



# TIPS

July  
2019

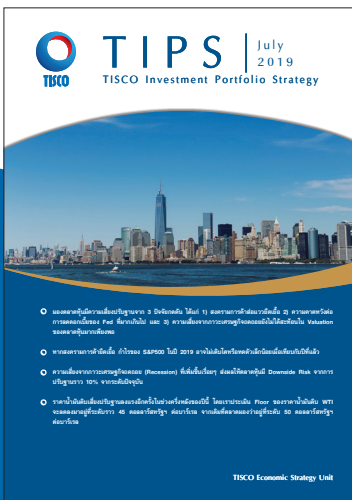
TISCO Investment Portfolio Strategy



- มองตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐานจาก 3 ปัจจัยกดดัน ได้แก่ 1) สงครามการค้าส่อแววยืดเยื้อ 2) ความคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed ที่มากเกินไป และ 3) ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังไม่ได้สะท้อนใน Valuation ของตลาดหุ้นมากเพียงพอ
- หากสงครามการค้ายืดเยื้อ กำไรของ S&P500 ในปี 2019 อาจไม่เติบโตหรือหดตัวเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว
- ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้ตลาดหุ้นมี Downside Risk จากการปรับฐานราว 10% จากระดับปัจจุบัน
- ราคาน้ำมันดิบเสี่ยงปรับฐานลงแรงอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยเราประเมิน Floor ของราคาน้ำมันดิบ WTI จะลดลงมาอยู่ที่ระดับราว 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จากเดิมที่ตลาดมองว่าอยู่ที่ระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

## Contents

|                              |    |
|------------------------------|----|
| ○ Executive Summary          | 3  |
| ○ Global Investment Strategy | 4  |
| ตลาดหุ้น                     | 7  |
| ตลาดตราสารหนี้               | 15 |
| ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์           | 17 |
| ○ Global Economic Insights   | 21 |
| เศรษฐกิจสหรัฐฯ               | 22 |
| เศรษฐกิจยุโรป                | 26 |
| เศรษฐกิจจีน                  | 30 |
| เศรษฐกิจญี่ปุ่น              | 35 |
| เศรษฐกิจไทย                  | 38 |



### TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล  
วิลันดา ดิสรตติวัฒน์

ชาร่า ผลพิบูลย์  
วิระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล

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

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

# Executive Summary

ตลาดหุ้นทั่วโลกมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานมากขึ้นเรื่อยๆ จาก 3 ปัจจัยกดดัน ได้แก่ 1) คาดการณ์ผลกำไรที่ยังมีความเสี่ยงถูปรับลดลงหลังสงครามการค้าส่อแววยืดเยื้อ 2) ตลาดหุ้นคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed มากเกินไปและมีโอกาสผิดหวังหาก Fed ไม่ได้ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยมากเท่าที่คาด และ 3) ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยซึ่งยังไม่ได้สะท้อนใน Valuation ของตลาดหุ้นมากเพียงพอ

ในส่วนของสงครามการค้า เราประเมินว่าหากสหรัฐฯ เดินหน้าเก็บภาษีสินค้านำเข้าทั้งหมดจากจีนที่อัตรา 25% และเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์และชิ้นส่วนจากญี่ปุ่นและยุโรปตามคำขู่ ก็จะส่งผลให้คาดการณ์ผลกำไรของดัชนี S&P500 ต้องถูกปรับลดลงอีกราว 3-5% ซึ่งจะทำให้กำไรของ S&P500 ในปี 2019 ไม่เติบโตหรืออาจมีการหดตัวเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว

ในขณะที่ตลาดคาดหวังว่าจะได้เห็น Fed ลดดอกเบี้ยลง 3 ครั้งภายในปีนี้ (ก.ค., ก.ย. และ ธ.ค.) และอีกหนึ่งครั้งในปีหน้า ซึ่งรวมทั้งหมดเป็นการลดดอกเบี้ย 4 ครั้งรวม 1% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า ซึ่งตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปมากแล้ว โดย P/E ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ พื้นตัวขึ้นมาราว 18% จากจุดต่ำสุดในช่วงปลายปี 2018 แต่เมื่อประเมินจากสถานการณ์ในปัจจุบัน เรามองว่า Fed ไม่น่าจะลดดอกเบี้ยได้มากเท่าที่ตลาดคาดหวัง

นอกจากประเด็นระยะสั้นอย่างเรื่องสงครามการค้าและการลดดอกเบี้ยของ Fed แล้ว ตลาดหุ้นยังต้องเผชิญความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ซึ่งเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง จะค่อยๆ ทอยถูกสะท้อนเข้าไปใน Valuation ของตลาดหุ้น ซึ่งจะส่งผลกดดันให้ P/E ของตลาดหุ้นทยอยลดลงเรื่อยๆ ในช่วง 12 เดือนก่อน Recession เหมือนในอดีตที่ผ่านมา และทำให้ตลาดหุ้นมี Downside Risk จากการปรับฐานราว 10% จากระดับปัจจุบัน

ด้านตลาดน้ำมันดิบ เราประเมินว่า ตลาดน้ำมันดิบโลกจะกลับมาเผชิญกับภาวะสต็อกน้ำมันดิบล้นตลาด (Oil Supply Surplus) อีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจำนวนมาก ดังนั้นราคาน้ำมันดิบจึงเสี่ยงที่จะปรับฐานลงแรงอีกครั้ง โดยประเมินว่า Floor ของราคาน้ำมันดิบ WTI จะอยู่ที่ระดับราว 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

# Global Investment Strategy

## Key Recommendations

- มองตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐานจาก 3 ปีจackingดัน ได้แก่ 1) สงครามการค้าส่อแววยืดเยื้อ 2) ความคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed ที่มากเกินไป และ 3) ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังไม่ได้สะท้อนใน Valuation ของตลาดหุ้นมากเพียงพอ
- หากสงครามการค้ายืดเยื้อ กำไรของ S&P500 ในปี 2019 อาจไม่เติบโตหรือหดตัวเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว
- ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้ตลาดหุ้นมี Downside Risk จากการปรับฐานราว 10% จากระดับปัจจุบัน
- ราคาน้ำมันดิบเสี่ยงปรับฐานลงแรงอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยเราประเมิน Floor ของราคาน้ำมันดิบ WTI จะลดลงมาอยู่ที่ระดับราว 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จากเดิมที่ตลาดมองว่าอยู่ที่ระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

## Past Performance

| ASEAN                      | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
|----------------------------|---------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| Thailand SET               | 1,667   | 0.2%  | 3.7%   | 3.1%   | 5.3%  | 6.6%  | -0.7%  |
| Philippines PCOMP          | 7,909   | -0.9% | 4.3%   | 0.5%   | 6.6%  | 5.9%  | 6.7%   |
| Indonesia JCI              | 6,191   | -1.6% | 6.2%   | -4.9%  | 1.8%  | -0.1% | 3.3%   |
| Singapore STI              | 3,208   | 0.0%  | 0.1%   | -0.2%  | 5.3%  | 4.5%  | -3.5%  |
| Malaysia KLCI              | 1,638   | -0.8% | 2.1%   | -3.1%  | 0.2%  | -3.1% | -6.0%  |
| Asia                       | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| HK HSI                     | 27,227  | -1.3% | -2.6%  | -7.4%  | 5.5%  | 5.3%  | -10.2% |
| China H HSCEI              | 10,429  | -0.9% | -2.4%  | -10.7% | 1.9%  | 3.0%  | -12.1% |
| MSCI China                 | 75      | -2.2% | -3.7%  | -11.1% | 4.9%  | 5.9%  | -19.9% |
| China CSI300               | 3,655   | 1.2%  | 0.2%   | -5.1%  | 16.8% | 21.4% | -2.6%  |
| Taiwan TWSE                | 10,568  | -0.4% | 1.8%   | 0.5%   | 8.7%  | 8.6%  | -4.7%  |
| Korea KOSPI                | 2,098   | -0.7% | 2.0%   | -3.7%  | 1.7%  | 2.8%  | -11.7% |
| MSCI Korea                 | 627     | -1.4% | 2.3%   | -3.2%  | 2.7%  | 3.8%  | -11.7% |
| India SENSEX               | 38,961  | -2.1% | 2.7%   | 2.3%   | 7.2%  | 8.0%  | 9.6%   |
| MSCI India                 | 1,325   | -2.3% | 2.4%   | 0.3%   | 4.5%  | 4.9%  | 5.0%   |
| Developed Market           | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| Australia AS 200           | 6,543   | 0.0%  | 2.8%   | 5.7%   | 17.1% | 15.9% | 7.2%   |
| Japan TOPIX                | 1,544   | -1.1% | -0.7%  | -4.3%  | -1.2% | 3.3%  | -12.9% |
| Japan Nikkei 225           | 21,135  | -0.3% | -0.5%  | -2.1%  | 0.1%  | 5.6%  | -6.8%  |
| Europe STOXX600            | 378     | 0.1%  | -0.8%  | -1.0%  | 11.2% | 12.1% | -1.9%  |
| Euro STOXX50               | 3,383   | -0.1% | -1.2%  | -0.1%  | 11.3% | 12.7% | -2.4%  |
| US Dow Jones               | 26,113  | 0.2%  | 1.4%   | 0.8%   | 10.3% | 11.9% | 4.5%   |
| US S&P500                  | 2,890   | 0.1%  | 1.1%   | 2.0%   | 13.5% | 15.3% | 4.2%   |
| MSCI US REITs              | 1,260   | 2.0%  | 2.3%   | 5.7%   | 14.0% | 19.2% | 13.1%  |
| J-REITs                    | 1,939   | 0.7%  | 0.8%   | 3.0%   | 7.4%  | 9.3%  | 11.1%  |
| Europe                     | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| UK FTSE 100                | 7,357   | -0.2% | 0.1%   | 0.8%   | 9.8%  | 9.4%  | -3.6%  |
| Germany DAX                | 12,086  | 0.3%  | -1.3%  | 3.7%   | 12.5% | 14.5% | -5.8%  |
| France CAC 40              | 5,391   | 0.2%  | -0.9%  | -0.4%  | 13.4% | 14.0% | -1.1%  |
| Switzerland SMI            | 9,852   | 1.1%  | 2.0%   | 3.7%   | 15.5% | 16.9% | 15.6%  |
| Portugal PSI 20            | 5,064   | -2.1% | -1.1%  | -4.2%  | 7.7%  | 7.0%  | -9.1%  |
| Spain IBEX 35              | 9,132   | -1.7% | -1.6%  | -2.9%  | 5.0%  | 6.9%  | -6.5%  |
| Italy FTSE MIB             | 20,626  | 0.7%  | -2.3%  | -2.9%  | 10.6% | 12.6% | -6.7%  |
| Latin America              | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| Brazil BOVESPA             | 97,623  | 0.2%  | 8.5%   | -2.4%  | 12.7% | 11.1% | 39.8%  |
| Chile IPSA                 | 5,025   | 0.1%  | 2.0%   | -5.6%  | -1.8% | -1.6% | -7.8%  |
| Mexico MEXBO               | 42,965  | -1.5% | -1.1%  | 1.8%   | 5.0%  | 3.2%  | -7.9%  |
| Regional                   | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| MSCI Asia Pac ex Japan     | 504     | -2.0% | 0.4%   | -4.8%  | 5.7%  | 5.7%  | -9.9%  |
| MSCI Latin America         | 2,734   | -0.5% | 8.2%   | -4.9%  | 8.4%  | 6.5%  | 13.2%  |
| MSCI All Country World     | 511     | -0.6% | 0.8%   | -0.1%  | 10.9% | 12.1% | -0.8%  |
| Commodities                | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| WTI Spot                   | 51.97   | -2.4% | -17.2% | -12.0% | 12.4% | 14.4% | -21.1% |
| Brent Spot                 | 60.99   | -2.1% | -15.5% | -9.7%  | 8.4%  | 13.4% | -19.0% |
| Brent-WTI Spread (USD/bbl) | 9.02    | 0.00  | -0.43  | 0.57   | -1.00 | 0.63  | -0.47  |
| Gold Spot                  | 1339.30 | 0.8%  | 4.9%   | 2.8%   | 7.2%  | 4.5%  | 4.7%   |
| Gold ETF Holdings (tonnes) | 2255.52 | 0.6%  | 2.8%   | 1.1%   | 4.2%  | 2.0%  | 2.1%   |
| Bloomberg Agri Subindex    | 42.54   | 3.8%  | 11.2%  | 4.1%   | -0.7% | 2.4%  | -6.6%  |
| Thai Bond index            | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| ThaiBMA Govt Bond index    | 290.12  | 0.8%  | 2.5%   | 3.3%   | 4.6%  | 4.0%  | 6.5%   |
| ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)   | 204.48  | 0.1%  | 0.3%   | 0.4%   | 1.2%  | 1.0%  | 2.1%   |
| ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)   | 288.72  | 0.3%  | 1.0%   | 1.6%   | 2.9%  | 2.3%  | 3.7%   |
| ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)  | 380.69  | 0.9%  | 2.7%   | 3.8%   | 5.2%  | 4.2%  | 7.3%   |
| ThaiBMA Govt Bond (<10Y)   | 245.20  | 0.4%  | 1.2%   | 1.8%   | 2.8%  | 2.4%  | 4.0%   |
| Thai Bond Yields (bps)     | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| 1Y                         | 1.79    | -1    | 0      | -1     | 7     | 4     | 26     |
| 2Y                         | 1.77    | -3    | -6     | 2      | -6    | -4    | 6      |
| 5Y                         | 1.88    | -8    | -22    | -31    | -40   | -28   | -24    |
| 10Y                        | 2.18    | -14   | -36    | -41    | -50   | -33   | -62    |
| Spread 10Y-2Y              | 41      | -11   | -30    | -43    | -44   | -29   | -68    |
| Foreign Bond Yields (bps)  | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| US 10Y                     | 2.09    | -5    | -30    | -51    | -73   | -59   | -82    |
| Japan 10Y                  | (0.12)  | -1    | -7     | -9     | -15   | -12   | -16    |
| UK 10Y                     | 0.85    | 1     | -18    | -36    | -42   | -43   | -48    |
| German 10Y                 | (0.24)  | -3    | -14    | -33    | -50   | -49   | -65    |
| Spain 10Y                  | 0.53    | -8    | -35    | -66    | -87   | -89   | -77    |
| Italy 10Y                  | 2.30    | -6    | -36    | -20    | -66   | -44   | -31    |
| Others                     | Last    | 1W    | 1M     | 3M     | 6M    | YTD   | 1Y     |
| VIX index                  | 15.35   | -0.6  | -0.6   | 2.3    | -10.2 | -10.1 | 3.0    |
| Dollar index               | 97.50   | 0.8%  | -0.5%  | 1.0%   | 0.4%  | 1.4%  | 2.9%   |
| USD/THB                    | 31.33   | 0.2%  | -1.7%  | -1.1%  | -4.4% | -3.1% | -4.2%  |
| EUR/USD                    | 1.12    | -0.9% | 0.5%   | -0.9%  | -1.2% | -2.0% | -3.2%  |
| GBP/USD                    | 1.25    | -1.5% | -1.5%  | -5.3%  | -0.8% | -1.6% | -5.3%  |
| USD/JPY                    | 108.54  | 0.1%  | -1.3%  | -2.6%  | -3.6% | -1.0% | -1.7%  |
| USD/CNY                    | 6.93    | -0.1% | 0.1%   | 3.2%   | 0.4%  | 0.7%  | 7.6%   |
| USD/CNH                    | 6.93    | 0.1%  | -0.1%  | 3.1%   | 0.5%  | 0.9%  | 7.3%   |

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

6/18/2019

7:53:55 AM

## Asset Allocation & Investment Themes

| Asset Class             | Weighting   |         |            | Themes  |
|-------------------------|-------------|---------|------------|---|
|                         | Underweight | Neutral | Overweight |   |
| ตราสารหนี้              |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- เราคาดว่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>  |
| <b>ตราสารทุน</b>        |             |         |            |   |
| ตลาดหุ้นสหรัฐฯ          |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงมีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก</li> <li>- รัฐบาลและธนาคารกลางของสหรัฐฯ ยังคงดำเนินนโยบายทั้งการคลังและการเงินในเชิงผ่อนคลาย ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่คอยสนับสนุนตลาดการเงินสหรัฐฯ</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>  |
| ตลาดหุ้นไทย             |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากทั้งภาคต่างประเทศและในประเทศ โดยเราปรับลดคาดการณ์ GDP เป็น +3.5% YoY จากเดิมที่ +4.0% และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +3.8%</li> <li>- แต่ Valuation ของตลาดหุ้นไทยกลับมาน่าสนใจมากขึ้น หลัง Premium ของตลาดหุ้นไทยเทียบกับตลาดหุ้น Asia ex. Japan ลดลงจากระดับ 36% ในเดือน ต.ค. 2018 (ซึ่งเป็นช่วงที่เราปรับ Underweight หุ้นไทย) ลงมาต่ำกว่า 10% ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำสุดในรอบเกือบ 2 ปี</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul> |
| ตลาดหุ้นจีน             |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจจีนเริ่มชะลอตัวลงเข้าสู่ไตรมาส 2 หลังรัฐบาลลดการกระตุ้นเศรษฐกิจก่อนหน้านี้ลง หลังเศรษฐกิจไตรมาส 1 ขยายตัวดีกว่าคาดที่ 6.4% YoY</li> <li>- ขณะเดียวกัน ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่รุนแรงขึ้น ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>  |
| ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ     |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวัน อยู่ในระดับสูง</li> <li>- คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนในเกาหลีและไต้หวันเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และอุปสงค์ที่อ่อนแอของสินค้าประเภท Smartphone, PCs และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>   |
| ตลาดหุ้นอินเดีย         |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- การเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูง ประกอบกับ Fund Flows ต่างชาติได้ไหลเข้าตลาดหุ้นอินเดีย เป็นจำนวนมากในช่วงที่ผ่านมา จากความคาดหวังในการเลือกตั้ง</li> <li>- แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>  |
| ตลาดหุ้นญี่ปุ่น         |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคในช่วงเดือน ต.ค. นี้</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>  |
| ตลาดหุ้นยุโรป           |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลี และอังกฤษ (Brexit) ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป</li> <li>- Earnings Growth อยู่ในระดับต่ำ ขณะเดียวกันยุโรปมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรของบริษัทจดทะเบียน</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>   |
| ตลาดหุ้นละตินอเมริกา    |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- โครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ</li> <li>- มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>  |
| <b>การลงทุนทางเลือก</b> |             |         |            |   |
| ทองคำ                   |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ความเสี่ยงทางการเมืองและเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในปี</li> <li>- คงคำแนะนำ Overweight</li> </ul>  |
| น้ำมัน                  |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาน้ำมันดิบได้สะท้อนมาตรการลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC ไปมากแล้ว</li> <li>- คาดว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ จะทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้</li> <li>- ลดน้ำหนักเป็น Underweight</li> </ul>  |
| US REITs                |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีที่น่าสนใจ</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>   |
| J-REITs                 |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาที่ดินญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน</li> <li>- นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง</li> <li>- คงคำแนะนำ Neutral</li> </ul>   |
| Europe REITs            |             |         |            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- โดนกระทบจากราคาสินทรัพย์ในอังกฤษ</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>   |

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

# ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นทั่วโลกมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานมากขึ้นเรื่อยๆ หลังในช่วงที่ผ่านมาตลาดหุ้นปรับเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว แม้สงครามการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ จะยังไม่มีทิศทางผ่อนคลายลง โดยปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนการฟื้นตัวของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมาคือ ความคาดหวังของนักลงทุนต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งเรามองว่ามากเกินไป และมีโอกาสที่จะผิดหวังหาก Fed ไม่ได้ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยมากเท่าที่คาด

## มองตลาดมีความเสี่ยงปรับฐานจาก 3 ปัจจัยกดดัน

มองตลาดหุ้นมีความเสี่ยงปรับฐานจาก 3 ปัจจัยกดดัน ได้แก่ 1) คาดการณ์ผลกำไรที่ยังมีความเสี่ยงถูกปรับลดลงหลังสงครามการค้าส่อแววยืดเยื้อ 2) ตลาดหุ้นคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed มากเกินไปและมีโอกาสผิดหวังหาก Fed ไม่ได้ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยมากเท่าที่คาด และ 3) ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยซึ่งยังไม่ได้สะท้อนใน Valuation ของตลาดหุ้นมากเพียงพอ

