



TIPS

August
2019

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตต่อเนื่องมาถึงปัจจุบันรวมเป็นระยะเวลาถึง 121 เดือน ซึ่งนับเป็นวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์
- Fed กลับมาส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ หลังอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจชะลอตัวอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้า ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนในการเจรจา Brexit
- อย่างไรก็ตาม การลดดอกเบี้ยของ Fed ไม่ได้การันตีว่าเศรษฐกิจจะฟื้นเสมอไป โดยในการลดดอกเบี้ย 9 ครั้งล่าสุด มีเพียง 4 ครั้งที่เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวได้ต่อ แต่อีกมากกว่าครึ่ง (5 ครั้งที่เหลือ) เศรษฐกิจกลับชะลอตัวลงต่อและเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด
- เราแนะนำให้ลงทุนด้วยความระมัดระวังและเน้นการกระจายความเสี่ยงในสินทรัพย์ดังต่อไปนี้ 1) หุ้นในกลุ่ม Health Care 2) กลุ่ม REITs ทั้งในและนอกประเทศ 3) ตราสารหนี้คุณภาพดี Investment Grade และ 4) ทองคำ

Contents

○ Executive Summary	3
○ Global Investment Strategy	4
ตลาดหุ้น	7
ตลาดตราสารหนี้	11
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	13
○ Global Economic Insights	18
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	19
เศรษฐกิจยุโรป	23
เศรษฐกิจจีน	29
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	36
เศรษฐกิจไทย	39



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
ธรรมรัตน์ กิตติศิริพัฒน์
วิลันดา ดิสระเตตวิวัฒน์

ชาร่า ผลพิบูลย์
วิระพันธ์ โรจน์ณัฐกุล
เพชร เย็นไพศาล

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

www.tiscowealth.com

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

Executive Summary

หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจโลกจบลงในช่วงกลางปี 2009 เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน รวมเป็นระยะเวลาถึง 121 เดือน ซึ่งนับเป็นวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์ ทั้งนี้อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้า ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนในการเจรจา Brexit ทำให้ Fed ต้องกลับมาส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

ข่าวดีจาก Fed ได้ขับเคลื่อนตลาดหุ้นทั่วโลกให้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นเดือน มิ.ย. จนดัชนี S&P500 พุ่งขึ้นทะลุ 3000 จุดได้เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ อย่างไรก็ตามผลตอบแทนของตลาดหุ้นหลังจาก Fed ลดดอกเบี้ยนั้น ก็จะขึ้นอยู่กับผลสำเร็จของ Fed ในการกระตุ้นเศรษฐกิจเป็นสำคัญ

ในอดีตช่วง 50 ปีที่ผ่านมา การลดดอกเบี้ยของ Fed ไม่ได้การันตีว่าเศรษฐกิจจะฟื้นเสมอไป โดยจากการศึกษา เราพบว่าในการลดดอกเบี้ย 9 ครั้งล่าสุด มีเพียง 4 ครั้งที่เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวได้ต่อ แต่อีกมากกว่าครึ่ง (5 ครั้งที่เหลือ) เศรษฐกิจกลับชะลอตัวลงต่อและเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด

เนื่องด้วยความเสี่ยงที่การลดดอกเบี้ยรอบนี้จะไม่สามารถจุดให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวต่อได้ เราจึงแนะนำให้ลงทุนด้วยความระมัดระวังและเน้นการกระจายความเสี่ยงในสินทรัพย์ดังต่อไปนี้ 1) ด้านตลาดหุ้น เรายังแนะนำให้เน้นลงทุนในกลุ่ม Health Care 2) กลุ่ม REITs ทั้งในและนอกประเทศ 3) ตราสารหนี้คุณภาพดี Investment Grade เท่านั้น และ 4) ทองคำ ซึ่งมักจะให้ผลตอบแทนดีในเวลาความไม่แน่นอนสูง

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบันรวมเป็นระยะเวลาถึง 121 เดือน ซึ่งนับเป็นวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์
- Fed กลับมาส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ หลังอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้า ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนในการเจรจา Brexit
- อย่างไรก็ตาม การลดดอกเบี้ยของ Fed ไม่ได้การันตีว่าเศรษฐกิจจะฟื้นเสมอไป โดยในการลดดอกเบี้ย 9 ครั้งล่าสุด มีเพียง 4 ครั้งที่เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวได้ต่อ แต่อีกมากกว่าครึ่ง(5 ครั้งที่เหลือ) เศรษฐกิจกลับชะลอตัวลงต่อและเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด
- เราแนะนำให้ลงทุนด้วยความระมัดระวังและเน้นการกระจายความเสี่ยงในสินทรัพย์ดังต่อไปนี้ 1) หุ้นในกลุ่ม Health Care 2) กลุ่ม REITs ทั้งในและนอกประเทศ 3) ตราสารหนี้คุณภาพดี Investment Grade และ 4) ทองคำ

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,719	-0.2%	2.1%	2.6%	8.5%	9.9%	5.1%
Philippines PCOMP	8,233	1.9%	3.9%	5.1%	2.3%	10.3%	10.5%
Indonesia JCI	6,395	-0.3%	2.2%	-1.7%	-0.8%	3.2%	8.6%
Singapore STI	3,365	0.7%	3.9%	0.5%	4.4%	9.6%	3.8%
Malaysia KLCI	1,658	-1.3%	0.3%	2.3%	-2.0%	-2.0%	-5.4%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	28,593	1.4%	4.0%	-4.6%	5.5%	10.6%	1.7%
China H HSCEI	10,848	1.4%	3.2%	-7.8%	2.0%	7.1%	2.5%
MSCI China	80	1.1%	4.0%	-8.7%	4.3%	11.7%	-6.9%
China CSI300	3,805	0.5%	3.7%	-6.6%	20.1%	26.4%	10.9%
Taiwan TWSE	10,828	0.3%	2.5%	-1.2%	10.1%	11.3%	-0.1%
Korea KOSPI	2,069	-0.6%	-1.4%	-6.6%	-2.6%	1.4%	-9.7%
MSCI Korea	632	-0.1%	0.3%	-4.9%	-0.2%	4.7%	-8.7%
India SENSEX	39,216	1.7%	0.4%	0.2%	7.8%	8.7%	7.8%
MSCI India	1,328	2.1%	0.1%	-1.9%	4.8%	5.2%	4.3%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,659	-0.9%	1.4%	6.4%	13.3%	17.9%	6.6%
Japan TOPIX	1,554	-1.1%	1.7%	-3.8%	-0.2%	4.0%	-11.2%
Japan Nikkei 225	21,289	-1.1%	1.5%	-3.6%	3.0%	6.4%	-6.6%
Europe STOXX600	388	0.1%	0.7%	-0.7%	8.6%	14.8%	0.2%
Euro STOXX50	3,502	0.0%	1.4%	0.1%	11.7%	16.7%	0.5%
US Dow Jones	27,220	1.3%	2.9%	2.5%	10.2%	16.7%	8.0%
US S&P500	2,984	-0.3%	2.3%	2.7%	11.7%	19.1%	6.0%
MSCI US REITs	1,241	-2.1%	-1.2%	3.8%	10.2%	17.3%	9.2%
J-REITs	2,024	1.4%	4.3%	7.6%	11.6%	14.1%	13.7%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,535	0.1%	1.2%	1.0%	8.1%	12.0%	-1.8%
Germany DAX	12,341	-0.3%	0.1%	1.0%	10.1%	16.9%	-3.3%
France CAC 40	5,572	0.1%	1.1%	-0.2%	14.3%	17.8%	2.3%
Switzerland SMI	9,942	0.0%	-0.5%	3.9%	10.2%	17.9%	11.2%
Portugal PSI 20	5,252	1.9%	2.5%	-2.0%	3.6%	11.0%	-6.6%
Spain IBEX 35	9,284	0.3%	0.5%	-3.1%	2.4%	8.7%	-4.8%
Italy FTSE MIB	22,079	0.2%	4.5%	0.6%	12.0%	20.5%	0.5%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	103,856	-1.9%	4.5%	9.8%	8.1%	18.2%	34.2%
Chile IPSA	5,051	-0.1%	0.2%	-4.0%	-7.8%	-1.1%	-6.1%
Mexico MEXBO	42,552	-0.6%	-1.4%	-6.5%	-3.8%	2.2%	-13.2%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	528	0.3%	3.6%	-3.0%	5.8%	10.6%	-1.5%
MSCI Latin America	2,925	-0.9%	4.7%	6.2%	2.0%	14.0%	12.4%
MSCI All Country World	528	-0.3%	2.3%	1.1%	9.1%	15.8%	2.2%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	56.54	-6.1%	4.9%	-11.7%	5.1%	24.5%	-17.8%
Brent Spot	63.50	-4.5%	2.2%	-11.8%	1.3%	18.0%	-12.9%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.96	0.64	-1.28	-1.01	-1.94	-1.43	2.82
Gold Spot	1424.72	1.0%	5.7%	11.9%	11.1%	11.2%	16.1%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2319.25	0.3%	2.8%	3.9%	3.6%	4.9%	7.3%
Bloomberg Agri Subindex	40.65	-2.1%	-3.8%	2.0%	-5.1%	-2.2%	-5.5%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	297.65	0.3%	2.7%	5.6%	6.7%	6.7%	9.6%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	205.04	0.0%	0.3%	0.7%	1.1%	1.3%	2.2%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	290.08	0.0%	0.5%	1.8%	2.5%	2.8%	4.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	385.21	0.1%	1.5%	4.4%	5.1%	5.4%	8.2%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	246.81	0.0%	0.8%	2.2%	2.8%	3.0%	4.6%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.75	0	-4	-4	1	0	19
2Y	1.72	0	-4	-8	-6	-9	-2
5Y	1.78	0	-10	-37	-35	-38	-41
10Y	2.02	0	-16	-55	-47	-49	-72
Spread 10Y-2Y	30	0	-12	-47	-41	-41	-70
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.05	-8	-1	-51	-73	-63	-82
Japan 10Y	(0.14)	0	-1	-11	-15	-14	-18
UK 10Y	0.76	0	-9	-48	-58	-52	-50
German 10Y	(0.29)	2	-5	-37	-53	-53	-64
Spain 10Y	0.45	1	-8	-66	-92	-97	-80
Italy 10Y	1.59	-14	-70	-102	-117	-115	-87
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	13.97	0.9	-1.2	1.9	-3.8	-11.5	1.9
Dollar index	97.19	0.1%	-0.5%	-0.3%	0.9%	1.1%	2.2%
USD/THB	30.88	0.5%	-1.1%	-3.0%	-2.7%	-4.5%	-7.3%
EUR/USD	1.12	-0.2%	0.2%	0.0%	-1.2%	-2.0%	-3.6%
GBP/USD	1.24	-0.7%	-1.0%	-4.3%	-3.4%	-2.5%	-4.8%
USD/JPY	107.89	-0.5%	-0.5%	-3.7%	-1.7%	-1.6%	-4.4%
USD/CNY	6.87	0.0%	-0.8%	2.8%	1.4%	-0.1%	2.5%
USD/CNH	6.88	0.0%	-0.4%	2.5%	1.1%	0.1%	1.9%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

7/18/2019

7:22:55 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้				<ul style="list-style-type: none"> - เราคาดว่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ - คงคำแนะนำ Underweight
ตราสารทุน				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				<ul style="list-style-type: none"> - รัฐบาลและธนาคารกลางของสหรัฐฯ ยังคงดำเนินนโยบายทั้งการคลังและการเงินในเชิงผ่อนคลาย ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่คอยสนับสนุนเศรษฐกิจ และตลาดการเงินของสหรัฐฯ ให้มีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก - แต่เรามองว่า Fed ไม่น่าจะลดดอกเบี้ยได้มากเท่าที่ตลาดคาดหวังที่ 3 ครั้งๆ ละ 25bps - ลดน้ำหนักเป็น Neutral
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากทั้งภาคต่างประเทศและในประเทศ โดยเราคงคาดการณ์ GDP ปี 2019 ขยายตัวที่ระดับ +3.5% YoY - ยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพการเมืองและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่อง โดย GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว +6.2% YoY ต่ำสุดในรอบเกือบ 30 ปี จากผลกระทบของสงครามการค้า ประกอบกับรัฐบาลลดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 2 - ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงที่คอยกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวัน อยู่ในระดับสูง - คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนในเกาหลีและไต้หวันเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และอุปสงค์ที่อ่อนแอของสินค้าประเภท Smartphone, PCs และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - การเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูง ประกอบกับ Fund Flows ต่างชาติได้ไหลเข้าตลาดหุ้นอินเดียเป็นจำนวนมากในช่วงที่ผ่านมา จากความคาดหวังในการเลือกตั้ง - แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคในเดือน ต.ค. นี้ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป				<ul style="list-style-type: none"> - ความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลี และอังกฤษ (Brexit) ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป - Earnings Growth อยู่ในระดับต่ำ ขณะเดียวกันยูโรมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรของบริษัทจดทะเบียน - 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 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในปี - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาน้ำมันดิบได้สะท้อนมาตรการลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC ไปมากแล้ว - คาดว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ จะทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีที่น่าสนใจ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight
J-REITs				<ul style="list-style-type: none"> - ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยเหลือส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (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

ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นทั่วโลกได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นเดือน มิ.ย. จนดัชนี S&P500 พุ่งขึ้นทะลุ 3000 จุดได้เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ หลัง Fed กลับมาส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การลดดอกเบี้ยของ Fed ไม่ได้การันตีว่าเศรษฐกิจจะฟื้นเสมอไป ดังนั้นเราจึงแนะนำให้ลงทุนด้วยความระมัดระวังและเน้นการกระจายความเสี่ยงในสินทรัพย์ดังต่อไปนี้ 1) หุ้นในกลุ่ม Health Care 2) กลุ่ม REITs ทั้งในและนอกประเทศ 3) ตราสารหนี้คุณภาพดี Investment Grade และ 4) ทองคำ

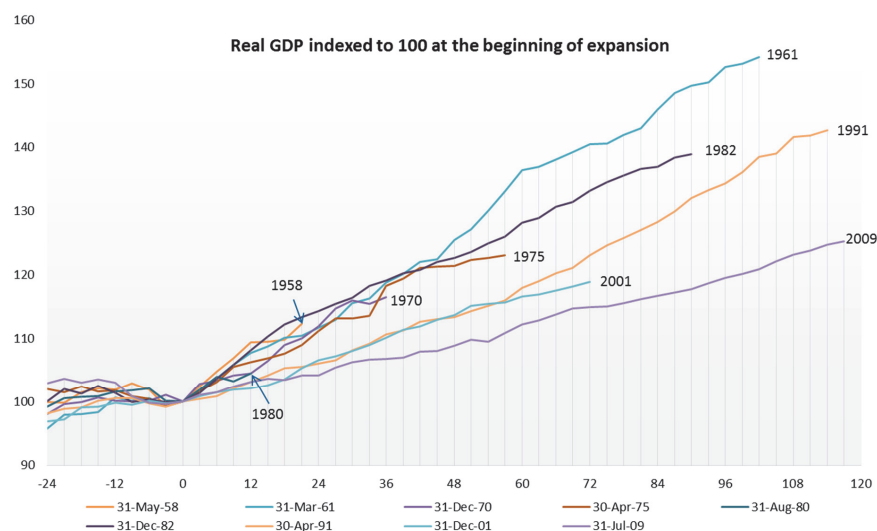
การลดดอกเบี้ยในช่วงปลายวัฏจักรอาจไม่เพียงพอที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจให้กลับมาขยายตัวต่อได้

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจที่ชะลอลงลง ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้า ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนในการเจรจา Brexit ทำให้ Fed ต้องกลับมาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ หากย้อนกลับไปดูในช่วง 50 ปีที่ผ่านมา เราจะพบว่า การลดดอกเบี้ยของ Fed ไม่ได้สามารถกระตุ้นให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวต่อได้ทุกครั้ง โดยมากกว่าครึ่งเศรษฐกิจจะชะลอลงต่อหลังลดดอกเบี้ยและเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด เราจึงแนะนำให้ลงทุนด้วยความระมัดระวังและเน้นการกระจายความเสี่ยงในช่วงนี้

Fed กลับมาลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจโลกจบลงในช่วงกลางปี 2009 เศรษฐกิจสหรัฐฯ ก็ได้ขยายตัวต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน รวมเป็นระยะเวลา 121 เดือน ซึ่งนับเป็นวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์ แม้จะเป็นวัฏจักรที่ยาว แต่การขยายตัวของเศรษฐกิจในรอบนี้นั้นนับว่าอ่อนแอที่สุดรอบหนึ่งในประวัติศาสตร์ โดยเศรษฐกิจขยายตัวในอัตราที่ต่ำมากเมื่อเทียบกับการฟื้นตัวหลังจากวิกฤติในรอบอื่นๆ ซึ่งทำให้อัตราการกลางทั่วโลก ต้องใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษ ประกอบกับการอัดฉีดสภาพคล่องเป็นระยะ เพื่อกระตุ้นและประคับประคองเศรษฐกิจให้ขยายตัวได้อย่างต่อเนื่องในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 1: เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตต่อเนื่องยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์ แต่ขยายตัวในอัตราที่ช้ามากเมื่อเทียบกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในรอบก่อนๆ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้า ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนในการเจรจา Brexit ทำให้ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ และรวมไปถึงเศรษฐกิจโลก จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วง 1-2 ปีข้างหน้าเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ต้องปรับเปลี่ยนนโยบายจากการที่ทยอยขึ้นดอกเบี้ยอย่างช้าๆ มาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปี 2015 กลับมาส่งสัญญาณว่าจะปรับลดดอกเบี้ยลงในช่วงกลางปีนี้ ส่วนในด้านสภาพคล่อง Fed ได้ประกาศว่าจะยุติมาตรการลดงบดุลที่ทำมาตั้งแต่ปลายปี 2017 ในเดือนกันยายนนี้

ดอกเบี้ยกับตลาดหุ้น

ข่าวดีจาก Fed ได้ขับเคลื่อนตลาดหุ้นทั่วโลกให้ฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ต้นเดือน มิ.ย. จนดัชนี S&P500 พุ่งขึ้นทะลุ 3000 จุดได้เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์

โดยหากอ้างอิงถึงทฤษฎีการเงิน ดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือที่เรียกกันว่า Fed Funds Rate นับเป็นดอกเบี้ยอ้างอิงที่สำคัญในการกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงินทั่วโลก ซึ่งการปรับลดดอกเบี้ยจะส่งผลให้อัตราคิดลด (Discount Rate) ของกระแสเงินสด (Cash Flow) ในอนาคตลดลง และส่งผลให้ราคาเหมาะสม (Fair Value) ของสินทรัพย์ทางการเงินเพิ่มขึ้น

ในกรณีของราคาหุ้น หากพิจารณาจาก Dividend Discount Model (DDM) เราสามารถสรุปได้ว่าราคาหุ้นที่เหมาะสมจะถูกกำหนดด้วย 3 ปัจจัยได้แก่ 1) อัตราคิดลด (r) ซึ่งแปรผันตามอัตราดอกเบี้ย 2) อัตราการเติบโตของกำไร (g) ซึ่งชี้ถึงการเติบโตของกระแสเงินสดในอนาคต และ 3) อัตราการจ่ายปันผล (Payout Ratio) ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดกระแสเงินสด

