออกกันเองภายในกลุ่ม (Intra-eurozone) และส่งออกภายนอกกลุ่ม (Extra-eurozone)

มองไปข้างหน้า ส่งออกยังมีแนวโน้มชะลอตัวต่ออีกโดยเฉพาะจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลง ซึ่งไม่ใช่เพียงเศรษฐกิจยูโรโซนเท่านั้นที่ชะลอ แต่เศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าหลักอย่างจีนและสหรัฐฯ ก็มีแนวโน้มชะลอตัวลงมากด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ ยังมีความตึงเครียดทางการค้าเป็นปัจจัยกดดันอีก (โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ตัดสินใจปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์) อีกทั้ง Brexit ที่ความเสี่ยงที่อังกฤษจะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงได้เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

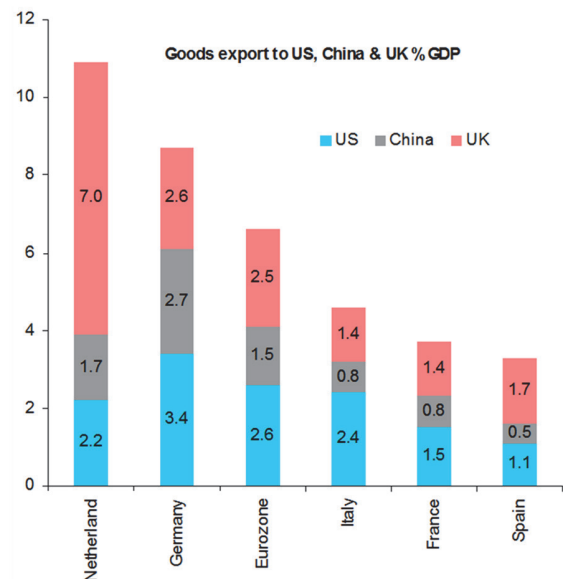
ส่งออกของยูโรโซนไปยังสหรัฐฯ จีน และอังกฤษ คิดเป็นมูลค่ารวมราว 6.6% ของ GDP ดังนั้น หากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นเกิดขึ้น ย่อมส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจยูโรโซนอย่างมีนัยสำคัญ ประกอบกับอุตสาหกรรมรถยนต์ที่ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด ทำให้เราคาดว่าเศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2019 จะขยายตัวเพียง 0.9% YoY เท่านั้น ชะลอตัวลงจาก 1.8% YoY ในปี 2018

นอกจากนี้ เราชะลอคาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ออกไปเป็นในเดือน ธ.ค. 2020 จากเดิมที่คาดว่าจะปรับขึ้นได้ในเดือน มี.ค. 2020

แผนภาพที่ 26: ยอดส่งออกของยูโรโซนชะลอตัวลงทั้งส่งออกภายในและภายนอกกลุ่ม



แผนภาพที่ 27: ยอดส่งออกไปสหรัฐฯ, จีน และอังกฤษ คิดเป็น 6.6% ของ GDP



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

ความเสี่ยงทางการเมืองยังคงมีอยู่ในปี 2019 โดยเฉพาะอิตาลีที่โอกาสเลือกตั้งใหม่ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้มีสูงจากความตึงเครียดภายในรัฐบาล

ความเสี่ยงทางการเมืองในยุโรปยังคงมีอยู่ในปี 2019 โดยเฉพาะในประเทศอิตาลีที่รัฐบาลร่วมซึ่งประกอบไปด้วยพรรคประชานิยมอย่างพรรค Lega (LN) และพรรค Five-star Movement (M5S) ยังคงมีความตึงเครียดระหว่างกัน นับตั้งแต่การจัดตั้งรัฐบาลเสรีจลิ้นปลายเดือน พ.ค. 2018 เนื่องจากแม้ว่าทั้งสองพรรคจะمينโยบายที่จะเร่งการใช้จ่ายภาครัฐเหมือนกันแต่ก็มีกลุ่มเป้าหมายคนละกลุ่มซึ่งส่งผลให้รายละเอียดของนโยบายมีความแตกต่างกัน

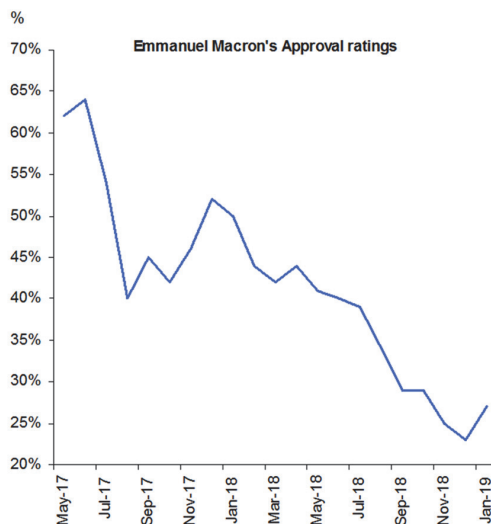
นอกจากนี้ คะแนนเสียงของพรรค LN ได้เร่งตัวขึ้นมาแรงจากการเลือกตั้งทั่วไปครั้งล่าสุดวันที่ 4 มี.ค. 2018 ที่ 17.4% เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 33% ในผลสำรวจปัจจุบัน ขณะที่คะแนนเสียงพรรค M5S ซึ่งได้คะแนนเสียงสูงสุดจากการเลือกตั้งครั้งนั้นที่ 32.7% ลดลงมาอยู่ที่ราว 26% ในผลสำรวจปัจจุบัน ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงให้พรรค LN ต้องการยุบสภาเลือกตั้งใหม่เพื่อที่จะได้ขึ้นเป็นผู้นำรัฐบาลที่ชัดเจน

ขณะนี้ผู้นำของทั้งพรรค LN (นาย Matteo Salvini) และ M5S (นาย Luigi Di Maio) ได้ดำรงตำแหน่งรองนายกรัฐมนตรีเท่านั้น ซึ่งนายกรัฐมนตรีได้สรรหามาจากคนภายนอกที่ไม่เคยยุ่งเกี่ยวกับการเมืองมาก่อน (นาย Giuseppe Conte อาจารย์มหาวิทยาลัย) เพื่อให้สามารถจัดตั้งรัฐบาลได้

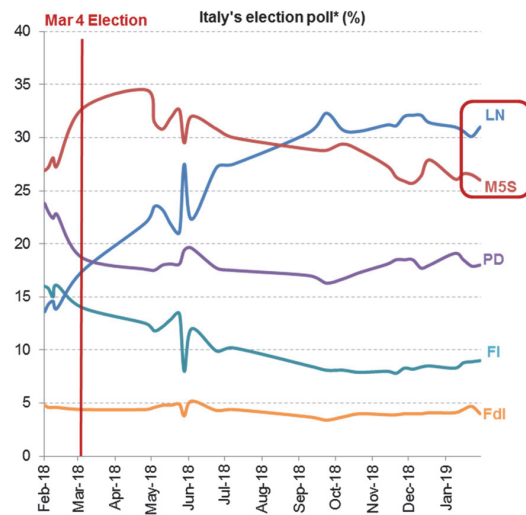
การเลือกตั้งใหม่ นับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจอิตาลีที่เผชิญปัญหาหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูง ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง (ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอิตาลีและเยอรมนีอายุ 10 ปี ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ อยู่ที่ 270bps) จากความตึงเครียดกับสหภาพยุโรป (EU) เรื่องดุลการคลังที่ขาดดุลมากเกินไปในช่วงปลายปีที่แล้ว นอกจากนี้ เศรษฐกิจอิตาลีได้เข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิค (เศรษฐกิจหดตัวต่อเนื่อง 2 ไตรมาส: Technical Recession) ในช่วงครึ่งหลังของปี 2018 และในปีนี้อิตาลีเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มขยายตัวในระดับต่ำต่อ (0.3% YoY vs. 0.8% ปี 2018) โดยส่วนหนึ่งได้รับผลกระทบจากภาคส่งออกที่มีแนวโน้มอ่อนแอลง

นอกจากนี้ ประเทศหลักในยุโรปก็เผชิญความไม่แน่นอนทางการเมืองเช่นเดียวกัน เช่น ฝรั่งเศส ที่คะแนนนิยม นาย Emmanuel Macron ประธานาธิบดีได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่ชนะการเลือกตั้งเข้ามาในช่วงกลางปี 2017 (64%) สู่ระดับต่ำในปัจจุบัน (28%) ทั้งยังประสบปัญหาการประท้วงของกลุ่มเสื้อกั๊กเหลือง (Yellow Vest) ที่ไม่พอใจนโยบายของนาย Macron ที่เอื้อผลประโยชน์ให้กับกลุ่มคนร่ำรวยเป็นอย่างมาก

แผนภาพที่ 28: คะแนนนิยมของประธานาธิบดี Emmanuel Macron ของฝรั่งเศสอยู่ในระดับต่ำ



แผนภาพที่ 29: ความตึงเครียดภายในรัฐบาลประชานิยม (พรรค LN และ M5S) อาจส่งผลให้เกิดการเลือกตั้งใหม่