## สงครามการค้ายกระดับขึ้นและยังไม่ได้ถูกสะท้อนไปในประมาณการผลกำไรมากเพียงพอ

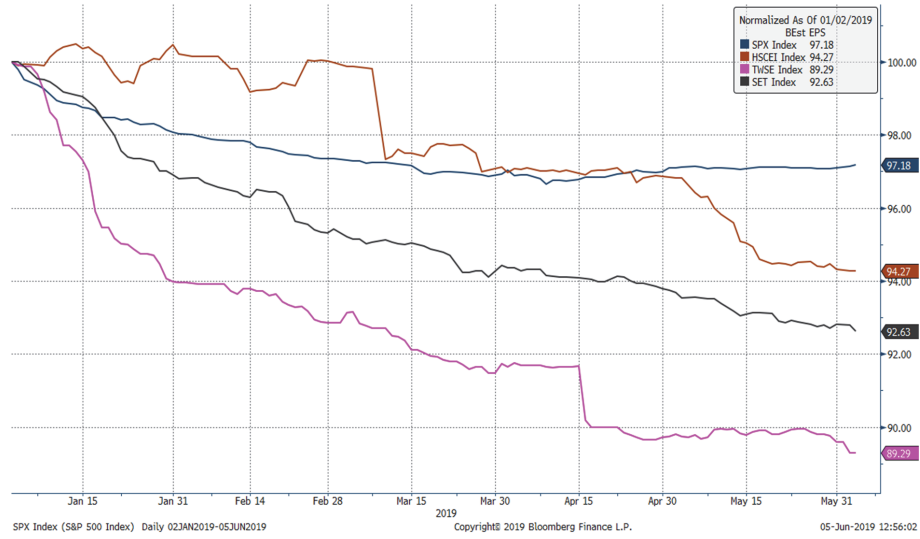
ดัชนี S&P500 ของสหรัฐฯ ทำจุดสูงสุดตลอดกาลที่ 2,945.83 จุด ณ สิ้นเดือน เม.ย. ก่อนจะปรับฐานลงตลอดเดือน พ.ค. จากความกังวลจากสงครามการค้าที่ปะทุขึ้นอีกครั้ง หลังการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ และจีน ล้มเหลว และสหรัฐฯ ประกาศเพิ่มอัตราภาษีกับสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขึ้นเป็น 25% จากเดิมที่เก็บที่ 10% และคาดว่าจะขึ้นภาษีกับสินค้านำเข้าจากจีนในรายการที่เหลือที่มีมูลค่ารวม 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อีกด้วย นอกจากนั้นสหรัฐฯ ยังได้ประกาศแบนหัวเหว่ยซึ่งเป็นบริษัทคมนาคมยักษ์ใหญ่ของจีน ซึ่งนับเป็นการขยายวงของความขัดแย้งไปสู่บริษัทเอกชน

นอกจากประเด็นขัดแย้งกับจีน สหรัฐฯ ยังเปิดเกมการต่อรองทางการค้าอีกหลายด้าน ทั้งในด้านอุตสาหกรรมรถยนต์ ซึ่งสหรัฐฯ ชูจะเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ในอัตรา 25% เพื่อลดการขาดดุลการค้ากับยุโรปและญี่ปุ่น รวมไปถึงอุตสาหกรรมเครื่องบิน ซึ่งความขัดแย้งระหว่าง Airbus กับ Boeing อาจนำไปสู่การขึ้นภาษีนำเข้าเครื่องบินและส่วนประกอบจากยุโรปอีกด้วย

ท่าทีของจีนก็เริ่มแข็งกร้าวขึ้น โดยจีนมีการประกาศขึ้นภาษีตอบโต้กับสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ มูลค่า 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในอัตรา 5-25% และชูว่าจะจำกัดการส่งออกแร่ Rare Earth ซึ่งเป็นวัตถุดิบสำคัญในการผลิตอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์หลายประเภท นอกจากนั้นจีนยังได้มีการประกาศเตือนนักท่องเที่ยวที่จะเดินทางไปสหรัฐฯ โดยอ้างถึงเหตุผลด้านความปลอดภัย และประกาศจะรวบรวมรายชื่อบริษัทเอกชนที่ทำธุรกิจอย่างไม่เป็นธรรมกับบริษัทจีน (Unreliable Entity List) ซึ่งจะมีมาตรการตอบโต้ต่อไป

ผลกระทบจากสงครามการค้าที่ยกระดับขึ้น ยังไม่ได้ถูกสะท้อนไปในประมาณการของวิเคราะห์มากเท่าที่ควร โดยได้สังเกตจากประมาณการผลกำไรของดัชนี S&P500 ในปี 2019 ซึ่งทรงตัวตลอดทั้งเดือน พ.ค. และไม่ได้มีการถูกปรับลดลงตามความเสี่ยงของสงครามการค้าที่เพิ่มมากขึ้น เราประเมินว่าหากสหรัฐฯ เดินหน้าเก็บภาษีสินค้านำเข้าทั้งหมดจากจีนที่อัตรา 25% และเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์และชิ้นส่วนจากญี่ปุ่นและยุโรปตามคำขู ก็ส่งผลให้คาดการณ์ผลกำไรของดัชนี S&P500 ต้องถูกปรับลดลงอีกราว 3-5% ซึ่งจะทำให้กำไรของ S&P500 ในปี 2019 ไม่เติบโตหรืออาจมีการหดตัวเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว

แผนภาพที่ 1: ประมาณการผลกำไรของดัชนี S&P500 ทรงตัวตลอดเดือน พ.ค. และไม่ได้มีการถูกปรับลดลงตามความเสี่ยงของสงครามการค้าที่เพิ่มมากขึ้น



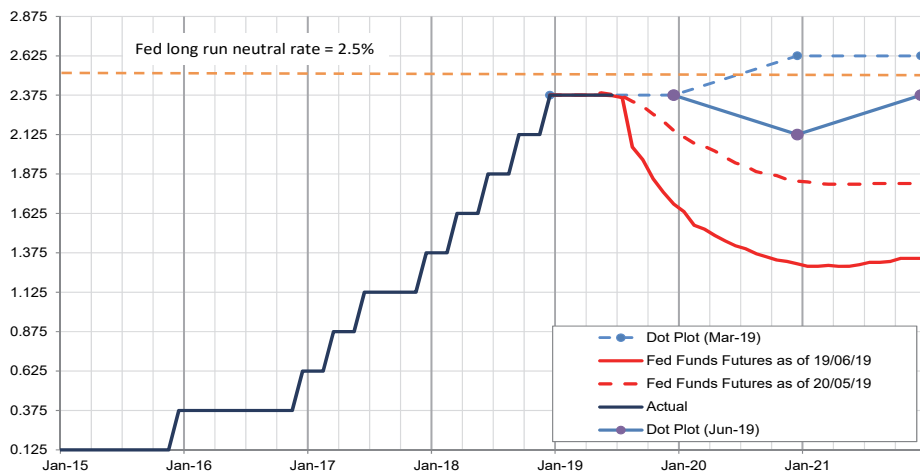
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ความหวังว่า Fed จะลดดอกเบี้ย หนุตลาดพันธบัตร**

แม้สงครามการค้าจะยังไม่มีทิศทางที่จะผ่อนคลายลง แต่ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ก็ได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงเดือน มิ.ย. จนดัชนีกลับขึ้นมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่าจุดสูงสุดเดิมแค่เพียง 2% เท่านั้น โดยปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนการฟื้นตัวของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมา ได้แก่ความคาดหวังว่า Fed จะกลับมาลดดอกเบี้ยลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้านั่นเอง

ตลาดซื้อขายล่วงหน้า Fed Funds Futures สะท้อนว่า ในขณะที่ตลาดคาดหวังว่าจะได้เห็น Fed ลดดอกเบี้ยลง 3 ครั้งภายในปีนี้ (ก.ค., ก.ย. และ ธ.ค.) และอีกหนึ่งครั้งในปีหน้า ซึ่งรวมทั้งหมดเป็นการลดดอกเบี้ย 4 ครั้งรวม 1% ในช่วง 2 ปีข้างหน้า

แผนภาพที่ 2: ตลาดคาดหวังว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลง 3 ครั้งภายในปีนี้ (ก.ค., ก.ย. และ ธ.ค.) และอีกหนึ่งครั้งในปีหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



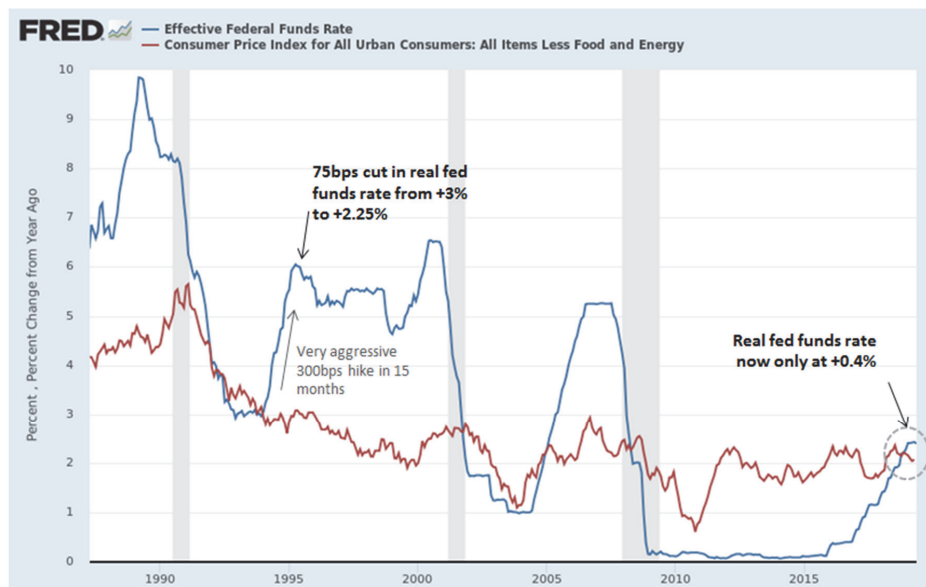
## แต่ Fed ไม่น่าจะลดดอกเบี้ยได้มากเท่าที่ตลาดหวัง

การที่ Fed กลับมาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงกลางวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นนั้นไม่ใช่เรื่องที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อน แต่ Fed เคยทำมาแล้วในปี 1995 ซึ่งในช่วงนั้น Fed ได้เริ่มขึ้นดอกเบี้ยจาก 3% ณ ต้นปี 1994 มาอยู่ที่ 6% ในไตรมาส 1/1995 แล้วกลับมาลดดอกเบี้ยลง 3 ครั้งรวม 75bps ในช่วงปี 1995 - 1996 มาอยู่ที่ 5.25% ณ ต้นปี 1996 ก่อนที่จะกลับมาขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งตอนต้นปี 1997

แต่เมื่อประเมินจากสถานการณ์ในปัจจุบัน เรามองว่า Fed ไม่น่าจะลดดอกเบี้ยได้มากเท่าช่วงปี 1995 เนื่องจาก

1. อัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ในปัจจุบันยังอยู่ต่ำเพียง 2.5% ซึ่งต่ำกว่าในช่วงต้นปี 1995 ที่อยู่ที่ 6% เป็นอย่างมาก
2. อัตราเงินเฟ้อ (Headline CPI) ในปัจจุบันอยู่ที่ราว 2% ซึ่งหาก Fed ลดดอกเบี้ยลงอีกเพียง 2 ครั้ง (50bps) ก็จะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Policy Rate หรืออัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate หักด้วยอัตราเงินเฟ้อ) กลับไปติดลบ ซึ่ง Fed คงพยายามหลีกเลี่ยงหากเศรษฐกิจยังไม่มีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอย
3. Fed ขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้ในอัตราที่ช้ากว่าปกติเป็นอย่างมาก โดยใช้เวลาลงถึง 3 ปีในการขึ้นดอกเบี้ยเพียง 2.25% จาก 0.25% ในปี 2015 มาอยู่ที่ 2.5% ในปัจจุบัน แต่ในปี 1994 Fed ได้ขึ้นดอกเบี้ยถึง 3% ภายในเวลาเพียง 15 เดือน
4. ปี 1995 นั้นอยู่ในช่วงต้นวัฏจักร ซึ่งเศรษฐกิจสหรัฐฯ เพิ่งเริ่มฟื้นตัวจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 91 ซึ่งทำให้การลดดอกเบี้ยสามารถช่วยกระตุ้นอุปสงค์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่เศรษฐกิจปัจจุบันนั้นอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร (10 ปีหลังเกิด Subprime Crisis) และอัตราการว่างงานได้ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 50 ปี ดังนั้นการลดดอกเบี้ยจึงอาจไม่ส่งผลกระตุ้นอุปสงค์ได้มากนัก

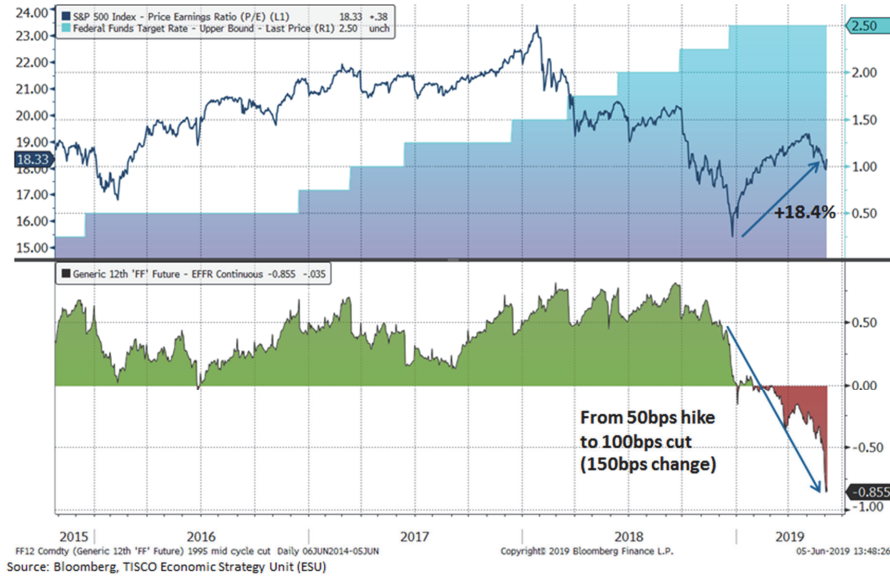
*แผนภาพที่ 3: Fed ไม่น่าจะลดดอกเบี้ยได้มากเท่าช่วงปี 1995 เนื่องจาก อัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ในปัจจุบันยังอยู่ต่ำเพียง 2.5% ซึ่งต่ำกว่าในช่วงต้นปี 1995 ที่อยู่ที่ 6% เป็นอย่างมาก*



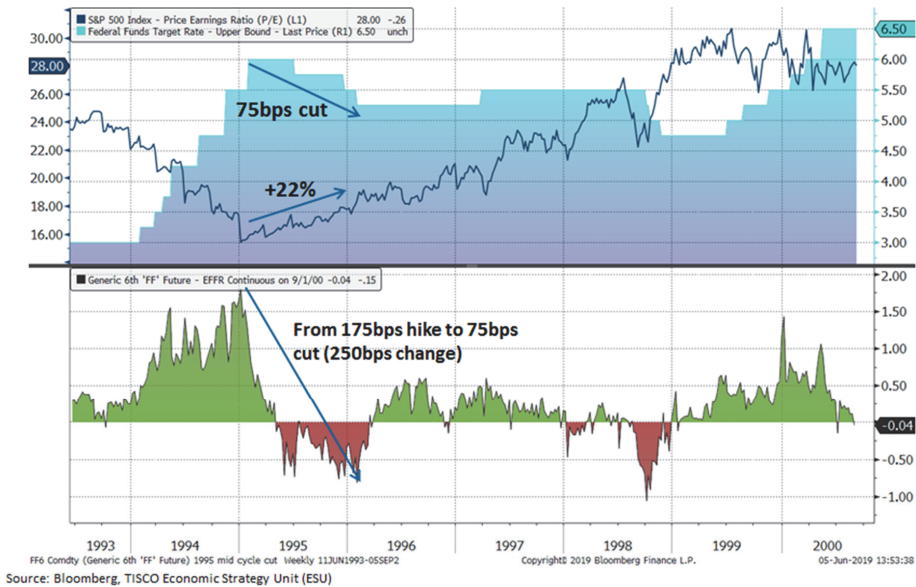
Source: BLS, Board of Governors, Fred

ตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปมากแล้ว โดย P/E ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ พุ่งตัวขึ้นมาราว 18% จากจุดต่ำสุดในช่วงปลายปี หลัง Fed เริ่มส่งสัญญาณว่าจะหยุดขึ้นดอกเบี้ย และอาจกลับมาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจหากมีความจำเป็น ซึ่งใกล้เคียงกับในช่วงปี 1995 ระดับ P/E ของดัชนี S&P500 พุ่งตัวขึ้น 22% ในช่วงที่ Fed ลดดอกเบี้ยลง 75bps

แผนภาพที่ 4: ตลาดหุ้นได้ซึมซับข่าวดีจากการลดดอกเบี้ยไปมากแล้ว โดย P/E ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ พุ่งตัวขึ้นมาราว 18% จากจุดต่ำสุดในช่วงปลายปี 2018



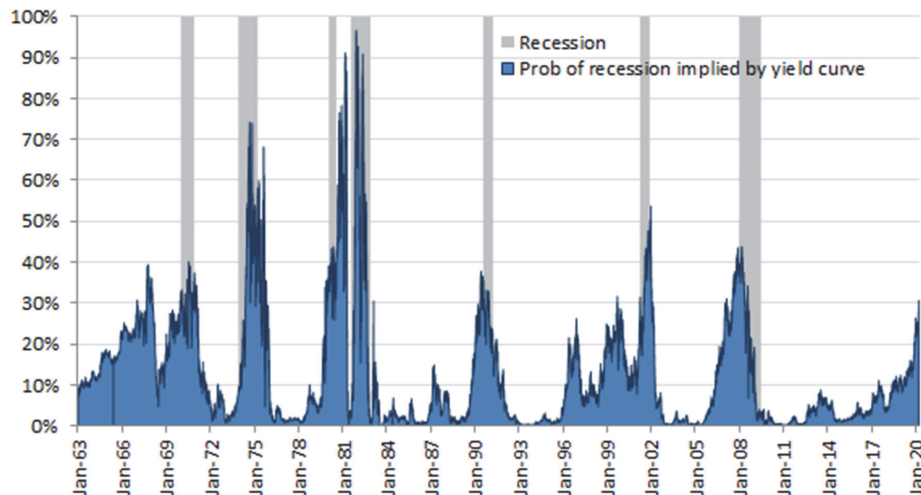
แผนภาพที่ 5: ในช่วงปี 1995 ระดับ P/E ของดัชนี S&P500 พุ่งตัวขึ้น 22% ในช่วงที่ Fed ลดดอกเบี้ยลง 75bps



## ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังไม่ได้สะท้อนใน Valuation ของตลาดหุ้นมากเพียงพอ

นอกจากประเด็นระยะสั้นอย่างเรื่องสงครามการค้าและการลดดอกเบี้ยของ Fed แล้ว ตลาดหุ้นยังต้องเผชิญความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ซึ่งเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงอย่างเห็นได้ชัดในช่วงที่ผ่านมา เช่น ดัชนีภาคการผลิตที่ลดลงต่ำสุดในรอบหลายปีในสหรัฐฯ และลดลงต่ำกว่า 50 จุด ซึ่งสะท้อนถึงการหดตัวของภาคการผลิตในจีน ญี่ปุ่นและยุโรป นอกจากนี้การจ้างงานในสหรัฐฯ ในเดือนพ.ค. ยังชะลอตัวลงเป็นอย่างมาก ประกอบกับสัญญาณจาก Yield Curve ที่กลับมา Invert อีกครั้ง ซึ่งชี้ว่าความน่าจะเป็นในการเกิด Recession ในสหรัฐฯ ในช่วง 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 30%

แผนภาพที่ 6: ความน่าจะเป็นในการเกิด Recession ในสหรัฐฯ ในช่วง 1 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 30%



Source: New York Fed, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในขณะที่ภาครัฐมีเครื่องมือในการกระตุ้นเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัด ทั้งจากนโยบายการเงินที่ดอกเบี้ยยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งทำให้ Fed ไม่สามารถลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจได้มากเท่ากับในอดีต ยิ่งไปกว่านั้นการลดดอกเบี้ยในช่วงปลายวัฏจักรอาจไม่สามารถส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจได้มากนัก เครื่องมือพิเศษอย่าง QE น่าจะถูกนำกลับมาใช้อีกครั้ง แต่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจอาจไม่ได้มีมากเท่ากับในอดีต ส่วนเครื่องมือด้านการคลัง เช่น การลดภาษี หรือการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ นั้นถูกจำกัดจากงบประมาณสหรัฐฯ ที่ขาดดุลสูงเป็นประวัติการณ์ ซึ่งเป็นผลลัพธ์จากการลดภาษีของประธานาธิบดี Trump ในปีที่แล้ว