Dividend Discount Model (DDM)

$$P = \frac{Div1}{r - g}$$

$$\frac{P}{E} = \frac{Div1/E}{r - g}$$

$$\frac{P}{E} = \frac{payout\ ratio}{r - g}$$

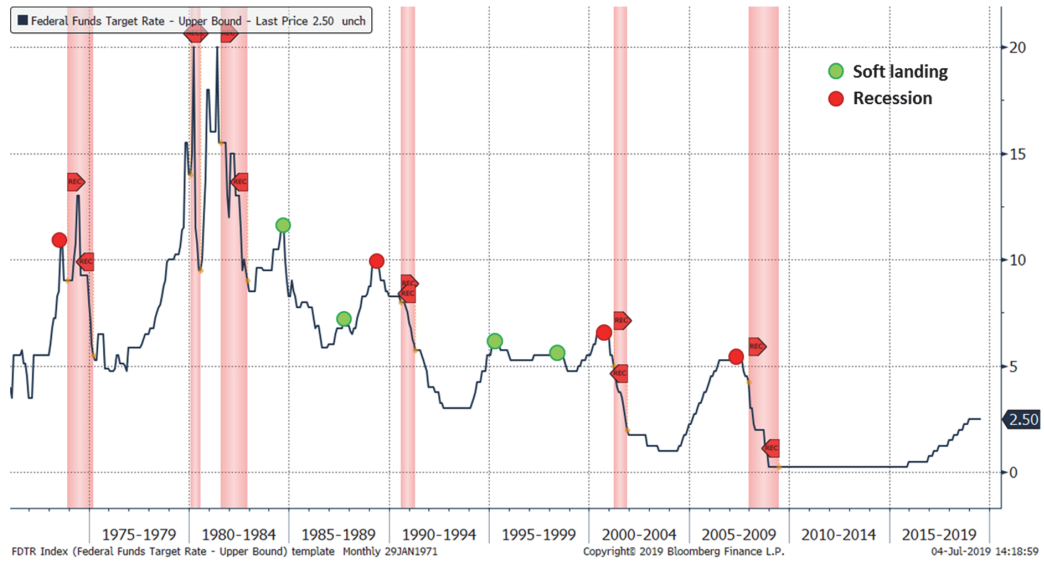
ดังนั้นในกรณีที่ Fed ลดดอกเบี้ย ซึ่งจะทำให้ Discount Rate ลดลง มูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นก็จะเพิ่มขึ้น หากไม่มีปัจจัยอื่นเปลี่ยนแปลง

แต่ในโลกความเป็นจริง ปัจจัยอื่นนั้นเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอ และ Fed มักลดดอกเบี้ยในช่วงที่เศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว ซึ่งในกรณีนี้ r (Discount Rate) และ g (อัตราการเติบโตของกำไร) จะลดลงพร้อมกัน ซึ่งมีผลทำให้ r-g คงที่ และมูลค่าเหมาะสมของหุ้นนั้นไม่เปลี่ยนแปลง หรือพูดง่ายๆ คือ หาก Fed ลดดอกเบี้ย เพื่อตอบสนองต่อตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง หุ้นก็ไม่จำเป็นต้องขึ้นเสมอไป

ลดดอกเบี้ยไม่ได้การันตีว่าเศรษฐกิจจะฟื้นเสมอไป

หากย้อนกลับไปดูในช่วง 50 ปีที่ผ่านมา เราจะพบว่า การลดดอกเบี้ยของ Fed ไม่ได้สามารถกระตุ้นให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวต่อได้ทุกครั้ง โดยในการลดดอกเบี้ย 9 ครั้งล่าสุด มีเพียง 4 ครั้งเท่านั้นที่เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวต่อหลังลดดอกเบี้ย แต่อีกมากกว่าครึ่ง (5 ครั้งที่เหลือ) เศรษฐกิจกลับชะลอตัวลงต่อและเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด

แผนภาพที่ 2: ในการลดดอกเบี้ย 9 ครั้งล่าสุด มีเพียง 4 ครั้งเท่านั้นที่เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวต่อหลังลดดอกเบี้ย แต่อีก 5 ครั้งที่เหลือ เศรษฐกิจกลับชะลอตัวลงต่อและเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด



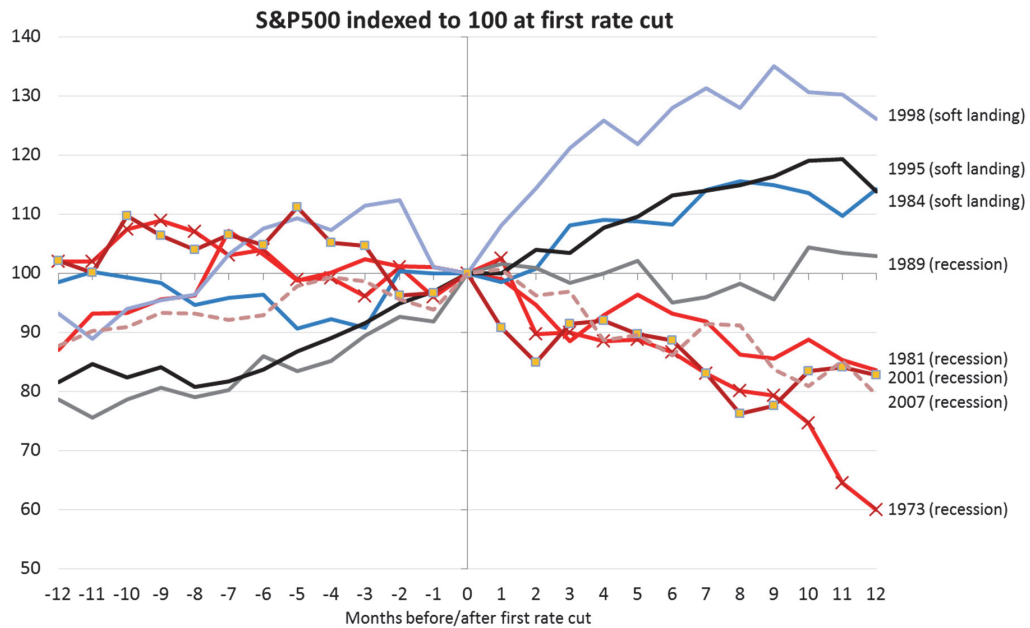
ยิ่งไปกว่านั้นเรายังสามารถตั้งข้อสังเกตเพิ่มเติมได้ว่า การลดดอกเบี้ยของ Fed ที่ประสบผลสำเร็จในการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้น มักเป็นการลดดอกเบี้ยในช่วงต้นของวัฏจักรการขยายตัวของเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้การลดดอกเบี้ยสามารถช่วยกระตุ้นอุปสงค์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่เศรษฐกิจปัจจุบันนั้นอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร (10 ปีหลังเกิด Subprime Crisis) และอัตราการว่างงานได้ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 50 ปี ดังนั้นการลดดอกเบี้ยจึงอาจไม่ส่งผลกระตุ้นอุปสงค์ได้มากนัก

ตลาดหุ้นไม่ได้ขึ้นเสมอไปเช่นกัน

ผลตอบแทนของตลาดหุ้นหลังจาก Fed ลดดอกเบี้ยนั้น ก็จะขึ้นอยู่กับผลสำเร็จของ Fed ในการกระตุ้นเศรษฐกิจเป็นสำคัญ โดยส่วนมากแล้วตลาดหุ้นมักให้ผลตอบแทนไม่ดีนักในช่วงที่ดอกเบี้ยเป็นขาลง เนื่องจากเป็นช่วงที่เศรษฐกิจโตช้า และมีความเสี่ยงที่จะเป็นจุดเริ่มต้นของภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ในบางกรณี ดังเช่น ช่วงปี 2001 และ 2007 ซึ่ง Fed เริ่มลดดอกเบี้ย แต่เศรษฐกิจก็ยังคงชะลอตัวต่อเนื่องจนเข้าสู่ Recession ในที่สุด

แต่ก็มีบางช่วงเช่นกันที่การลดดอกเบี้ยนั้นสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้สำเร็จ และจุดให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวต่อได้ เช่นในช่วงปี 1995-96 ซึ่ง Fed ลดดอกเบี้ยลง 3 ครั้งจาก 6% มาอยู่ที่ 5.25% และช่วยให้เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงมาโตที่ระดับประมาณ 2% ในปี 1995 พุ่งขึ้นมาโตได้ 4% ในปี 1996 ซึ่งการลดดอกเบี้ยในช่วงนั้น ก็ส่งผลให้ตลาดหุ้น (S&P500) พุ่งขึ้นถึง 20% ในช่วง 12 เดือน หลังการลดดอกเบี้ย

แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นนั้นมักให้ผลตอบแทนไม่ดิ่งในช่วงที่ดอกเบี้ยเป็นขาลง




Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนะนำลงทุนอย่างระมัดระวังและเน้นการกระจายความเสี่ยง

แม้เราจะค่อนข้างมั่นใจว่าจะได้เห็น Fed กลับมาลดดอกเบี้ยเร็วๆ นี้ แต่เราไม่แน่ใจนักว่าการลดดอกเบี้ยรอบนี้จะสามารถจุดให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวต่อได้เหมือนในปี 1995 หรือจะเป็นจุดเริ่มต้นของภาวะเศรษฐกิจถดถอยรอบใหม่เหมือนในปี 2001 หรือ 2007

หากประเมินจากความร้อนแรงของตลาดหุ้นในช่วงเดือนที่ผ่านมาที่ชี้ว่านักลงทุนส่วนใหญ่เชื่อว่าผลจะออกมาในรูปแบบแรก แต่หากพิจารณาจากประวัติศาสตร์ของการลดดอกเบี้ยแล้ว โอกาสที่จะเป็นแบบหลังก็มีไม่น้อยเช่นกัน ดังนั้นเราจึงแนะนำให้ลงทุนด้วยความระมัดระวังและเน้นการกระจายความเสี่ยง ดังนี้

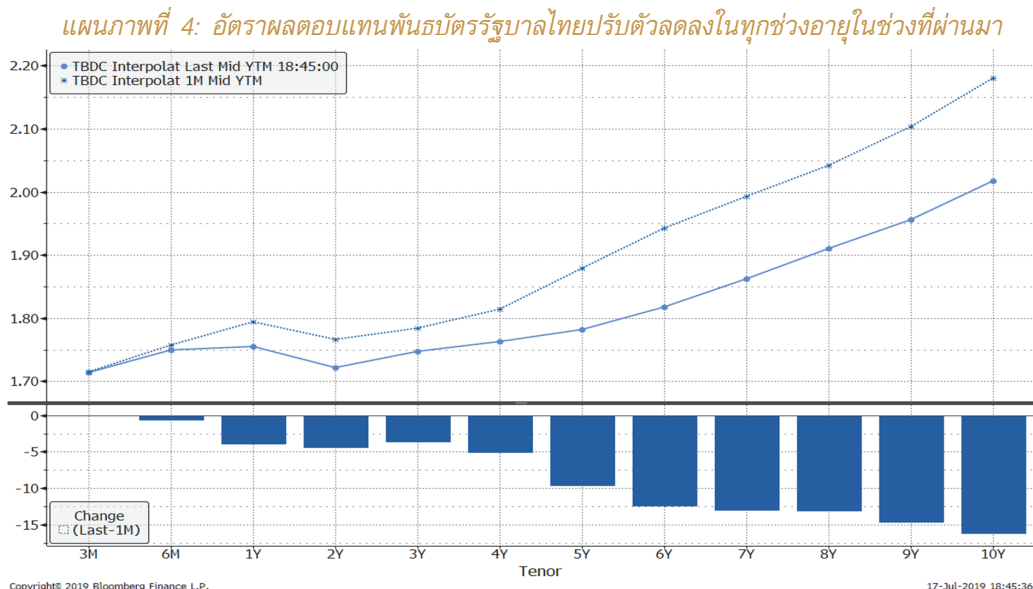
1. ด้านตลาดหุ้น ยังแนะนำให้เน้นลงทุนใน Sector Health Care เนื่องจากเป็นหุ้นที่มีลักษณะ Defensive กำไรมีความผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจน้อย และมีศักยภาพการเติบโตของกำไรสูงในระยะยาว
2. กลุ่ม REITs ทั้งในและนอกประเทศ ซึ่งให้ผลตอบแทนดีในช่วงดอกเบี้ยขาลง Dividend Yield ยังสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างเยอะ และจ่ายปันผลสม่ำเสมอ
3. ตราสารหนี้แนะนำเฉพาะตราสารหนี้คุณภาพดี Investment Grade เท่านั้น หลีกเลี่ยงตราสารหนี้ความเสี่ยงสูงจำพวก Junk Bond หรือ High Yield Bond
4. ทองคำ จะให้ผลตอบแทนดีเวลาความไม่แน่นอนสูง ควรมีติดพอร์ตไว้เพื่อกระจายความเสี่ยง 

ตลาดตราสารหนี้

เรายังแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว ขณะที่เรายังคงคาดการณ์การแห่งประเทศไทยจะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.75% ตลอดทั้งปีนี้ จากความกังวลในเรื่องเสถียรภาพระบบการเงินที่มีอยู่สูง และขีดความสามารถในการดำเนินนโยบาย หรือ Policy Space ที่จำกัด

Bond Yield ระยะยาวปรับตัวลดลงต่อเนื่อง

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงทุกช่วงอายุในช่วงที่ผ่านมา โดยพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 ถึง 6 เดือน ปรับตัวลดลงเล็กน้อย พันธบัตรอายุ 1 ถึง 4 ปี ปรับตัวลดลง 4-5bps ส่วนพันธบัตรระยะยาวอายุ 5 ถึง 10 ปี ปรับตัวลดลงมาก 10-16bps



Source: Bloomberg

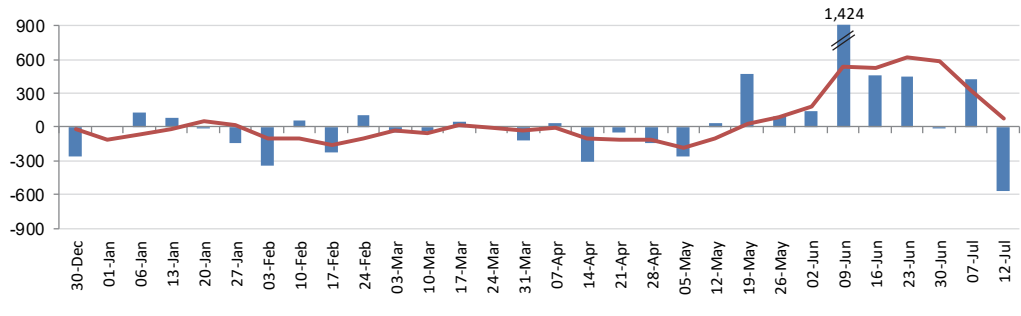
เรายังแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลง 16bps อยู่ที่ระดับ 2.02% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการปรับตัวลดลงตาม Bond Yield สหรัฐฯ หลังนาย Jerome Powell ประธานธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งสัญญาณพร้อมลดดอกเบี้ยในปีนีท่ามกลางความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่มีเพิ่มขึ้นและเงินเฟ้อที่อ่อนแอ และอีกส่วนหนึ่งเป็นผลจากกระแสเงินที่ไหลเข้าตลาดทุนไทยอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมาตามเงินบาทที่แข็งค่า

อย่างไรก็ดี เรามองว่า Bond Yield ไทยยังมีความเสี่ยงที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า จากแนวโน้มของ Bond Yield สหรัฐฯ ที่เราคาดว่าจะกลับมาเพิ่มขึ้นบ้างในระยะข้างหน้า เนื่องจากเรามองว่าตลาดมีความคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed ที่สูงเกินไป (ตลาดคาดลดอย่างน้อย 3 ครั้ง) โดยเราเชื่อว่า Fed จะปรับลดดอกเบี้ยมากที่สุดไม่เกิน 2 ครั้งจากระดับปัจจุบัน ซึ่งอาจกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นตาม ดังนั้นเรายังคง Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

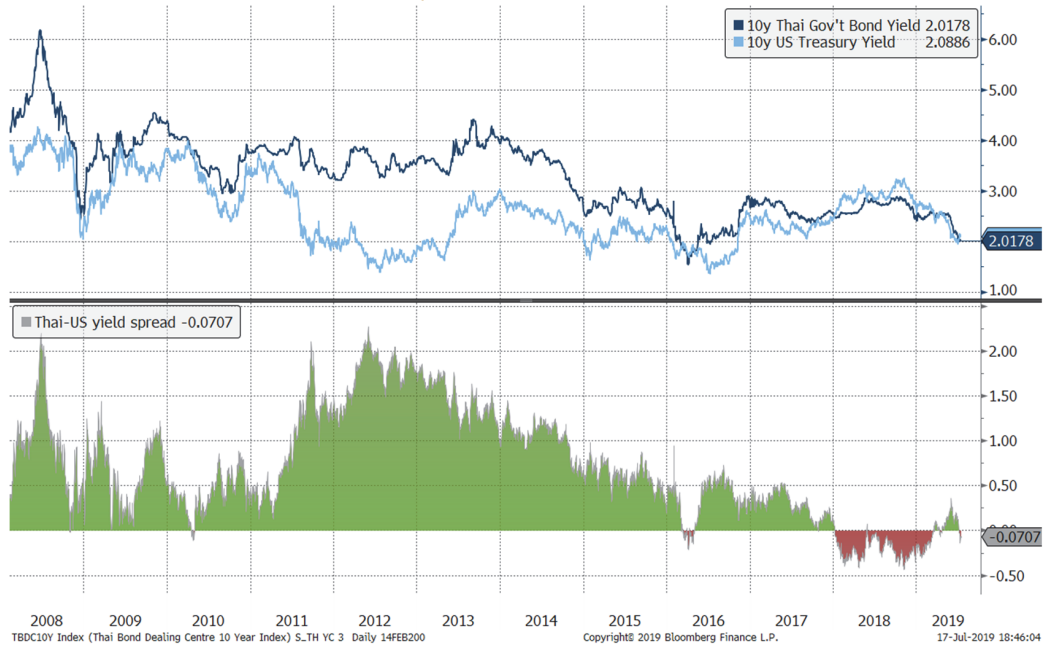
แผนภาพที่ 5: เงินทุนต่างชาติไหลเข้ามาในตลาดพันธบัตรไทยอย่างต่อเนื่อง ก่อนที่ลดลงหลัง ธปท. เพิ่มความเข้มงวดในการรายงานข้อมูลการลงทุนในตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างชาติ

Chart 4: Weekly foreign net buy in Thai bond market (USD, m)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 6: Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลงตาม Bond Yield สหรัฐฯ



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ถึงแม้ว่าในช่วงที่ผ่านมาราคาน้ำมันดิบจะปรับตัวสูงขึ้นจากความตึงเครียดที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ระหว่างสหรัฐฯ กับอิหร่าน ประเด็นสงครามการค้าที่เริ่มผ่อนคลายลง และประเด็นการขยายเวลาลดปริมาณการผลิตของกลุ่ม OPEC ซึ่งเป็นอีกหนึ่งส่วนในการช่วยพยุงราคาน้ำมันได้ในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคาน้ำมันดิบมีโอกาสปรับฐานรุนแรงอีกครั้งจากปริมาณการผลิตของทางฝั่งของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะล้นตลาดในช่วงครึ่งหลังของปี 2019