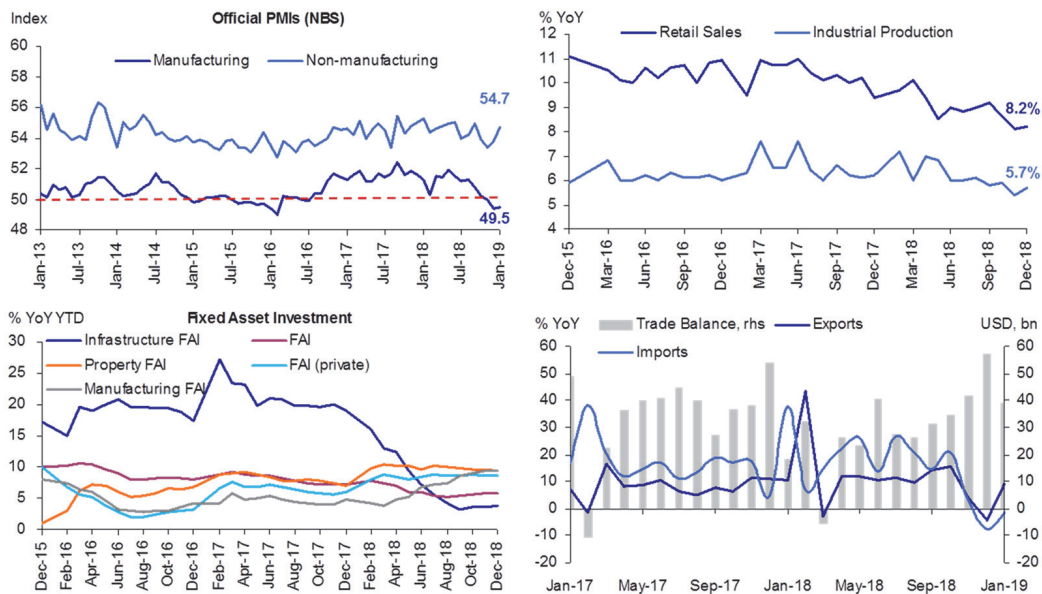
*Include only party that received more than 3% national vote, which is the minimum threshold to acquire seat in the parliament

Source: Deutsche Bank, EMG, Ifop, pollfopolls.eu, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนไตรมาส 1 และ 2 มีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น +6.1% YoY และ +5.9% YoY ตามลำดับ (vs. +6.4% ไตรมาสก่อน) หลังผลกระทบของสงครามการค้ามีความชัดเจนมากขึ้น อุปสงค์โลกชะลอตัวลง ขณะที่ความไม่แน่นอนของสถานะทางเศรษฐกิจก็ได้ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในประเทศ โดยเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงจะกดดันให้รัฐบาลต้องออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมทั้งด้านการคลัง เช่น การลดภาษีเพิ่มเติม การปรับเพิ่มเป้าขาดดุลการคลัง และด้านการเงิน เช่น การปรับลด RRR ลง (เรคาดปรับลดอีก 2 ครั้งๆละ 100 bps ในปีนี้) และการเพิ่มสภาพคล่องในระบบอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ

แผนภาพที่ 30: PMI ภาคการผลิตเดือน ม.ค. อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ยอดค้าปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรมฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรทรงตัว ขณะที่ส่งออกขยายตัวดีกว่าคาดก่อนหน้าตรุษจีน



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

ตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอในช่วงที่ผ่านมา โดย PMI ภาคการผลิตอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง 2 เดือน เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 1 และ 2 จะชะลอตัวลงเป็น +6.1% YoY และ +5.9% YoY ตามลำดับ จาก +6.4% ในไตรมาสก่อน หลังผลกระทบของสงครามการค้ามีความชัดเจนมากขึ้น ประกอบกับอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลง ขณะที่ความไม่แน่นอนของสถานะทางเศรษฐกิจก็ได้ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ภายในประเทศ โดยตัวเลขเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมายังสะท้อนภาพรวมที่อ่อนแอ

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ม.ค.เพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1 จุด เป็น 49.5 จุด แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 โดยผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศได้รับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อภายในประเทศปรับตัวลดลง ขณะที่ภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) เพิ่มขึ้น +0.9 จุด เป็น 54.7 จุด ระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ธ.ค. เพิ่มขึ้นเป็น +5.7% YoY จาก +5.4% YoY ในเดือนก่อน โดยผลผลิตในกลุ่มพลังงานไฟฟ้า (+6.2% YoY vs. +3.6% เดือนก่อน) กระจก (+10.2% YoY vs. +5.8% เดือนก่อน) และซีเมนต์ (+4.3% YoY vs. +1.6% เดือนก่อน) แรงตัวขึ้นแรง ส่วนผลผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้น (-14.9% YoY vs. -16.7% เดือนก่อน) ขณะที่โทรศัพท์มือถือ (-9.4% YoY vs. -8.4% เดือนก่อน) และ IC (-2.4% YoY vs. +7.0% เดือนก่อน) ซึ่งอุตสาหกรรมเป้าหมายที่สหรัฐฯ ตั้งกำแพงภาษีได้หดตัวเพิ่มขึ้น

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค. เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น +8.2% YoY จาก +8.1% YoY ในเดือนก่อน โดยยอดขายรถยนต์ได้เพิ่มขึ้นเล็กน้อย (-8.5% YoY vs. -10.0% เดือนก่อน)

ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ธ.ค. ทรงตัวที่ +5.9% YoY YTD เท่ากับเดือนก่อน โดยการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ได้ชะลอตัวลง ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ส่วนการลงทุนในภาคการผลิต (Manufacturing FAI) และการลงทุนภาคเอกชน (Private FAI) ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน

ส่งออกกลับมาขยายตัวชั่วคราวในเดือน ม.ค. จากการเร่งส่งออกก่อนหน้าเทศกาลตรุษจีน แต่คาดจะกลับมาหดตัวในเดือน ก.พ.

ภาคต่างประเทศเดือน ม.ค. เพิ่มขึ้นดีกว่าคาด โดยยอดส่งออก (Exports) ในรูปดอลลาร์สหรัฐฯ เดือน ม.ค. พลิกกลับมาขยายตัวแรง +9.1% YoY จากที่หดตัว -4.4% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าที่ตลาดคาดอย่างมากที่ -3.3% YoY จากการเร่งส่งออกก่อนหน้าวันหยุดเทศกาลตรุษจีน (4-10 ก.พ. ปีนี้ vs. 15-21 ก.พ. ปี 2018)

โดยส่งออกไปตลาดหลักส่วนใหญ่พลิกกลับมาขยายตัวดีได้แก่ EU (+14.5% YoY vs. -0.3% เดือนก่อน), ญี่ปุ่น (+5.6% YoY vs. -1.0% เดือนก่อน) และ ASEAN (+11.5% YoY vs. +4.3% เดือนก่อน) ยกเว้นเพียงส่งออกไปสหรัฐฯ ที่หดตัว -2.8% YoY ต่อเนื่องจาก -3.5% YoY ในเดือนก่อน สะท้อนความตึงเครียดทางการค้าที่ยังเป็นปัจจัยสำคัญกดดันภาคส่งออก

เรามองส่งออกที่ขยายตัวดีกว่าคาดในเดือน ม.ค. เป็นเพียงผลจากปัจจัยชั่วคราวจากการเร่งส่งออกก่อนหน้าเทศกาลตรุษจีนเท่านั้น และคาดว่าส่งออกของจีนจะกลับมาหดตัวในเดือน ก.พ.

เรคาดส่งออกจะชะลอตัวลงในปีนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเร่งส่งออกสินค้าไปแล้วก่อนหน้านี้

เรคาดส่งออกปี 2019 ของจีนจะขยายตัวชะลอลงเป็น 5-7% YoY (vs. 9.9% ปี 2018) จากการเร่งส่งออกสินค้าไปแล้วในช่วงก่อนหน้านี้ โดยเฉพาะการส่งออกไปสหรัฐฯ ซึ่งในปี 2018 ยอดส่งออกสินค้าจีนไปยังสหรัฐฯ ได้ขยายตัว +10.8% YoY สูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงปี 2014-2017 ที่ 2.26% YoY ค่อนข้างมาก จากผลของการเร่งส่งออกสินค้าก่อนหน้าการปรับขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมที่ตอนแรกสหรัฐฯ ชูว่าจะปรับภาษีนำเข้าสินค้ากลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขึ้นเป็น 25% (จาก 10%) ในวันที่ 1 ม.ค. 2019

โดยเรามองส่งออกของจีนไปสหรัฐฯ ที่ขยายตัวสูงกว่าค่าเฉลี่ยอย่างมากในปี 2018 นั้น เท่ากับว่าสหรัฐฯ ได้มีการนำเข้าสินค้าจากจีนเพื่อส่วนของปีนี้ไปแล้วด้วย ดังนั้น จึงคาดได้ว่าสหรัฐฯ จะนำเข้าสินค้าจากจีนน้อยลงในปีนี้ ซึ่งจะกดดันยอดส่งออกของจีน