เราศึกษาข้อมูลของการเกิด Recession ในสหรัฐฯ ย้อนหลังไป 7 ครั้งในอดีตตั้งแต่ปี 1969 พบว่าตลาดหุ้น (S&P500) มีการปรับฐานราว 20-60% ในช่วงที่เกิด Recession โดยตลาดหุ้นมักทำจุดสูงสุดในช่วง 6 เดือนก่อนเกิด Recession และต่ำสุด 10 เดือนหลังจากที่เกิด Recession

โดยปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อความรุนแรงของการปรับฐานของตลาดหุ้น (S&P500) ในอดีตได้แก่ 1) ความยาวนานของ Recession และ 2) P/E (Trailing) ของตลาดหุ้นในช่วงก่อนเกิด Recession กล่าวคือ หาก Recession มีความยาวนานมาก และตลาดหุ้น Trade ที่ P/E สูง ก็จะทำให้ตลาดมีการปรับฐานรุนแรง เราประเมินความรุนแรงในการปรับฐานของตลาดหุ้นในกรณีเกิด Recession โดยการวิเคราะห์สมการถดถอย (Linear Regression) โดยใช้ข้อมูลของการเกิด Recession ในอดีต ซึ่งพบว่า Model ดังกล่าวสามารถทำนายการปรับฐานของตลาดในอดีตได้ใกล้เคียงกับที่เกิดขึ้นจริง

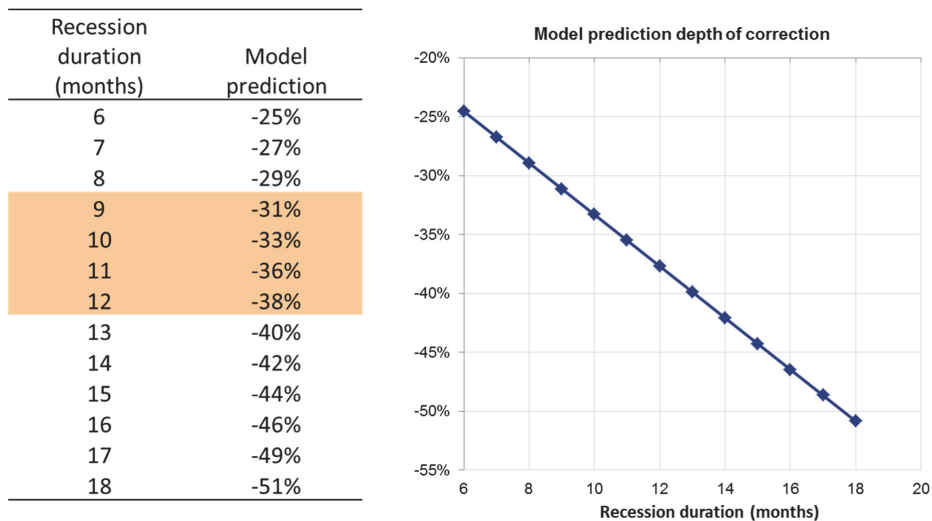
แผนภาพที่ 7: Model ทำนายการปรับฐานของตลาดให้ในช่วง Recession

|                      |                             |              | intercept                    | 0.20233          |
|----------------------|-----------------------------|--------------|------------------------------|------------------|
|                      |                             |              | coeff 1 (Recession Duration) | -0.02192         |
|                      |                             |              | coeff 2 (Peak P/E)           | -0.01674         |
| Recession start date | Recession duration (months) | Peak P/E (x) | % Market Correction          | Model prediction |
| Dec-69               | 12                          | 18.1         | -36%                         | -36%             |
| Nov-73               | 17                          | 19.2         | -48%                         | -49%             |
| Jan-80               | 7                           | 9.5          | -17%                         | -11%             |
| Jul-81               | 17                          | 9.1          | -27%                         | -32%             |
| Jul-90               | 9                           | 15.4         | -20%                         | -25%             |
| Mar-01               | 9                           | 29.8         | -49%                         | -49%             |
| Dec-07               | 19                          | 17.4         | -57%                         | -51%             |
| Nov-20               | ?                           | 18.9         | ?                            | ?                |

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สำหรับการประเมินการปรับฐานในอนาคต เรายังไม่ทราบว่า Recession ครั้งหน้าจะเกิดขึ้นยาวนานแค่ไหน แต่เราสามารถแทนค่า P/E ของตลาดในปัจจุบันที่ 18.9 เท่า เข้าไปในสมการ และคำนวณความรุนแรงของการปรับฐานของตลาดหุ้นในหลายๆ กรณีของการเกิด Recession ซึ่งเราพบว่า หาก Recession ครั้งหน้าเป็น Recession ขนาดเล็กถึงกลาง ซึ่งกินเวลา 9-12 เดือน ดัชนี S&P500 ก็จะมีโอกาสปรับฐานราว 30-40%

แผนภาพที่ 8: ดัชนี S&P500 มีโอกาสปรับฐานราว 30-40% ในการเกิด Recession ครั้งต่อไป



Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในกรณีที่เศรษฐกิจโลกยังไม่ได้ส่งสัญญาณฟื้นตัวอย่างชัดเจน ความเสี่ยงในการเกิด Recession ที่ทำให้ตลาดมี downside ประมาณ 30-40% จะต้องค่อยๆ ถูกสะท้อนไปใน Valuation ของตลาดหุ้นเพิ่มมากขึ้น

หากเราสมมติให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้น 5% ในช่วง 1 ปีข้างหน้า และมีโอกาส 30% ที่จะเกิด Recession ในช่วงดังกล่าว ซึ่งจะทำให้ตลาดปรับฐานลง 30% ซึ่งหมายความว่าในกรณีที่ไม่มีเกิด Recession (ความน่าจะเป็น 70% ที่เหลือ) ตลาดจะต้องให้ผลตอบแทน 20% ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) อยู่ที่ 5% ตามที่นักลงทุนต้องการ (ดูตามตารางคำนวณ)

|               | Prob | R               | Prob*R    |
|---------------|------|-----------------|-----------|
| Recession     | 30%  | -30%            | -9%       |
| Non-recession | 70%  | 20%             | 14%       |
|               |      | Expected return | <u>5%</u> |

หากเราประเมินจากคาดการณ์การเติบโตของผลกำไรของดัชนี S&P500 ที่ประมาณ 10% นั่นก็หมายความว่าระดับ P/E ของตลาดหุ้นจะต้องขยายตัวอีก 10% ต่อจากนี้ จึงจะทำให้ตลาดสามารถให้ผลตอบแทนได้ 20% ตามที่คาด ซึ่งไม่น่าจะเป็นไปได้หากพิจารณาถึง P/E ของตลาดในปัจจุบันที่ค่อนข้างแพงอยู่แล้ว หรือพูดอีกนัยหนึ่งก็คือตลาดจะต้องปรับฐานลง 10% (แล้วฟื้นตัวกลับมาเท่าเดิมในช่วง 1 ปีข้างหน้า) จึงจะทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทน 20% ตามที่คาด

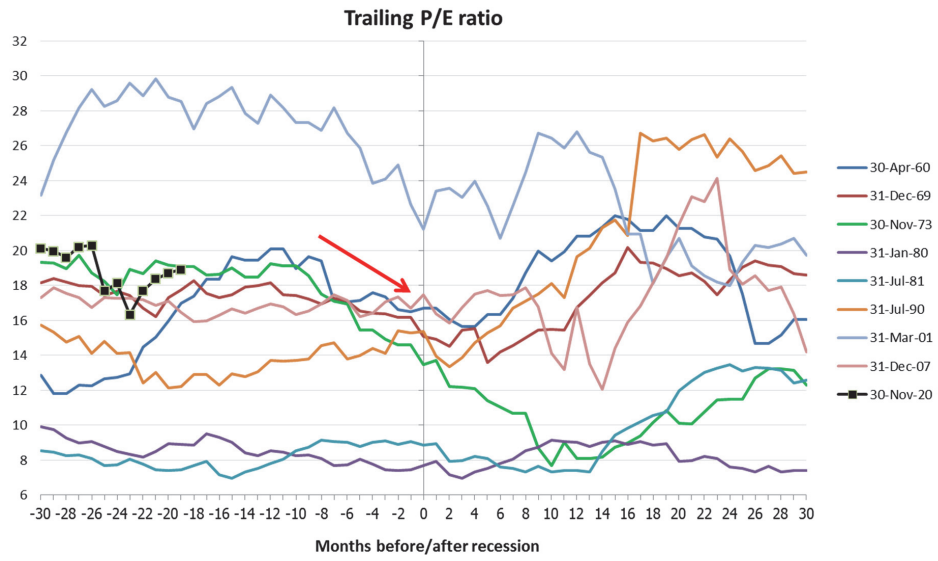
*แผนภาพที่ 9: ระดับ P/E ของตลาดหุ้นจะต้องขยายตัวอีก 10% ต่อจากนี้ จึงจะทำให้ตลาดสามารถให้ผลตอบแทนได้ 20% ตามที่คาด*

| Required return | Excess return over risk-free | Expected return from non-recession case | EPS growth | P/E expansion | Resulting P/E |
|-----------------|------------------------------|---|------------|---------------|---------------|
| 0%              | -2.4%                        | 13%                                     | 10%        | 3%            | 17.0          |
| 1%              | -1.4%                        | 14%                                     | 10%        | 4%            | 17.2          |
| 2%              | -0.4%                        | 16%                                     | 10%        | 6%            | 17.4          |
| 3%              | 0.6%                         | 17%                                     | 10%        | 7%            | 17.7          |
| 4%              | 1.6%                         | 19%                                     | 10%        | 9%            | 17.9          |
| 5%              | 2.6%                         | 20%                                     | 10%        | 10%           | 18.2          |
| 6%              | 3.6%                         | 21%                                     | 10%        | 11%           | 18.4          |
| 7%              | 4.6%                         | 23%                                     | 10%        | 13%           | 18.6          |
| 8%              | 5.6%                         | 24%                                     | 10%        | 14%           | 18.9          |
| 9%              | 6.6%                         | 26%                                     | 10%        | 16%           | 19.1          |
| 10%             | 7.6%                         | 27%                                     | 10%        | 17%           | 19.3          |

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยสรุปเรามองว่าความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยซึ่งเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง จะค่อยๆ ทอยถูกสะท้อนเข้าไปใน Valuation ของตลาดหุ้น ซึ่งจะส่งผลกดดันให้ P/E ของตลาดหุ้นทยอยลดลงเรื่อยๆ ในช่วง 12 เดือนก่อน Recession เหมือนในอดีตที่ผ่านมา และทำให้ตลาดหุ้นมี Downside Risk จากการปรับฐานราว 10% จากระดับปัจจุบัน

แผนภาพที่ 10: P/E ของตลาดหุ้นทยอยลดลงในช่วง 12 เดือนก่อนเกิด Recession



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

\*Assuming that recession would occur 20 months after the first YC inversion (22-Mar-19)

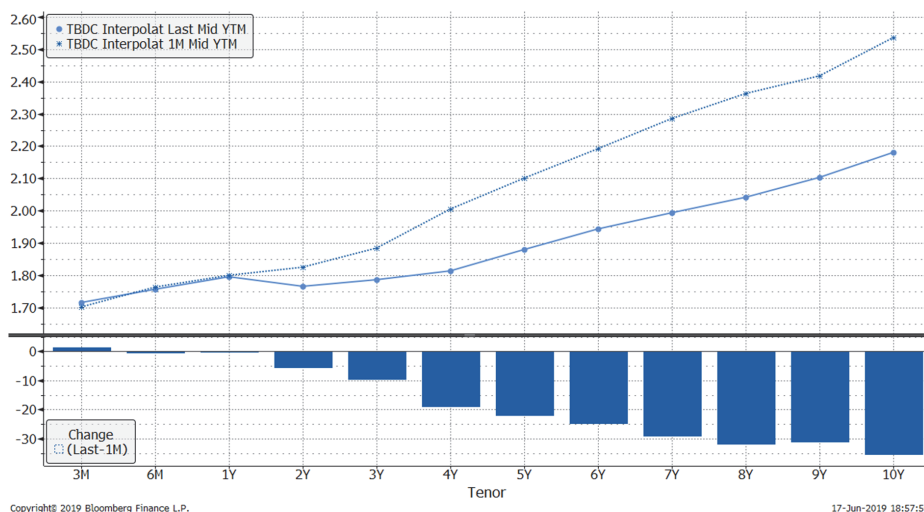
# ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยเรามองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยจะกลับมาเพิ่มขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะกลับมาเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ขณะที่เรายังคงคาดการณ์ว่าประเทศไทยจะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75% ตลอดทั้งปี 2019

## Bond Yield ระยะยาวปรับตัวลดลงในช่วงที่ผ่านมา

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงในเกือบทุกช่วงอายุในช่วงที่ผ่านมา โดยมีเพียงพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือนเท่านั้นที่ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 1bp ส่วนพันธบัตรระยะสั้นอายุ 6 เดือน ถึง 1 ปี ปรับตัวลดลงเล็กน้อย 0.5bp พันธบัตรระยะกลางอายุ 2 ถึง 3 ปี ปรับตัวลดลง 5-10bps ขณะที่พันธบัตรระยะยาวอายุ 4 ปี ขึ้นไปปรับตัวลดลงมาก 19-36bps ตามการปรับตัวลดลงต่อเนื่องของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ หลังความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 11: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงในเกือบทุกช่วงอายุในเดือนที่ผ่านมา ยกเว้นเพียงพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน ที่ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย



Copyright © 2019 Bloomberg Finance L.P.

17-Jun-2019 18:57:50

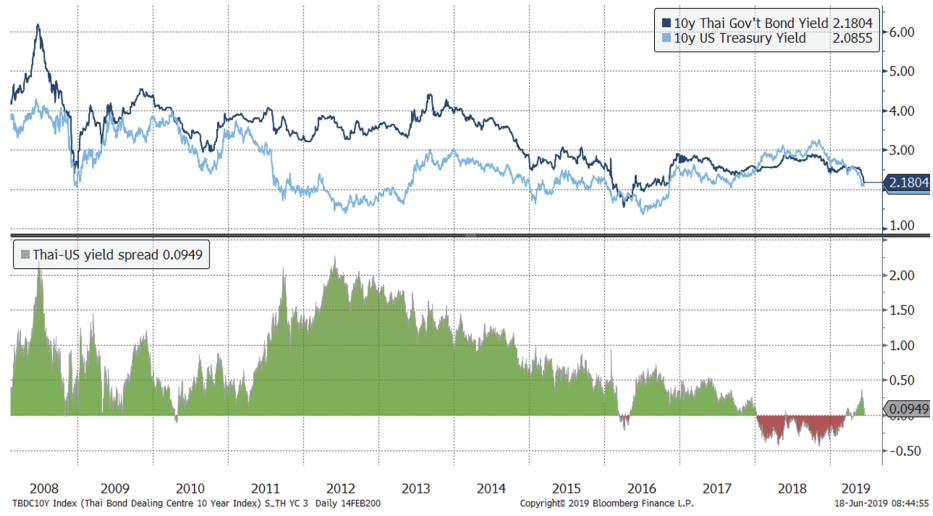
Source: Bloomberg

## เราคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลง 36bps อยู่ที่ระดับ 2.18% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามการปรับลดลงของ Bond Yield อายุ 10 ปี ของสหรัฐฯ ที่ปรับตัวลดลง 29bps อยู่ที่ระดับ 2.11% หลังความตึงเครียดทางการค้ากับจีนได้รุนแรงขึ้น ประกอบกับเงินเฟ้อสหรัฐฯ ที่ขยายตัวต่ำกว่าคาด ส่งผลให้ตลาดคาดหวังว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะลดดอกเบี้ยลงเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ดี เรามองว่าตลาดมีความคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed มากเกินไป (ตลาดคาดจะปรับลด 3 ครั้งในปีนี้ และ 1 ครั้งในปีหน้า) ซึ่งจะเป็ปัจจัยหนุนให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ กลับมาเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า เมื่อ Fed ไม่ได้ลดดอกเบี้ยลงมากเท่าที่คาดหวังไว้ ซึ่งจะกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม ดังนั้นเรายังคงแนะนำให้ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

แผนภาพที่ 12: Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลงตาม Bond Yield สหรัฐฯ



Source: Bloomberg



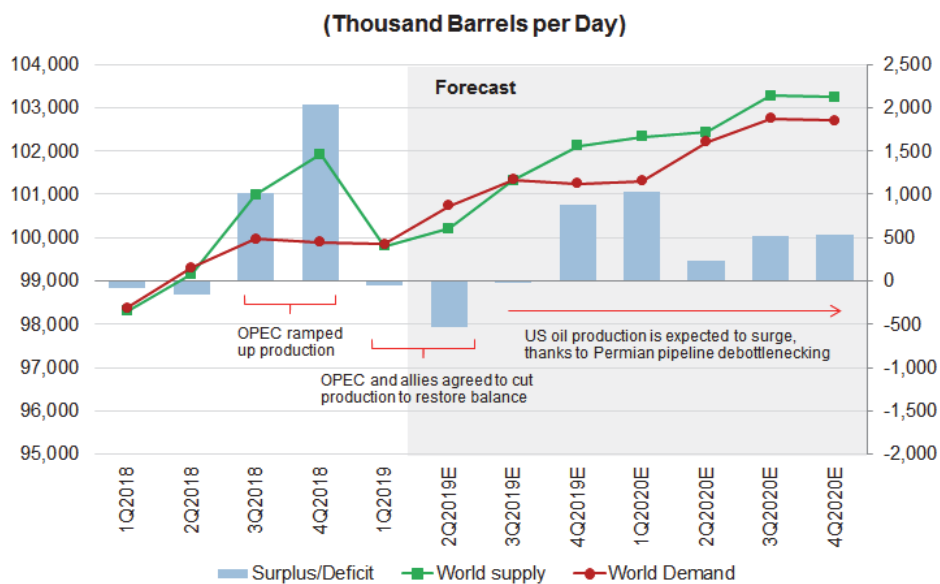
# ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เราประเมินว่า ตลาดน้ำมันดิบโลกจะกลับมาเผชิญกับภาวะสต็อกน้ำมันดิบล้นตลาด (Oil Supply Surplus) อีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจำนวนมาก ดังนั้นราคาน้ำมันดิบจึงเสี่ยงที่จะปรับฐานลงแรงอีกครั้ง โดยประเมินว่า Floor ของราคาน้ำมันดิบ WTI จะอยู่ที่ระดับราว 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

## น้ำมัน

ตั้งแต่ช่วงปลายเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา ราคาน้ำมันดิบปรับฐานรุนแรงเกือบ 20% ซึ่งเรามองว่า แรงกดดันดังกล่าวเกิดจาก Sentiment ที่แย่ง หลังความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนกลับมารุนแรงมากขึ้น ประกอบกับตัวเลขทางเศรษฐกิจที่ออกมาอ่อนแอลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งๆ ที่ในช่วงนี้นั้น ตลาดน้ำมันดิบโลกกำลังเผชิญกับภาวะตึงตัวค่อนข้างมาก (Oil Supply Deficit) ซึ่งเป็นผลมาจากข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC และปัญหาทางการเมืองและเศรษฐกิจในอิหร่านและเวเนซุเอลา ซึ่งส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของ OPEC ลดลงมาสู่ระดับต่ำสุดตั้งแต่ปลายปี 2014 ในขณะที่ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ก็ไม่สามารถเพิ่มขึ้นมาชดเชยได้เหมือนก่อน เนื่องจากแหล่งผลิตน้ำมันดิบหลัก Permian ยังคงติดข้อจำกัดด้านการส่งผ่านท่อ (Pipeline Bottleneck)

แผนภาพที่ 13: ตลาดน้ำมันดิบโลกจะกลับมาเผชิญกับภาวะสต็อกน้ำมันดิบล้นตลาด (Oil Supply Surplus) ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่จะเพิ่มขึ้นจำนวนมาก