น้ำมัน

หากนับตั้งแต่ช่วงต้นปี 2019 ราคาน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นมาแล้วกว่า 30% จากปัจจัยบวกจากความตึงเครียดที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ระหว่างสหรัฐฯ กับ อิหร่าน สต็อกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่ปรับตัวลดลง และปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC ที่ลดลงมาแล้วกว่า 2 ล้านบาร์เรลต่อวันนับตั้งแต่ต้นปี 2019 ตามแผนการลดปริมาณการผลิตที่เริ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงปลายปี 2018

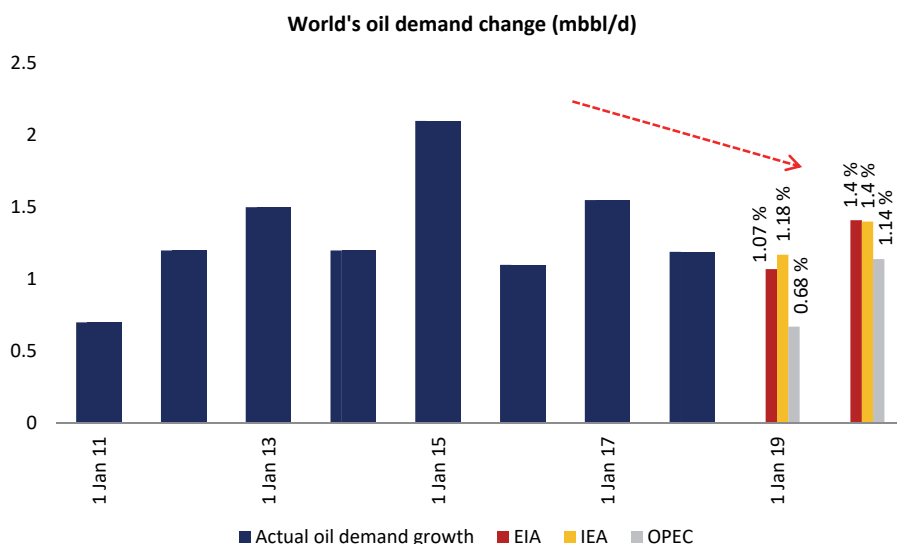
อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคามันดิบจะปรับฐานรุนแรงอีกครั้งจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่จะเริ่มล้นตลาดในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2019 จาก 3 ปัจจัยหลักดังนี้

1) ปริมาณความต้องการน้ำมันมีแนวโน้มเติบโตช้าลงจากความเสี่ยงของเศรษฐกิจโลกที่เพิ่มขึ้น

ปัจจุบันผู้บริโภคน้ำมันรายใหญ่ของโลกซึ่งได้แก่ สหรัฐ และ จีน มีสัดส่วนการบริโภคน้ำมันถึง 34% ของการบริโภคน้ำมันของทั้งโลก โดยเราคาดว่าปริมาณความต้องการใช้น้ำมันดิบจากทั้ง 2 ประเทศดังกล่าวมีความเสี่ยงชะลอตัวจากผลกระทบของสงครามการค้า โดยเราคาดการณ์อัตราการเติบโตของ GDP สหรัฐฯ ทั้งปี 2020 ไว้ที่ 1.8% ลดลงจาก 2.4% ในปี 2019 รวมถึงคาดการณ์อัตราการเติบโตของ GDP จีนไว้ที่ 5.8% ในปี 2020 ลดลงจาก 6.2% ในปี 2019

ส่งผลให้คาดการณ์การเติบโตความต้องการใช้น้ำมันดิบของโลก (World Oil Demand Growth) ในปี 2019 อยู่ที่ 1.14 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยปริมาณความต้องการใช้น้ำมันดิบโลก (World Oil Demand) ปี 2019 คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 99.87 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่วนในปี 2020 คาดว่าความต้องการใช้น้ำมันดิบโลก (World Oil Demand Growth) จะขยายตัวใกล้เคียงกับปีนี้ที่ระดับ 1.14 ล้านบาร์เรลต่อวันเช่นกัน มาที่ระดับ 101.01 ล้านบาร์เรลต่อวัน

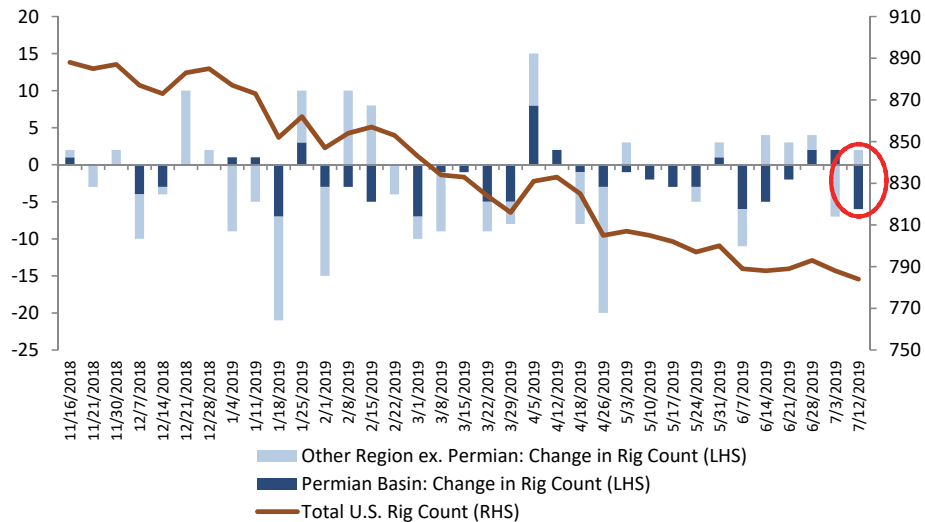
แผนภาพที่ 7: อัตราการเติบโตของปริมาณความต้องการน้ำมันมีแนวโน้มชะลอตัวลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

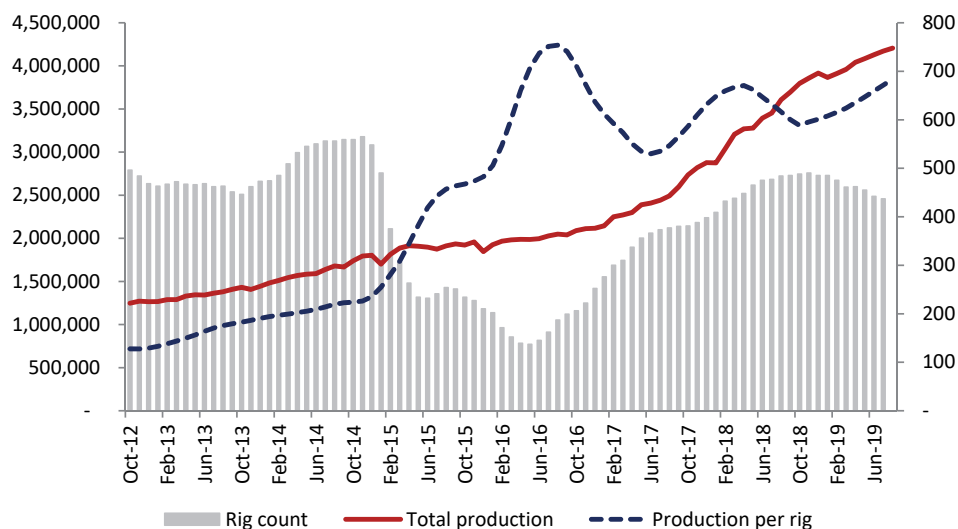
2) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากฝั่งของสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นนับตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 3 เป็นต้นไป เรามองว่าปริมาณการผลิตจากทั้งในแหล่ง Permian จะยังคงปรับตัวสูงขึ้น โดยถึงแม้ว่าจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในแหล่ง Permian จะกลับมาปรับตัวลดลงอีกครั้ง แต่ปริมาณการผลิตในแหล่ง Permian ยังโตต่อเนื่องมาที่ 4.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และเพิ่มขึ้นกว่า 2.5 แสนบาร์เรลต่อวันนับตั้งแต่ต้นปี โดยเป็นผลมาจากการเพิ่มประสิทธิภาพในการขุดเจาะน้ำมันของผู้ผลิต ซึ่งทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบต่อจำนวนแท่นขุดเจาะ (Oil Production Per Rig) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง มาแตะระดับ 698 บาร์เรลต่อหลุมต่อวัน หรือเพิ่มขึ้นกว่า 100 บาร์เรลต่อหลุมต่อวันนับตั้งแต่ต้นปี

แผนภาพที่ 8: จำนวนแท่นขุดน้ำมันดิบในแหล่ง Permian กลับมาปรับตัวลดลงอีกครั้ง หลังจากเพิ่มขึ้นมา 2 สัปดาห์ติด



ยิ่งไปกว่านั้นถึงแม้จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบในแหล่ง Permian จะไม่กลับมาเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป ผู้ผลิตก็ยังสามารถคงการผลิตน้ำมันดิบให้อยู่ในระดับเดิมได้โดยมาจากการดึงน้ำมันดิบจากหลุมที่ถูกขุดไว้แล้วแต่ยังไม่ได้ผ่านกระบวนการทางเคมีเพื่อดึงน้ำมันดิบขึ้นมาใช้ (Drilled But Uncompleted Well: DUCs) โดยในแหล่ง Permian มี DUCs มากถึง 4,000 หลุม คิดเป็นปริมาณการผลิตที่ราว 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวันหรือราว 20% ของปริมาณการผลิตทั้งหมดของสหรัฐฯ ในปัจจุบัน บนสมมติฐานของค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของปริมาณการผลิตต่อหลุมต่อวันที่ 550 บาร์เรลต่อหลุมต่อวัน

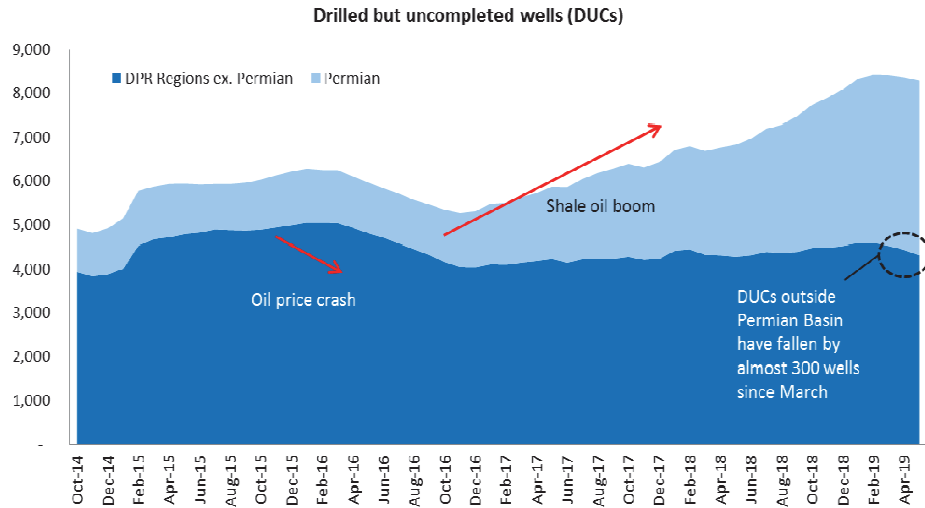
แผนภาพที่ 9: ปริมาณการผลิตต่อแท่นต่อวันในแหล่ง Permian ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากเทคโนโลยีการผลิตที่ดีขึ้น



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ยังมีปริมาณการผลิตจากนอกแหล่ง Permian เช่นกัน โดยผู้ผลิตในแหล่งผลิตอื่นนอกเขต Permian ได้นำหลุม DUCs ซึ่งเป็นหลุมน้ำมันดิบที่ขุดไว้แล้วลวงหน้า มาช่วยเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มี.ค. และเป็นการกลับมาใช้หลุม DUCs เป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2016 แม้ว่าจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบนอกเขต Permian จะลดลงต่อเนื่องก็ตาม

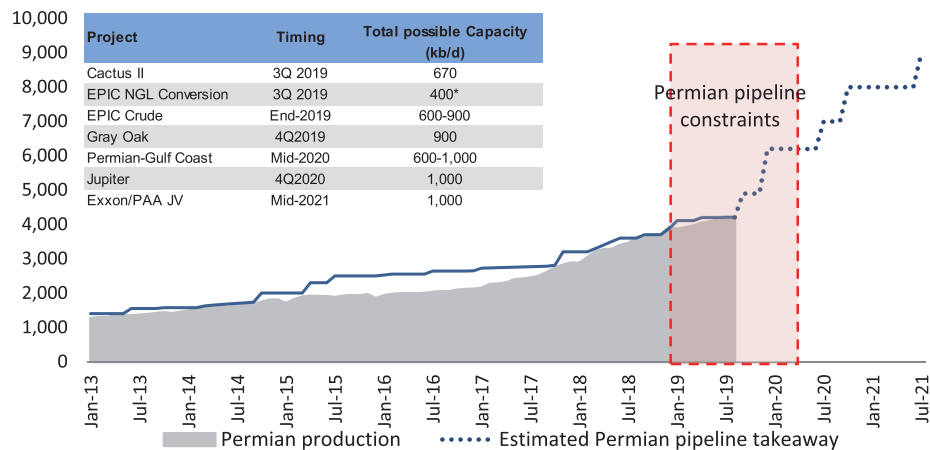
แผนภาพที่ 10: ผู้ผลิตน้ำมันดิบนอกแหล่ง Permian เริ่มกลับมาใช้หลุม DUCs มากขึ้น โดยเป็นการกลับมาใช้หลุมครั้งแรกในรอบ 3 ปี



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในภาพรวม ผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ มีความพร้อมที่จะเพิ่มปริมาณการผลิตได้อีกมาก แต่ยังคงติดข้อจำกัดด้านท่อขนส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian ที่เป็นตัวรั้งปริมาณการผลิตน้ำมันดิบโดยรวมของสหรัฐฯ อย่างไรก็ตามจากข้อมูลของ EIA เรามองว่าปัญหาด้านข้อจำกัดทางท่อขนส่งจะเริ่มคลี่คลายลงตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 3 เป็นต้นไปโดยท่อขนส่งน้ำมันดิบจะมี Capacity เพิ่มขึ้นราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในไตรมาสที่ 3 และจะเพิ่มขึ้นอีกราว 1.9 ล้านบาร์เรลต่อวันในปลายปี 2019

แผนภาพที่ 11: ข้อจำกัดด้านท่อขนส่งน้ำมันจะเริ่มคลี่คลายลงในช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2019 เป็นต้นไป ('000 barrels per day)



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

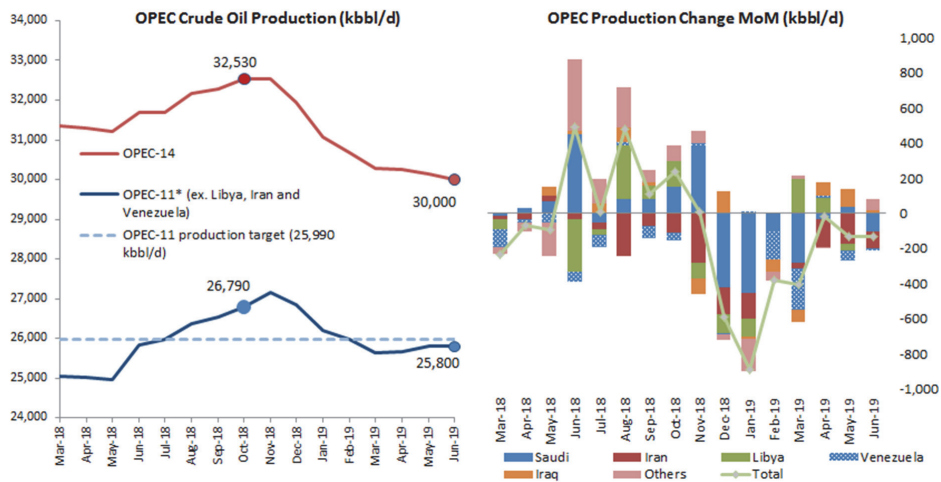
*Service will be temporary until EPIC Crude Pipeline enters service

3) กลุ่ม OPEC+ มีแนวโน้มที่จะไม่ลดปริมาณการผลิตไปมากกว่านี้ โดยหลักมาจาก 3 ปัจจัย
3.1) ปริมาณการผลิตในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าโควตาแล้ว

ในช่วงที่ผ่านมา ทางผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC ตัดสินใจต่ออายุข้อตกลงลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบออกไปจนถึงสิ้นเดือน มี.ค. ปี 2020 และจะคงสัดส่วนการลดเท่าเดิมที่ระดับ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อช่วยพยุงราคาน้ำมันดิบ ท่ามกลางความเสี่ยงทางเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง และปริมาณการผลิตน้ำมันดิบสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

โดยข้อตกลงดังกล่าวได้มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ม.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งผู้ผลิตในกลุ่ม OPEC ได้ร่วมมือกันเร่งลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจำนวนมากเกือบ 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยซาอุดีฯ ได้ลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบไปเกือบ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งมากกว่าโควตาในการลดของซาอุดีฯ เองถึง 5.8 แสนบาร์เรลต่อวัน ซึ่งส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบรวมของกลุ่ม OPEC-11 (ไม่รวมประเทศลิเบีย, เวเนซุเอลา และ อิหร่าน) ณ สิ้นเดือน มิ.ย. ลดลงมาที่ระดับ 25.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งต่ำกว่าโควตาการผลิตที่ 25.99 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 12: ปริมาณการผลิตของ OPEC ในปัจจุบันต่ำกว่าโควตา

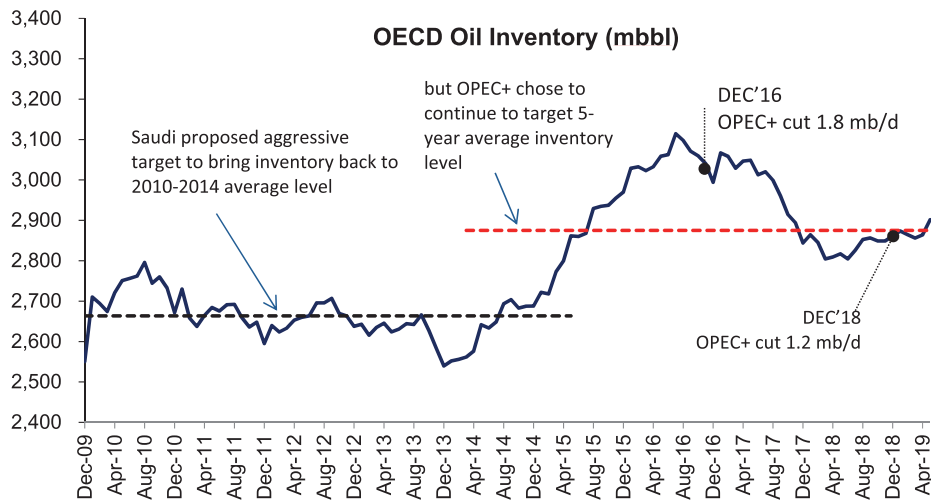


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3.2) กลุ่ม OPEC ต้องการคงเป้าหมายการผลิตไว้ที่ระดับเดิม

กลุ่ม OPEC ตั้งเป้าหมายในการควบคุมสต็อกน้ำมันดิบของโลกให้อยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง (ตั้งแต่ปี 2014-2018) โดยใช้สต็อกน้ำมันดิบของกลุ่มประเทศ OECD เป็นตัวแทน ในปัจจุบันสต็อกน้ำมันดิบของกลุ่ม OECD อยู่ที่ระดับ 2,900 ล้านบาร์เรล ซึ่งค่อนข้างใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 2,875 ล้านบาร์เรล ทำให้ไม่มีความจำเป็นต้องลดปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเพิ่มเติม