นอกจากนี้ ส่งออกของจีนยังจะโดนแรงกดดันจากอุปสงค์โลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยเฉพาะเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าหลักอย่างยุโรปและญี่ปุ่น และภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่เรคาดว่าจะยังคงอยู่ที่ระดับปัจจุบัน

แผนภาพที่ 31: สหรัฐฯ เร่งการนำเข้าสินค้าจากจีนไปแล้วในปี 2018 ทำให้มีความเสี่ยงสูงที่จะลดการนำเข้าจากจีนในปีนี้



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

รัฐบาลทยอยออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องทั้งด้านการเงินและการคลังเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อเนื่อง ประกอบกับความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ ที่คอยกดดัน Sentiment ในตลาด ทำให้รัฐบาลทยอยออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องทั้งด้านการคลังและการเงิน โดยมาตรการที่ออกมาล่าสุดในช่วงปลายปี 2018 ที่สำคัญได้แก่

ด้านการคลัง:

- มีแผนปรับเป้าขาดดุลการคลังปี 2019 เพิ่มขึ้นเป็น 2.8% ของ GDP เพิ่มขึ้นจากเป้าปีก่อนที่ 2.6% (รัฐบาลจะประกาศเป้าอย่างเป็นทางการในการประชุม NPC วันที่ 5 มี.ค.)
- เตรียมมาตรการลดภาษีให้กับธุรกิจขนาดกลางและเล็ก (SMEs) มูลค่า 2 แสนล้านหยวนต่อปี เป็นระยะเวลา 3 ปี แต่ยังไม่เปิดเผยรายละเอียดเพิ่มเติม
- เพิ่มโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ (Special Local Government Bonds) เพื่อใช้ในการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานปี 2019 เป็น 2.15 ล้านล้านหยวน (เพิ่มขึ้นจาก 1.35 ล้านล้านหยวนในปี 2018)
- ประกาศลดภาษีนำเข้าสินค้ากว่า 700 รายการ ซึ่งได้มีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ม.ค.
- ออกมาตรการกระตุ้นอุปสงค์รถยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้า โดยสนับสนุนให้เปลี่ยนมาใช้สินค้านวัตกรรมที่ประหยัดพลังงานและมีประสิทธิภาพมากกว่า
- ราคาสหรัฐจะออกมาตรการลดภาษีเพิ่มเติม โดยเฉพาะภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) และภาษีนิติบุคคล ซึ่งคาดว่าจะทยอยประกาศออกมาในไตรมาส 1 นี้

ด้านการเงิน:

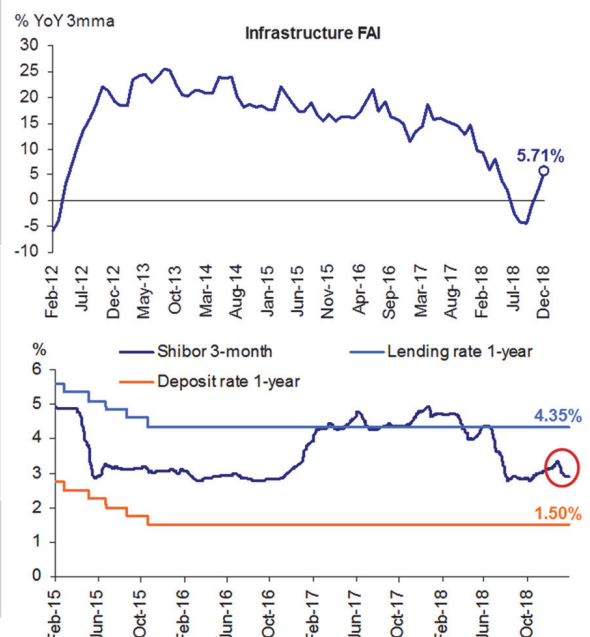
- PBoC ปรับลด RRR ลง -100bps ในเดือน ม.ค. โดยเรคาดจะปรับลดอีก 2 ครั้งๆละ 100 bps ในปีนี้ ในไตรมาส 2 และ 3
- ออกโครงการสนับสนุนการออกหุ้นกู้เอกชน ซึ่ง PBoC จะเป็นผู้ค้ำประกันความเสี่ยง
- อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์เพิ่มทุนโดยการออก Perpetual Bond ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่ไม่กำหนดวันไถ่ถอน เพื่อเพิ่มความสามารถในการปล่อยกู้
- นอกจากนี้ ยังอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์นำ Perpetual Bond มาเป็นหลักประกันในการใช้เครื่องมือทางการเงินของ PBoC เช่น โครงการเงินกู้ระยะกลาง (MLF) ได้

แผนภาพที่ 32: รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อเนื่องทั้งด้านการเงินและการคลัง

Policies	Announced since late-2018
Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> • Widened fiscal deficit (vs. 2.6% GDP in 2018) • Personal Income Tax cuts amount to 0.5% of GDP; VAT & Corporate Income Tax cut likely • Increased local government 'special bonds' quota (RMB 2.15 trn vs. 1.35 trn in 2018) • Announced 3rd round of import tax cuts of >700 goods, effective Jan 1st • Stimulate consumption of autos and home appliances: encouraging upgrading/replacement demand for better products
Monetary	<ul style="list-style-type: none"> • 100bps RRR cuts announced in Jan, expect two more cuts in Q2 and Q3 (100bps each) • PBoC offers credit guarantee for banks' SME lending, introduced China CDS to support private company bonds • Allow banks to raise capital via perpetual bond sales to enhance lending capacity • Allow banks to use perpetual bonds as collateral for PBoC lending facilities e.g. MLF
Housing	<ul style="list-style-type: none"> • Policy easing in some cities but no national-level measures announced so far • Policy easing could emerge in 2H19 if economy slows more than expected

แผนภาพที่ 33: ...ซึ่งหนุนการฟื้นตัวของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และอัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในระดับต่ำ

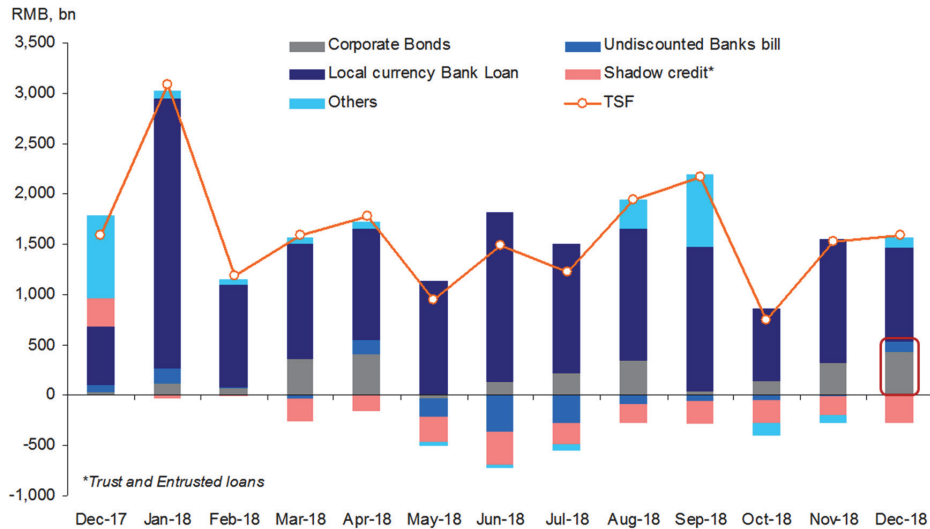
Fiscal policy and a further decline in interest rates are likely to be the primary tools of easing



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

การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องของรัฐบาลจีนเริ่มส่งผลให้การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานค่อยๆฟื้นตัวขึ้นในช่วงปลายปี ซึ่งเราคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นต่อในปีนี้ แต่ยังคงมองว่าอัตราการขยายตัวจะไม่สูงอย่างเช่นในอดีต เนื่องจากรัฐบาลยังคงมีความกังวลต่อหนี้ในระบบที่สูง จึงน่าจะทำให้แรงลงทุนในสิ่งที่เป็นเท่านั้น นอกจากนี้ การสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของภาคเอกชนก็ได้เริ่มส่งผลดี โดยยอดออกหุ้นกู้เอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น และยอดออกตั๋วเงินซึ่งรับรองโดยธนาคาร ที่มักนิยมใช้กันในกลุ่มธุรกิจเอกชนขนาดเล็กได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือน ธ.ค. หลังจากที่หดตัวต่อเนื่องเกือบตลอดทั้งปี

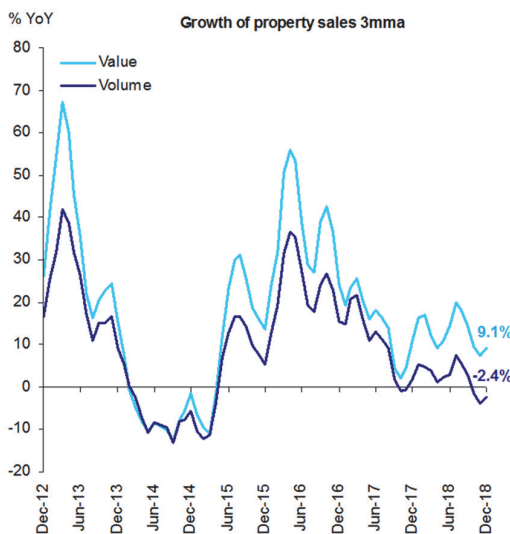
แผนภาพที่ 34: การสนับสนุนการปล่อยกู้สู่ภาคเอกชนของรัฐบาลเริ่มส่งผล โดยยอดออกหุ้นกู้เอกชน (แห่งสีเทา) และยอดออกตั๋วเงิน (แห่งสีน้ำเงินในกรอบสีแดง) เพิ่มขึ้น