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

## ราคาน้ำมันดิบ WTI เสี่ยงปรับตัวลงต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

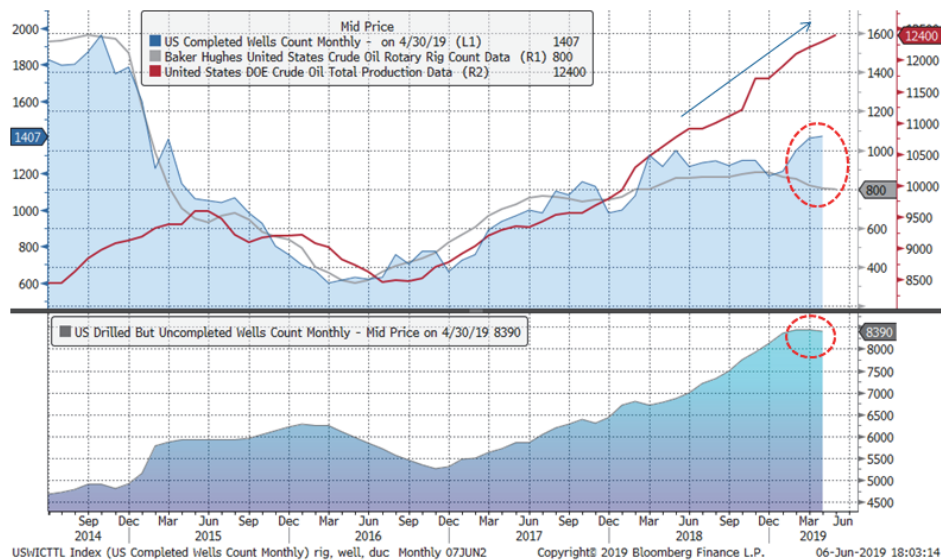
ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เราประเมินว่า ตลาดน้ำมันดิบโลกจะพลิกกลับมาเผชิญกับภาวะสต็อกน้ำมันดิบล้นตลาด (Oil Supply Surplus) และส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบเสี่ยงที่จะปรับฐานลงต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่จะเพิ่มขึ้นจำนวนมาก และเตรียมที่จะทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลก

โดยเราประเมินว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้น ด้วยต้นทุนเฉลี่ยที่ถูกลง จาก 2 ปัจจัยดังต่อไปนี้

### 1) ผู้ผลิต Shale Oil นำหลุมน้ำมันที่ได้ขุดเจาะรอไว้ล่วงหน้า (DUC Wells) มาเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ

ตั้งแต่ต้นปี 2019 จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ลดลงเกือบ 100 แท่น แต่ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ในประวัติศาสตร์ที่ระดับ 12.4 ล้านบาร์เรลต่อวันได้ในเดือน พ.ค. ที่ผ่านมานี้ เนื่องจากตั้งแต่เดือน มี.ค. ที่ผ่านมานี้ ผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ ได้กลับมาใช้หลุมน้ำมันที่ได้ขุดเจาะรอไว้ล่วงหน้า (Drilled-but-Uncompleted Wells หรือ DUC Wells) มาเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ เป็นครั้งแรกในรอบเกือบ 2 ปี

แผนภาพที่ 14: แม้จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบจะลดลงเกือบ 100 แท่นตั้งแต่ต้นปี 2019 แต่ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ ได้นำหลุม DUC มาเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ

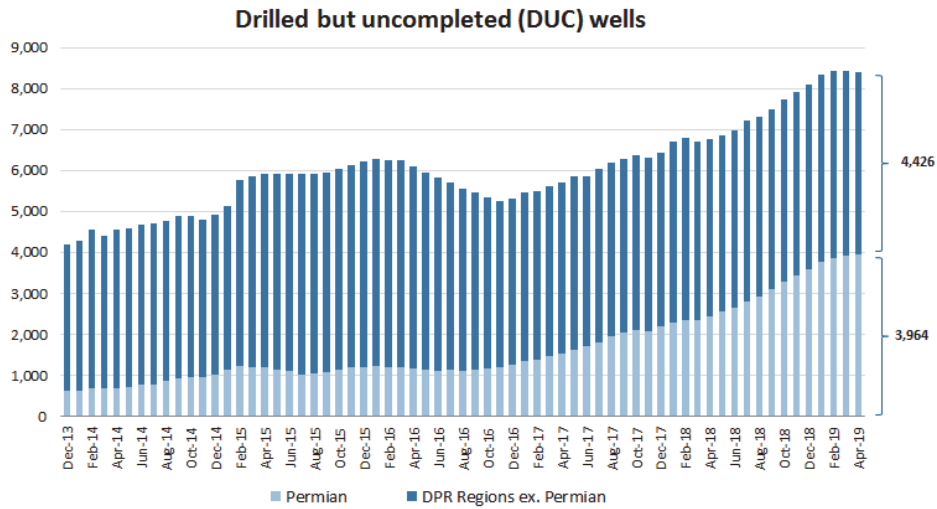


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ซึ่งหลุม DUC เป็นหลุมน้ำมันที่ทางผู้ผลิต Shale Oil ได้ขุดเจาะไว้แล้ว แต่ยังไม่ดำเนินการให้เสร็จสมบูรณ์ที่จะเริ่มผลิตน้ำมันดิบออกมา โดยมีสาเหตุจากราคาน้ำมันดิบในขณะนั้นอาจจะไม่คุ้มที่จะผลิต หรือแหล่งผลิตน้ำมันดิบนั้นติดข้อจำกัดด้านการขนส่ง โดยจากข้อมูล ณ สิ้นเดือน เม.ย. 2019 จำนวนหลุม DUC ในสหรัฐฯ มีทั้งสิ้นราว 8,400 หลุม โดยครึ่งหนึ่งอยู่ในแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian ซึ่งเป็นแหล่งที่มีต้นทุนในการผลิตต่ำที่สุดในสหรัฐฯ และหลุม DUC 1 หลุม จะสามารถผลิตน้ำมันดิบได้เฉลี่ยราว 600 บาร์เรลต่อวัน หรือกล่าวได้ว่าผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ มีสต็อกน้ำมันดิบที่พร้อมที่ไหลเข้าสู่ตลาดเกือบ 5 ล้านบาร์เรลต่อวัน จากการใช้หลุม DUC

หากผู้ผลิต Shale Oil เพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากการใช้หลุม DUC จะช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายในการขุดเจาะ (Drilling Activity) ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 30-40 ของต้นทุนรวมในการผลิตน้ำมันดิบ นั่นหมายความว่า ผู้ผลิต Shale Oil จะยังคงสามารถเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบได้ แม้ว่าราคาน้ำมันดิบ WTI จะลดลงต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งเป็นต้นทุนเฉลี่ยรวม (Average Breakeven Cost) ของผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 15: จำนวนหลุมที่ได้ขุดเจาะรอไว้ล่วงหน้า (Drilled-but-Uncompleted Wells) มีจำนวนมากถึง 8,400 หลุม โดยครึ่งหนึ่งอยู่ในแหล่ง Permian



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

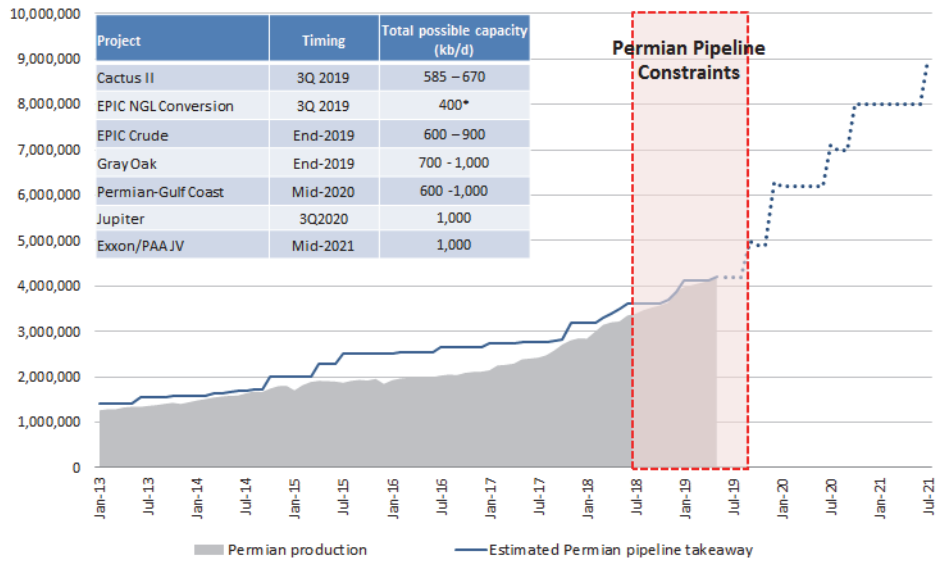
**และ 2) ข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบผ่านทางท่อ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่ง Permian จะเริ่มคลี่คลายลงในไตรมาส 3**

แหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian เป็นแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Shale Oil ที่เติบโตเร็วที่สุด และผลิตน้ำมันดิบได้มากที่สุดของสหรัฐฯ ซึ่งปัจจุบันผลิตน้ำมันดิบอยู่ที่ระดับราว 4.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ณ สิ้นเดือน พ.ค. 2019) โดยในปี 2017 และ 2018 อัตราการเติบโตของปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในแหล่ง Permian สูงเกินกว่า 35% แต่นับตั้งแต่ต้นปี 2019 จนถึงสิ้นเดือน พ.ค. อัตราการเติบโตของปริมาณการผลิตน้ำมันอยู่ต่ำกว่า 5%

เนื่องมาจากแหล่งผลิตน้ำมันดิบ Permian ติดข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันผ่านทางท่อ (Pipeline Bottleneck) ซึ่งหมายความว่า แม้ผู้ผลิตจะเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบมากขึ้น แต่ก็ไม่สามารถส่งน้ำมันดิบไปยังท่าเรือ เพื่อส่งออกไปขายในตลาดน้ำมันดิบโลกได้ ดังนั้นผู้ผลิต Shale Oil ในแหล่ง Permian จึงชะลอการลงทุนในการเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมัน ซึ่งสะท้อนผ่านจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบที่ลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปี 2018

อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ไตรมาส 3 ปีนี้ ข้อจำกัดดังกล่าวจะเริ่มคลี่คลายลง ตามกำหนดการก่อสร้างท่อขนส่งที่เริ่มทยอยสร้างเสร็จตั้งแต่ช่วงไตรมาส 3 ปีนี้ ไปจนถึงปี 2021 ดังนั้นผู้ผลิต Shale Oil จะกลับมาเร่งลงทุนสร้างจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบเพิ่มมากขึ้น เพื่อเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบ และมากไปกว่านั้นต้นทุนในการผลิตน้ำมันดิบ (Breakeven Cost) ในแหล่ง Permian ที่ต่ำเพียง 35 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จะทำให้ผู้ผลิตน้ำมันดิบในแหล่ง Permian สามารถเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบได้อย่างต่อเนื่อง แม้ราคาน้ำมันดิบจะปรับลดต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลก็ตาม

แผนภาพที่ 16: ข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบผ่านท่อ (Pipeline Bottleneck) ในแหล่ง Permian จะเริ่มคลี่คลายลงในไตรมาส 3 ปีนี้



Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU);  
 \*Service will be temporary until EPIC Crude Pipeline enters service

**Floor ของราคาน้ำมันดิบ WTI อยู่ที่ระดับราว 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล**

จากการประเมินปัจจัยทั้ง 2 ข้อที่กล่าวข้างต้น เรามองว่า ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจำนวนมากในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ โดยมีต้นทุนในการผลิตน้ำมันดิบที่ถูกลง ซึ่งจะทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะยังคงเพิ่มขึ้นได้อยู่ แม้ว่าราคาน้ำมันดิบจะลดลงต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ดังนั้นเราจึงมองว่า Floor ของราคาน้ำมันดิบ WTI จะลดลงจากเดิมที่ระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล มาอยู่ที่ระดับ 45 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล



# Global Economic Insights

## Key Recommendations

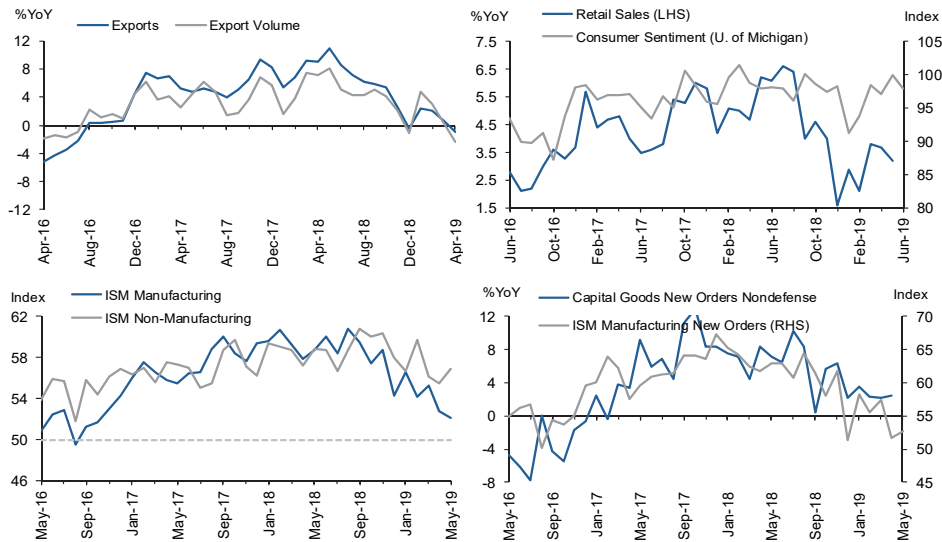
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอลงเป็น +1.5% QoQ, saar จากที่ขยายตัวสูงกว่าคาดอย่างมากที่ +3.1% ในไตรมาสก่อน จากความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะกดดันความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและการลงทุน ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า Fed อาจต้องปรับลดดอกเบี้ยลงเร็วกว่าที่คาด แต่จะไม่ลดมากเท่าที่ตลาดคาดหวัง
- เศรษฐกิจยุโรปไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอลงเป็น +0.2% QoQ จากที่ขยายตัวดีกว่าคาด +0.4% ในไตรมาสก่อน โดยเศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปียังต้องเผชิญความเสี่ยงหลายด้าน เช่น Brexit และสงครามการค้า ด้านนโยบายการเงิน เราคาด ECB จะคงดอกเบี้ยจนถึงสิ้นปี 2020 เป็นอย่างน้อย และมีความเสี่ยงที่จะต้องปรับลดดอกเบี้ยลง
- เศรษฐกิจจีนไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอลงเป็น 6.2% YoY จาก 6.4% ในไตรมาสก่อน โดยตัวเลขเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงต่อเนื่องหลังรัฐบาลถอนการกระตุ้นเศรษฐกิจลง อย่างไรก็ตาม เราคาดรัฐบาลจะกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้งหลังความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ได้เพิ่มขึ้น เช่น การลดดอกเบี้ยนโยบาย และ RRR
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นไตรมาส 2 มีแนวโน้มหดตัว -0.6% QoQ, saar จากที่ขยายตัวดีกว่าคาดอย่างมากที่ +2.1% ในไตรมาสก่อน จากอุปสงค์โลกที่ชะลอลงต่อเนื่องและความตึงเครียดทางการค้าสหรัฐฯ กับจีนที่เพิ่มขึ้น ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า BoJ อาจโดนกดดันให้ผ่อนคลายนโยบายลง หากเงินเยนแข็งค่าขึ้นต่ำกว่า 100 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ
- เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มชะลอตัวลงทั้งอุปสงค์ในประเทศและต่างประเทศ โดยส่งออกจะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า และเงินบาทแข็งค่า ขณะที่การบริโภคเอกชนมีแนวโน้มชะลอลงตามรายได้ภาคเกษตรที่อาจได้รับผลกระทบจากภัยแล้ง ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่ากนง.จะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75% ตลอดทั้งปีนี้

# เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เรคาดเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงเป็น +1.5% QoQ, saar จากที่ขยายตัวสูงกว่าคาดอย่างมากที่ +3.1% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน จากความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะกดดันความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจและการลงทุน

ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า Fed อาจต้องปรับลดดอกเบี้ยลงเร็วกว่าที่คาดและมีโอกาสสูงที่จะปรับลดในเดือน ก.ค. จากตัวเลขเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อ่อนแอลงต่อเนื่อง และความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจและส่งผลกระทบต่อตลาดเงินมีความตึงตัว เพิ่มโอกาสที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะ Recession

แผนภาพที่ 17: ดัชนี ISM Manufacturing ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน พ.ค. สู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี ตามผลผลิตที่อ่อนแอ ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจอื่นๆ โดยรวมชะลอตัวลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## ตัวเลขเศรษฐกิจโดยรวมชะลอตัวลง ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าที่เพิ่มขึ้น

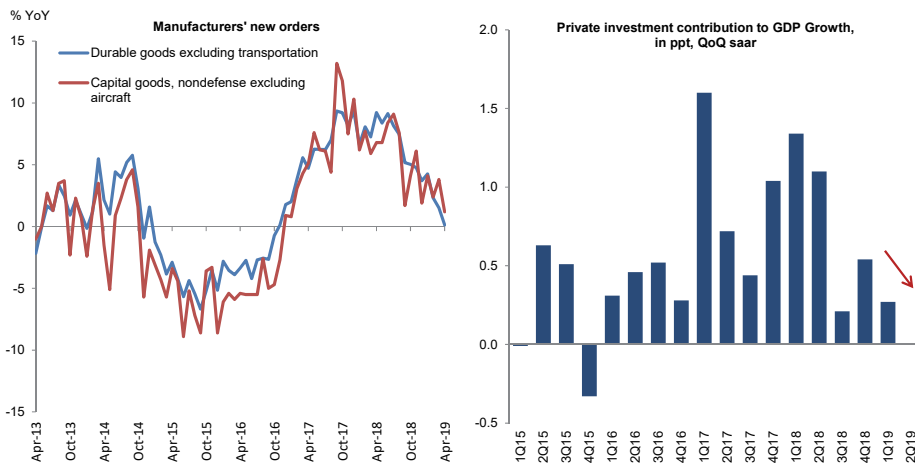
การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. พลิกกลับมาขยายตัว +0.5% MoM ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ +0.6% MoM แต่ตัวเลขเดือนก่อนได้ปรับเพิ่มขึ้น 0.5ppt เป็น +0.3% MoM โดยยอดขายรถยนต์ได้พลิกกลับมาขยายตัว +0.7% MoM (vs. -0.5% เดือนก่อน) อย่างไรก็ตามช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น +3.2% YoY จาก +3.7% YoY ในเดือนก่อน ส่วนยอดขายที่ไม่นับรวมสินค้าผันผวนได้แก่ ยอดขายจากปั้มน้ำมัน รถยนต์ และวัสดุก่อสร้าง (Retail Control) ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคิดใน GDP ขยายตัว +0.5% MoM และดีกว่าตลาดคาดที่ +0.4% MoM ขณะที่ตัวเลขในเดือนก่อนถูกปรับเพิ่มขึ้น 0.4ppt เป็น +0.4% MoM

อย่างไรก็ดี ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Consumer Sentiment) เบื้องต้นเดือน มิ.ย. ได้ปรับตัวลดลง -2.1 จุด เป็น 97.9 จุด ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 98.0 จุด จากทั้งความกังวลต่อสถานะทางเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่เพิ่มขึ้น โดยเรามองการบริโภคโดยรวมมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะหากความตึงเครียดทางการค้ากับจีนเพิ่มขึ้น (สหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนกลุ่ม 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งจะกดดันความเชื่อมั่น กระทบการลงทุนและการจ้างงาน และเพิ่มความกังวลต่อการเกิดภาวะ Recession

**การลงทุน:** ยอดคำสั่งซื้อไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุนเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น +2.4% YoY ในเดือน เม.ย. จาก +2.2% YoY ในเดือนก่อน โดยขยายตัวในระดับต่ำต่อเนื่องนับตั้งแต่ปลายปี 2018 มองไปข้างหน้า การลงทุนยังมีแนวโน้มชะลอลงต่อท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและผลดีจากการลดภาษีในปีก่อนทยอยหมดไป และเป็นปัจจัยที่ทำให้เราปรับลดคาดการณ์ GDP ปีนี้ลงเป็น 2.4% YoY จากเดิมที่ 2.6% YoY

ขณะที่ดัชนี ISM Manufacturing New Orders เดือน พ.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.0 จุด เป็น 52.7 จุด หลังปรับตัวลดลงมากในเดือนก่อน

แผนภาพที่ 18: การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มชะลอลงต่อ ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าที่เพิ่มขึ้น



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

**ภาคการผลิต:** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 52.1 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 และสวนทางกับตลาดคาดการณ์ที่เร่งตัวขึ้นเป็น 53.0 จุด ตามการปรับลดลงของผลผลิต

**การส่งออก:** มูลค่าส่งออกเดือน เม.ย. พลิกกลับมาหดตัว -1.0% YoY ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2016 จากที่ขยายตัว +0.7% YoY ในเดือนก่อน โดยมูลค่าส่งออกไปจีน (-24.8% YoY vs. -17.6% YoY เดือนก่อน) และเม็กซิโก (-1.3% YoY vs. -0.6% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ส่งออกไปแคนาดาฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย (-2.4% YoY vs. -3.3% เดือนก่อน) ส่วนปริมาณการส่งออกพลิกกลับมาหดตัว -2.4% YoY จาก +0.3% YoY ในเดือนก่อน

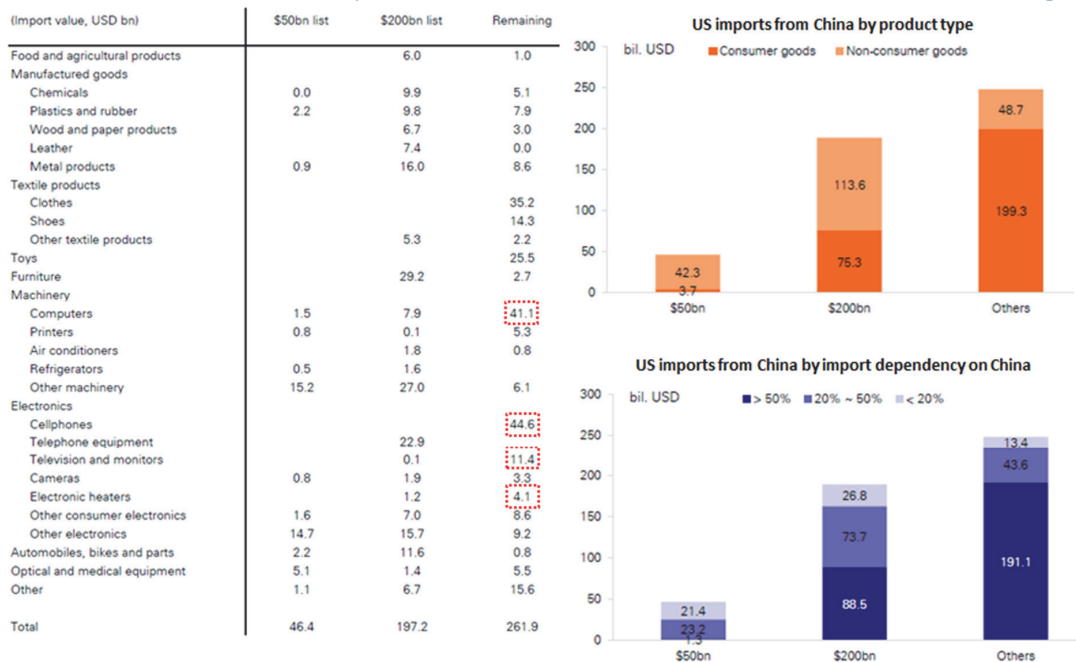
### ความตึงเครียดทางการค้ายังคงเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีทั้งกับจีน ยุโรป และญี่ปุ่น ซึ่งจะกดดัน Sentiment ในตลาดอย่างต่อเนื่อง

ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศอื่นๆ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะกับจีนที่รุนแรงขึ้นนับตั้งแต่สหรัฐฯ ประกาศเตรียมขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมอีกมูลค่า 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งสินค้าในกลุ่มดังกล่าวได้เข้าสู่กระบวนการรับฟังความเห็นจากสาธารณะในวันที่ 17-24 มิ.ย.