แผนภาพที่ 13: ปริมาณการผลิตในปัจจุบันเริ่มเข้าใกล้เป้าหมาย (ค่าเฉลี่ย 5 ปีตั้งแต่ 2014-2018)



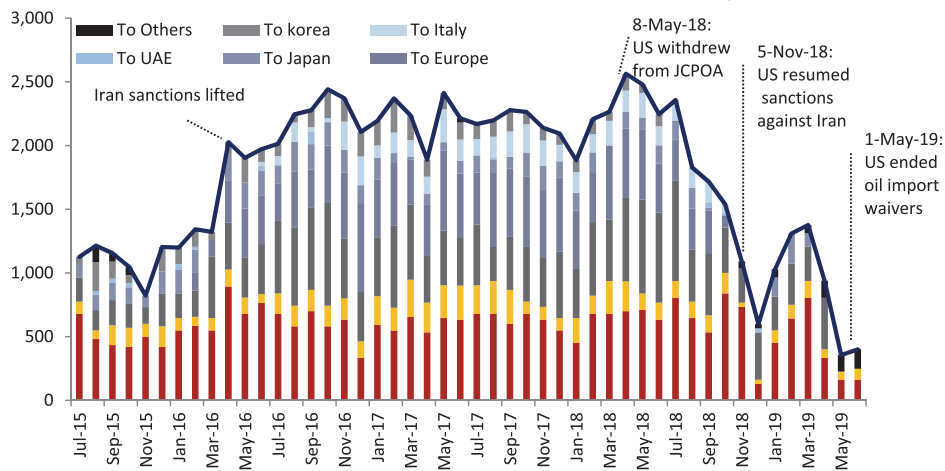
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3.3) ปริมาณการส่งออกของอิหร่านจะไม่ลงไปมากกว่านี้

หลังจาก นาย Mike Pompeo รัฐมนตรีต่างประเทศของสหรัฐฯ ได้ออกมากล่าวว่าอิหร่านพร้อมเข้าสู่โต๊ะเจรจาโครงการนิวเคลียร์อีกครั้ง ซึ่งทำให้ตลาดคลายความกังวลต่อสหรัฐฯและอิหร่านลงไป

จากผลกระทบของมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ต่ออิหร่าน ทำให้ปัจจุบันอิหร่านส่งออกน้ำมันดิบได้เพียง 4 แสนบาร์เรลต่อวัน เกือบต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ของอิหร่าน อย่างไรก็ตามเรามองว่าหากการเจรจาระหว่างสหรัฐฯและอิหร่านดำเนินไปได้ด้วยดี ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านอาจจะไม่ตกต่ำไปกว่านี้

แผนภาพที่ 14: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านลดลงเกือบต่ำสุดเป็นประวัติการณ์



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Global Economic Insights

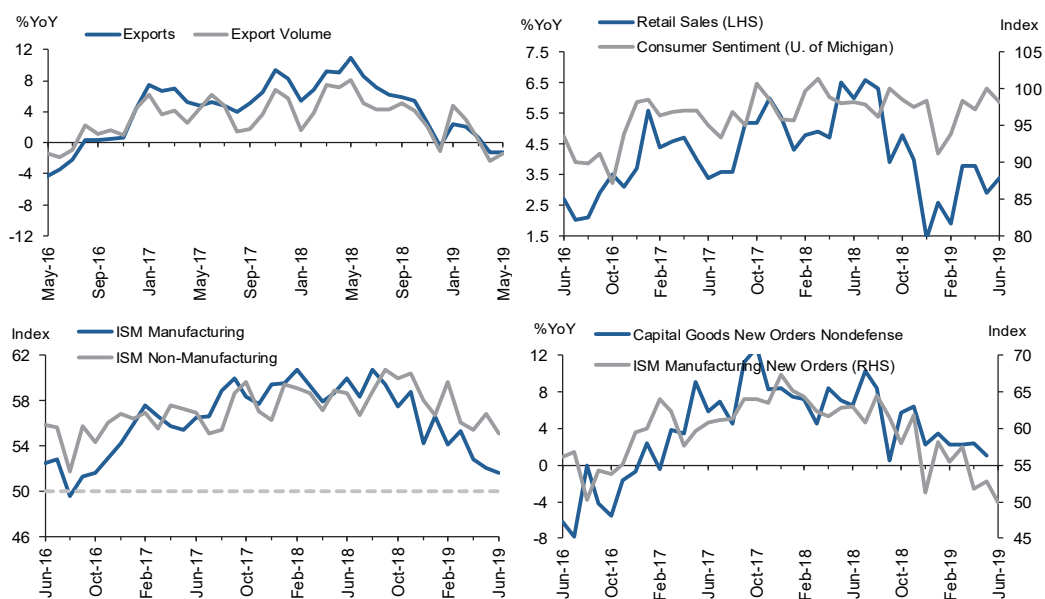
- เศรษฐกิจไตรมาส 2 ของสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงเป็น 1.8% QoQ, saar จาก 3.1% ในไตรมาสก่อน จากผลกระทบของสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อซึ่งกดดันภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออก ขณะที่การบริโภคเอกชนยังคงขยายตัวดี ด้านนโยบายการเงิน เราคาด Fed จะลดดอกเบี้ยลง 25bps ในการประชุมวันที่ 30-31 ก.ค.
- เศรษฐกิจไตรมาส 2 ของยุโรปมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 0.2% QoQ หลังจากขยายตัวดีกว่าคาดที่ 0.4% ในไตรมาสก่อน หลังผลดีจากปัจจัยชั่วคราวหมดไป มองไปข้างหน้าเศรษฐกิจจึงต้องเผชิญความเสี่ยงโดยเฉพาะความตึงเครียดทางการค้า และการเจรจา Brexit ด้านนโยบายการเงิน เราคาด ECB จะลดดอกเบี้ย Deposit Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในเดือน ก.ย.
- เศรษฐกิจไตรมาส 2 ของจีนชะลอตัวลงเป็น 6.2% YoY จาก 6.4% YoY ไตรมาสก่อน จากการควบคุมความเสี่ยงในภาคการเงินและผลกระทบของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อ ในช่วงครึ่งหลังของปี เราคาดนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังจะผ่อนคลายมากขึ้น ทั้งการลด RRR และดอกเบี้ยนโยบาย และเพิ่มมาตรการสนับสนุนการใช้จ่ายภาครัฐ
- เศรษฐกิจไตรมาส 2 ของญี่ปุ่นมีแนวโน้มหดตัว -0.8% QoQ, saar จากที่ขยายตัวที่ +2.2% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน จากผลกระทบของสงครามการค้า และอุปสงค์โลกที่ชะลอลงซึ่งกดดันภาคการผลิต การลงทุน การส่งออก และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารัฐบาลจะขึ้นภาษีการบริโภค ในเดือน ต.ค. ตามกำหนดการ
- เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยเครื่องชี้ด้านการลงทุนเอกชน รวมทั้งการส่งออกสินค้า และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางมายังไทยหดตัวจากช่วงเดียวกันปีก่อน การใช้จ่ายภาครัฐลดลงจากปีก่อนเช่นกัน ด้านนโยบายการเงิน เราคาด ธปท. จะยังคงดอกเบี้ยนโยบายที่ 1.75% จากความกังวลในเรื่องเสถียรภาพระบบการเงินที่มีอยู่สูง และ Policy Space ที่จำกัด

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 1.8% QoQ, saar จาก 3.1% ในไตรมาสก่อน จากผลกระทบของสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อซึ่งกดดันภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออก ขณะที่การบริโภคเอกชนยังคงขยายตัวดีและเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจหลักจากแรงหนุนของตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง

ด้านนโยบายการเงิน เราคาด Fed จะลดดอกเบี้ยลง 25bps ในการประชุมวันที่ 30-31 ก.ค. ขณะที่มองว่าประเด็นที่สำคัญกว่าคือ Fed จะส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีกหรือไม่ ซึ่งหากไม่เป็นเช่นนั้น ตลาดก็จะผิดหวัง (ตลาดคาด Fed จะลดดอกเบี้ยลงอย่างน้อย 2 ครั้งในปีนี้ และอีกอย่างน้อย 1 ครั้งในปี 2020) และส่งผลให้เกิดการเทขายสินทรัพย์เสี่ยง

แผนภาพ 15: ดัชนี ISM Manufacturing ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในเดือน มิ.ย. จากยอดคำสั่งซื้อใหม่ที่ลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปี ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุนและส่งออกชะลอตัวลง ขณะที่ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจโดยรวมชะลอตัวลงในไตรมาส 2 โดยเฉพาะภาคการผลิต การลงทุน และการส่งออก ขณะที่การบริโภคยังขยายตัวได้ดี

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. ขยายตัว +0.4% MoM สูงกว่าตลาดคาดที่ +0.2% MoM ขณะที่ตัวเลขในเดือนก่อนถูกปรับลดลงเล็กน้อย -0.1ppt เป็น +0.4% MoM โดยยอดค้าปลีกที่ไม่นับรวมสินค้าที่มีความผันผวนได้แก่ ยอดขายจากปั้มน้ำมัน รถยนต์ และวัสดุก่อสร้าง (Retail Control) ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคิดใน GDP ได้เร่งตัวขึ้นเป็น +0.7% MoM และสูงกว่าตลาดคาดอย่างมากที่ +0.3% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นเป็น +3.4% YoY (vs. +3.2% YoY เดือนก่อน) และสะท้อนการบริโภคเอกชนที่ยังแข็งแกร่ง

อย่างไรก็ดี ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan Consumer Sentiment เดือน มิ.ย. ได้ปรับลดลง -1.8 จุด เป็น 98.2 จุด หลังฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 8 เดือนที่ 100.0 จุด ในเดือนก่อน ท่ามกลางความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอลง ความไม่แน่นอนของสงครามการค้า และการคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะข้างหน้าที่ปรับลดลง โดยเรามองการบริโภคเอกชนในช่วงครึ่งหลังของปีมีแนวโน้มที่ไม่สดใส โดยเฉพาะหากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนปะทุขึ้นอีกครั้ง ซึ่งจะกดดันความเชื่อมั่น กระทบการลงทุนและการจ้างงาน และเพิ่มความกังวลต่อการเกิดภาวะ Recession

การลงทุน: ยอดคำสั่งซื้อไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้้นำการลงทุน ชะลอตัวลงเป็น +1.0% YoY ในเดือน พ.ค. จาก +2.4% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2018 ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ (ISM Manufacturing New Orders) ปรับตัวลดลงมาก สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2015 (-2.7, 50.0 จุด) สะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่จะยังอ่อนแอ

ภาคการผลิต: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.4 จุด เป็น 51.7 จุด และระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 โดยยอดคำสั่งซื้อใหม่ได้ปรับตัวลดลงมากสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2015 (-2.7, 50.0 จุด) ขณะที่ผลผลิตเพิ่มขึ้น (+2.8, 54.1 จุด) แต่คาดเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น จากการผลิตสินค้าที่อยู่ในยอดสั่งซื้อคงค้างมิใช่จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น

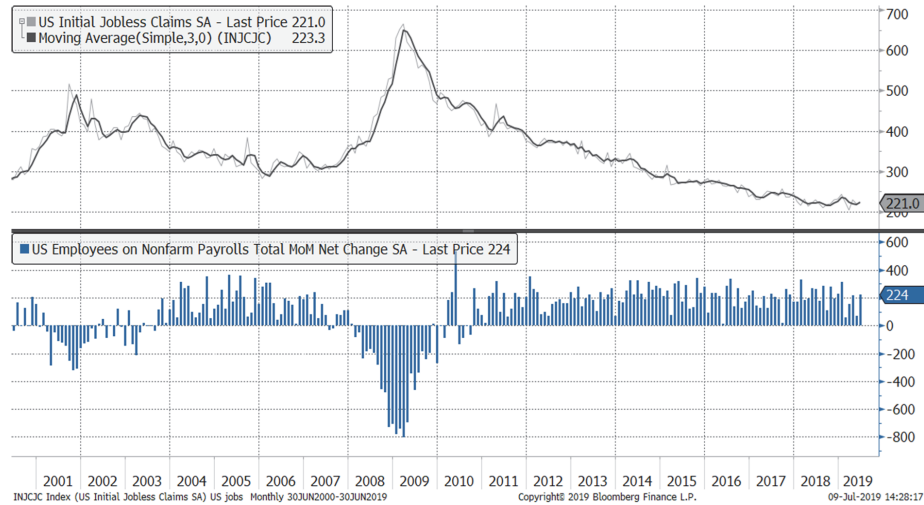
การส่งออก: มูลค่าส่งออกเดือน พ.ค. หดตัว -1.3% YoY ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2016 ลดลงจาก -1.2% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปแคนาดา (-4.1% YoY vs. -2.4% YoY เดือนก่อน) และเม็กซิโก (-2.4% YoY vs. -1.3% YoY เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ส่งออกไปจีนหดตัวน้อยลง (-13.0% YoY vs. -24.8% YoY เดือนก่อน)

ประธาน Fed ส่งสัญญาณพร้อมลดดอกเบี้ยในระยะใกล้ ท่ามกลางความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นและเงินเฟ้อที่อ่อนแอ โดยเราคาด Fed จะลดดอกเบี้ยลง 25bps ในการประชุมวันที่ 30-31 ก.ค.นี้

นาย Jerome Powell ประธานธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ส่งสัญญาณพร้อมลดดอกเบี้ยลงในระยะใกล้ในการแถลงการณ์ต่อรัฐสภาเมื่อวันที่ 10 ก.ค.ที่ผ่านมา โดยนาย Powell ระบุว่าภาพรวมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังขยายตัวได้ดี ตลาดแรงงานยังแข็งแกร่ง และเงินเฟ้อคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตาม แนวโน้มของเศรษฐกิจในระยะข้างหน้ายังไม่ดีนัก โดยในช่วงที่ผ่านมาความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจได้มีเพิ่มมากขึ้น ทั้งเศรษฐกิจของประเทศหลักในโลกที่ชะลอตัวลงต่อเนื่อง ความไม่แน่นอนของการเจรจาการค้าโดยเฉพาะกับจีน และความไม่แน่นอนของ Brexit นอกจากนี้ เงินเฟ้อยังมีแนวโน้มอ่อนแอนานกว่าที่เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้

ด้านตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payrolls) เดือน มิ.ย. ที่ออกมาดีกว่าคาดอย่างมาก (เพิ่มขึ้น +2.24 แสนราย vs. ตลาดคาด +1.6 แสนราย) นาย Powell ระบุว่าเป็นอย่างดี แต่มองว่าไม่เพียงพอที่จะหนุนให้ภาพรวมเศรษฐกิจดีขึ้นท่ามกลางความเสี่ยงที่มีในขณะนี้ ซึ่งสะท้อนได้ว่านาย Powell ให้น้ำหนักกับความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นต่อการตัดสินใจปรับเปลี่ยนดอกเบี้ยนโยบายมากกว่า

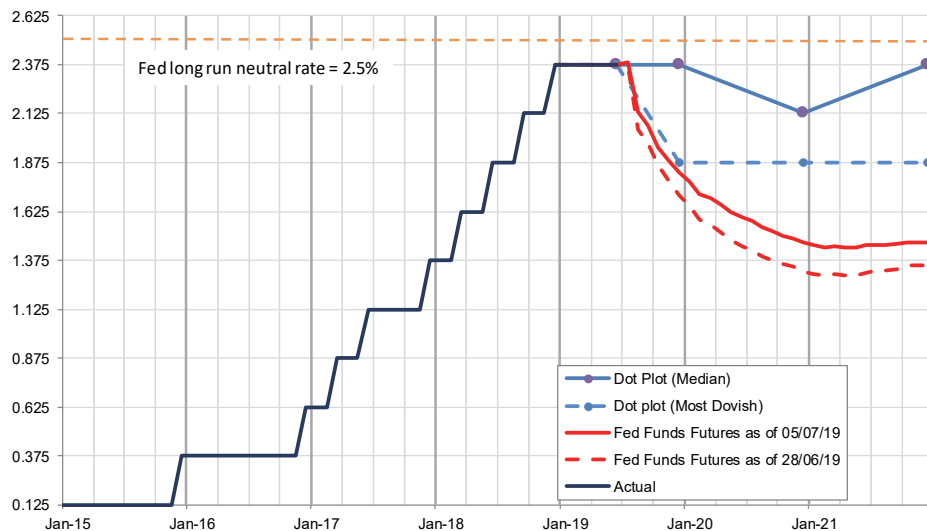
แผนภาพ 16: การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payrolls) เดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้นมากกว่าคาดที่ +2.24 แสนราย จาก +7.2 หมื่นรายในเดือนก่อน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ถ้อยแถลงของนาย Powell สะท้อนได้ว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงในปีนี้อันข้างชัดเจน ซึ่งเราคาดว่า Fed จะตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยลง 25bps เป็น 2.00-2.25% ในการประชุมวันที่ 30-31 ก.ค.นี้ ท่ามกลางความไม่แน่นอนในการเจรจาการค้ากับจีน ซึ่งเรายังคาดว่าสหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนกลุ่ม 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นอกจากนี้ เงินเฟ้อที่ขยายตัวต่ำกว่าเป้า 2% อย่างต่อเนื่อง ตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณแผ่วลง โดยเฉพาะในภาคการผลิตและการลงทุน และความคาดหวังต่อการปรับลดดอกเบี้ยของตลาดที่สูงมาก (ตลาดมองความน่าจะเป็นที่ Fed จะลดดอกเบี้ยลงในการประชุมวันที่ 30-31 ก.ค. ที่ 100%) คาดว่าจะกดดันให้ Fed ตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยลง อย่างไรก็ตาม เรามองว่าประเด็นที่สำคัญกว่าคือ Fed จะส่งสัญญาณปรับลดดอกเบี้ยในระยะข้างหน้าเพิ่มเติมหรือไม่ ซึ่งหากไม่เป็นเช่นนั้นตลาดก็จะผิดหวัง (ตลาดคาด Fed จะลดดอกเบี้ยลงอย่างน้อย 2 ครั้งในปีนี้ และอีกอย่างน้อย 1 ครั้งในปี 2020) และส่งผลให้เกิดแรงเทขายสินทรัพย์เสี่ยง