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

ด้านนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงที่ผ่านมารัฐบาลยังไม่ได้มีการประกาศผ่อนคลายความเข้มงวดนโยบายในภาคอสังหาริมทรัพย์ ใดๆ ก็ตาม เราคาดว่ารัฐบาลจะผ่อนคลายนโยบายภาคอสังหาริมทรัพย์ลงในช่วงครึ่งหลังของปี เนื่องจากเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงมาก (เราคาด GDP ไตรมาส 2 จะขยายตัวเพียง 5.9% YoY) ขณะที่เรามองว่าการเจรจาการค้ากับสหรัฐฯ ยังมีความไม่แน่นอนอยู่มากและมองว่าจะยังเป็นปัจจัยกดดัน Sentiment ต่อไป

แผนภาพที่ 35: ยอดขายบ้านเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในเดือน ธ.ค.



แผนภาพที่ 36: ..ขณะที่ยอดสร้างบ้านใหม่ทรงตัว

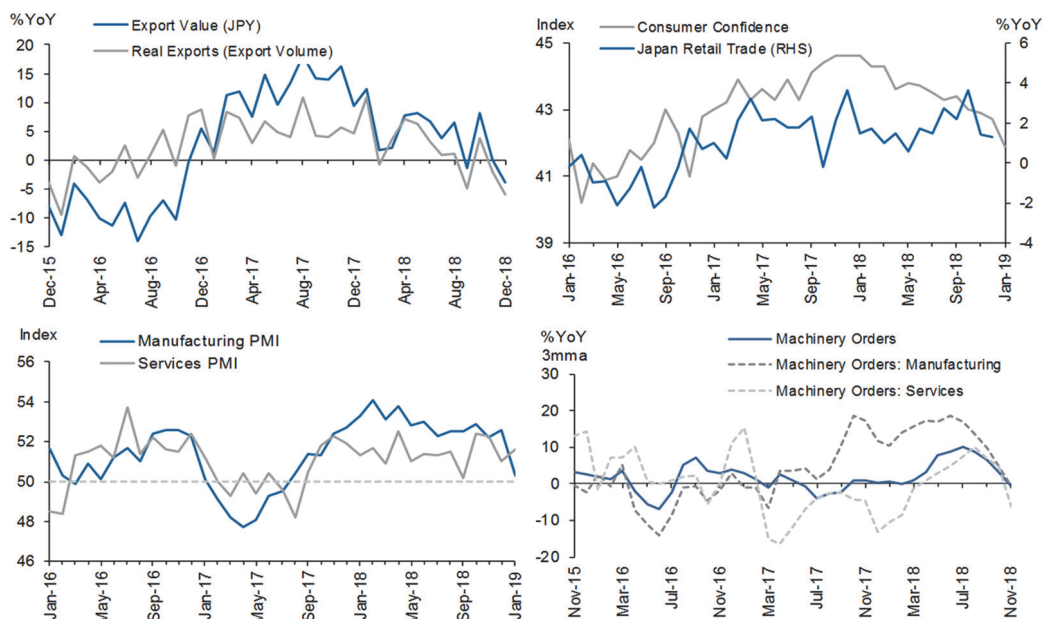


Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เราคาดเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2019 จะชะลอตัวลงเป็น 0.4% YoY จาก 0.7% ในปีก่อน จากส่งออกที่จะได้รับผลกระทบจาก 1) เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลง โดยเฉพาะเศรษฐกิจจีนซึ่งเป็นประเทศคู่ค้าสำคัญ 2) สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่จะเริ่มส่งผลกระทบต่อญี่ปุ่นซึ่งเป็นผู้ส่งออกหลักสินค้าที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทาน โดยเฉพาะชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และ 3) นโยบายการค้าสหรัฐฯ โดยเฉพาะการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังมีความเสี่ยงจากการขึ้นภาษีการบริโภคซึ่งมีกำหนดในเดือน ต.ค.นี้

แผนภาพ 37: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน ม.ค. ลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 28 เดือน จากการลดลงของผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อ ยอดค้าปลีกทรงตัวท่ามกลางความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ลดลงต่อเนื่อง ส่วนส่งออกหดตัวแรงจากอุปสงค์จีนที่อ่อนแอ



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

ตัวเลขเศรษฐกิจชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะส่งออกที่หดตัวแรง

การบริโภคฟื้นตัวขึ้น: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ธ.ค.พลิกกลับมาขยายตัว +0.9% MoM จากที่หดตัว -1.1% MoM ในเดือนก่อน ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกทรงตัวที่ +1.3% YoY (vs. +1.4% เดือนก่อน) ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ม.ค. ปรับตัวลดลง -0.8 จุด เป็น 41.9 จุด โดยนับเป็นการปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2016

การส่งออกหดตัวจากอุปสงค์จีนที่อ่อนแอ: ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยนเดือน ธ.ค. หดตัว -3.8% YoY จาก +0.1% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการหดตัวที่มากที่สุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -1.8% YoY โดยส่งออกไปจีนหดตัวแรง -7.0% YoY (vs. +0.4% เดือนก่อน) สะท้อนสงครามการค้าเริ่มส่งผลกระทบ ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ (+1.6% YoY) และ EU (+3.9% YoY) ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน ส่วนปริมาณการส่งออก (Exports Volume) หดตัว -5.8% YoY เพิ่มขึ้นจาก -1.9% YoY ในเดือนก่อน

การลงทุนชะลอลดตัวต่อเนื่อง: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machinery Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน พ.ย. หดตัว -0.6% YoY, 3mma (vs. +3.4% เดือนก่อน) โดยยอดคำสั่งซื้อทั้งในภาคการผลิต (-0.7% YoY, 3mma vs. +4.8% เดือนก่อน) และภาคบริการ (-6.2% YoY, 3mma vs. +4.8% เดือนก่อน) ต่างหดตัว

ภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ม.ค. ปรับตัวลดลง -2.3 จุด เป็น 50.3 จุด ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี จากผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับตัวลดลง โดยยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศได้ปรับลดลงรายเดือนมากที่สุดในรอบ 2.5 ปี สะท้อนภาพรวมส่งออกที่ยังอ่อนแอต่อ ส่วนดัชนีภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.6 จุด เป็น 51.6 จุด

ส่งออกมีแนวโน้มชะลอลดตัวและเป็นอีกปัจจัยจุดเศรษฐกิจในปี

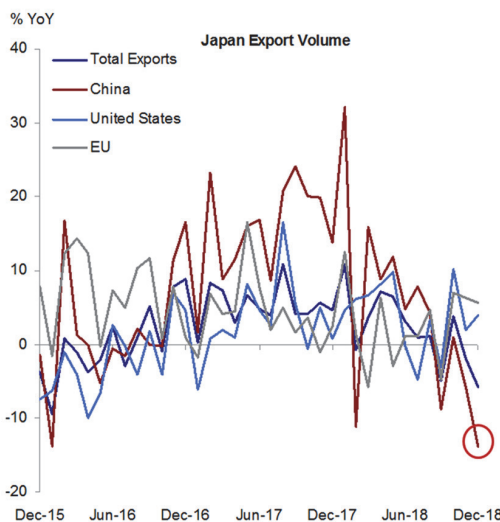
เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปีนี้นอกจากการขึ้นภาษีการค้าโลก (จาก 8% เป็น 10%) ในเดือน ต.ค. ที่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจแล้ว ยังจะได้รับผลกระทบจากภาคส่งออกที่มีแนวโน้มอ่อนแอลงต่อ โดยเฉพาะจากเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มชะลอลดตัวมากในปี (คาด GDP จีนจะชะลอลงเป็น 6.1% YoY จาก 6.6% ปี 2018)

โดยในช่วงที่ผ่านมา สัดส่วนการส่งออกของญี่ปุ่นไปจีนได้คิดเป็นสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากเมื่อปี 2002 หลังการเข้าร่วมองค์การการค้าโลก (WTO) ของจีนในปลายปี 2001ที่สัดส่วนการส่งออกของญี่ปุ่นไปจีนอยู่ที่ 9.5% มาในปี 2018 ได้เพิ่มขึ้นเป็น 19.5% ขณะที่สัดส่วนการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ได้ปรับลดลงต่อเนื่อง จากปี 2002 ที่ 28.5% ลดลงเป็น 18.9% ในปี 2018 สะท้อนการพึ่งพาดตลาดจีนที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น เมื่อเศรษฐกิจจีนชะลอ ย่อมส่งผลกระทบต่อภาคส่งออกของญี่ปุ่น