ประธานาธิบดี Donald Trump กล่าวว่าพิจารณาการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้ากลุ่มดังกล่าวหลังการประชุม G20 วันที่ 28-29 มิ.ย. เสร็จสิ้น ซึ่งจากพัฒนาการในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะการที่สหรัฐฯ ประกาศแบน Huawei และจีนที่ไม่มีท่าทียอมอ่อนข้อให้ เช่น การเล่นเกม FedEx การพิจารณาจำกัดการส่งออกโลหะธาตุหายาก (Rare Earths) ซึ่งเป็นชิ้นส่วนประกอบสำคัญในการผลิตอุปกรณ์เทคโนโลยี และการออกคำเตือนถึงการเดินทางไปท่องเที่ยวหรือศึกษาต่อที่สหรัฐฯ ทำให้เรามองว่ามีโอกาสสูง (ราว 60%) ที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้าดังกล่าว ซึ่งอาจบังคับใช้ในเดือน ก.ค. เป็นต้นไป

อย่างไรก็ดี เราคาดว่าอัตราภาษีนำเข้าจะถูกปรับเพิ่มขึ้นไม่ถึง 25% และหลายสินค้า เช่น โทรศัพท์มือถือ แท็บเล็ต และ Smart Watch จะไม่ถูกปรับขึ้นภาษีเนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคมาก อีกทั้งหลายสินค้าสหรัฐฯ ยังพึ่งพาการนำเข้าจากจีนค่อนข้างมาก เช่นเดียวกับในรอบสินค้ากลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (เดือน ก.ย.) ที่หลายสินค้าซึ่งรวมถึง โทรศัพท์มือถือ แท็บเล็ต และ Smart Watch ไม่ผ่านความเห็นจากสาธารณะและไม่ถูกปรับขึ้นภาษี

แผนภาพที่ 19: การปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนกลุ่ม 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะกระทบผู้บริโภคสหรัฐฯ มาก เนื่องจากสินค้าในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่เป็นสินค้าบริโภค อีกทั้งพึ่งพาการนำเข้าจากจีนค่อนข้างสูง



Source: Deutsche Bank, USITC, USTR

นอกเหนือจากความตึงเครียดทางการค้ากับจีนแล้ว ยังมีประเด็นการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ด้วย ซึ่งสหรัฐฯ ได้ขู่ว่าตั้งแต่กลางปีก่อนว่าจะปรับขึ้นที่อัตรา 25% โดยล่าสุดสหรัฐฯ ได้ประกาศเลื่อนการพิจารณาดังกล่าวออกไปจนถึงกลางเดือน พ.ย. ซึ่งการปรับขึ้นภาษียุโรปนั้นนับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจยุโรปและญี่ปุ่นซึ่งส่งออกรถยนต์เป็นจำนวนมาก โดยสหรัฐฯ จะเริ่มเจรจากับญี่ปุ่นอีกครั้งในเดือน ส.ค. หลังการเลือกตั้งสภานิติบัญญัติ

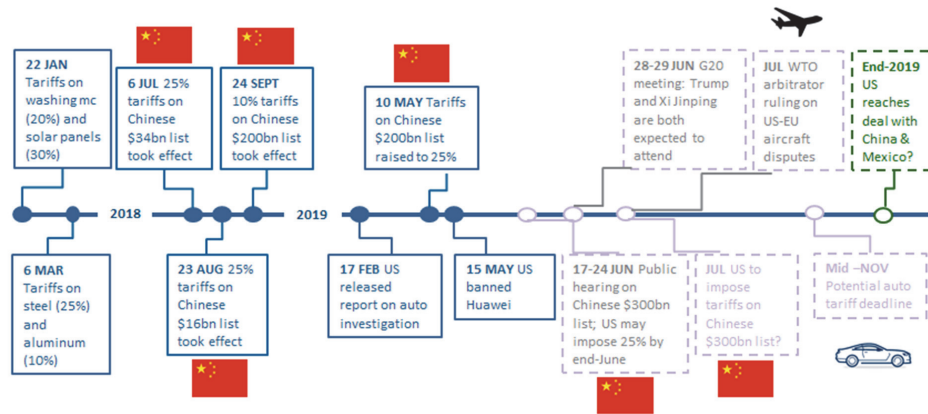
ส่วนการเจรจากับ EU นั้นยังไม่มีการกำหนดการที่ชัดเจน ขณะที่ทั้งสองฝ่ายยังมีประเด็นตึงเครียดในเรื่องอุตสาหกรรมเครื่องบินซึ่งต่างฝ่ายต่างฟ้อง WTO ถึงการให้เงินอุดหนุนที่ไม่ชอบธรรมของบริษัท Boeing และ Airbus ซึ่งได้ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขัน โดย WTO มีกำหนดตัดสินกรณีของ Airbus ในเดือน ก.ค. นี้

หาก WTO ตัดสินว่า Airbus ผิด สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจาก EU มูลค่ารวม 1.1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งได้แก่ เครื่องบิน เฮลิคอปเตอร์ และอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการบินอื่นๆ รวมถึงสินค้าเกษตร สิ่งทอ บางประเภท และผลิตภัณฑ์เครื่องใช้ในบ้านอื่นๆ เพื่อตอบโต้ ซึ่งแม้ว่ามูลค่าการปรับขึ้นภาษีนำเข้าดังกล่าวจะน้อย แต่ก็นับเป็นการเพิ่มความตึงเครียดในการเจรจากับการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับยุโรปในเรื่องอุตสาหกรรมรถยนต์

อย่างไรก็ดี เรายังคงมองว่าสหรัฐฯ จะไม่ปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์แต่จะใช้เป็นเครื่องมือในการเจรจาต่อรองทางการค้าเท่านั้น โดยเฉพาะการบีบบังคับให้ EU กับญี่ปุ่นเปิดตลาดสินค้าเกษตรมากขึ้น โดยเรามองกรณีที่เลวร้ายที่สุดคือทั้ง EU กับญี่ปุ่นจะต้องยอมจำกัดโควตาการส่งออกรถยนต์มายังสหรัฐฯ



แผนภาพที่ 20: ความตึงเครียดทางการค้าที่ยังคงมีอยู่ในช่วงครึ่งหลังของปี



Note: solid rectangles are measures already in effect; dashed rectangles are threatened measures

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

เรามองประเด็นการค้าที่ยังมีอยู่ในช่วงครึ่งหลังของปีจะคอยกดดัน Sentiment ในตลาดอย่างต่อเนื่อง ส่วนผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ นั้น Deutsche Bank ประเมินว่าในกรณีเลวร้ายที่สุด คือ สหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนในทุกกลุ่มสินค้าที่ 25% และปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จาก EU ที่ 25% ขณะที่สหรัฐฯ โดนตอบโต้กลับจากทั้งจีนและ EU ด้วย จะส่งผลให้ GDP ปี 2020 ของสหรัฐฯ ลดลงราว -2.0ppt ซึ่งจะส่งผลให้เศรษฐกิจเกือบเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) โดยผลกระทบส่วนใหญ่เกิดจากสถานะทางการเงินที่ตึงตัวและตลาดเงินที่ผันผวน

แผนภาพที่ 21: สงครามการค้าอาจส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะ Recession ในปี 2020

| Country        | Baseline GDP |      |      |      |      | Scenario 1: Trade conflict leading to mild US recession |      |      |      |      | Shock Impact |      |      |      |      |
|----------------|--------------|------|------|------|------|---|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|
|                | 2019         | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2019  | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2019         | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| USA            | 2.5          | 2.1  | 1.6  | 1.8  | 2.0  | 1.9   | 0.1  | 2.5  | 2.2  | 2.0  | -0.6         | -2.0 | 0.9  | 0.4  | 0.0  |
| United Kingdom | 1.6          | 1.4  | 1.3  | 1.5  | 1.7  | 1.1   | 0.4  | 1.6  | 1.4  | 1.5  | -0.5         | -1.0 | 0.3  | -0.1 | -0.2 |
| Canada         | 2.0          | 2.1  | 1.5  | 1.7  | 1.8  | 1.5   | 0.3  | 2.2  | 2.1  | 1.8  | -0.5         | -1.8 | 0.7  | 0.4  | 0.0  |
| Euro Area      | 0.9          | 1.3  | 1.2  | 1.0  | 0.8  | 0.4   | -0.3 | 1.7  | 1.2  | 0.8  | -0.5         | -1.6 | 0.5  | 0.2  | 0.0  |
| China          | 6.1          | 6.0  | 5.8  | 5.6  | 5.5  | 5.1   | 5.0  | 5.3  | 5.2  | 5.2  | -1.0         | -1.0 | -0.5 | -0.4 | -0.3 |
| Japan          | 0.7          | 0.2  | 0.7  | 0.8  | 0.9  | -0.2  | -0.9 | 0.9  | 0.8  | 0.9  | -0.9         | -1.1 | 0.2  | 0.0  | 0.0  |
| India          | 7.0          | 7.6  | 7.6  | 7.5  | 7.5  | 6.5   | 7.3  | 7.5  | 7.5  | 7.5  | -0.5         | -0.3 | -0.1 | 0.0  | 0.0  |
| Mexico         | 2.2          | 2.2  | 2.3  | 2.3  | 2.6  | 1.7   | -0.6 | 2.9  | 2.6  | 2.6  | -0.5         | -2.8 | 0.6  | 0.3  | 0.0  |
| Brazil         | 3.0          | 3.2  | 2.5  | 2.5  | 3.0  | 2.1   | 1.8  | 3.3  | 2.8  | 3.0  | -0.9         | -1.4 | 0.8  | 0.3  | 0.0  |
| Argentina      | -1.8         | 1.8  | 3.3  | 3.0  | 3.0  | -2.9  | -0.3 | 3.7  | 3.3  | 2.9  | -1.1         | -2.1 | 0.4  | 0.3  | -0.1 |

Trade war scenario:

- 25% tariff on all imports from China
- 25% tariff on EU autos
- China and EU adopt retaliatory measures

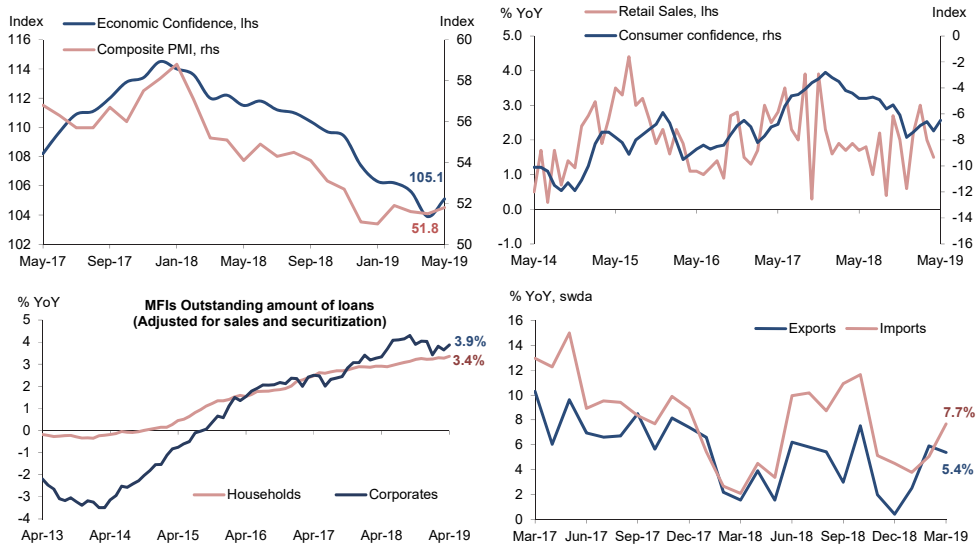
Source: Deutsche Bank

# เศรษฐกิจยุโรป

เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลอลดตัวลงเป็น +0.2% QoQ หลังจากที่ยขยายตัวดีกว่าคาด +0.4% QoQ ในไตรมาสก่อน จากแรงหนุนของภาคก่อสร้างที่ได้รับผลดีจากสภาพอากาศ และยอดจดทะเบียนรถยนต์ ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และสินค้าคงคลังที่พลิกกลับมาขยายตัวหลังหดตัวแรงในไตรมาส 4/2018 ซึ่งเรคาดว่าจะกลับมากอดตันเศรษฐกิจในไตรมาส 2 นี้ ขณะที่เศรษฐกิจในช่วงที่เหลือของปี จะเผชิญความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนจากการเจรจา Brexit ความตึงเครียดระหว่างอิตาลีและ EU เรื่องงบประมาณที่ขาดดุลมากเกินไป และนโยบายกีดกันการค้ากับสหรัฐฯ โดยเฉพาะการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ ซึ่งสหรัฐฯ จะต้องตัดสินใจกลางเดือน พ.ย.

ด้านนโยบายการเงิน โมนเมนต์ทางเศรษฐกิจที่ยังอ่อนแอและเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2% ทำให้เรคาดว่า ECB จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับต่ำในปัจจุบันจนถึงสิ้นปี 2020 เป็นอย่างน้อย และมีความเสี่ยงที่ ECB อาจต้องปรับลดดอกเบี้ยลง หากความตึงเครียดทางการค้าเพิ่มขึ้น และกดดันให้ Fed ปรับลดดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 22: ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นตามอุปสงค์ในประเทศที่ยังขยายตัวดี ยอดปล่อยสินเชื่อเร่งตัวขึ้น ขณะที่ยอดค้าปลีกและการส่งออกชะลอลดตัวลง



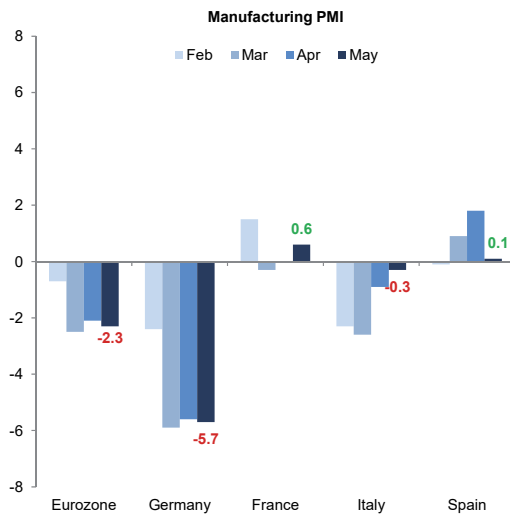
Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลอลดตัวเป็น +0.2% QoQ

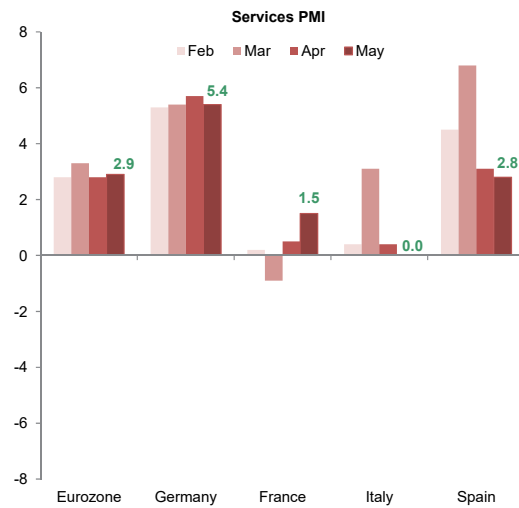
เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลอลดตัวลงเป็น +0.2% QoQ หลังจากที่ยขยายตัวดีกว่าคาด +0.4% QoQ ในไตรมาสก่อน จากแรงหนุนของภาคก่อสร้างที่ได้รับผลดีจากสภาพอากาศ และยอดจดทะเบียนรถยนต์ ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม และสินค้าคงคลังที่พลิกกลับมาขยายตัวหลังหดตัวแรงในไตรมาส 4/2018 ซึ่งเรคาดว่าจะกลับมากอดตันเศรษฐกิจในไตรมาส 2 นี้ ขณะที่ภาคการผลิตและการส่งออกยังไม่ฟื้นตัวจากอุปสงค์โลกที่ชะลอและนโยบายกีดกันการค้าสหรัฐฯ

ดัชนีความเชื่อมั่นผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน พ.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 51.8 จุด จากภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+0.1, 52.9 จุด) ช่วยชดเชยภาคการผลิตที่ยังอ่อนแอ (-0.2, 47.7 จุด) โดยเฉพาะดัชนีของเยอรมนี (44.3 จุด) และอิตาลี (49.7 จุด) ที่ยังหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) จากผลกระทบของความตึงเครียดทางการค้าที่เพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 23: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน เม.ย. ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด)



แผนภาพที่ 24: ขณะที่ PMI ภาคบริการปรับตัวลดลงเล็กน้อย



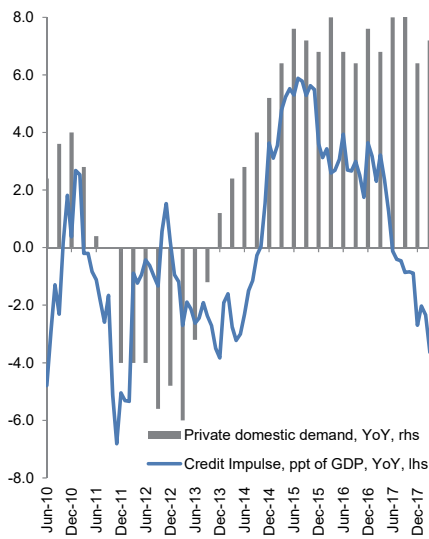
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน พ.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.2 จุด เป็น 105.1 จุด โดยนับเป็นการปรับเพิ่มขึ้นครั้งแรกในรอบ 10 เดือน โดยความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.8 จุด เป็น -6.5 จุด สะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ยังขยายตัวดีตามตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง ช่วยชดเชยภาคต่างประเทศที่อ่อนแอ