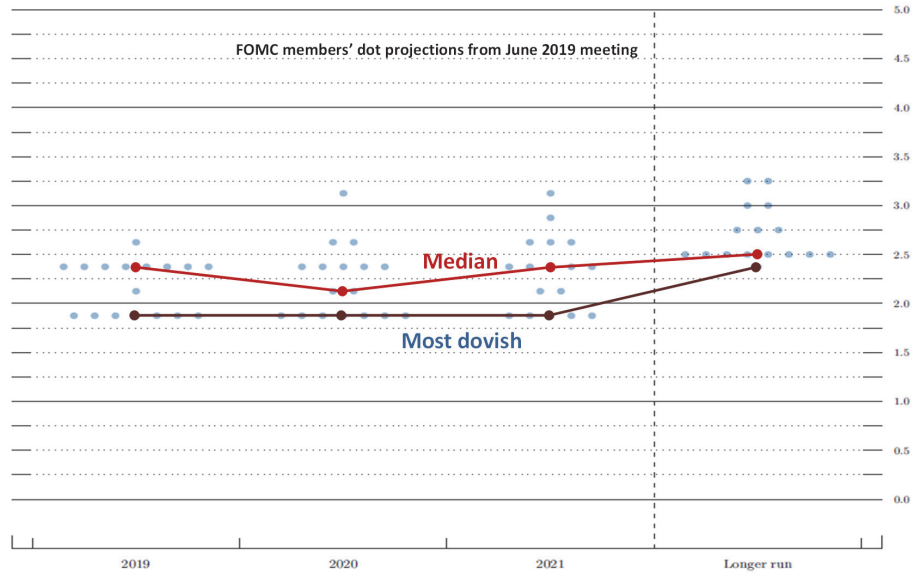
แผนภาพ 17: ตลาด (เส้นสีแดงทึบ) ปรับลดคาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ Fed หลัง Nonfarm Payrolls เดือน มิ.ย. ออกมาดีกว่าคาด จากเดิม (เส้นประสีแดง) ที่คาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงมากถึง 3 ครั้งในปีนี้ ลดลงเหลือ 2 ครั้ง แต่ยังคงคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงอีก 1 ครั้งในปี 2020 ขณะที่ค่ากลาง Dot Plot ชี้ว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงเพียง 1 ครั้งในปีหน้า และมากที่สุดหากอิงตามคณะกรรมการ Fed ที่ Dovish ที่สุด (เส้นประสีฟ้า) ก็คงไม่เกิน 2 ครั้ง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ เราเชื่อว่า Fed จะปรับลดดอกเบี้ยลงไม่เกิน 50bps (หรือ 2 ครั้ง) จากระดับปัจจุบัน เนื่องจาก 1) การลดดอกเบี้ยลง 2 ครั้ง (50bps) ก็จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Policy Rate: Fed Funds Rate - เงินเฟ้อ) กลับไปติดลบ ซึ่งเรามองว่า Fed ไม่ต้องการเช่นนั้นหากไม่มีความจำเป็นหรือเศรษฐกิจไม่ได้เข้าสู่ภาวะถดถอย และ 2) Dot Plot ในการประชุมครั้งล่าสุด (เดือน มิ.ย.) ชี้ว่า แม้แต่คณะกรรมการ FOMC ที่ Dovish ที่สุด ยังมองว่า Fed ควรลดดอกเบี้ยลงแค่เพียง 2 ครั้ง จากระดับปัจจุบันที่ 2.25-2.50% เป็น 1.75-2.00% เท่านั้น

แผนภาพ 18: คณะกรรมการ FOMC ที่ Dovish ที่สุด ยังมองว่า Fed ควรลดดอกเบี้ยลงแค่เพียง 2 ครั้งจากระดับปัจจุบันที่ 2.25-2.50% เท่านั้น

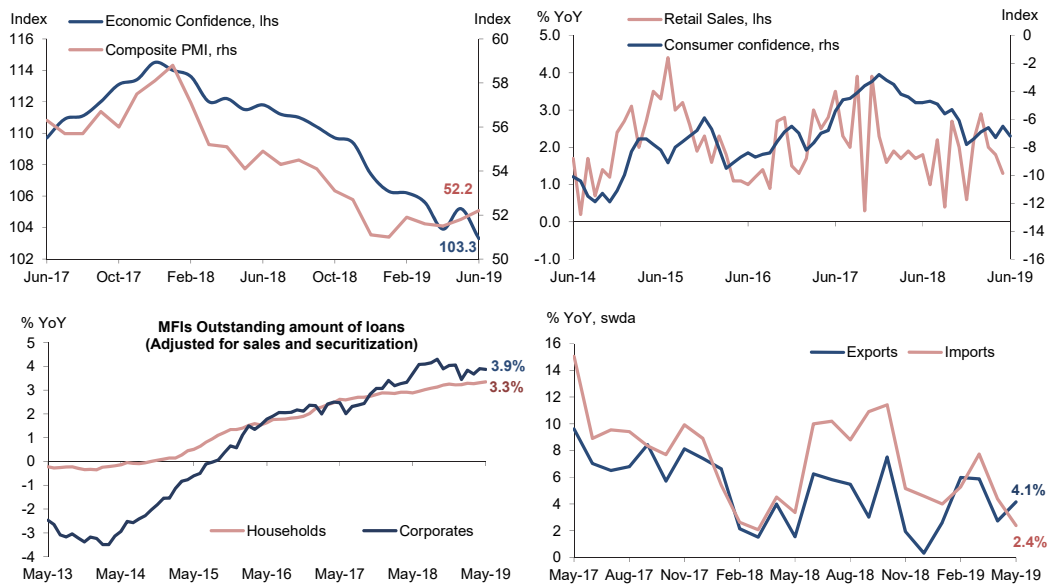


Source: Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอลงตัวลงเป็น 0.2% QoQ หลังจากขยายตัวดีกว่าคาดที่ 0.4% ในไตรมาสก่อน หลังผลดีจากปัจจัยชั่วคราวหมดไป มองไปข้างหน้า เราคาดเศรษฐกิจของยูโรโซนจะขยายตัวในระดับต่ำที่ 0.2% QoQ ในช่วงครึ่งหลังของปี ท่ามกลางความเสี่ยงจากหลายปัจจัยนอกเหนือจากความตึงเครียดทางการค้า เช่น การเจรจา Brexit ซึ่งความเสี่ยงที่อังกฤษจะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงมีเพิ่มมากขึ้น และความตึงเครียดระหว่างรัฐบาลอิตาลีกับ EU เรื่องการขาดดุลงบประมาณเกินเกณฑ์ที่จะกลับมาเป็นประเด็นอีกครั้งในช่วงปลายไตรมาส 3 (การเสนองบประมาณปี 2020) ด้านนโยบายการเงิน เราคาด ECB จะลดดอกเบี้ย Deposit Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในเดือน ก.ย. เพื่อรอดูท่าทีของ Fed ให้ชัดเจนและรอดูประมาณการเศรษฐกิจฉบับใหม่ ขณะที่การกลับมาทำ QE เรามองว่ามีข้อจำกัดเรื่องวงเงินที่จะสามารถเข้าซื้อได้

แผนภาพ 19: ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจเดือน มิ.ย. ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบเกือบ 3 ปี ท่ามกลางความไม่แน่นอนต่อเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น ยอดปล่อยสินเชื่อขยายตัวดี ส่งออกเร่งตัวขึ้น ขณะที่ยอดค้าปลีกชะลอลง



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

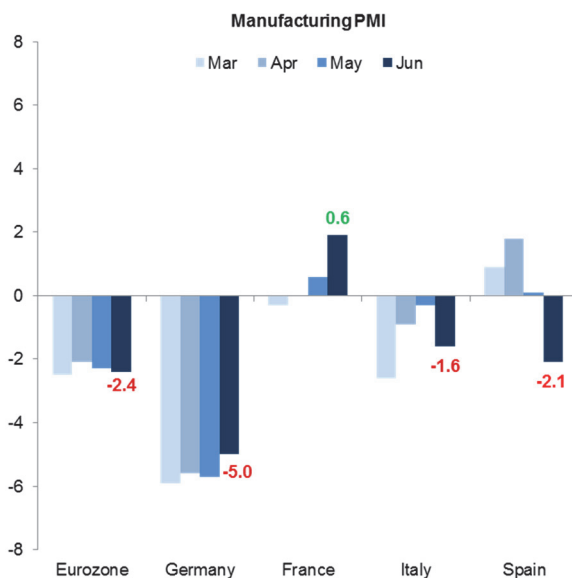
โมเมนตัมทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มอ่อนแอต่อในช่วงที่เหลือของปีท่ามกลางความไม่แน่นอนของหลายปัจจัยเสี่ยง

เราคาดเศรษฐกิจไตรมาส 2 จะชะลอลงตัวลงเป็น +0.2% QoQ หลังจากที่ยขยายตัวดีกว่าคาด +0.4% QoQ ในไตรมาสก่อน หลังผลดีจากปัจจัยชั่วคราวหมดไป มองไปข้างหน้า เราคาดเศรษฐกิจของยูโรโซนจะขยายตัวในระดับต่ำที่ +0.2% QoQ ในช่วงครึ่งหลังของปี ท่ามกลางความเสี่ยงจากหลายปัจจัยนอกเหนือจากความตึงเครียดทางการค้า เช่น การเจรจา Brexit ซึ่งความเสี่ยงที่อังกฤษจะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงมีเพิ่มมากขึ้น และความตึงเครียดระหว่างรัฐบาลอิตาลีกับ EU เรื่องการขาดดุลงบประมาณเกินเกณฑ์ที่จะกลับมาเป็นประเด็นอีกครั้งในช่วงปลายไตรมาส 3 (การเสนองบประมาณปี 2020)

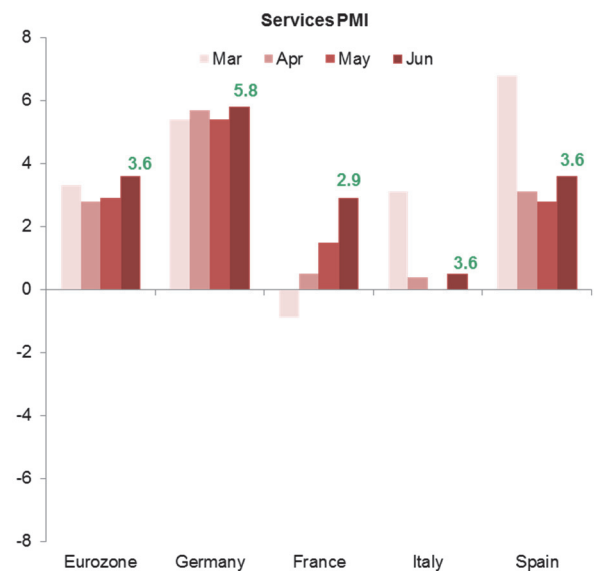
ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน มิ.ย. ปรับตัวลดลง -1.9 จุด เป็น 103.3 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2016 และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 104.8 จุด โดยความเชื่อมั่นปรับตัวลดลงในทุกหมวด ทั้งภาคบริการ (-1.2, 11.0 จุด) ภาคการผลิต (-2.7, -5.6 จุด) ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (-0.7, -7.2 จุด) และความเชื่อมั่นนักลงทุน (-8.6, -3.3 จุด) โดยความเชื่อมั่นกลับมาลดลงอีกครั้งหลังฟื้นตัวขึ้นในเดือนก่อน ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าที่มีเพิ่มมากขึ้น และความเสี่ยงที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ ซึ่งจะยังเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจของกลุ่มต่อไป

ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน มิ.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 51.8 จุด โดยยังคงเป็นผลจากภาคบริการที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+0.1, 52.9 จุด) ซึ่งสะท้อนถึงอุปสงค์ในประเทศที่ยังแข็งแกร่งช่วยชดเชยภาคการผลิต (-0.2, 47.7 จุด) ที่ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง ซึ่งเรามองว่าภาคการผลิตจะยังคงไม่ฟื้นตัวในระยะใกล้นี้ ท่ามกลางความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ และอุปสงค์โลกที่ชะลอลง

แผนภาพ 20: ดัชนี PMI ภาคการผลิตของยูโรโซนอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่อง 5 เดือน



แผนภาพ 21: ขณะที่ PMI ภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นสะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ยังขยายตัวดีและลดความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน พ.ค. ขยายตัวได้ดี โดยยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว +3.9% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน และยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) ขยายตัว +3.3% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนเช่นกัน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2009 และยังคงสะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ยังขยายตัวดี

ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน พ.ค. ฟื้นตัวขึ้นเป็น +4.2% YoY จาก +2.7% YoY ในเดือนก่อน จากส่งออกไปอังกฤษ (-0.9% YoY vs. -11.2% YoY เดือนก่อน) OPEC (+2.5% YoY vs. +1.9% YoY เดือนก่อน) และตุรกี (-14.9% YoY vs. -15.5% YoY เดือนก่อน) ที่ฟื้นตัวขึ้น ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ (+13.5% YoY vs. +15.4% YoY เดือนก่อน) และจีน (+8.4% YoY vs. +11.1% YoY เดือนก่อน) ชะลอตัวลง

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่ยังอ่อนแอส่งผลให้ ECB ส่งสัญญาณพร้อมผ่อนคลายนโยบายการเงินลง โดยเรคาดจะลด Deposit Rate ลง 10bps ในการประชุมเดือน ก.ย. ขณะที่การกลับมาทำ QE เรามองว่ามีข้อจำกัดเรื่องวงเงินที่จะสามารถเข้าซื้อได้

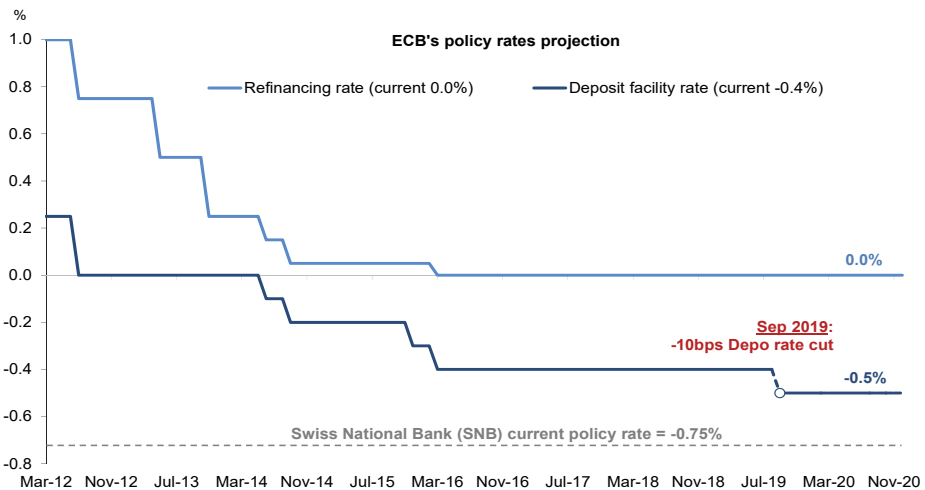
ในช่วงที่ผ่านมา ธนาคารกลางหลักทั่วโลกมีท่าที Dovish มากขึ้น ท่ามกลางความกังวลต่อความตึงเครียดทางการค้าที่เพิ่มขึ้นซึ่งอาจกดดันให้เศรษฐกิจชะลอลงจนเข้าสู่ภาวะถดถอย โดยเฉพาะธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่เรคาดจะปรับลดดอกเบี้ยลงในการประชุมปลายเดือน ก.ค. นี้ ซึ่งจะกดดันให้ ECB ต้องปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงตาม เพื่อลดผลกระทบโดยเฉพาะจากเงินยูโรที่จะแข็งค่าขึ้นซึ่งจะเป็นการซ้ำเติมเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อ่อนแอ

นาย Mario Draghi ประธานธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ส่งสัญญาณพร้อมผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยได้กล่าวในการประชุมประจำปี ECB Forum เมื่อกลางเดือน มิ.ย.ที่ผ่านมาว่า หากแนวโน้มทางเศรษฐกิจยังไม่ดีขึ้นและเงินเฟ้อยังคงอ่อนแอ การผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมก็มีความจำเป็น โดยนาย Draghi ระบุว่า ECB มีเครื่องมือพร้อมใช้ทั้งการปรับเปลี่ยนการส่งสัญญาณแนวทางของดอกเบี้ย การปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติม และการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (ทำ QE) อีกครั้ง ซึ่งนาย Draghi กล่าวว่าคณะกรรมการ ECB จะเริ่มพิจารณาถึงความเหมาะสมในการใช้เครื่องมือดังกล่าวในระยะใกล้นี้ โดยนาย Draghi ระบุว่าความเสี่ยงจากภูมิรัฐศาสตร์นโยบายกีดกันการค้า และเศรษฐกิจประเทศเกิดใหม่ที่อ่อนแอ นั้นยังคงอยู่ และจะกดดันภาคการผลิตอย่างต่อเนื่อง

เราคาดว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในการประชุมเดือน ก.ย. เพื่อรอดูผลกระทบจากการลดดอกเบี้ยของ Fed และรอดูประมาณการเศรษฐกิจฉบับใหม่เพื่อประกอบการตัดสินใจ

ทั้งนี้ เรามองว่า ECB ยังพอมีพื้นที่เหลือให้ลดอัตราดอกเบี้ยลงเพิ่มเติมอยู่ โดยการลดดอกเบี้ยลง -10bps เป็น -0.5% นั้น ก็ยังสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสวิสเซอร์แลนด์ (SNB) ที่ปัจจุบันอยู่ที่ -0.75%

แผนภาพ 22: เราคาดว่า ECB จะลดดอกเบี้ย Deposit facility rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในการประชุมเดือน ก.ย. โดยอัตราดอกเบี้ยจะยังสูงกว่าของ SNB ที่ -0.75%



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

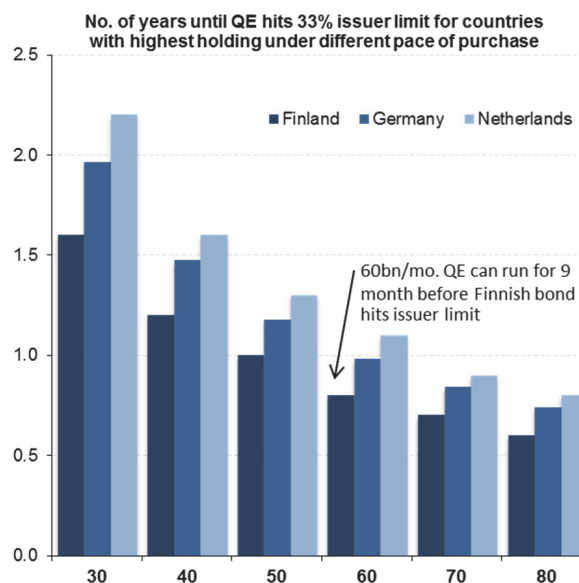
ขณะที่การกลับมาทำ QE นั้น ECB จะพบกับข้อจำกัดตามกฎหมายซึ่งจะส่งผลกระทบต่อวงเงินที่จะสามารถเข้าซื้อได้ โดยเฉพาะ 1) ห้าม ECB ถือครองพันธบัตรของแต่ละประเทศสมาชิกเกิน 33% ของปริมาณพันธบัตรที่มีอยู่ในตลาดทั้งหมด (Outstanding) และ 2) ECB จะต้องเข้าซื้อพันธบัตรของแต่ละประเทศสมาชิกตามสัดส่วนที่กำหนดไว้ตาม Capital Key ซึ่งอิงสัดส่วนตามขนาดเศรษฐกิจและจำนวนประชากรของแต่ละประเทศสมาชิก ซึ่งหาก ECB ไม่แก้ไขข้อจำกัดข้างต้นที่กล่าวมา ก็จะส่งผลกระทบต่อขนาดของวงเงินที่จะเข้าซื้อสินทรัพย์

เราได้ทำการประเมินระยะเวลาที่ ECB จะสามารถทำ QE ภายใต้ข้อจำกัดที่มีอยู่ทั้งสองข้อ และพบว่าหาก ECB เลือกที่จะเข้าทำ QE ที่อัตรา 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ECB จะสามารถเข้าซื้อสินทรัพย์ได้เพียง 9 เดือนเท่านั้น ก่อนที่จะถือครองพันธบัตรรัฐบาลฟินแลนด์ครบ 33%