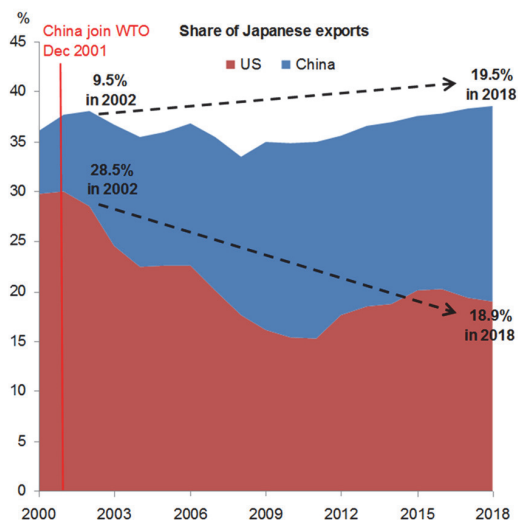
นอกจากนี้ ภาคส่งออกยังมีความเสี่ยงจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่จะเริ่มส่งผลกระทบต่อญี่ปุ่น ซึ่งเป็นผู้ส่งออกหลักสินค้าที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทาน ความไม่แน่นอนในนโยบายการค้าสหรัฐฯ โดยเฉพาะการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ และเศรษฐกิจคู่ค้าสำคัญอื่นๆ เช่น EU ที่มีแนวโน้มชะลอลดตัวมาก

ราคาตลาดส่งออกทั้งปี 2019 ของญี่ปุ่นจะขยายตัว +1.9% YoY ชะลอลดตัวจาก +3.1% YoY ในปี 2018 และคาดเศรษฐกิจของญี่ปุ่นทั้งปี 2019 จะชะลอลดตัวเป็น +0.4% YoY จาก +0.7% ในปี 2018

แผนภาพที่ 38: ปริมาณการส่งออกไปจีน ลดลงแรงในช่วงที่ผ่านมา



แผนภาพที่ 39: สัดส่วนการส่งออกไปจีนเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ ปรับลดลง



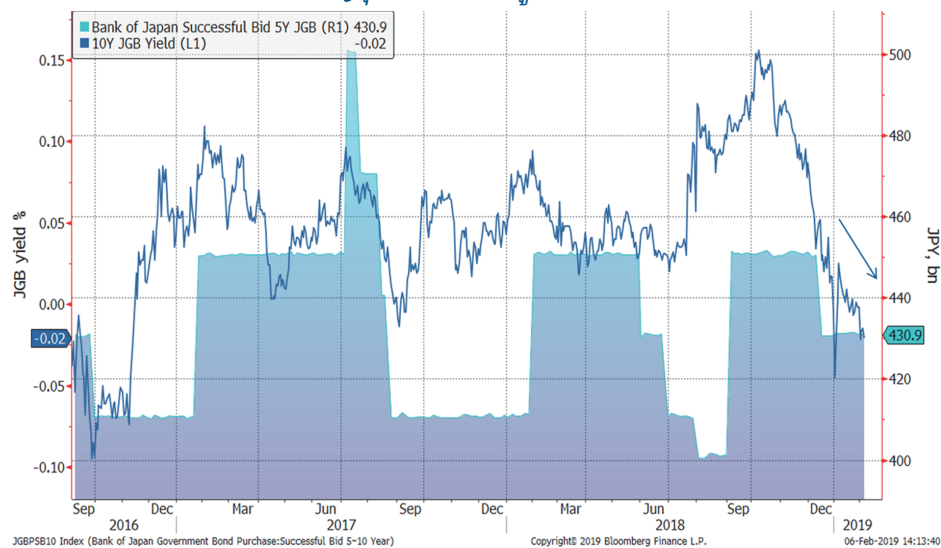
Source: Bloomberg, GoldmanSachs, MoF, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Bond Yield ของญี่ปุ่นปรับตัวลดลงสู่ระดับ 0% ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันต่อกำไรของภาคธนาคาร

Bond Yield ของญี่ปุ่นปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 0% เป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปี ตามการลดลงของ Bond Yield สหรัฐฯ เนื่องจากแนวโน้มการชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed Bond Yield ที่กลับมาติดลบอาจสร้างแรงกดดันต่อผลกำไรของภาคธนาคาร ซึ่งอาจกระทบกับการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ต่อไป BoJ จึงพยายามควบคุมให้ Bond Yield กลับมาเพิ่มขึ้น โดยการลดปริมาณการซื้อพันธบัตรมาตั้งแต่เดือน ธ.ค. แต่อย่างไรก็ดีการลดการซื้อพันธบัตรยังไม่สามารถพุงให้ Bond Yield กลับมาเพิ่มขึ้นได้ ท่ามกลางแรงกดดันจากตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงทั่วโลกและเงินเฟ้อที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง

เรามองว่าหาก Bond Yield ทรงตัวในระดับต่ำเกินไป ก็จะเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อภาคธนาคารและเป็นปัจจัยกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจผ่านการชะลอตัวของการปล่อยสินเชื่อ ซึ่งเป็นปัจจัยที่นักลงทุนควรระมัดระวัง

แผนภาพ 40: Bond Yield ของญี่ปุ่นปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 0% เป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

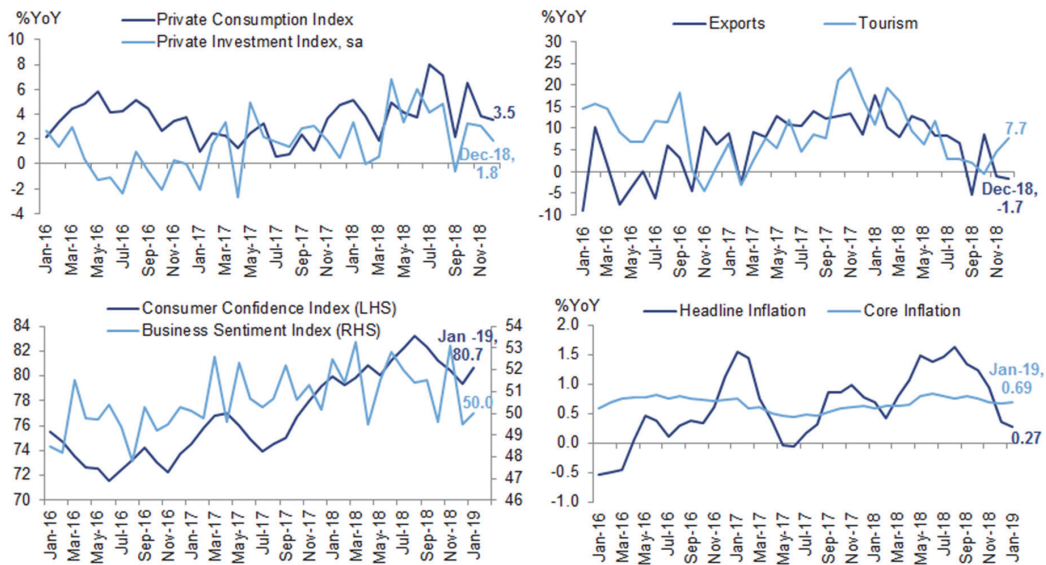
เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวจากภาคต่างประเทศ โดยการส่งออกยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากสงครามการค้า ขณะที่การท่องเที่ยวมีแนวโน้มชะลอตัวจากนักท่องเที่ยวจีน ส่วนอุปสงค์ในประเทศที่คาดว่าจะมาชดเชยการชะลอตัวของภาคต่างประเทศอาจไม่สามารถทำหน้าที่ได้อย่างแข็งแกร่ง เนื่องจากการลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มชะลอตัวจากการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานใน EEC ที่ใช้ระยะเวลาในการประมูลนานกว่าที่คาด มีเพียงการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง เรามองว่า ธปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายตลอดทั้งปี หลังจากที่ ธปท. ได้ออกมาตรการ Macro Prudential เพื่อลดความเสี่ยงในภาคเศรษฐกิจที่สำคัญซึ่งคาดว่าจะมีส่วนช่วยให้ไทยมีเสถียรภาพทางการเงินเพิ่มขึ้น ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในปัจจุบันเข้าใกล้ระดับ Neutral Rate

เศรษฐกิจภาคต่างประเทศยังคงมีแนวโน้มชะลอตัว อุปสงค์ในประเทศมีความเสี่ยงมากขึ้น

เศรษฐกิจไทยเดือน ธ.ค. มีแนวโน้มชะลอตัวจากภาคต่างประเทศเป็นหลัก โดยการส่งออกในเดือน ธ.ค. ชะลอตัวต่อเนื่องจากการส่งออกสินค้าในกลุ่มที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้ากับจีน ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวในเดือน ธ.ค. พุ่งตัวขึ้นมาเป็น +7.7% YoY แต่ยังมีแนวโน้มชะลอตัวจากนักท่องเที่ยวจีนตามเศรษฐกิจจีนและเงินหยวนที่มีแนวโน้มอ่อนค่าสำหรับอุปสงค์ในประเทศ การบริโภคภาคเอกชนยังขยายตัวอย่างแข็งแกร่งจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ แต่การลงทุนภาครัฐชะลอตัวตามการลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มล่าช้าจากการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานใน EEC