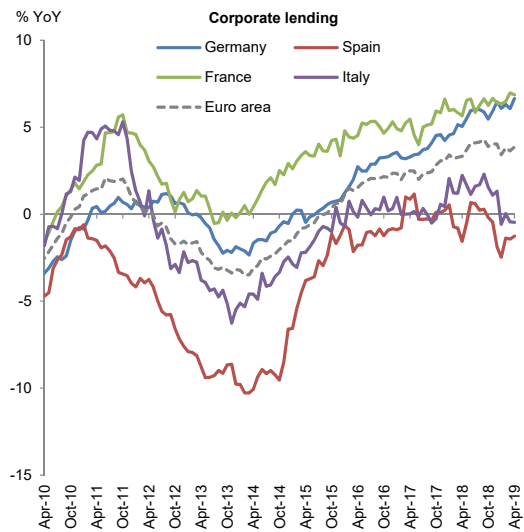
ยอดปล่อยสินเชื่อขยายตัวได้ดี โดยยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) เร่งตัวขึ้นเป็น +3.9% YoY จาก +3.6% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดในรอบ 4 เดือน และยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) เร่งตัวขึ้นเป็น +3.4% YoY จาก +3.3% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009

อย่างไรก็ดี การขยายตัวของสินเชื่อยังมีความไม่สมดุลอยู่มาก โดยสินเชื่อที่เร่งตัวขึ้นเกิดจากประเทศเยอรมนีและฝรั่งเศสเป็นหลัก ขณะที่ของอิตาลีและสเปนยังอ่อนแอ โดยยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจของอิตาลีและสเปนได้หดตัวต่อเนื่องในปีนี้ ซึ่งเรามองว่าเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้ ECB ตัดสินใจคิดอัตราดอกเบี้ยติดลบในการกู้ยืมเงินของธนาคารพาณิชย์ผ่านโครงการ TLTRO3 (ปล่อยกู้ระยะแรกเดือน ก.ย.) เพื่อสร้างแรงจูงใจในการกู้ยืมเพื่อนำไปปล่อยกู้ให้กับระบบเศรษฐกิจ โดยทั้งอิตาลีและสเปนนับเป็นผู้กู้ยืมหลักในโครงการ TLTRO

แผนภาพที่ 25: สินเชื่อที่ขยายตัวดี จะหนุนอุปสงค์ในประเทศต่อไป



แผนภาพที่ 26: ยอดปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจของเยอรมนีและฝรั่งเศสขยายตัวสูงสุดในวัฏจักรเศรษฐกิจรอบนี้ ขณะที่ของสเปนและอิตาลีหดตัว



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

ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มี.ค. ชะลอตัวลงเป็น +5.3% YoY จาก +5.9% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปจีน (+8.5% YoY vs. +13.7% เดือนก่อน) สวิตเซอร์แลนด์ (+8.0% YoY vs. +14.1% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ พลิกกลับมหาดตัว (-0.3% YoY vs. +12.2% เดือนก่อน) และส่งออกไปตุรกีฟื้นตัวขึ้นต่อจากที่หดตัวแรง (-10.3% YoY vs. -14.1% เดือนก่อน)

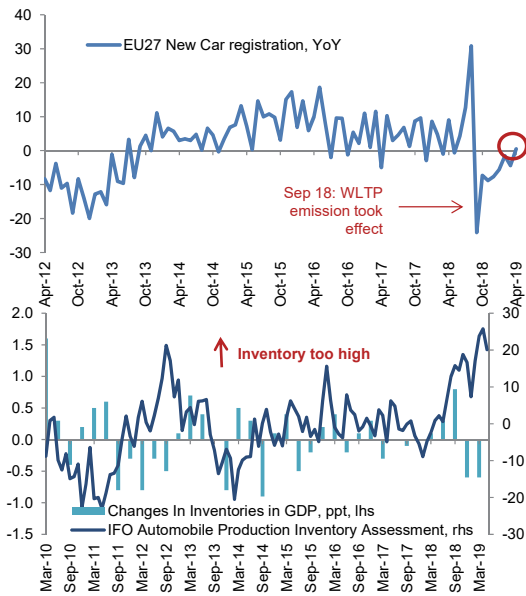
**อุตสาหกรรมรถยนต์ยังคงเผชิญความเสี่ยงจากหลายปัจจัยทั้งการปรับขึ้นภาษ้นำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ และอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลง แม้จะเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัว**

อุตสาหกรรมรถยนต์นับเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมหลักของ EU และได้อ่อนแอลงต่อเนื่องนับตั้งแต่มีการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์เป็นแบบ WLTP ซึ่งได้บังคับใช้ไปในเดือน ก.ย. 2018 โดยปัจจัยดังกล่าวได้ส่งผลให้ทั้งผลผลิตรถยนต์และยอดจดทะเบียนรถยนต์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง กัดดันภาคการผลิตโดยรวม

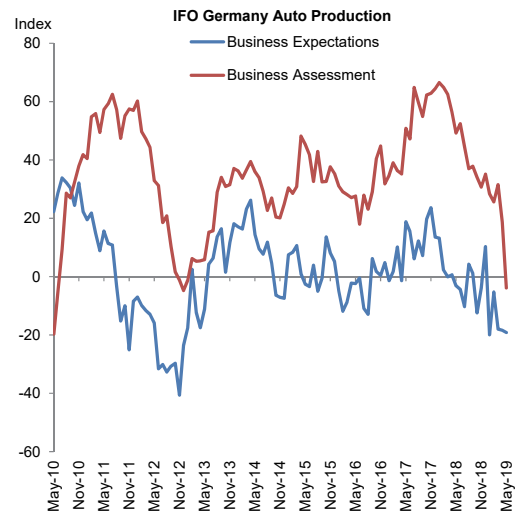
มาในตอนนี้ เรามองว่าผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าวได้เริ่มทยอยหมดไปและมองอุตสาหกรรมรถยนต์จะเริ่มฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี โดยปริมาณสินค้าคงคลังของเยอรมนี (ส่วนประกอบใน GDP) ซึ่งเพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 3/2018 (คาดว่าส่วนมากเป็นผลจากเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียรถยนต์) ได้ทยอยปรับลดลงในไตรมาส 4/2018 และ 1/2019 ขณะที่ดัชนีชี้วัดปริมาณสินค้าคงคลังของเยอรมนีซึ่งจัดทำโดย IFO (IFO Inventory Assessment) ได้ปรับลดลงในเดือน พ.ค. ซึ่งสะท้อนถึงปริมาณสินค้าคงคลังที่เริ่มกลับเข้าสู่สภาวะปกติ หลังจากที่ปรับตัวขึ้นแรงต่อเนื่องนับตั้งแต่ไตรมาส 3/2018 นอกจากนี้ ยอดจดทะเบียนรถยนต์ใน EU ได้พลิกกลับมาขยายตัวแล้วในเดือน เม.ย. สะท้อนอุปสงค์ที่เริ่มฟื้นตัวขึ้น

อย่างไรก็ดี เรามองว่าการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมรถยนต์นั้นค่อนข้างจำกัด เนื่องจากยังต้องเผชิญหลายปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ ทั้งความไม่แน่นอนของการปรับขึ้นภาษ้นำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ อุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลง และการเจรจา Brexit โดยเฉพาะหากอังกฤษตัดสินใจออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง โดยดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นในอุตสาหกรรมรถยนต์ของเยอรมนีจัดทำโดย IFO (IFO Auto Production) ยังคงลดลงต่อเนื่องอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบกว่า 7 ปี

แผนภาพที่ 27: ราคาอุตสาหกรรมรถยนต์จะฟื้นตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี จากปริมาณสินค้าคงคลังที่ลดลงและอุปสงค์ที่เริ่มฟื้นตัว



แผนภาพที่ 28: อย่างไรก็ดี ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นอุตสาหกรรมรถยนต์ยังอยู่ในระดับต่ำ สะท้อนการฟื้นตัวจะเป็นไปอย่างจำกัด



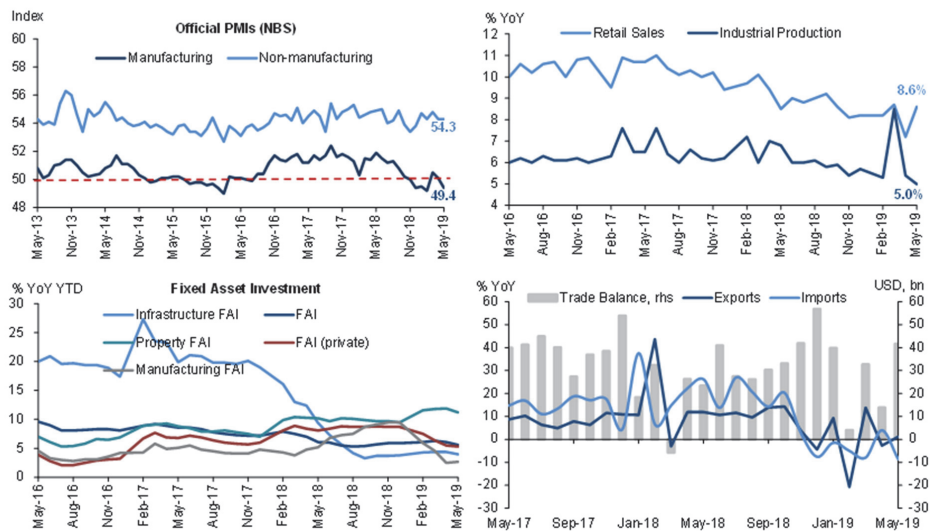
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจจีน

เรคาดเศรษฐกิจจีนไตรมาส 2 จะชะลตัวลงเป็น 6.2% YoY จาก 6.4% YoY ในไตรมาสก่อน โดยตัวเลขเศรษฐกิจชะลตัวลงต่อเนื่องหลังรัฐบาลลดการกระตุ้นเศรษฐกิจลงหลังเศรษฐกิจไตรมาส 1 ขยายตัวดีกว่าคาด

อย่างไรก็ดี เราคาดรัฐบาลจีนจะกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงหลังของปีจากเศรษฐกิจที่ชะลตัวลงและความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น โดยเรคาดรัฐบาลจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและ RRR ลงอย่างละ 2 ครั้ง เพิ่มมาตรการสนับสนุนการใช้จ่ายภาครัฐ และปล่อยให้เงินหยวนอ่อนค่าลงสู่ระดับ 7.3 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 29: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน พ.ค.ปรับลดลงเข้าสู่เกณฑ์หดตัวอีกครั้ง การลงทุนและการผลิตชะลตัวลงมากกว่าคาด ขณะที่การบริโภคและการส่งออกฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย



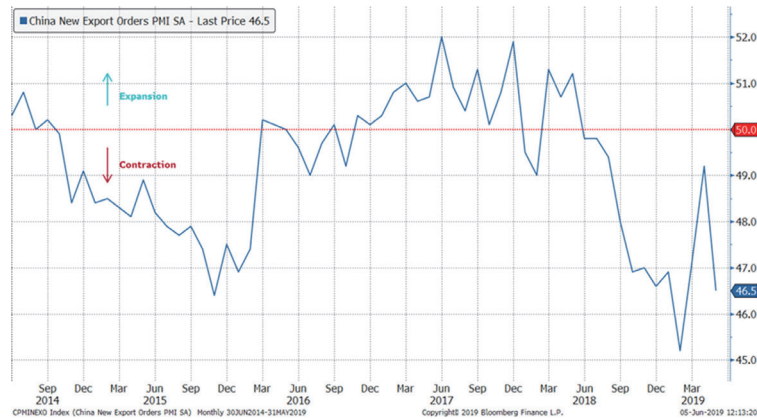
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลตัวลงเป็น 6.2% และรัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น

ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน พ.ค. ชะลตัวลงมากกว่าคาดในภาคการผลิตและการลงทุน ขณะที่การบริโภคฟื้นตัวขึ้นดีกว่าคาดจากวันหยุดในช่วงต้นเดือน โดยตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลลงมากกว่าคาดต่อเนื่อง 2 เดือน ทำให้เราปรับลดคาดการณ์ GDP ไตรมาส 2 ลงเป็น 6.2% YoY (vs. 6.4% คาดการณ์เดิมและไตรมาส 1) โดยหลังจากความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นเมื่อต้นเดือน พ.ค. รัฐบาลได้ผ่อนคลายนโยบายลงเพียงเล็กน้อยเท่านั้น และในเดือน มิ.ย. รัฐบาลถึงได้ตัดสินใจออกมาตรการสนับสนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มเติม

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน พ.ค. ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 49.4 จุด และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 50.1 จุด โดยดัชนีกลับมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) อีกครั้งหลังจากที่ฟื้นตัวขึ้นในเดือน มี.ค.-เม.ย โดยดัชนียอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (New Export Orders) ได้ปรับตัวลดลงแรง -2.7 จุด เป็น 46.5 จุด สะท้อนถึงการหดตัวของภาคส่งออกอย่างต่อเนื่องมานับตั้งแต่กลางปี 2018 และไม่มีสัญญาณของการเร่งส่งออกสินค้าระลอกใหม่ แม้สหรัฐฯ จะชงเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพิ่มเติมอีก 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ส่วนดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) ทรงตัวที่ 54.3 จุด เท่ากับเดือนก่อน

แผนภาพที่ 30: ดัชนียอดขายคำสั่งซื้อภายนอกประเทศเดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงแรงเป็น 46.5 จุด สะท้อนถึงการหดตัวของภาคส่งออกอย่างต่อเนื่องมานับตั้งแต่กลางปี 2018



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +5.0% YoY จาก +5.4% YoY ในเดือนก่อนและที่ตลาดคาด โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2002 โดยเฉพาะผลผลิตรถยนต์ (-21.5% vs. -15.8% เดือนก่อน) และกระแสไฟฟ้า (+0.2% vs. +3.8% เดือนก่อน) ที่ชะลอลงมาก

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น +5.6% YoY YTD จาก +6.1% ในเดือนก่อน และที่ตลาดคาด โดยการลงทุนชะลอตัวลงในเกือบทุกหมวดหลักทั้งการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (+4.0% vs. +4.4% เดือนก่อน) และอสังหาริมทรัพย์ (+11.2% vs. +11.9% เดือนก่อน) ยกเว้นเพียงการลงทุนในภาคการผลิต (+2.7% vs. +2.5% เดือนก่อน) ที่ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย

ส่วนยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. ฟื้นตัวขึ้นเป็น +8.6% YoY จาก +7.2% YoY ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ +8.1% YoY โดยส่วนหนึ่งเป็นผลของวันหยุดเมื่อต้นเดือน โดยยอดขายรถยนต์ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยยกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 13 เดือน (+2.1% vs. -2.1% เดือนก่อน)

ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน พ.ค. พลิกกลับมาขยายตัว +1.1% YoY จากที่หดตัว -2.8% YoY ในเดือนก่อน สวนทางกับตลาดคาดที่จะหดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -3.9% YoY โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากเงินหยวนที่อ่อนค่าลง (-2.5% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน พ.ค.) โดยยอดส่งออกไปตลาดหลักได้แก่ สหรัฐฯ (-4.2% vs. -13.1% เดือนก่อน), ญี่ปุ่น (+0.5% vs. -16.3% เดือนก่อน), และ ASEAN (+3.5% vs. +0.7% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้น ขณะที่ส่งออกไป EU (+6.1% vs. +6.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงเล็กน้อย

ส่วนยอดนำเข้า (Imports) พลิกกลับมาหดตัว -8.5% YoY จากที่ขยายตัว +4.0% YoY ในเดือนก่อนจากผลของการเร่งนำเข้าสินค้าไปแล้วในเดือนก่อนหลังการปรับลดภาษี VAT มีผลบังคับใช้ โดยหดตัวมากกว่าตลาดคาดที่ -3.5% YoY สะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ชะลอหลังรัฐบาลลดการกระตุ้นเศรษฐกิจ

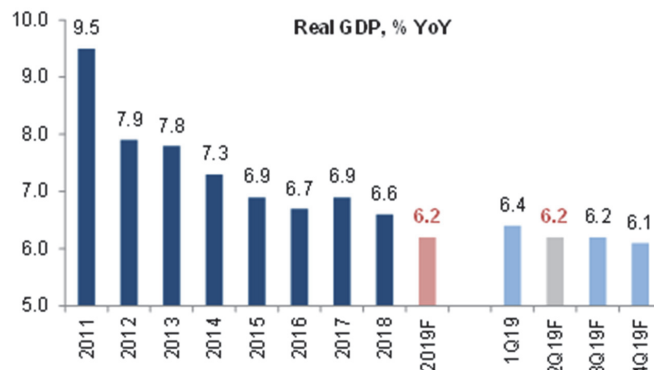
ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน พ.ค. เกินดุล +4.17 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก +1.38 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

เรามองโมเมนตัมในภาคส่งออกของจีนโดยรวมจะยังอ่อนแอต่อท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่รุนแรงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาและมีโอกาสสูงที่สหรัฐฯ จะเดินหน้าปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนในกลุ่มสุดท้าย (3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ขณะที่อุปสงค์โลกอ่อนแอ โดยดัชนี PMI ภาคการผลิตของประเทศคู่ค้าหลักต่างปรับตัวลดลง (Global Manufacturing PMI หดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2012; 49.8 จุด)

เศรษฐกิจที่ชะลอต่อเนื่องประกอบกับความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น จะกดดันให้ รัฐบาลกลับมาผ่อนคลายนโยบายลงเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปี ทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 1-year Lending rate และอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงอย่างละ 2 ครั้ง เพิ่มมาตรการสนับสนุนการใช้จ่ายภาครัฐ และปล่อยให้เงินหยวนอ่อนค่าลงสู่ระดับ 7.3 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อหนุนไม่ให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงต่ำกว่าเป้าหมายที่ 6-6.5%

เราปรับลดคาดการณ์ GDP ทั้งปี 2019 ลงเป็น 6.2% YoY (เดิม 6.3%) และปี 2020 ลงเป็น 5.8% YoY (เดิม 6.0%)

แผนภาพที่ 31: เราคาด GDP ไตรมาส 2 จะชะลอลงเป็น 6.2% YoY ขณะที่ทั้งปี 2019 คาด GDP จะขยายตัว 6.2% ยังอยู่ในกรอบเป้าหมายของรัฐบาลจีนที่ 6-6.5%



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

### รัฐบาลจีนเตรียมมาตรการตอบโต้การปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ซึ่งหากบังคับใช้จริงคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ มาก

หลังจากที่ต้นเดือน พ.ค. สหรัฐฯ ประกาศปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 25% (จาก 10%) และเตรียมปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมอีก 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างทั้งสองฝ่ายก็ได้เพิ่มขึ้น โดยรัฐบาลจีนเองก็ไม่ได้มีท่าทีที่จะยอมอ่อนข้อ ขณะที่ประธานาธิบดี Xi Jinping ได้ออกมากล่าวว่าพร้อมที่จะต่อสู้เป็นระยะเวลานาน อีกทั้งยังมีการเปิดเผยถึงมาตรการโต้ตอบออกมาอย่างต่อเนื่องซึ่งหลายมาตรการหากบังคับใช้จริงจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยมาตรการที่มีการเปิดเผยได้แก่

- 1) รัฐบาลปรับขึ้นภาษี 5-25% กับสินค้านำเข้าสหรัฐฯ กว่า 5,000 รายการ เช่น เครื่องบินขนาดเล็ก, คอมพิวเตอร์, เสื้อผ้า, เคมีภัณฑ์, เนื้อสัตว์, ข้าวสาลี, ไวน์ และก๊าซ LNG มูลค่ารวมราว 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยจะปรับภาษีขึ้น 25% กับสินค้า 2,493 รายการ (ไม่ได้ระบุรายละเอียด) และปรับภาษีขึ้น 5-20% กับสินค้านำเข้าที่เหลือ โดยเริ่มมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 มิ.ย.
- 2) รัฐบาลได้ออกประกาศเตือนถึงการตัดสินใจศึกษาต่อหรือท่องเที่ยวในสหรัฐฯ โดยอ้างถึงความไม่ปลอดภัยต่างๆ เช่น เหตุยิงกราดที่เกิดขึ้นบ่อยครั้งในช่วงที่ผ่านมา และการโจรกรรมต่างๆ
- 3) รัฐบาลประกาศเตรียมออกรายชื่อธุรกิจต่างชาติที่ 'ไม่มีความน่าเชื่อถือ' และส่งผลกระทบต่อการค้าในธุรกิจของบริษัทจีนอย่าง Huawei เช่น FedEx ที่รัฐบาลจีนได้เข้าตรวจสอบเนื่องจากได้ส่งสินค้าของ Huawei อย่างผิดพลาด โดยได้ส่งให้กับสหรัฐฯ
- 4) สื่อ People's Daily ของรัฐบาลจีนเปิดเผยว่ารัฐบาลอาจตัดสินใจจำกัดการส่งออกกลุ่มโลหะธาตุหายาก (Rare Earths) ไปยังสหรัฐฯ โดยสหรัฐฯ ได้พึ่งพาการนำเข้า Rare Earths จากจีนค่อนข้างมาก (ราว 80% ของการนำเข้าทั้งหมด) เพื่อใช้ในการผลิตอุปกรณ์เทคโนโลยีต่างๆ เช่น Smartphone, รถยนต์ไฟฟ้า และอาวุธยุทโธปกรณ์ ดังนั้น หากรัฐบาลจีนตัดสินใจจำกัดปริมาณการส่งออก Rare Earths ย่อมส่งผลกระทบต่อบริษัทไอทีชั้นนำ เช่น Apple อย่างแน่นอน