แผนภาพ 23: ประเมินสัดส่วนการถือครองพันธบัตรของแต่ละประเทศสมาชิก ณ สิ้นปี 2018

Country	Capital key	Eligible bonds*	Holdings*	% holding
FIN	1.27%	111.7	29.3	26.3%
GER	18.37%	1738.8	433.6	24.9%
NET	4.07%	388.7	95.9	24.7%
SPA	8.34%	958.5	219.9	22.9%
POR	1.64%	147.5	32.8	22.2%
IRE	1.18%	126.6	25.6	20.2%
AUS	2.03%	253.7	47.9	18.9%
FRA	14.21%	1879.5	348.2	18.5%
ITA	11.80%	1896.7	312.8	16.5%
BEL	2.53%	356.7	58.6	16.4%
Others		100.4	23.8	23.7%
		7,958.7	1,628.4	20.5%

แผนภาพ 24: เราพบว่า ECB จะสามารถทำ QE ที่อัตรา 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ได้ 9 เดือน ก่อนที่จะถือพันธบัตรของฟินแลนด์ ครบ 33%



*Based on DB estimated face value

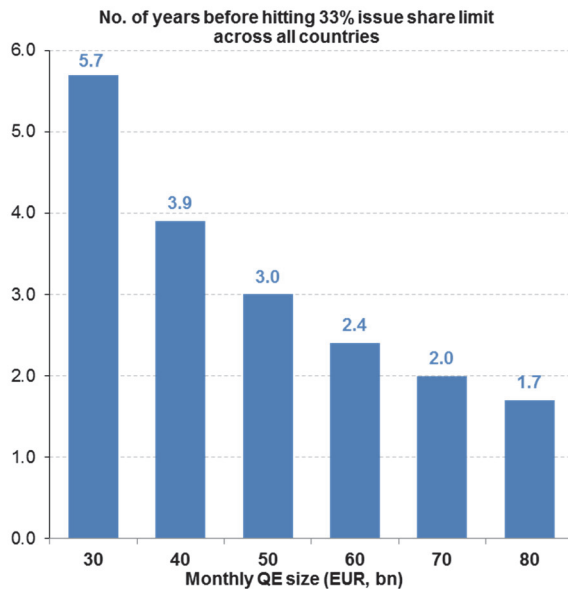
**Analysis is based on assumption that ECB will be able to purchase each & every eligible bond, up to the 33% issue limit, starting Jan 2020

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

ทั้งนี้ เราได้ทำการศึกษาต่อเพิ่มเติมในกรณีที่ ECB ตัดสินใจไม่เข้าซื้อสินทรัพย์ของแต่ละประเทศสมาชิกตาม Capital Key หรือกล่าวคือนับรวมพันธบัตรรัฐบาลของแต่ละประเทศสมาชิกทั้งหมดที่สามารถเข้าซื้อได้เป็นสินทรัพย์ก้อนเดียวกัน โดยเราพบว่า ECB จะสามารถเข้าซื้อสินทรัพย์ได้เป็นระยะเวลาเพิ่มขึ้นเป็น 29 เดือน จากการเข้าซื้อที่อัตรา 6 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ก่อนที่สัดส่วนการถือครองพันธบัตรจะครบกำหนด 33%

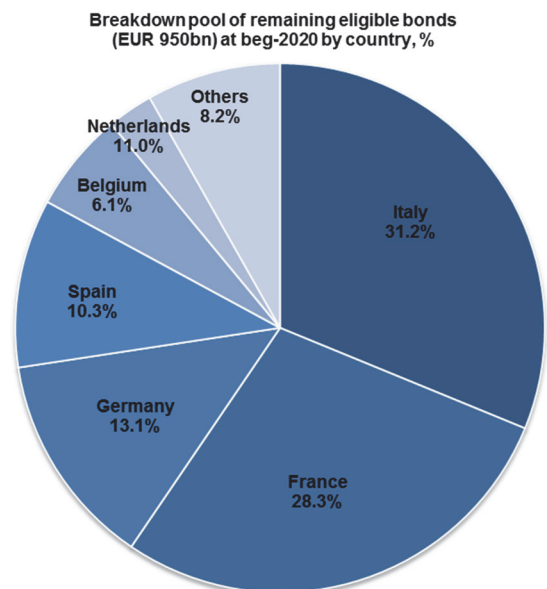
อย่างไรก็ดี เรามองว่าในกรณีนี้เป็นไปได้ยาก เนื่องจาก ECB จะเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลอิตาลีและฝรั่งเศสเป็นจำนวนมากที่สุด โดยสัดส่วนกว่าครึ่งหนึ่งของพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดที่ ECB สามารถเข้าซื้อได้เป็นของประเทศอิตาลีและฝรั่งเศส ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อในแง่ของการเมือง และมุมมองต่อ ECB ที่ให้การช่วยเหลือทั้งสองประเทศอย่างไม่เป็นธรรม นอกจากนี้ ความขัดแย้งระหว่างรัฐบาลอิตาลีกับ EU เรื่องการขาดดุลงบประมาณเกินเกณฑ์ก็นับเป็นอีกปัจจัยที่ทำให้กรณีนี้มีโอกาสเกิดขึ้นได้ยาก

แผนภาพ 25: หาก ECB ถือว่าพันธบัตรรัฐบาลของประเทศสมาชิกทั้งหมดเป็นสินทรัพย์ก้อนเดียวก็จะทำ QE ได้นานขึ้น



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

แผนภาพ 26: อย่างไรก็ตาม ECB จะซื้อพันธบัตรอิตาลีและฝรั่งเศสเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งเราคาดว่าประเทศสมาชิกส่วนใหญ่จะไม่เห็นด้วย



นาง Christine Lagarde ผู้อำนวยการ IMF ได้รับการเสนอให้ดำรงตำแหน่งประธาน ECB ซึ่งเรามองแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB จะไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเดิมนัก โดยจะพร้อมผ่อนคลายเพิ่มเติมเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

ผู้นำ EU เสนอนาง Christine Lagarde ผู้อำนวยการกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ขึ้นดำรงตำแหน่งประธาน ECB ต่อจากนาย Mario Draghi ที่จะดำรงตำแหน่งครบวาระ 8 ปี ปลายเดือน ต.ค.นี้ โดยในขั้นต่อไปรัฐสภายุโรป (EU Parliament) จะต้องลงมติเห็นชอบซึ่งกำหนดการยังไม่ชัดเจน

โดยหากนาง Lagarde ได้รับการแต่งตั้งก็จะเป็นผู้หญิงคนแรกที่ยังดำรงตำแหน่งประธาน ECB อีกทั้งยังเป็นประธาน ECB คนแรกที่ไม่ได้จบคณะเศรษฐศาสตร์ อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพการทำงานที่ผ่านมา โดยเฉพาะการดำรงตำแหน่งผู้อำนวยการ IMF มาเป็นระยะเวลา 8 ปี ซึ่งผ่านมาทั้งวิกฤตหนี้ยุโรป วิกฤตเศรษฐกิจประเทศเกิดใหม่ รวมถึงสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ทำให้นาง Lagarde ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวาง โดยเฉพาะในเวทีโลก

การที่นาง Lagarde ได้รับการเสนอชื่อค่อนข้างเหนือความคาดหมายของตลาด เนื่องจากในปลายปีที่แล้วนาง Lagarde ได้ออกมากล่าวปิดไม่ต้องการขึ้นดำรงตำแหน่งประธาน ECB ซึ่งทำให้นักวิเคราะห์มองโอกาสที่จะได้รับเลือกให้ดำรงตำแหน่งมีลดลงไป โดยผลสำรวจนักเศรษฐศาสตร์เมื่อปลายเดือน มิ.ย. จัดทำโดย Bloomberg ชี้ว่านาย Jens Weidmann ผู้ว่าการธนาคารกลางเยอรมนีมีโอกาสที่จะได้รับเลือกมากที่สุดที่ 44 คะแนน ขณะที่นาง Lagarde ได้เพียง 5 คะแนนเท่านั้น (คะแนนตามวิธีการจัดทำของ Bloomberg ซึ่งไม่ใช่คะแนนเต็ม 100)

เรามองการขึ้นเป็นประธาน ECB ของนาง Lagarde นับเป็นปัจจัยบวกต่อตลาด เนื่องจากเรามองว่าแนวทางการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB ภายใต้การนำของนาง Lagarde นั้นจะไม่แตกต่างจากนาย Draghi มากนัก โดยเฉพาะการผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมเพื่อหนุนเศรษฐกิจในขณะนี้ โดยกลางปี 2014 นาง Lagarde เองก็ได้กล่าวสนับสนุนให้ ECB ทำ QE ท่ามกลางเงินเฟ้อที่อ่อนแอในขณะนั้น ขณะที่ถ้อยแถลงในอดีตด้านเศรษฐกิจและนโยบายการเงินก็สอดคล้องกับมุมมองของนาย Draghi

แผนภาพ 27: มุมมองด้านเศรษฐกิจและนโยบายการเงินของนาง Lagarde
 ค่อนข้างเป็นไปได้ในทิศทางเดียวกับของนาย Draghi

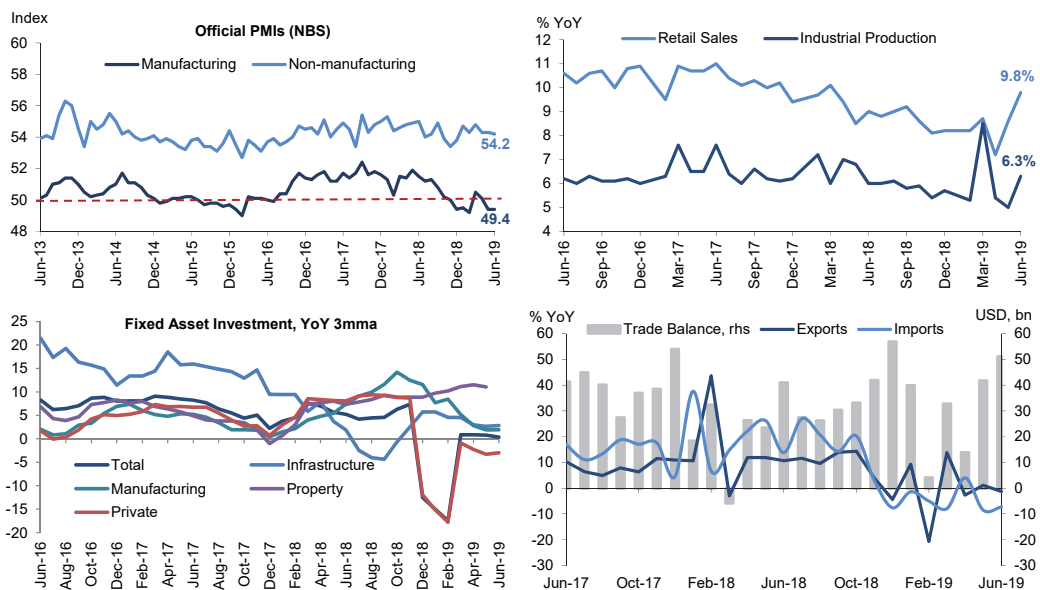
Topics	Christine Lagarde's view
Current outlook	"...Policy action is needed to restore confidence and help growth: central banks will need to continue to adjust policies with incoming data." (Jun 29, 2019)
Monetary policy	"Monetary policy should be accommodative where inflation is below target, and should anchor expectations" (Apr 2, 2019)
Inflation	"Inflation is still subdued despite near-full employment in many advanced economies." (Oct 5, 2017)
Crisis intervention	"The European Central Bank showed tremendous leadership when it committed to do "whatever it takes" to preserve the currency union. These actions held the currency union together and helped pave the way for the recovery." (Mar 26, 2018)
European Monetary Union Reform	<p>Lagarde has advocated "greater fiscal risk-sharing while reducing underlying fiscal risks" through a euro area fiscal capacity with a macro-economic stabilization function.</p> <p>Lagarde also stressed individual responsibilities of Member States to "comply with common fiscal rules and reduce public debt in places where it is too high".</p>

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

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น 6.2% YoY จาก 6.4% YoY ไตรมาสก่อน จากการควบคุมความเสี่ยงในภาคการเงินและผลกระทบของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อ ขณะที่รัฐบาลได้ผ่อนผันการกระตุ้นเศรษฐกิจลงในเดือน เม.ย.-พ.ค. หลังเศรษฐกิจไตรมาส 1 ออกมาดีกว่าที่คาด ในช่วงครึ่งหลังของปี เราคาดนโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังจะผ่อนคลายมากขึ้นเพื่อหนุนเศรษฐกิจท่ามกลางความเสี่ยงจากสงครามการค้าที่ยืดเยื้อกับสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม เรามองการกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบนี้ค่อนข้างจำกัด โดยเราคาดว่ารัฐบาลจะกระตุ้นเพียงให้เศรษฐกิจขยายตัวในปี 6.0-6.5% เท่านั้น และคาดเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีหลังจะขยายตัว 6.1% และทั้งปี 2019 คาดจะขยายตัว 6.2%

แผนภาพ 28: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน มิ.ย. ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว สะท้อนโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน มิ.ย. ออกมาดีกว่าที่คาด หลังรัฐบาลกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้ง ส่วนส่งออกยังอ่อนแอจากผลกระทบของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อ



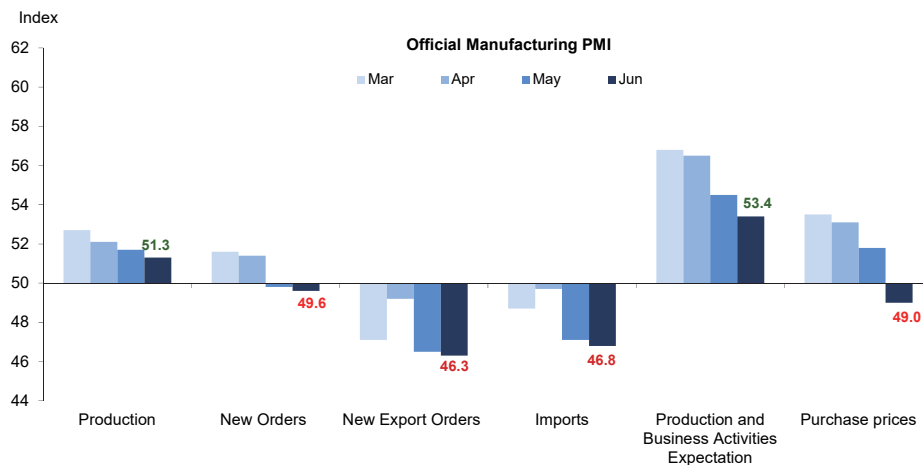
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว 6.2% YoY ต่ำสุดในรอบเกือบ 30 ปี จากผลกระทบของสงครามการค้า ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน มิ.ย. ออกมาดีกว่าที่คาด หลังรัฐบาลกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้ง

GDP ไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +6.2% YoY ตามที่ตลาดคาด จาก +6.4% YoY ในไตรมาสก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบเกือบ 30 ปี จากการควบคุมความเสี่ยงในภาคการเงินและผลกระทบของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อ ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคการผลิต การส่งออก และการบริโภค ขณะที่รัฐบาลได้ผ่อนผันการกระตุ้นเศรษฐกิจลงในเดือน เม.ย.-พ.ค. หลังเศรษฐกิจไตรมาส 1 ออกมาดีกว่าที่คาด

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน มิ.ย. ทรงตัวที่ 49.4 จุด เท่ากับเดือนก่อน ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 49.5 จุด โดยยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (New Export Orders) ยังปรับตัวลดลงต่อเนื่อง (-0.2, 46.3 จุด) สะท้อนโมเมนตัมของส่งออกที่จะยังไม่ฟื้นตัวท่ามกลางสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อและอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว ขณะที่ดัชนีภาคบริการ (Non-Manufacturing PMI) ซึ่งรวมภาคก่อสร้างปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 54.2 จุด โดยภาคก่อสร้างได้ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยตามการเพิ่มขึ้นของยอดคำสั่งซื้อ (+3.9, 56.0 จุด) ซึ่งสะท้อนถึงกิจกรรมในภาคก่อสร้างที่จะเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า ตามการสนับสนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล

แผนภาพ 29: ดัชนียอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศเดือน มิ.ย. ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็น 46.3 จุด ยังสะท้อนโมเมนตัมส่งออกที่จะยังอ่อนแอ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงประกอบกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่สูงขึ้น โดยเฉพาะสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ส่งผลให้ในเดือน มิ.ย. รัฐบาลกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้ง โดยนโยบายการเงินโดยรวมมีความผ่อนคลายมากขึ้น ขณะที่รัฐบาลได้ออกมาตรการสนับสนุนการลงทุนโครงสร้างเพิ่มเติม ซึ่งได้ส่งผลให้ตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน มิ.ย. ออกมาดีกว่าที่คาด

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เติบโตขึ้นเป็น +6.3% YoY จาก +5.0% YoY ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดที่ +5.2% YoY โดยผลผลิตรถยนต์ (-15.2% YoY vs. -21.5% YoY เดือนก่อน) หดตัวน้อยลง จากการผลิตรถยนต์กลุ่มพลังงานทางเลือก (New Energy) ที่รัฐบาลให้การสนับสนุน

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เติบโตขึ้นเป็น +9.8% YoY จาก +8.6% YoY ในเดือนก่อน สวนทางกับที่ตลาดคาดว่าชะลอเล็กน้อยเป็น +8.5% YoY จากยอดขายรถยนต์ที่เร่งตัวขึ้นแรง (+17.2% YoY vs. +2.1% YoY เดือนก่อน) ก่อนหน้ามาตรฐานไอเสียรถยนต์ใหม่ที่เข้มงวดขึ้นจะมีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ค. (ซึ่งจะส่งผลให้รถยนต์ที่ไม่ผ่านมาตรฐานสามารถขายได้ถึงสิ้นเดือน มิ.ย. เท่านั้น) ขณะที่ยอดขายเครื่องสำอาง เครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน และเฟอร์นิเจอร์เร่งตัวขึ้น โดยส่วนหนึ่งอาจได้รับปัจจัยหนุนจากโปรโมชั่นช้อปปิ้งออนไลน์ 618 (เทศกาลช้อปปิ้งในวันที่ 18 มิ.ย.)