แผนภาพที่ 41: ภาคต่างประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวแข็งแกร่ง

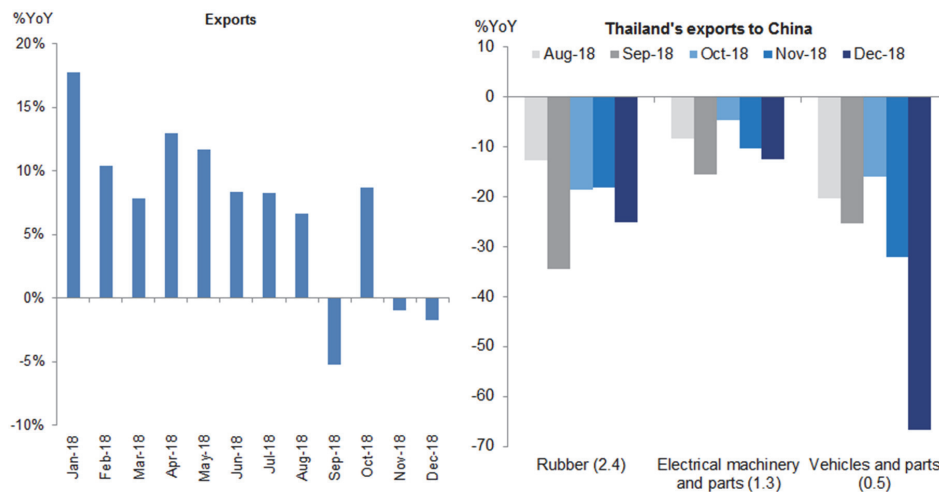


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มูลค่าการส่งออกหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สองจากผลกระทบจากสงครามการค้า

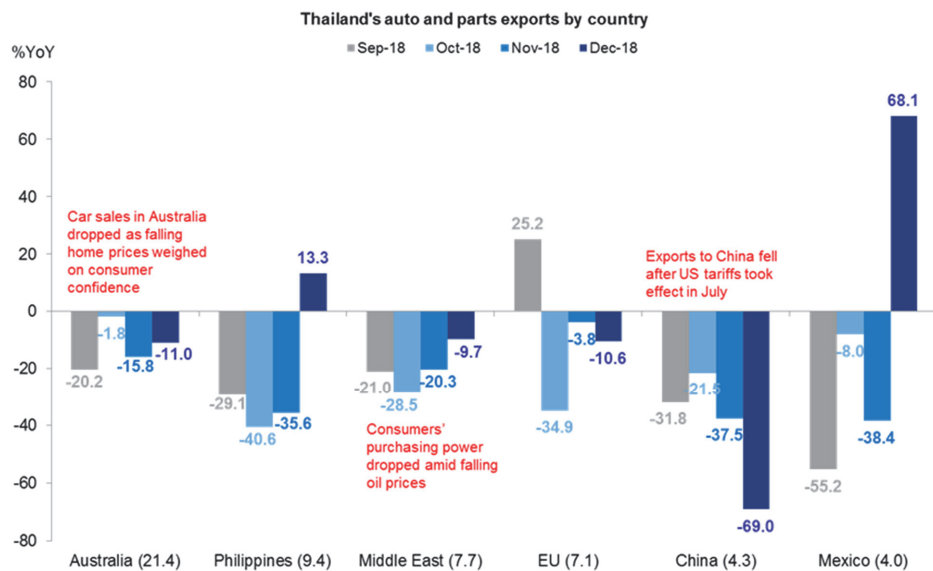
มูลค่าการส่งออกเดือน ธ.ค. หดตัวต่อเนื่อง -1.7% YoY (vs. -1% เดือนก่อน) ตามที่เราคาด หลังจาก อานิสงส์ของการเร่งนำเข้าเพื่อหลบเลี่ยงการเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ได้ทยอยหมดลงในเดือน ก.ย. โดยมูลค่าส่งออกที่หดตัวส่วนใหญ่เป็นกลุ่มสินค้าเป้าหมายที่สหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้า ได้แก่ ยางพารา อิเล็กทรอนิกส์ ยานพาหนะและส่วนประกอบ นอกจากนี้ การส่งออกรถยนต์ซึ่งมีสัดส่วนราว 11% ของมูลค่าส่งออกทั้งหมดในปี 2018 ยังมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องในตลาดสำคัญ อาทิ ออสเตรเลีย ตะวันออกกลางและจีน

แผนภาพที่ 42: มูลค่าส่งออกเดือน ธ.ค. ชะลอลงตามคาด โดยเฉพาะสินค้าในกลุ่มที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้า



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

แผนภาพที่ 43: การส่งออกรถยนต์และส่วนประกอบในตลาดสำคัญยังไม่ฟื้นตัว

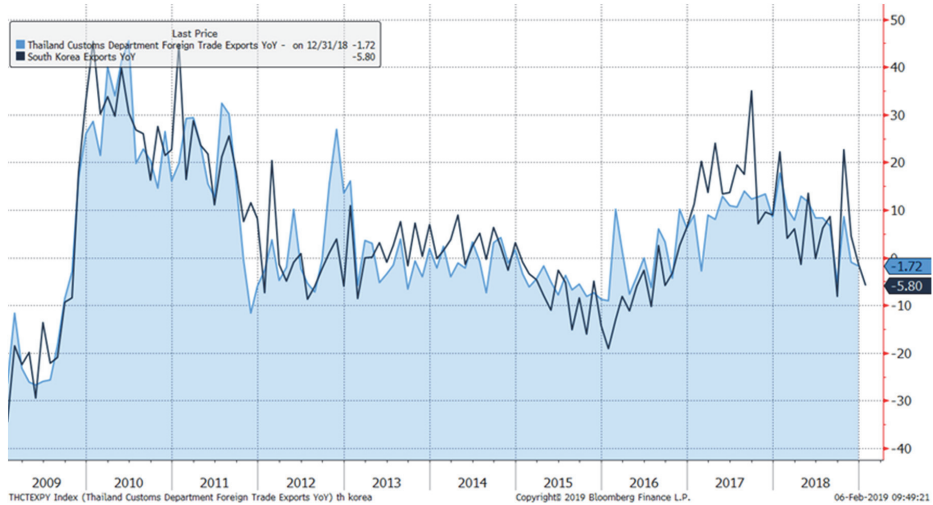


Note: Numbers in brackets () are share of Thailand's total auto exports
Source: Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มูลค่าส่งออกของไทยเดือน ม.ค. มีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สาม

มูลค่าส่งออกของเกาหลีเป็นตัวชี้วัดที่เรามักใช้ในการคาดการณ์แนวโน้มมูลค่าส่งออกของไทย เนื่องจากกระทรวงการค้า อุตสาหกรรม และพลังงานจะรายงานมูลค่าส่งออกของเกาหลีก่อนไทย ซึ่งมักจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากการส่งออกของไทยและเกาหลีมีคู่ค้าและสินค้าส่งออกที่คล้ายกัน โดยคู่ค้าสำคัญ ได้แก่ จีน สหรัฐฯ ญี่ปุ่น ฮองกง และเวียดนาม ส่วนสินค้าส่งออกสำคัญ ได้แก่ อิเล็กทรอนิกส์ เครื่องจักรและรถยนต์ ดังนั้น เราคาดว่ามูลค่าส่งออกของไทยเดือน ม.ค. จะมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องตามมูลค่าส่งออกเกาหลีในเดือน ม.ค. ที่หดตัว -5.8% YoY (vs. -1.3% เดือนก่อน)

แผนภาพที่ 44: มูลค่าส่งออกของไทยและเกาหลีมักเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

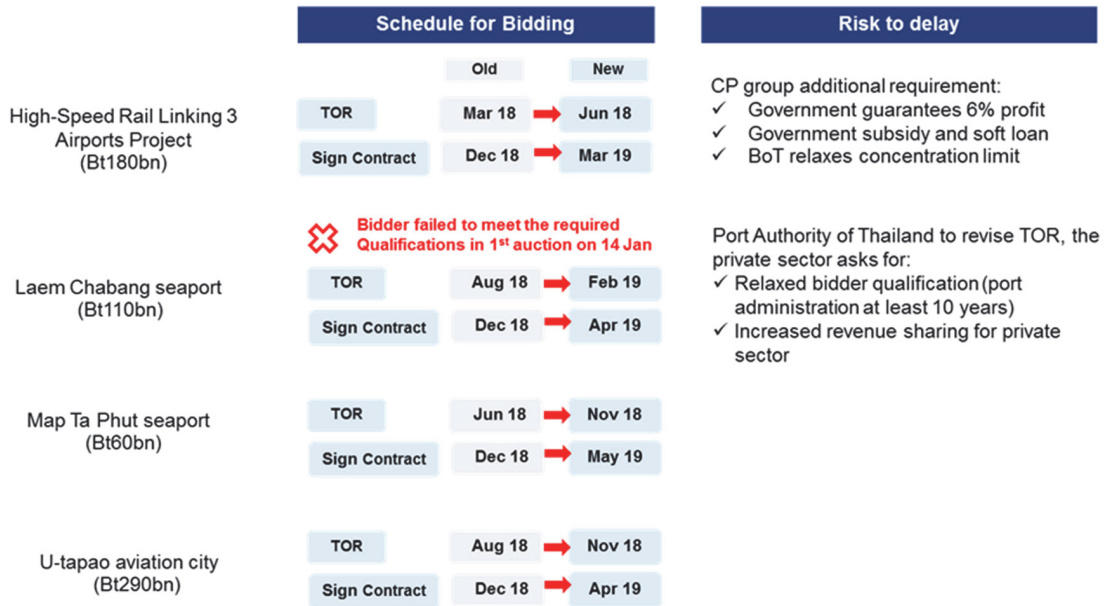
การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มล่าช้ากว่าที่คาด