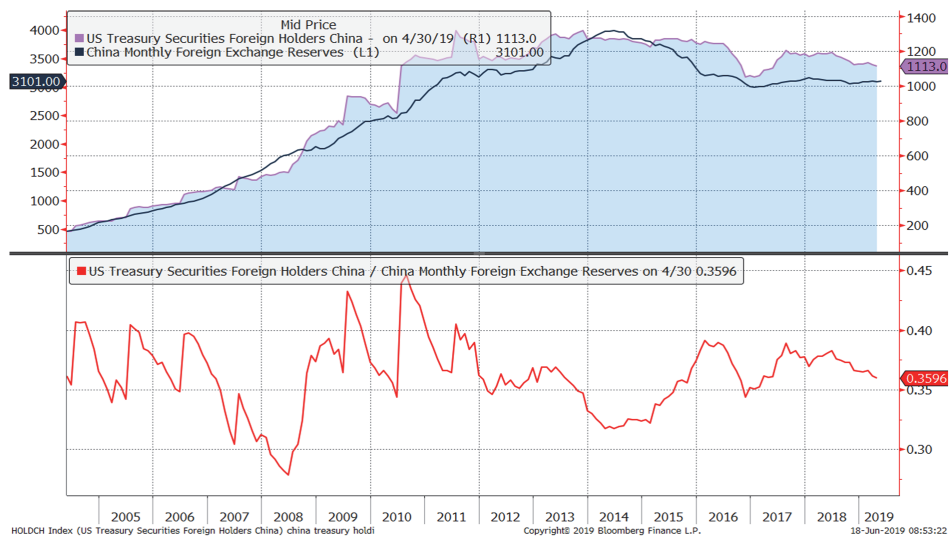
แผนภาพที่ 32: รัฐบาลจีนเปิดเผยมาตรการโต้ตอบ ซึ่งหลายมาตรการหากบังคับใช้จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ

| Date announced | Measures proposed/considered  |
|----------------|---|
| 15 May         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Hikes in tariffs of 5-25% on US goods worth \$60bn (effective Jun 1)</li> </ul>  |
| 29 May         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Considered restrictions of exports of rare earth minerals to the US; these are used in various electronics products such as smartphones and electric vehicles</li> </ul>   |
| 1 Jun          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Announced that a list of “unreliable entities” will be set up soon (expected in June), targeting foreign companies that it believes are “seriously damaging the legitimate rights and interests” of Chinese companies such as Huawei</li> <li>Announced an investigation of FedEx, which reportedly delivered Huawei packages erroneously to the US</li> </ul> |
| 4 Jun          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Issued a travel advisory on the US through the end of the year, cited recent “frequent” shootings, robbery and theft in America as a reason for its alert</li> </ul>   |

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

นอกจากมาตรการโต้ตอบดังกล่าวข้างต้นแล้ว ยังได้มีการพูดถึงการโต้ตอบของจีนโดยการลดการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ด้วย เนื่องจากในเดือน เม.ย. จีนได้ลดการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ ลงต่ำสุดในรอบ 2 ปี อยู่ที่ 1.11 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์การลดการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ ของจีนในช่วงที่ผ่านมาไม่ได้เป็นการตอบโต้นโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ โดยหากเทียบสัดส่วนการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ ต่อทุนสำรองระหว่างประเทศทั้งหมดของจีน จะพบว่าสัดส่วนดังกล่าวยังคงเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบปกติที่ราว 35-40% ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา

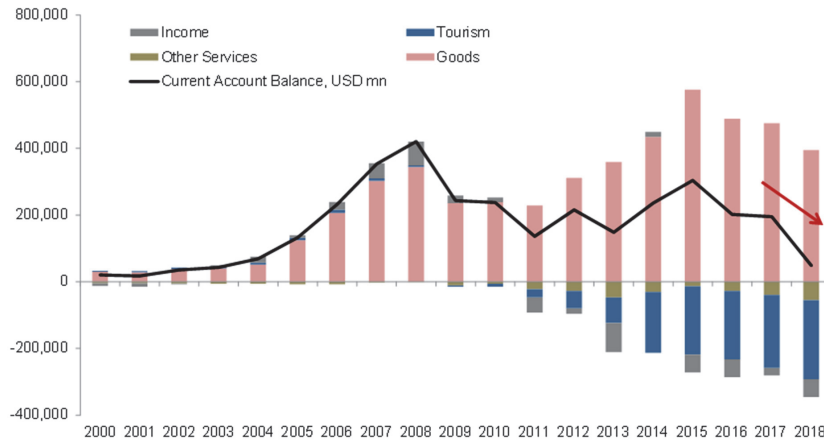
แผนภาพที่ 33: ปริมาณการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ ลดลงตามทุนสำรองระหว่างประเทศในช่วงที่ผ่านมา (panel บน) ในขณะที่สัดส่วนการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ ต่อทุนสำรองระหว่างประเทศทั้งหมดของจีน ยังคงเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบปกติที่ราว 35-40% ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา (Panel ล่าง)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยปริมาณการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ ของจีนได้ลดลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปลายปี 2015 ที่ธนาคารกลางจีน (PBoC) ได้ประกาศลดค่าเงินหยวนลง 2% และทำให้เกิดกระแสเงินทุนไหลออกจากจีนเป็นจำนวนมาก PBoC จึงมีความจำเป็นต้องขายพันธบัตรสหรัฐฯ เพื่อพยุงค่าเงินหยวนที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วในช่วงดังกล่าว นอกจากนี้ ดุลบัญชีเดินสะพัดของจีนยังได้ลดลงต่อเนื่องตามการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นจากนโยบายส่งเสริมการบริโภคในประเทศ ประกอบกับการส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าและการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีน ก็เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้การสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 34: การปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจให้พึ่งพาการบริโภคในประเทศมากขึ้นเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศปรับตัวลดลง จากการลดลงของดุลบัญชีเดินสะพัด



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

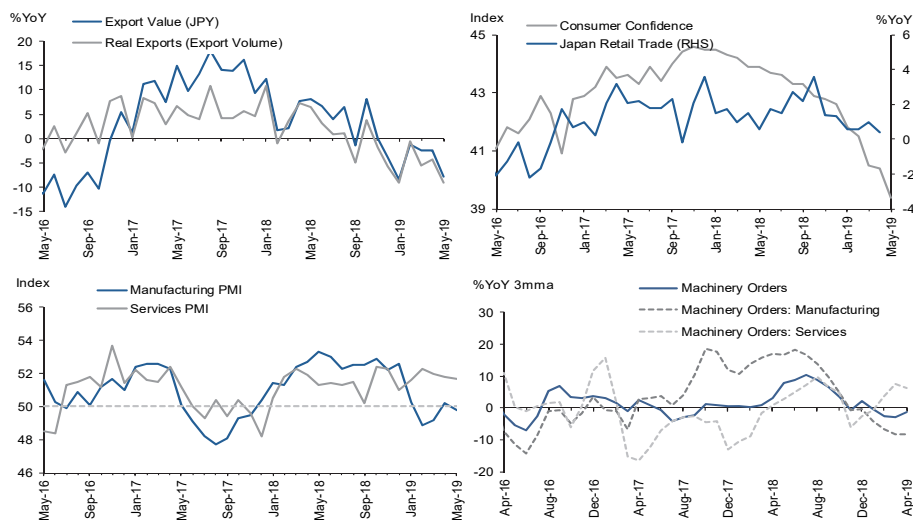
สำหรับโอกาสที่จีนจะใช้บริการถือครองพันธบัตรเป็นเครื่องมือเพื่อตอบโต้สหรัฐฯ ในระยะข้างหน้า เราคาดว่า มีจำกัด เนื่องจากเรามองว่า 1) จีนจะเสียประโยชน์จากการด้อยค่าของพันธบัตรสหรัฐฯ ซึ่งตนเองยังถือครองอยู่อีกเป็นจำนวนมาก และ 2) พันธบัตรสหรัฐฯ ยังเป็นสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำและให้ผลตอบแทนสูงเมื่อเทียบกับพันธบัตรของประเทศอื่นๆ และยังเป็นตลาดที่มีสภาพคล่องเพียงพอที่จะรองรับทุนสำรองจำนวนมากมหาศาลของจีน

# เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เรคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 ของญี่ปุ่นจะพลิกกลับมาหดตัว -0.6% QoQ, saar จากที่ขยายตัวดีกว่าคาดอย่างมากที่ +2.1% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน จากอุปสงค์โลกที่ชะลอลงต่อเนื่องและความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่เพิ่มขึ้น กดดันภาคการผลิต การลงทุน การส่งออก และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ

ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า BoJ อาจโดนกดดันให้ผ่อนคลายนโยบายลงเพิ่มเติมหากธนาคารกลางหลักในโลก เช่น Fed และ ECB ตัดสินใจผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมและส่งผลให้เงินเยนแข็งค่าขึ้นสู่ระดับต่ำกว่า 100 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ โดยคาดว่า BoJ จะเพิ่มการเข้าซื้อ ETF หรือเพิ่มการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่ผูกกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ

แผนภาพที่ 35: ดัชนี PMI ภาคการผลิตปรับตัวลดลงเข้าสู่เกณฑ์หดตัวอีกครั้งในเดือน พ.ค. หลังความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนรุนแรงขึ้น ขณะที่ส่งออกหดตัวต่อเนื่อง และการบริโภคชะลอ



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

## เศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้า

**การบริโภค:** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน เม.ย. ไม่ขยายตัว (+0.0% MoM) จากที่ขยายตัว +0.2% MoM ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่จะเร่งตัวขึ้นเป็น +0.6% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น +0.5% YoY จาก +1.0% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง โดยในเดือน พ.ค. ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 39.4 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่กลางปี 2015 จากความกังวลต่อสภาวะทางเศรษฐกิจและการขึ้นภาษีการบริโภคซึ่งมีกำหนดเดือน ต.ค.นี้

**ส่งออก:** ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยนเดือน พ.ค. หดตัว -7.8% YoY เพิ่มขึ้นจาก -2.4% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปจีน (-9.7% YoY vs. -6.3% เดือนก่อน) และ EU (-7.1% YoY vs. -2.1% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ (+3.3% YoY vs. +9.6% เดือนก่อน) ชะลอตัวลงมาก

ส่งออกของญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มอ่อนแอต่อในระยะข้างหน้า โดยเฉพาะหลังความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนเพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อญี่ปุ่นซึ่งเป็นผู้ส่งออกชิ้นส่วน Electronics ให้กับจีน นอกจากนี้ ญี่ปุ่นยังมีความไม่แน่นอนจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ ซึ่งล่าสุดสหรัฐฯ ได้เลื่อนออกไปอีก 6 เดือน (จนถึงกลางเดือน พ.ย.) โดยจะเจรจาสหรัฐฯ จะเริ่มเจรจากับญี่ปุ่นอีกครั้งในเดือน ส.ค.

**การลงทุน:** ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน เม.ย. พื้นตัวขึ้นเป็น -1.2% YoY, 3mma จาก -3.0% เดือนก่อน โดยยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิตยังหดตัวต่อเนื่อง (-8.3% YoY, 3mma vs. -8.2% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อในภาคบริการชะลอตัวลงเล็กน้อย (+6.2% YoY, 3mma vs. +7.5% เดือนก่อน)

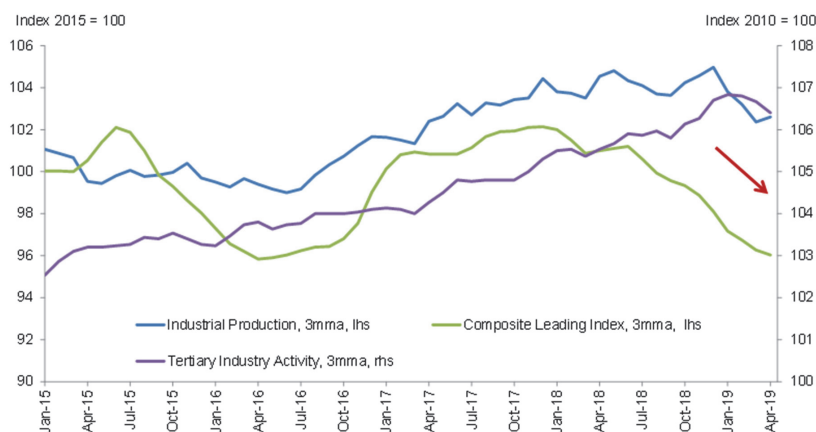
**ความเชื่อมั่นภาคการผลิตและบริการ:** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน พ.ค. ปรับตัวลดลง -0.4 จุด เป็น 49.8 จุด กลับมาอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) อีกครั้ง จากผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ปรับตัวลดลง ขณะที่ดัชนีภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 51.7 จุด

**เราคาดรัฐบาลจะปรับขึ้นภาษีการบริโภคตามกำหนดเดือน ต.ค. แม้เศรษฐกิจจะมีความเสี่ยงจากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่รุนแรงขึ้น**

รัฐบาลญี่ปุ่นมีแผนปรับขึ้นภาษีการบริโภคจาก 5% เป็น 10% เพื่อเพิ่มรายได้ของภาครัฐและลดระดับหนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่องจนถึงราว 250% ของ GDP ในปัจจุบัน โดยการปรับขึ้นภาษีการบริโภคดังกล่าวได้ถูกแบ่งออกเป็น 2 รอบ ซึ่งรอบแรกได้ปรับขึ้นจาก 5% เป็น 8% ในเดือน เม.ย. 2014 แต่ด้วยผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่รุนแรงจากการขึ้นภาษีครั้งนั้น (เศรษฐกิจหดตัวต่อเนื่อง 3 ไตรมาส) ทำให้รัฐบาลตัดสินใจเลื่อนการปรับขึ้นภาษีรอบที่สองออกไป

โดยการปรับขึ้นภาษีการบริโภครอบที่สอง (จาก 8% เป็น 10%) ได้ถูกกำหนดขึ้นในเดือน ต.ค. นี้ ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจโดยเฉพาะสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่สร้างผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นที่พึ่งพาการส่งออกอย่างมีนัยสำคัญ และความเสี่ยงจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ ซึ่งได้ชะลอการตัดสินใจออกไปเป็นกลางเดือน พ.ย.

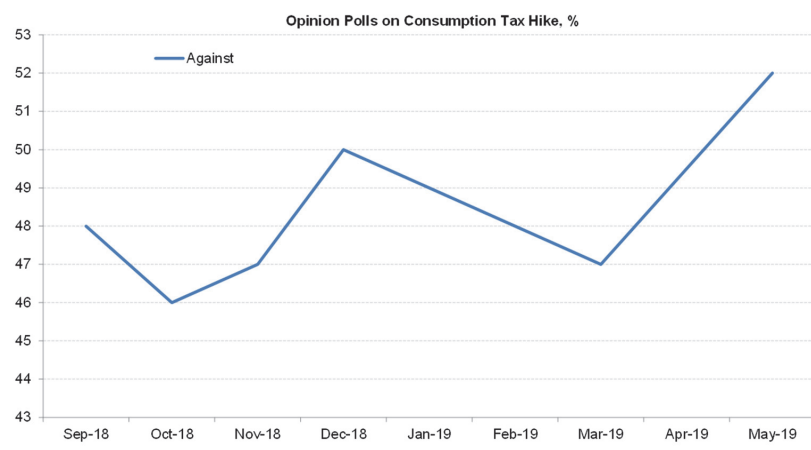
แผนภาพที่ 36: ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่เพิ่มขึ้นจะกดดันการลงทุนทั้งภาคการผลิตและบริการในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยหลังความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนได้เพิ่มขึ้นเมื่อต้นเดือน พ.ค. (สหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 10% เป็น 25% ทั้งยังประกาศเตรียมขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมอีกมูลค่า 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ) ก็มีหลายฝ่ายทั้งคนในรัฐบาลญี่ปุ่น หรือคณะกรรมการ BoJ ออกมาพูดถึงโอกาสในการเลื่อนการปรับขึ้นภาษีการบริโภคออกไปจากกำหนดเดือน ต.ค. ทั้งยังผลสำรวจความเห็นของประชาชนต่อการปรับขึ้นภาษีการบริโภค โดยผลสำรวจล่าสุดเดือน พ.ค. จัดทำโดย Nikkei Shimbun ชี้ว่าประชาชนกว่าครึ่ง (52%) เริ่มมีความเห็นต่อต้านการปรับขึ้นภาษีการบริโภค

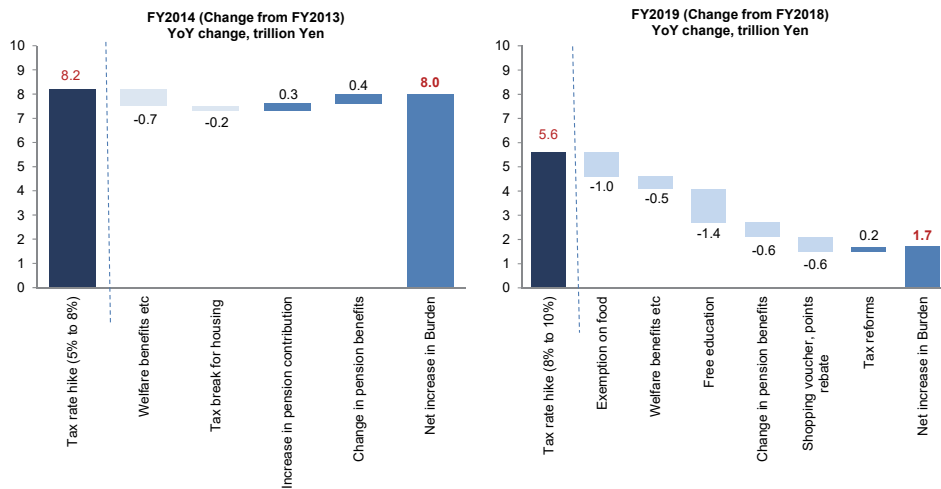
แผนภาพที่ 37: ประชาชนกว่าครึ่ง (52%) เริ่มมีความเห็นต่อต้านการปรับขึ้นภาษีการบริโภค



Source: Nikkei Shimbun, GoldmanSachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี เรายังคงคาดว่ารัฐบาลญี่ปุ่นจะปรับขึ้นภาษีการบริโภคตามกำหนดเดือน ต.ค.นี้ เนื่องจากรัฐบาลได้เตรียมมาตรการชดเชยผลกระทบต่อผู้บริโภคแล้วทั้งมาตรการลดภาษีและเพิ่มสวัสดิการในด้านอื่นๆ เช่น การลดภาษีที่เกี่ยวข้องกับการซื้อสินค้าชิ้นใหญ่ๆ เช่น บ้านและรถยนต์ และการให้สวัสดิการรับเลี้ยงดูเด็กเล็กฟรี โดยหากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนเพิ่มขึ้นจนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างรุนแรง เราคาดว่ารัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐอื่นๆ เพิ่มเติม

แผนภาพที่ 38: รัฐบาลออกมาตรการชดเชยผลกระทบต่อผู้บริโภคค่อนข้างมากในการขึ้นภาษีครั้งนี้ เมื่อเทียบกับปี 2014 ทำให้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจต่ำกว่ามาก (1.7 ล้านล้านเยน vs. 8.0 ล้านล้านเยน)