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เติบโตขึ้นเป็น +5.8% YoY YTD จาก +5.6% YoY ในเดือนก่อนและที่ตลาดคาด โดยการลงทุนฟื้นตัวขึ้นในเกือบทุกหมวดหลัก ทั้งการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (+4.1% vs. +4.0% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคการผลิต (+3.0% vs. +2.7% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนภาคอสังหาริมทรัพย์ชะลอเล็กน้อย (+10.9% YoY vs. +11.2% เดือนก่อน)

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. พลิกกลับมาหดตัว -1.3% YoY จากที่ขยายตัว +1.1% YoY ในเดือนก่อน ต่ำกว่าตลาดเล็กน้อยที่ -1.4% YoY จากผลกระทบของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อและอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ โดยส่งออกไปสหรัฐฯ (-7.8% YoY vs. -4.1% YoY เดือนก่อน) EU (-3.0% YoY vs. +6.1% YoY เดือนก่อน) และฮ่องกง (-8.2% YoY vs. -3.1% YoY เดือนก่อน) หดตัว ขณะที่ส่งออกไปญี่ปุ่น (+2.4% YoY vs. +0.5% YoY เดือนก่อน) และ ASEAN (+12.9% YoY vs. +3.5% YoY เดือนก่อน) ขยายตัวดีขึ้น

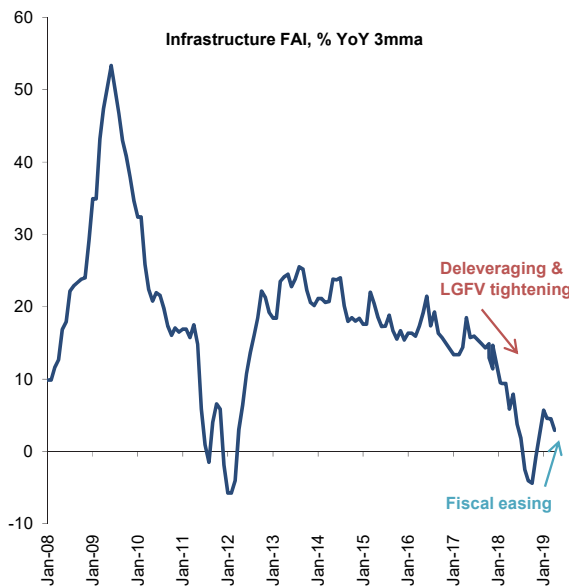
ส่วนยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -7.3% YoY ลดลงจาก -8.5% YoY ในเดือนก่อน แต่แยกว่าตลาดค่าที่ -4.6% YoY โดยยอดนำเข้าที่หดตัวต่อเนื่องสะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอลง ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน มิ.ย. เกินดุล 5.10 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจาก 4.17 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

ส่งออกของจีนยังมีแนวโน้มอ่อนแอต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ซึ่งเรายังคงคาดว่าสหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าที่เหลือกับจีน (ประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) และอุปสงค์โลกที่ชะลอลง ซึ่งสะท้อนได้จากดัชนี Global Manufacturing PMI ที่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2 ต่ำสุดนับตั้งแต่ปลายปี 2012 (สู่ระดับ 49.4 จุด เดือน มิ.ย.)

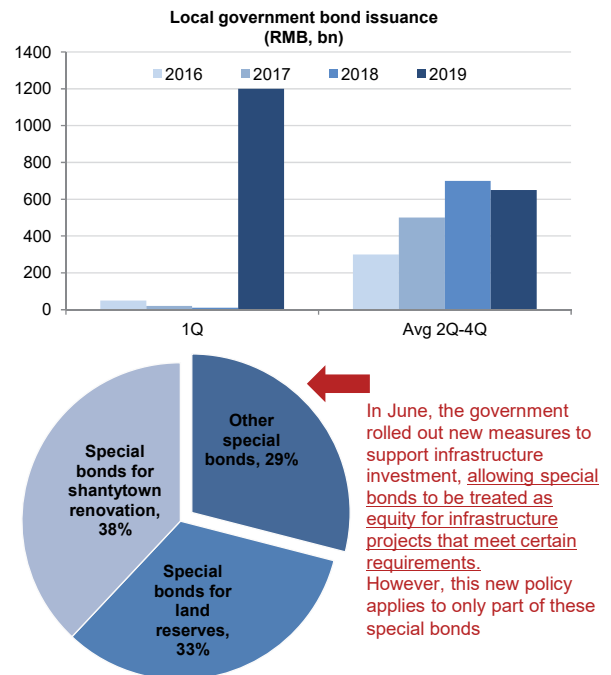
เศรษฐกิจที่ชะลอต่อเนื่องประกอบกับความเสี่ยงจากสงครามการค้าที่ยืดเยื้อกับสหรัฐฯ ทำให้เราคาดว่านโยบายทั้งด้านการเงินและการคลังโดยรวมจะผ่อนคลายในช่วงครึ่งหลังของปีเพื่อหนุนเศรษฐกิจ โดยเราคาดว่า PBoC จะปรับลด RRR และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Lending rate) ลง 2 ครั้ง และเพิ่มมาตรการสนับสนุนการใช้จ่ายภาครัฐ เพื่อหนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน

อย่างไรก็ดี เราคาดว่าการกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบนี้ค่อนข้างจำกัด โดยเรามองว่ารัฐบาลจะกระตุ้นเพียงเพื่อให้เศรษฐกิจขยายตัวในเป้า 6.0-6.5% เท่านั้น นอกจากนี้ การกระตุ้นด้านการคลังยังต้องเผชิญข้อจำกัดจากการเร่งกระตุ้นไปมากแล้วในไตรมาส 1 ทั้งนี้ เราคาดเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีหลังจะชะลอตัวลงเป็น 6.1% YoY และทั้งปี 2019 คาดจะขยายตัว 6.2% YoY

แผนภาพ 30: การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานทรงตัวในระดับต่ำ หลังเร่งตัวขึ้นในช่วงต้นปี

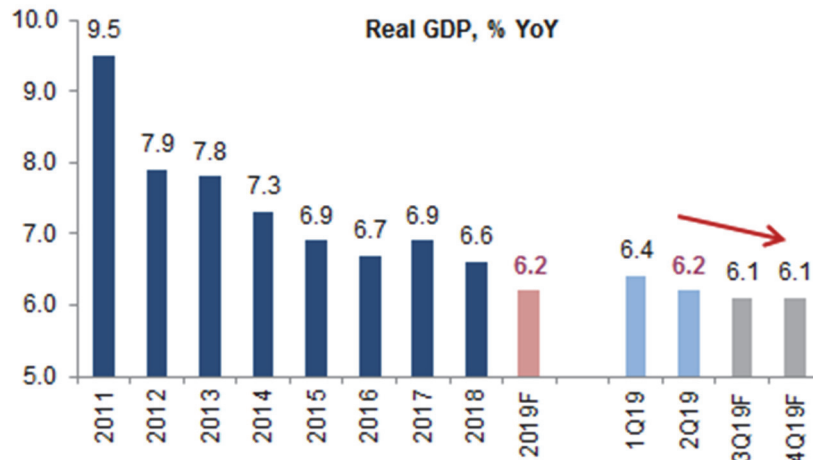


แผนภาพ 31: รัฐบาลท้องถิ่นมีแนวโน้มออกพันธบัตรลดลงในช่วงที่เหลือของปี ขณะที่ผลของมาตรการสนับสนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มเติมมีจำกัด



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

แผนภาพ 32: GDP ไตรมาส 2 ชะลอลงเป็น 6.2% YoY ขณะที่ GDP ครึ่งปีหลังคาดว่าจะขยายตัว 6.1% และทั้งปี 2019 ขยายตัว 6.2% ยังอยู่ในกรอบเป้าหมายของรัฐบาลจีนที่ 6.0-6.5%



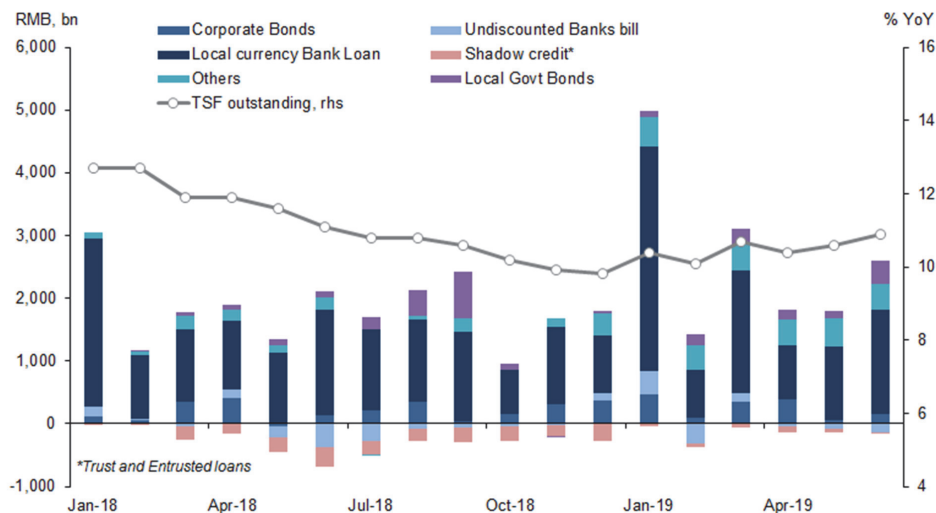
Source: Bloomberg, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้นมากกว่าคาดจากการผ่อนคลายนโยบายของรัฐบาล

ยอดระดมทุนรวมสุทธิ (Total Social Financing) เดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้นเป็น 2.26 ล้านล้านหยวน จาก 1.39 ล้านล้านหยวนในเดือนก่อน สูงกว่าตลาดคาดที่ 1.9 ล้านล้านหยวน โดยยอดปล่อยกู้เงินหยวน (New Yuan Loans) เพิ่มขึ้นเป็น 1.66 ล้านล้านหยวน (vs. 1.18 ล้านล้านหยวนเดือนก่อน) ยอดออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น (Local Government Bond) เพิ่มขึ้นเป็น 3.58 แสนล้านหยวน (vs. 1.25 แสนล้านหยวนเดือนก่อน) และยอดออกหุ้นกู้ (Corporate Bond) เพิ่มขึ้นเป็น 1.48 แสนล้านหยวน (vs. 4.76 หมื่นล้านหยวนเดือนก่อน)

ขณะที่ยอดปล่อยสินเชื่อออกภาคธนาคาร (Shadow banking) ซึ่งได้แก่ Trust loans และ Entrusted loans ได้ติดลบลดลงเป็น 2.96 หมื่นล้านหยวน จาก 6.83 หมื่นล้านหยวนในเดือนก่อน ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดระดมทุนรวมสุทธิคงค้าง (Outstanding TSF) เร่งตัวขึ้นเป็น 10.9% YoY จาก 10.6% YoY ในเดือนก่อน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสุดในรอบ 1 ปี

แผนภาพ 33: ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน มิ.ย. เพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

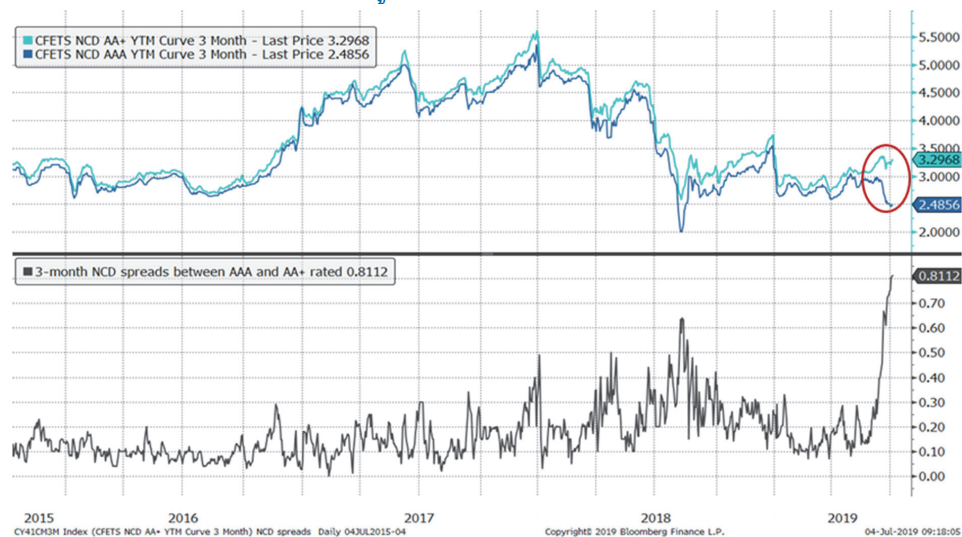
ในช่วงที่ผ่านมานโยบายการเงินโดยรวมมีความผ่อนคลายมากขึ้น หลังจากที่ในเดือน เม.ย.-พ.ค. รัฐบาลได้ถอนคันเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจลง เนื่องจากโมเมนตัมเศรษฐกิจได้อ่อนแอลงต่อเนื่อง ประกอบกับสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มยืดเยื้อและมีความไม่แน่นอนมากขึ้น (ในการประชุม G20 ปลายเดือน พ.ค. ปธน. Donald Trump ของสหรัฐฯ ตัดสินใจชะลอการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมเพื่อกลับมาเจรจาการค้ากับจีนใหม่) ซึ่งจะกระทบสถานะทางเศรษฐกิจและการลงทุนของจีน

โดยรัฐบาลได้ลดความเข้มงวดในนโยบายลดความเสี่ยงในภาคการเงินลง ซึ่งสะท้อนได้จากยอดปล่อยสินเชื่อนอกภาคธนาคาร (Shadow credit) ที่ติดลบลดลงต่อเนื่อง รวมถึงการออกมาตรการสนับสนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มเติม โดยอนุญาตให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถนำเงินที่ได้จากการขายพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ (Special Bonds) มาใช้เป็นส่วนหนึ่งของเงินทุนในการลงทุนโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่บางโครงการที่เป็นไปตามเกณฑ์ที่รัฐบาลตั้งไว้

นอกจากนี้ ธนาคารกลางจีน (PBoC) ยังได้เร่งอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบผ่านตลาดเงิน (Open Market Operations: OMOs) เป็นจำนวนมาก หลังจากที่ปลายเดือน พ.ค. รัฐบาลได้เข้าควบคุม Baoshang Bank ธนาคารขนาดเล็กที่มีความเสี่ยงด้านเครดิต ซึ่งการเข้าควบคุมดังกล่าวได้ส่งผลให้สภาพคล่องในระบบมีความตึงตัวขึ้นจากความเสี่ยงว่ายังมีธนาคารขนาดเล็กๆ อื่นอีกที่อ่อนแอและนโยบายในภาคการเงินมีแนวโน้มที่จะเข้มงวดมากขึ้น อย่างไรก็ตามการอัดฉีดสภาพคล่องเป็นจำนวนมากส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวลดลงและช่วยลดความกังวลในตลาดลงไป

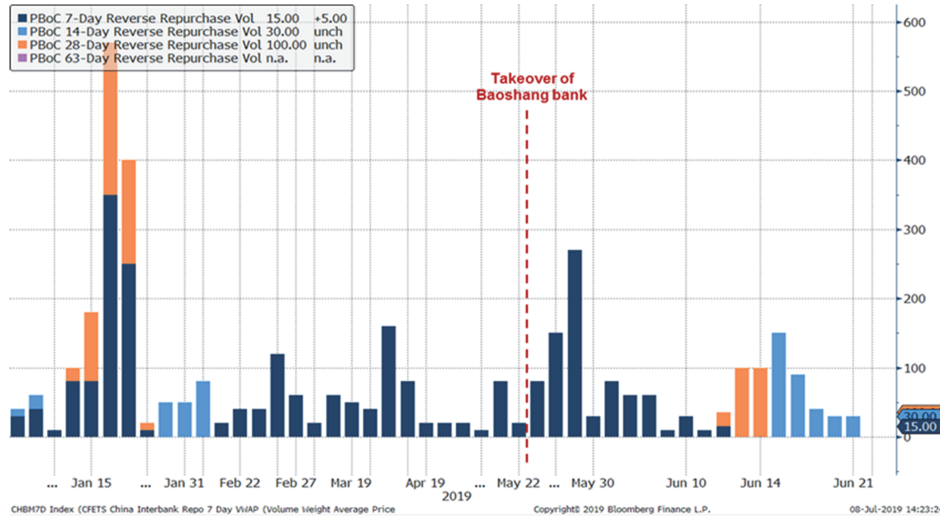
มองไปข้างหน้า เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำและนโยบายในภาคการเงินจะยังคงผ่อนคลายต่อไปเพื่อหนุนเศรษฐกิจจริง โดยเราคาดว่า PBoC จะปรับลด RRR ลงอีก 2 ครั้ง (รวมกัน 150bps) และลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตัว Lending rate ลง 2 ครั้งๆ ละ 25 bps ขณะที่ความเสี่ยงที่ตลาดพันธบัตรจีนจะประสบปัญหาความเสี่ยงเครดิตรุนแรง เรามองว่ามีจำกัด โดยจำนวนเคสผิดนัดชำระหนี้ในปีนี้ได้เพิ่มขึ้นในอัตราเดียวกับในปี 2018

แผนภาพ 34: ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมของธนาคารขนาดเล็กที่มีความน่าเชื่อถือต่ำกว่ากับธนาคารที่มีความน่าเชื่อถือสูงปรับตัวเพิ่มขึ้นแรง สะท้อนสภาพคล่องในระบบที่ตึงตัว



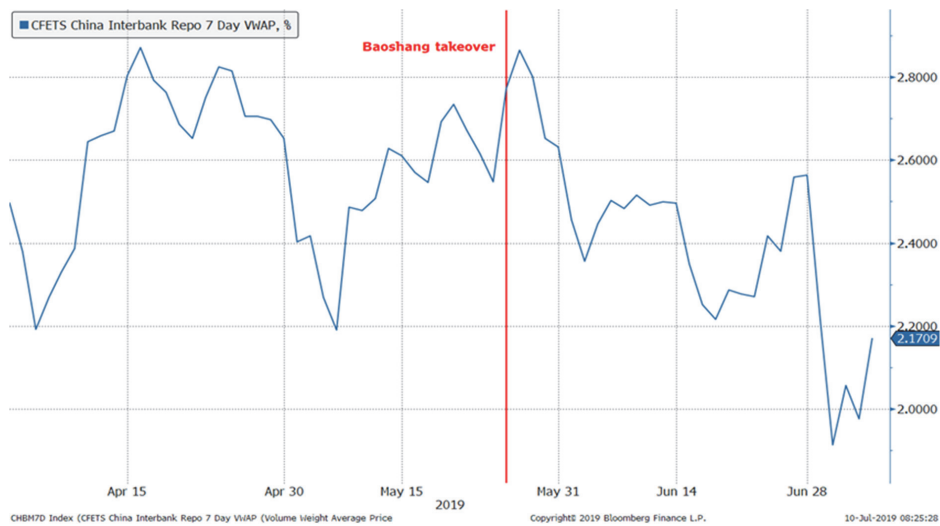
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 35: PBoC อัดฉีดสภาพคล่องผ่านตลาดเงินอย่างต่อเนื่องหลังการเข้าควบคุม Baoshang Bank



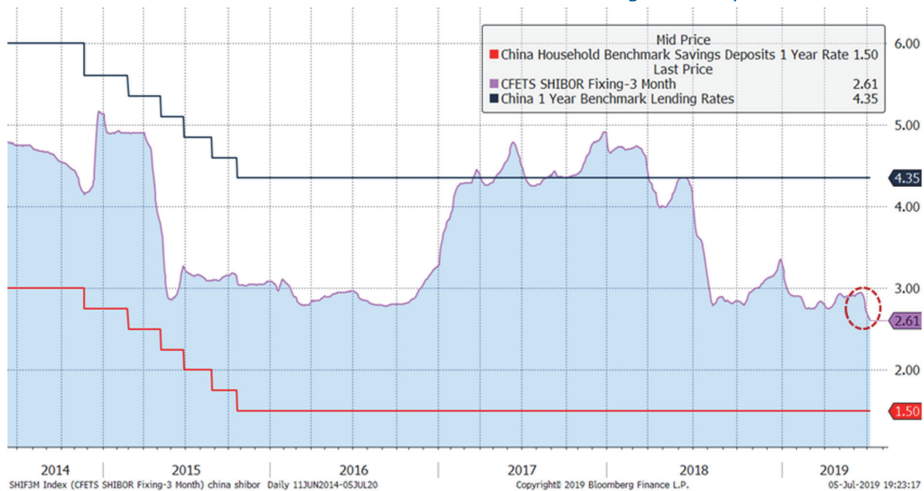
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 36: อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินปรับตัวลดลงและสถานะทางการเงินผ่อนคลายลงหลังการอัดฉีดสภาพคล่องอย่างต่อเนื่อง