โครงสร้างพื้นฐานใน EEC ที่เป็นเครื่องยนต์สำคัญในการขับเคลื่อนการลงทุนภาครัฐในปีนี้มีแนวโน้มล่าช้าจากกระบวนการประมูลที่ใช้เวลานานกว่าที่คาด คณะกรรมการนโยบายเขตเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (บอร์ด EEC) คาดการณ์ไว้ว่าโครงสร้างพื้นฐานหลักใน EEC ทั้งหมด 4 โครงการประกอบด้วย 1) โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน 2) โครงการท่าเรือแหลมฉบัง 3) โครงการท่าเรือมาตาพุด และ 4) โครงการพัฒนาสนามบินอู่ตะเภา จะได้ตัวผู้ชนะการประมูลและสามารถเซ็นสัญญาได้ภายในเดือน ธ.ค. 18

อย่างไรก็ดี โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบินซึ่งเป็นโครงการแรกที่เปิดประมูล อาจใช้ระยะเวลาในขั้นตอนการคัดเลือกผู้ชนะการประมูลนานกว่ากำหนด เนื่องจากบริษัทเครือเจริญโภคภัณฑ์และพันธมิตร (CP Group) ซึ่งเป็นผู้เสนอเงินอุดหนุนจากรัฐต่ำสุดยื่นข้อเสนอเพิ่มเติมจาก TOR ทั้งหมด 11 ข้อ อาทิ การขอให้รัฐบาลประกันกำไร 6% การขอให้รัฐบาลจ่ายเงินอุดหนุนตั้งแต่ปีแรกจากเดิมที่รัฐบาลจะเริ่มจ่ายเงินอุดหนุนในปีที่ 6 ที่เริ่มมีการเดินรถ การขอสันับสนุนเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำกว่า 4% และการขยายระยะเวลาสัมปทานจาก 50 ปีเป็น 99 ปี ส่งผลให้การเจรจายืดเยื้อ

สำหรับโครงการท่าเรือแหลมฉบัง เฟส 3 ที่การประมูลครั้งแรกในวันที่ 14 ม.ค. ที่ผ่านมามีผู้ยื่นซองประมูลเพียง 1 ราย และไม่ผ่านการพิจารณาคุณสมบัติ ดังนั้นการทำเรือแห่งประเทศไทย (กทท.) จึงจัดทำกรับฟังความเห็นสาธารณะเพื่อปรับปรุง TOR ให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้ประมูลมากขึ้น ส่งผลให้การประมูลมีแนวโน้มล่าช้าออกไปจากกำหนดการเดิมค่อนข้างมาก

แผนภาพที่ 45: การลงทุนภาครัฐมีแนวโน้มล่าช้าจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใน EEC

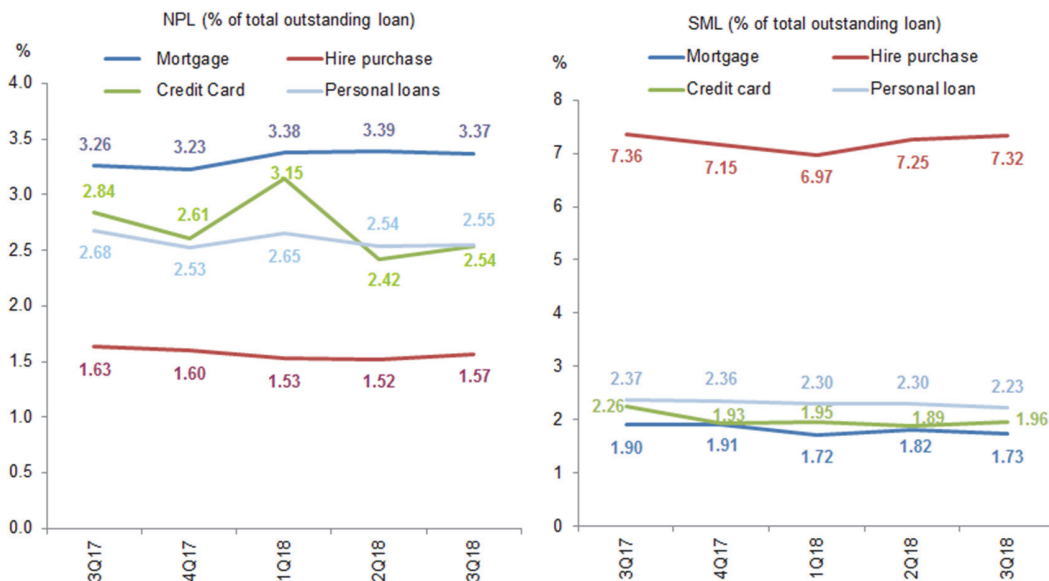


Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

NPL ของสินเชื่ออุปโภคบริโภคเร่งตัวขึ้น ส่งผลให้ ธปท. มีความกังวลด้านเสถียรภาพทางการเงิน

สินเชื่ออุปโภคบริโภคขยายตัวดีขึ้นทุกกลุ่มในไตรมาส 3 สอดคล้องกับการบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง +5.0% YoY ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดในรอบ 22 ไตรมาส อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจากคุณภาพสินเชื่อในไตรมาส 3 จะพบว่าสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อรถยนต์ทั้งประเภทสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) และสินเชื่อจัดชั้นต่ำกว่าถึงเป็นพิเศษ (SML) เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อน ขณะที่ NPL ของสินเชื่อบ้านทรงตัวอยู่ในระดับสูง ซึ่งทำให้ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) มีความกังวลต่อความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินมากขึ้น

แผนภาพที่ 46: NPL ของสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อรถยนต์เร่งตัวขึ้นใน 3Q18 ขณะที่ NPL ของสินเชื่อบ้านทรงตัวในระดับสูง



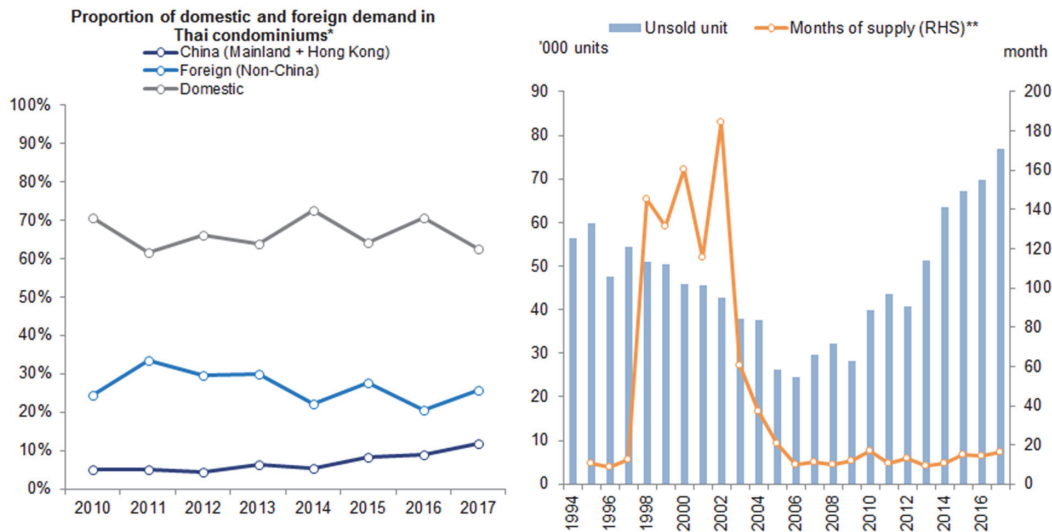
Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อุปสงค์จากจีนที่ชะลอตัวตามเศรษฐกิจจีนอาจส่งผลกระทบต่อตลาดอาคารชุดไทย

อุปสงค์ชาวต่างชาติในอาคารชุดเป็นอีกปัจจัยเสี่ยงในภาคอสังหาริมทรัพย์ หากพิจารณาสัดส่วนอุปสงค์ของคนไทยและชาวต่างชาติในอาคารชุด โดยเราคำนวณอุปสงค์จากมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์อาคารชุดในกรุงเทพฯและปริมณฑล ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 80% ของมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ทั่วประเทศ พบว่าอุปสงค์ชาวต่างชาติโดยเฉพาะจีน มีความสำคัญต่อตลาดอาคารชุดมากขึ้น สะท้อนได้จากสัดส่วนอุปสงค์จากจีนที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดยสัดส่วนของอุปสงค์จากจีนในปี 2017 เพิ่มขึ้นเป็น 13% จาก 5% ในปี 2010