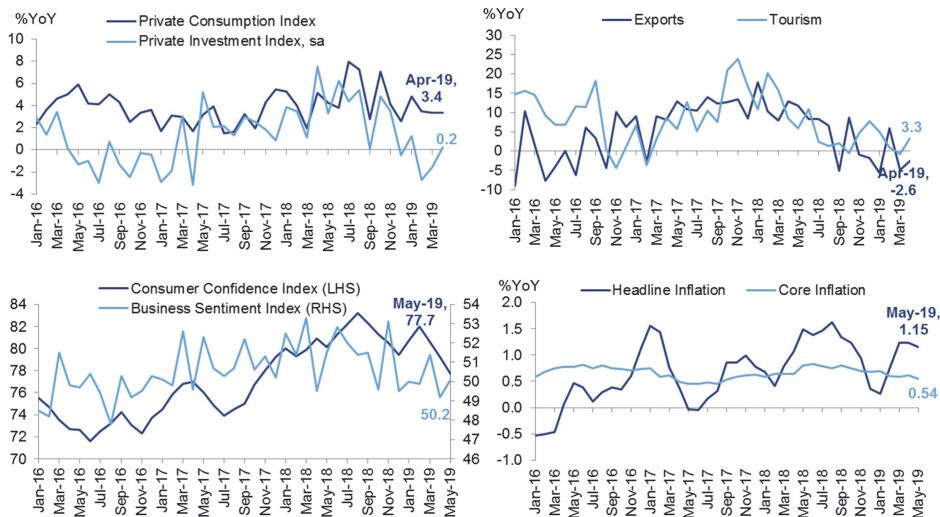
Source: GoldmanSachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มชะลอตัวลงทั้งอุปสงค์ในประเทศและต่างประเทศ โดยส่งออกจะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลง สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่รุนแรงขึ้น และเงินบาทแข็งค่า ขณะที่การบริโภคเอกชนมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามรายได้ภาคเกษตรที่อาจได้รับผลกระทบจากภัยแล้งในระยะข้างหน้าและการบริโภคสินค้าคงทนที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงตามฐานรถยนต์ที่จะเริ่มสูงขึ้น ส่วนการลงทุนเอกชนยังมีแนวโน้มไม่สดใสตามภาคก่อสร้างที่ยังอ่อนแอ

ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่า กนง. จะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75% ตลอดทั้งปีนี้ โดยเรามองว่า กนง. จะให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพทางการเงินและจะยังไม่ตัดสินใจลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในการแสวงหากำไรของนักลงทุนจากการเข้าหาสินทรัพย์เสี่ยงสูง

แผนภาพที่ 39: อุปสงค์ในประเทศขยายตัวอย่างช้าๆ ตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคและภาคธุรกิจที่อยู่ในระดับต่ำ

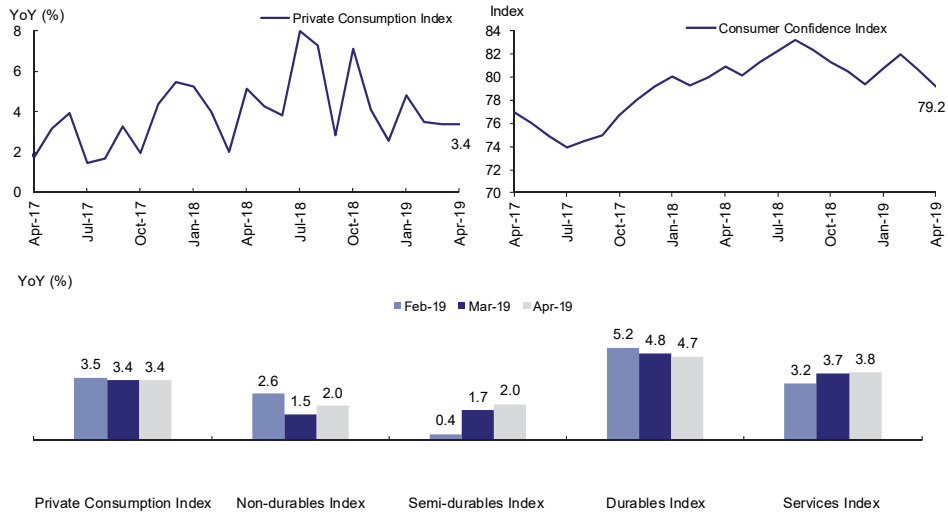


Source: Bank of Thailand (BoT), Department of Tourism (DoT), Ministry of Commerce (MoC), University of the Thai Chamber of Commerce (UTCC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## อุปสงค์ในประเทศยังขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป

การบริโภคเอกชน: การบริโภคภาคเอกชนขยายตัว +3.4%YoY ในเดือน เม.ย. (vs. +3.4% เดือนก่อน) ทรงตัวจากเดือนก่อน จากการบริโภคสินค้าคงทนและภาคบริการที่ขยายตัวดี ขณะที่การบริโภคสินค้าไม่คงทนและกึ่งคงทนยังคงขยายตัวช้า โดยเรามองว่าการบริโภคภาคเอกชนในระยะข้างหน้าอาจถูกกดดันจาก 1) ภาวะภัยแล้งที่อาจกดดันรายได้เกษตรกรในระยะถัดไป 2) การบริโภคสินค้าคงทนมีแนวโน้มชะลอตัวลงตามฐานยอดขายรถยนต์ที่จะเริ่มสูงขึ้นตั้งแต่เดือน เม.ย. เป็นต้นไป โดยมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยได้จำกัด

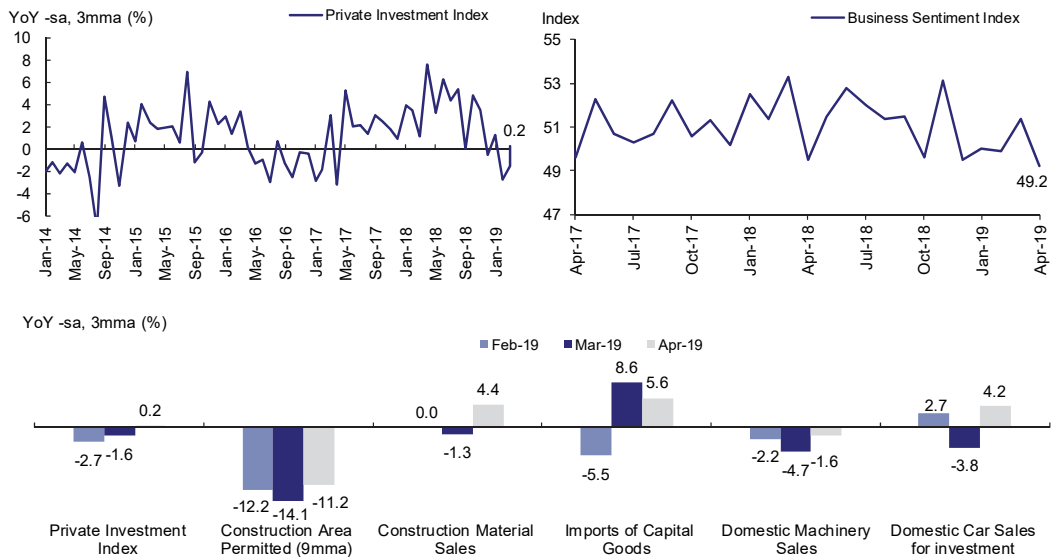
แผนภาพที่ 40: การบริโภคสินค้าไม่คงทนและกึ่งคงทนเดือน เม.ย. ยังขยายตัวช้า จุดการบริโภคเอกชนโดยรวม



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

การลงทุนเอกชน: การลงทุนภาคเอกชน เดือน เม.ย. พลิกกลับมาขยายตัวเล็กน้อย +0.2% YoY (vs. -1.6% เดือนก่อน) จากภาคก่อสร้างที่ยังหดตัวต่อเนื่อง โดยพื้นที่ได้รับอนุญาตให้ก่อสร้างหดตัว -13.4% YoY ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 อย่างไรก็ตาม การนำเข้าสินค้าทุนได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง +5.6% YoY และยอดขายรถยนต์เพื่อการพาณิชย์พลิกกลับมาขยายตัวดี +4.2% YoY

แผนภาพที่ 41: การลงทุนฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยในเดือน เม.ย. ตามการนำเข้าสินค้าทุนและยอดขายรถยนต์ ขณะที่ภาคก่อสร้างยังคงเป็นปัจจัยฉุดการลงทุนโดยรวม



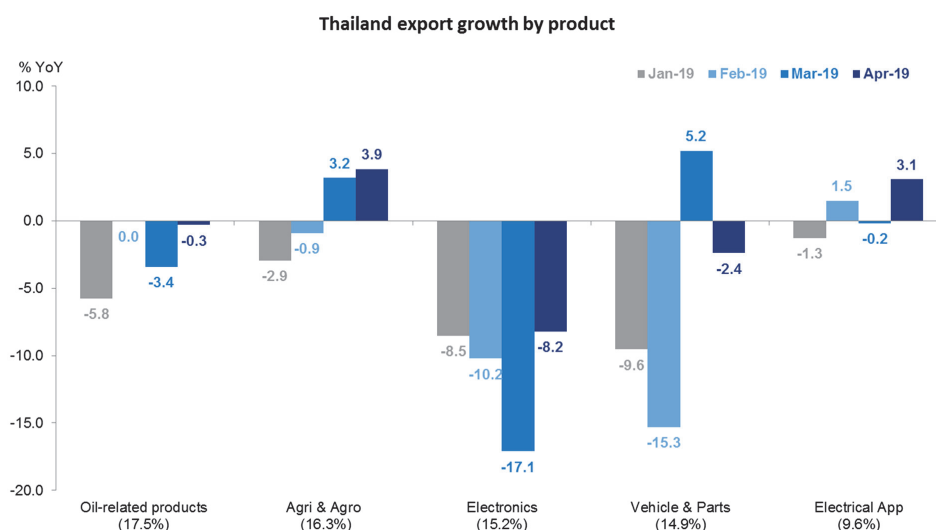
Source: Bank of Thailand (BoT), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ส่งออกยังมีความเสี่ยงจากเงินบาทแข็งค่าและความตึงเครียดทางการค้าที่เพิ่มขึ้น

มูลค่าส่งออกไทยเดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น -2.6% YoY จาก -4.9% YoY ในเดือนก่อน โดยเมื่อหักสินค้าที่มีความผันผวนออกไปได้แก่ น้ำมัน, ทองคำ และอาวุธยุทโธปกรณ์ ส่งออกจะหดตัวเพียง -1.2% YoY เท่านั้น ซึ่งนับเป็นการหดตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2018 โดยส่งออกไปสหรัฐฯ (+4.7% YoY vs. -1.4% เดือนก่อน) และ CLMV (+10.0% YoY vs. +0.3% เดือนก่อน) เร่งตัวขึ้นแข็งแกร่ง ส่วนส่งออกไปจีนฟื้นตัวขึ้น (-5.0% YoY vs. -9.0% เดือนก่อน) ขณะที่ส่งออกไป ASEAN (-5.8% YoY) และ EU15 (-5.2% YoY) ยังคงอ่อนแอ

ในรายสินค้า การส่งออกสินค้าเกษตร (+3.9% YoY vs. +3.2% เดือนก่อน) ขยายตัวต่อเนื่อง 2 เดือน และส่งออกเครื่องใช้ไฟฟ้า (+3.1% YoY vs. -0.2% เดือนก่อน) พลิกกลับมาขยายตัวจากส่งออกเครื่องปรับอากาศและโทรทัศน์ ขณะที่ยอดส่งออกอิเล็กทรอนิกส์ยังคงหดตัวแรง (-8.2% YoY) และเป็นปัจจัยฉุดยอดส่งออกโดยรวม โดยมองไปข้างหน้า สินค้าในกลุ่มนี้ยังมีความเสี่ยงจากสงครามการค้า โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ตัดสินใจปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมอีก (กลุ่ม 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ )

แผนภาพที่ 42: มูลค่าส่งออกสินค้าเกษตรและเครื่องใช้ไฟฟ้าฟื้นตัวดีขึ้น ขณะที่ส่งออกอิเล็กทรอนิกส์ยังอ่อนแอ



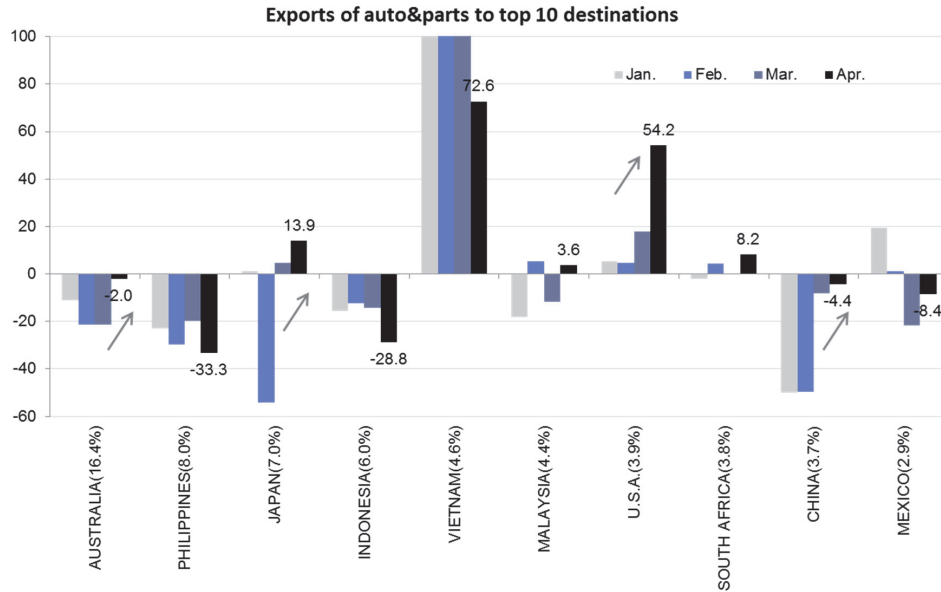
Note: numbers in brackets ( ) are share of total exports in 2018

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

ส่วนส่งออกรถยนต์และอุปกรณ์ (-2.4% YoY vs. +5.2% YoY) พลิกกลับมาหดตัวอีกครั้งจากส่งออกไปเวียดนามที่ชะลอตัวลงเป็นสำคัญ ขณะที่ยอดส่งออกรถยนต์ไปยังตลาดหลักอื่นๆ ได้แก่ ออสเตรเลีย ญี่ปุ่น สหรัฐฯ และจีน ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นชัดเจน



แผนภาพที่ 43: มูลค่าส่งออกรถยนต์พลิกกลับมาหดตัวจากส่งออกไปเวียดนามที่ชะลอตัวลง ขณะที่ส่งออกไปประเทศหลักอื่นๆ ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น



Note: numbers in brackets ( ) are share of total exports in 2018  
Source: Ministry of Commerce (MoC), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

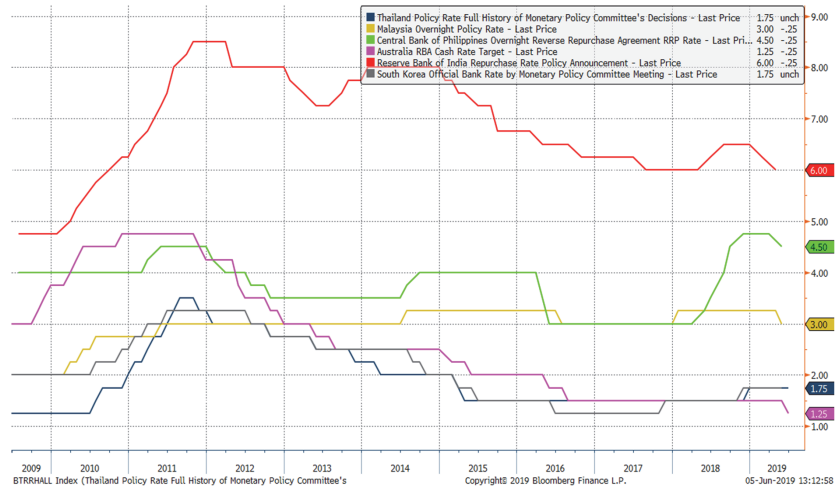
เราคาดว่าโมเมนต์ส่งออกโดยรวมจะยังคงอ่อนแอต่อจาก 1) ความตึงเครียดทางการค้า โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมอีก (กลุ่ม 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และ 2) เงินบาทที่มีแนวโน้มแข็งค่า โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคใกล้เคียง จากรบพ. ที่มีแนวโน้มคงดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.75% ตลอดทั้งปี

**เรคาดกนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.75% ตลอดทั้งปี 2019 ซึ่งจะหนุนให้เงินบาทแข็งค่า**

เรคาดว่ากนง.จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75% ตลอดทั้งปี โดยเรามองว่า กนง. จะให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพทางการเงิน และจะยังไม่ตัดสินใจลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในการแสวงหากำไรของนักลงทุนจากการเข้าหาสินทรัพย์เสี่ยงสูง

โดยการตัดสินใจคงดอกเบี้ยจะหนุนให้เงินบาทแข็งค่า โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคใกล้เคียง เช่น ฟิลิปปินส์ มาเลเซีย อินเดีย ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ ที่ธนาคารกลางได้ปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงแล้วในปีที่ผ่านมา ขณะที่ธนาคารกลางอินโดนีเซียมีแนวโน้มที่จะปรับลดดอกเบี้ยลงในระยะข้างหน้าเช่นเดียวกัน

แผนภาพที่ 44: เงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคใกล้เคียง จากแนวโน้มการคงดอกเบี้ยของธปท. ซึ่งสวนทางกับธนาคารกลางของประเทศใกล้เคียงที่เริ่มปรับลดดอกเบี้ย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## TISCO Economic Strategy Unit

### คมนตรี ประกอบผล

Head of Economic Strategy Unit

- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)  
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์  
สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

### วิลันดา ดิสเรตตีแควิน

Economist

- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

### ซารา ฟลพิบูลย์

Economist

- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์  
Clemson University
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ (เกียรตินิยม)  
มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

### วีระพันธ์ โรจน์รัฐกุล

Strategist

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

ประสบการณ์ทำงาน: ผู้ช่วยผู้จัดการกองทุน

## ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : [wealth@tisco.co.th](mailto:wealth@tisco.co.th)

[www.tiscowealth.com](http://www.tiscowealth.com)

## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป  
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

### สาขาธนาคารเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

|                 |                             |               |                          |               |                         |               |
|-----------------|-----------------------------|---------------|--------------------------|---------------|-------------------------|---------------|
| เปิดทำการทุกวัน | สยามพารากอน ชั้น 4          | : 02 610 9575 | เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B   | : 02 477 9934 | เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1   | : 02 454 9854 |
|                 | เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2     | : 02 363 3454 | เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4    | : 02 646 1571 | เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2   | : 02 673 7017 |
|                 | เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2        | : 02 745 6360 | เมกา บางนา ชั้น 1        | : 02 105 2080 | เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 | : 02 937 0909 |
|                 | เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4    | : 02 193 8080 | เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4 | : 02 884 5161 | ซีคอนสแควร์ ชั้น 3      | : 02 721 9556 |
|                 | ซีคอนบางแค ชั้น 3           | : 02 458 2636 | เซ็นทรัลอีสต์วิลล์       | : 02 041 4411 | เซ็นทรัล พระราม 2       | : 02 416 0811 |
|                 | ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B | : 02 958 0820 | เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M    | : 02 108 2998 | เกสโก้โต๊ส พระราม 3     | : 02 681 1411 |
|                 | อเวนิว รัชโยธิน             | : 02 930 2311 | เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน     | : 02 550 1335 | เกสโก้โต๊ส รัตนาธิเบศร์ | : 0 2950 8855 |
|                 | พรอมานาด                    | : 02 947 5315 | ไอคอนสยาม                | : 02 056 4168 |                         |               |
| จันทร - ศุภร์   | สำนักงานใหญ่                | : 02 633 7094 | เพชรบุรีตัดใหม่          | : 02 318 3717 | อาคารกนิษฐ์             | : 02 633 4333 |
|                 | ศรีนครินทร์                 | : 02 758 6269 | รัตนาธิเบศร์             | : 02 965 5844 | รังสิต                  | : 02 959 2166 |
|                 | วงจักร                      | : 02 621 0141 | เยาวราช                  | : 02 623 2212 | ราชวงศ์                 | : 02 622 8220 |
|                 | บางลำพู                     | : 02 629 3009 | ทองหล่อ                  | : 02 712 5099 | ดิโอลด์สยาม ชั้น 1      | : 02 623 9141 |

### สาขาธนาคารเขตภูมิภาค

|                         |               |              |               |                 |               |            |               |
|-------------------------|---------------|--------------|---------------|-----------------|---------------|------------|---------------|
| นครปฐม                  | : 034 212 277 | ราชบุรี      | : 032 327 010 | สมุทรสาคร       | : 034 811 383 | สระบุรี    | : 036 222 449 |
| อยุธยา                  | : 035 235 155 | จันทบุรี     | : 039 346 688 | ชลบุรี          | : 038 784 522 | พุกา       | : 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 | โลตัสโคราช | : 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 |
| ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่ | : 074 238 855 | สุราษฎร์ธานี | : 077 275 633 |                 |               |            |               |

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