เราคาดว่าเศรษฐกิจจีนที่จะชะลอในปีนี้ รวมทั้งค่าเงินหยวนที่คาดว่าจะอ่อนค่าต่อเนื่อง อาจส่งผลให้อุปสงค์ในตลาดอาคารชุดไทยของจีนลดลง ซึ่งจะทำให้อุปทานส่วนเกินในตลาดอาคารชุดไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง หลังจากที่อุปทานส่วนเกินอยู่ในระดับที่สูงกว่าช่วงก่อนเกิด Asian Financial Crisis ในปี 1997 ตั้งแต่ปี 2013 เป็นต้นมา

แผนภาพที่ 47: อุปสงค์จากจีนในปี 2017 เพิ่มขึ้นเป็น 13% จาก 5% ในปี 2010



* Demand is explained by registered value in Bangkok Metropolitan Region which accounts around 80% of national registered value

** Months of supply are the period to sell unsold unit given no new launching units and selling rate per month equals its average of past 12 months

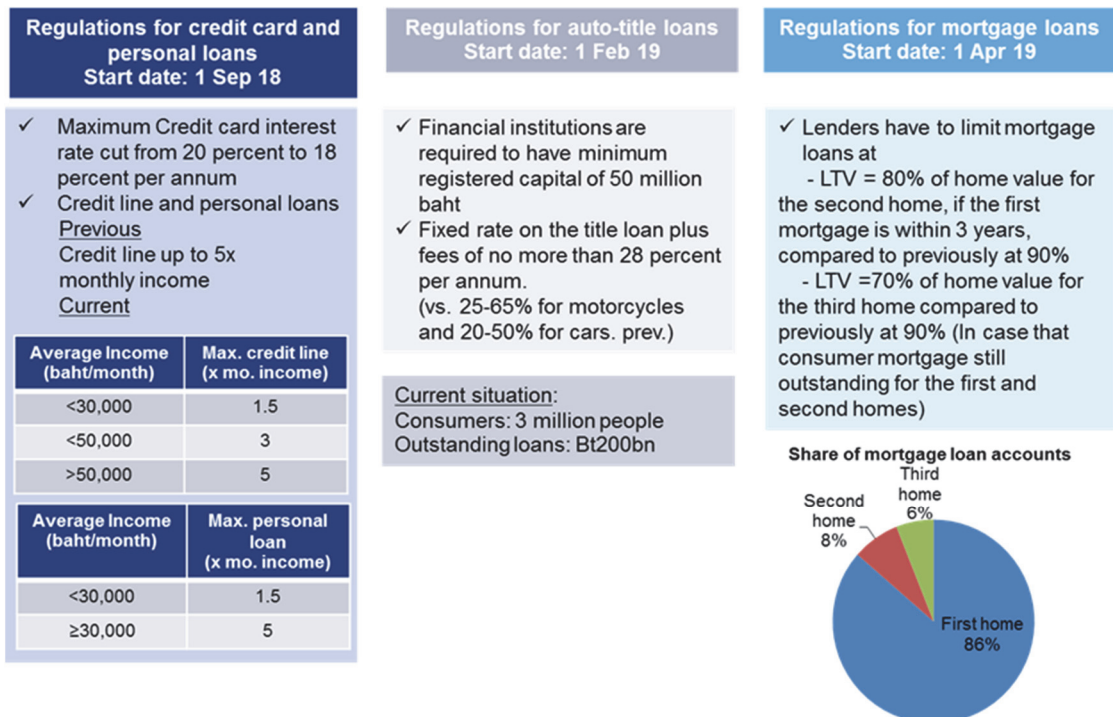
Source: Real Estate Information Center (REIC), Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ธปท. ระดมออกมาตรการ Macroprudential เพื่อลดความเสี่ยงด้านเสถียรภาพการเงิน

ภายใต้ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินที่เพิ่มขึ้น ธปท. ออกมาตรการ Macroprudential ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ใช้แก้ปัญหาความเสี่ยงในระบบการเงินได้อย่างตรงจุดและมีความยืดหยุ่นกว่าการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะมีผลกระทบต่อภาพรวมเศรษฐกิจทั้งการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อและเสถียรภาพทางการเงิน

ในช่วงที่ผ่านมา ธปท. ระดมออกมาตรการ Macroprudential เพื่อลดความเสี่ยงของภาคเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยง อาทิ 1) มาตรการดูแลสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลที่กำหนดวงเงินสินเชื่อตามรายได้ต่อเดือนจากเดิมที่กำหนดเพดานของการปล่อยสินเชื่อสูงสุดไม่เกิน 5 เท่าของเงินเดือน 2) มาตรการกำกับดูแลการประกอบธุรกิจสินเชื่อที่มีทะเบียนรถยนต์เป็นประกันที่กำหนดให้ผู้ประกอบการต้องมีทุนจดทะเบียนไม่ต่ำกว่า 50 ล้านบาทและสามารถจัดเก็บดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมไม่เกิน 28% ต่อปี 3) มาตรการกำกับดูแลสินเชื่อที่อยู่อาศัย ที่กำหนดอัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (Loan to Value) ของการปล่อยกู้ที่อยู่อาศัยหลังที่ 2 และหลังที่ 3 ลดลง

แผนภาพที่ 48: ธปท. ออกมาตรการ Macroprudential เพื่อกำกับดูแลภาคเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยง



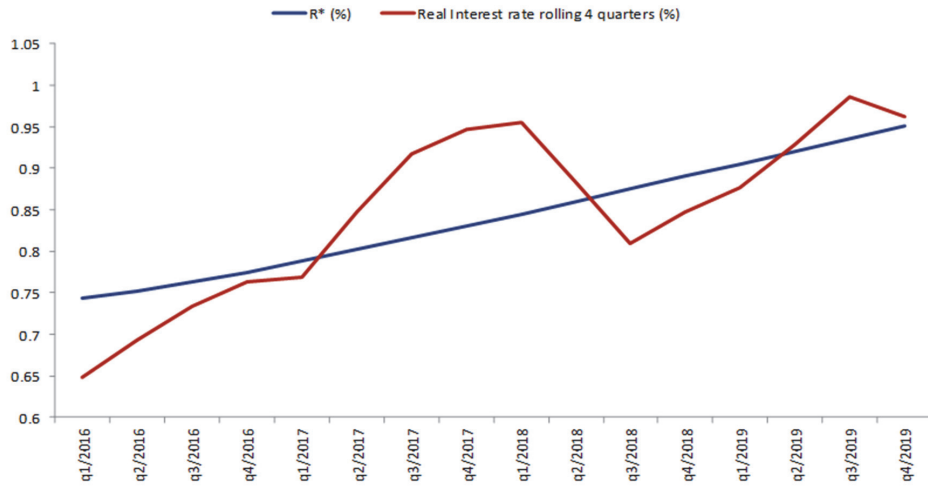
Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นอาจทำให้นโยบายการเงินมีความเข้มงวดเกินไป

ด้วยอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันที่ 1.75% และอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่ทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 0.7%YoY ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยในปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 1.0% ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ย Neutral Rate (อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระดับปกติที่ไม่ส่งผลกระตุ้นหรือชะลอเศรษฐกิจ) ที่เราประเมินโดยตาม Model ของ Laubach and Williams (2003) ที่ประมาณ 0.9% ซึ่งหมายความว่า หากธนาคารแห่งประเทศไทยยังปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นจากระดับปัจจุบัน นโยบายการเงินก็จะเริ่มเข้าสู่ภาวะตึงตัว (Tightening Stance) ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง และขัดแย้งกับแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ระบุไว้ในรายงานคณะกรรมการนโยบายการเงินที่ต้องการดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายต่อเนื่องและเอื้อต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ

นอกจากนั้น แนวโน้มความเสี่ยงจากการชะลอตัวในภาคต่างประเทศ และการลงทุนภาคเอกชนที่อาจได้รับผลกระทบจากความล่าช้าของการลงทุนภาครัฐในปีนี้ ซึ่งสะท้อนจากข้อมูลการส่งออก รวมทั้งดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมที่ชะลอลง อาจส่งผลให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจต่ำกว่าที่คาด ทำให้เราคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับปัจจุบันตลอดทั้งปีเพื่อให้ให้นโยบายการเงินมีความผ่อนคลายเพื่อให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจมีความต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 49: การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอาจทำให้นโยบายการเงินเข้าสู่สภาวะตึงตัว ซึ่งสวนทางกับความต้องการของ กนง.



Note: Neutral rate denotes by R^* is the rate at which monetary policy is neither contractionary nor expansionary. We follow Laubach and Williams (2003) method in defining R^*

Source: Bank of Thailand (BoT), Ministry of Commerce (MoC), 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

สาขานาครนอกเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854
	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 673 7017
	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 745 6360	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 937 0909
	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 4	: 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์	: 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2	: 02 416 0811
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกชัย ชั้น M	: 02 108 2998	เกสโก้โรดส์ พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เกสโก้โรดส์ รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315	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

สาขานาครในเขตภูมิภาค

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