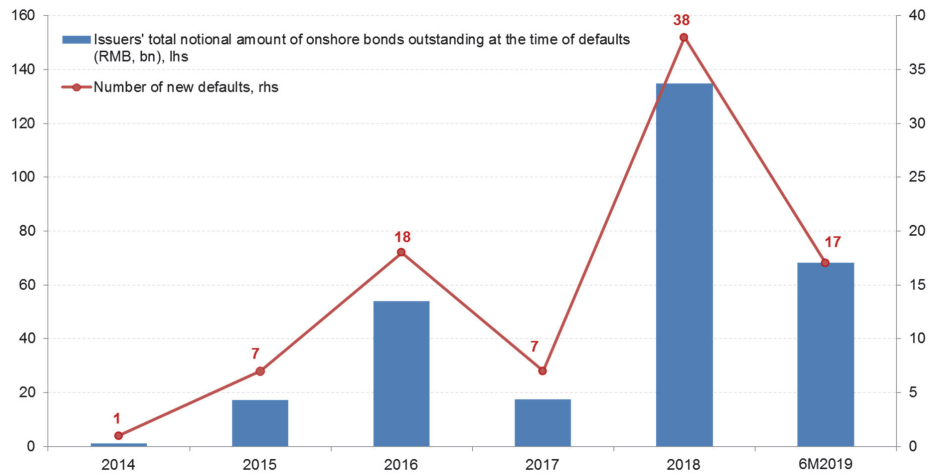
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 37: อัตราดอกเบี้ย Shibor ระยะ 3 เดือนปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปลายปี 2010



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 38: จำนวนเคสผิดนัดชำระหนี้ในปีเพิ่มขึ้นในอัตราเดียวกับปี 2018 ดังนั้น จึงยังไม่น่ากังวลนักว่าตลาดพันธบัตรจีนจะประสบปัญหาความเสี่ยงด้านเครดิตรุนแรง

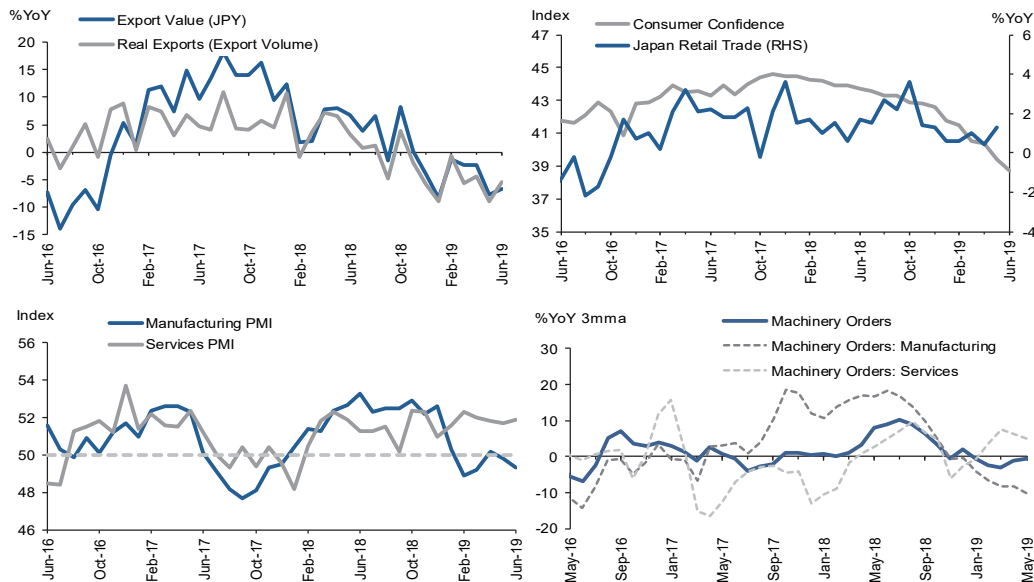


Source: Bloomberg, GoldmanSachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจไตรมาส 2 มีแนวโน้มหดตัว -0.8% QoQ, saar จากที่ขยายตัวดีกว่าคาดอย่างมากที่ +2.2% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน จากผลกระทบของสงครามการค้าและอุปสงค์โลกที่ชะลอลงซึ่งกดดันภาคการผลิต การลงทุน การส่งออก และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม รัฐบาลจะเดินหน้าปรับขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค. ตามกำหนดการ จากความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรงที่มีจำกัดและการที่รัฐบาลได้ออกมาตรการเพื่อชดเชยผลกระทบเตรียมไว้เรียบร้อยแล้ว

แผนภาพ 39: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน มิ.ย.ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัวท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้า โดยส่งออกยังหดตัวต่อเนื่อง การลงทุนอ่อนแอ ขณะที่การบริโภคฟื้นตัวขึ้นในเดือน พ.ค.จากวันหยุดยาวฉลองการเปลี่ยนรัชสมัยใหม่



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

เศรษฐกิจโดยรวมยังคงอ่อนแอ ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและการขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค.นี้ การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน พ.ค. เติบโตขึ้นเป็น +0.3% MoM จากที่หดตัว -0.1% MoM ในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ +0.6% MoM อย่างไรก็ตาม เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นเป็น +1.3% YoY จาก +0.4% YoY ในเดือนก่อน โดยการบริโภคในเดือนนี้ได้รับปัจจัยหนุนจากเทศกาลวันหยุดยาว 10 วันเพื่อฉลองการขึ้นรัชสมัยใหม่ (จากยุคเฮเซ เป็น เรวะ) ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) ยังปรับลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปลายปี 2011

ส่งออก: ยอดส่งออกในรูปแบบเงินเยนเดือน มิ.ย. หดตัว -6.7% YoY ลดลงจาก -7.8% YoY ในเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ -5.4% YoY โดยส่งออกไปจีน (-10.1% YoY vs. 9.7% เดือนก่อน) EU (-6.7% YoY vs. -7.1% เดือนก่อน) และเกาหลีใต้ (-14.8% YoY vs. -13.3% เดือนก่อน) หดตัวต่อเนื่อง โดยมีเพียงส่งออกไปสหรัฐฯ (+4.8% YoY vs. +3.3% เดือนก่อน) ที่ยังขยายตัว ส่วนปริมาณการส่งออกหดตัว -5.5% YoY (vs. -8.9% เดือนก่อน)

ส่งออกยังไม่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในระยะใกล้ ท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวลง ความไม่แน่นอนของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ยืดเยื้อ ความเสี่ยงที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ รวมถึงความตึงเครียดกับเกาหลีใต้ที่ประทุขึ้นหลังญี่ปุ่นระงับการส่งออกชิ้นส่วน Electronics ซึ่งกระทบอุตสาหกรรม Technology ของเกาหลีใต้อย่างรุนแรง

การลงทุน: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน พ.ค. พื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น -0.63% YoY, 3mma (vs. -1.23% YoY, 3mma เดือนก่อน) โดยยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิตยังคงหดตัวต่อเนื่อง (-10.2% YoY, 3mma vs. -8.3% YoY, 3mma เดือนก่อน)

ความเชื่อมั่นภาคการผลิตและบริการ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน มิ.ย. ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 49.3 จุด ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) จากยอดคำสั่งซื้อและผลผลิตที่ลดลงต่อเนื่องท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้า ขณะที่ดัชนีภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 51.9 จุด ระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือน

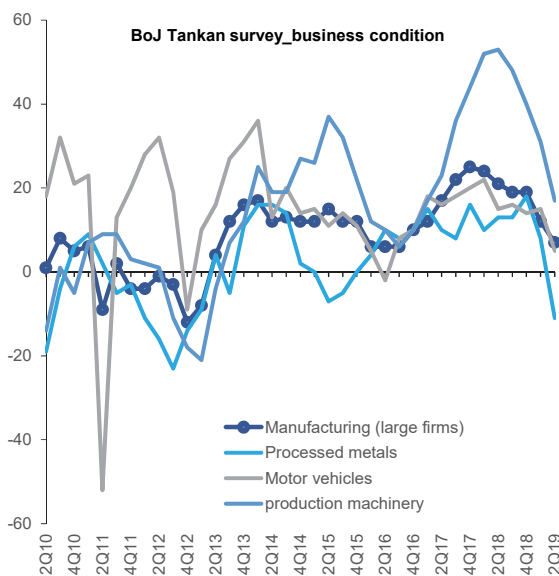
เรายังคาดรัฐบาลจะขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. ตามกำหนดการ เนื่องจากโอกาสที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรงยังมีจำกัด และรัฐบาลได้เตรียมมาตรการชดเชยผลกระทบเรียบร้อยแล้ว

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

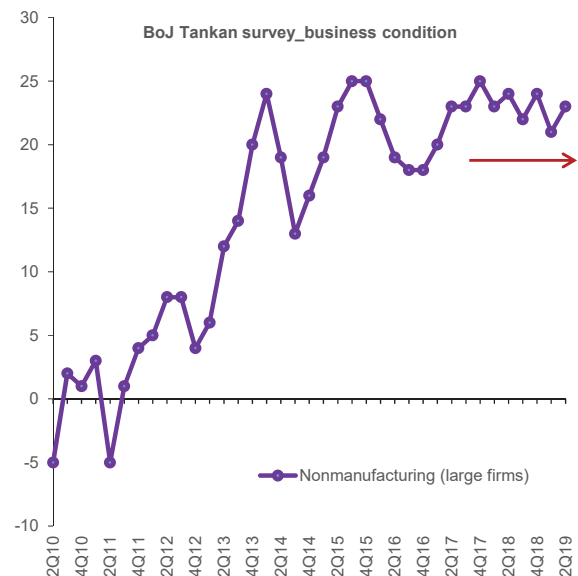
โดยการปรับขึ้นภาษีการบริโภครอบที่สอง (จาก 8% เป็น 10%) ได้ถูกกำหนดขึ้นในเดือน ต.ค.ปีนี้ ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจ โดยเฉพาะสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯกับจีนที่สร้างผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นที่พึ่งพาการส่งออกอย่างมีนัยยะ และความเสี่ยงจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ของสหรัฐฯ ซึ่งได้ชะลอการตัดสินใจออกไปเป็นกลางเดือน พ.ย.

อย่างไรก็ดี เรามองความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างรุนแรง (Full-scale Recession) ยังมีจำกัด โดยดัชนีสำรวจภาวะธุรกิจของ BoJ (Tankan Survey) ซึ่งแม้ว่าในส่วนของภาคการผลิตจะปรับลดลงอย่างต่อเนื่องท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอและความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ แต่ภาวะธุรกิจของภาคบริการยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูง ซึ่งสะท้อนได้ว่าอุปสงค์ในประเทศยังไม่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ชะลอมากนักซึ่งจะนำจำกัดความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรง และน่าจะเปิดทางให้รัฐบาลปรับขึ้นภาษีการบริโภคได้ตามกำหนดการ

แผนภาพ 40: ดัชนีสำรวจภาวะธุรกิจโดย BoJ (Tankan Survey) ของภาคการผลิตปรับลดลงต่อเนื่องท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอและความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ ...



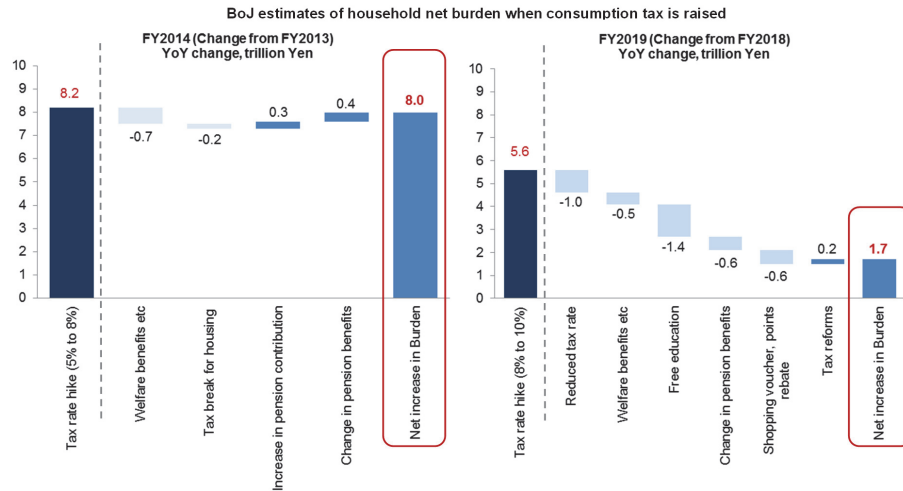
แผนภาพ 41: ...ขณะที่ดัชนีของภาคบริการทรงตัวอยู่ในระดับสูง สะท้อนได้ว่าเศรษฐกิจที่ชะลอยังไม่ส่งผลกระทบต่อมากนัก ช่วยคลายความกังวลว่าเศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย



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

นอกจากนี้ รัฐบาลได้เตรียมมาตรการชดเชยผลกระทบต่อผู้บริโภคแล้ว เช่น การคงอัตราภาษีในหมวดอาหาร เครื่องดื่ม และหนังสือพิมพ์ไว้ที่ 8% การให้สวัสดิการรับเลี้ยงดูเด็กเล็ก การเพิ่มเงินช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย และการให้ส่วนลดพิเศษสำหรับการซื้อสินค้าโดยไม่ใช้เงินสด (เช่น e-payment, บัตรเครดิต) กับร้านค้าขนาดกลางและย่อม ซึ่งมาตรการต่างๆ BoJ ประเมินว่าจะช่วยลดผลกระทบจากการปรับขึ้นภาษีในครั้งนี้ จาก 5.6 ล้านล้านเยน ลดลงเหลือเพียงประมาณ 1.7 ล้านล้านเยน เท่านั้น

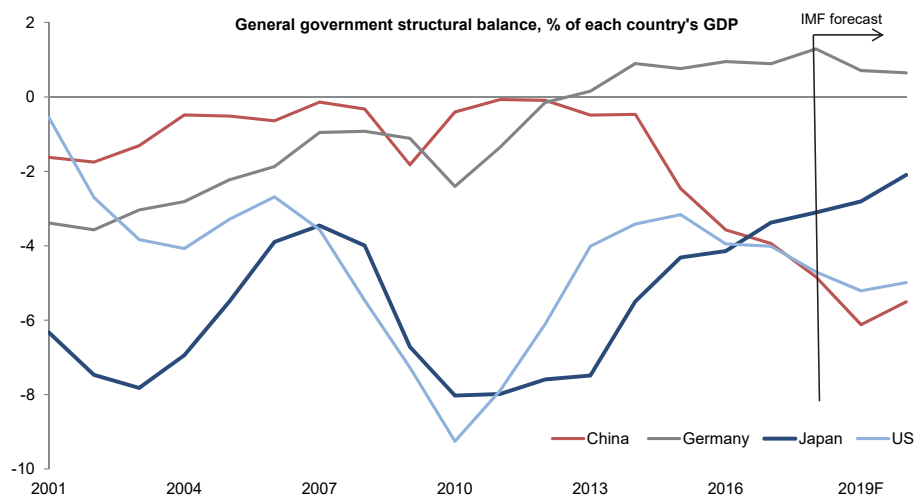
แผนภาพ 42: BoJ ประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากการขึ้นภาษีการบริโภคในครั้งนี้ น้อยกว่าครั้งปี 2014 เป็นอย่างมาก (1.7 ล้านล้านเยน vs. 8.0 ล้านล้านเยนในปี 2014) จากขนาดของการปรับขึ้นที่ต่ำกว่าและมาตรการชดเชยจากรัฐบาลที่มีเพิ่มขึ้น



Source: BoJ, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี ในกรณีที่ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนเพิ่มขึ้นจนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นอย่างรุนแรง เราคาดว่ารัฐบาลจะเร่งการใช้จ่ายภาครัฐแทน โดยญี่ปุ่นเป็นประเทศหลักเพียงประเทศเดียวที่มีดุลการคลังขาดดุลลดลงต่อเนื่อง หรือก็คือใช้นโยบายการคลังที่ตึงตัว ทำให้มีพื้นที่เหลือที่จะใช้กระตุ้นเศรษฐกิจหากมีความจำเป็น นอกจากนี้ เราคาดว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) จะเข้าสนับสนุนโดยเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่ผูกกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจดังกล่าว

แผนภาพ 43: ดุลการคลังของญี่ปุ่นขาดดุลลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ของประเทศหลักอื่นๆ อยู่ในแนวโน้มขาดดุลเพิ่มขึ้น

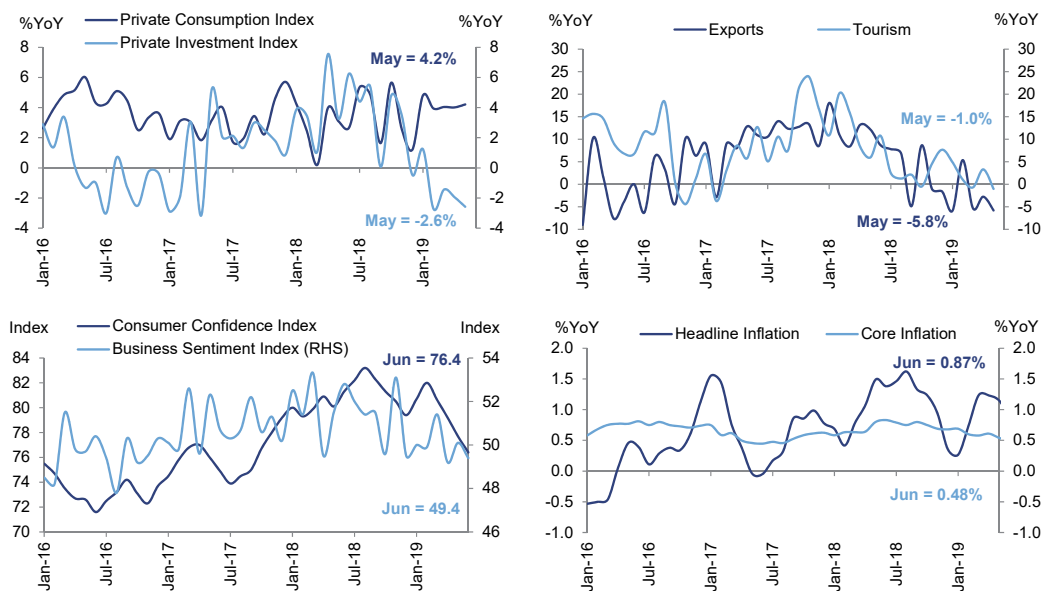


Source: Deutsche Bank, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไทย

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยชะลอลงในเดือน พ.ค. โดยแม้ว่าการบริโภคภาคเอกชนยังเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญ แต่เครื่องชี้ด้านการลงทุนภาคเอกชน รวมทั้งการส่งออกสินค้า และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางมายังประเทศไทย หดตัวจากช่วงเดียวกันปีก่อน ด้านการใช้จ่ายภาครัฐ ลดลงจากปีก่อนเช่นเดียวกัน ตามการเบิกจ่ายงบประมาณที่หดตัวจากผลของฐานที่สูง แม้การเบิกจ่ายงบลงทุนจะมีการเร่งตัวขึ้น ตามการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณของกรมทางหลวง กรมทางหลวงชนบท และกรมชลประทาน นอกจากนี้ ผลสำรวจดัชนีความเชื่อมั่นที่ลดลงในเดือน มิ.ย. บ่งชี้ภาคเอกชนยังระมัดระวังการใช้จ่ายในระยะข้างหน้า จากความกังวลด้านกำลังซื้อและแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอลง

แผนภาพที่ 44: การส่งออกยังหดตัวในเดือน พ.ค. ส่วนมาตรการพยุงเศรษฐกิจช่วงกลางปี ช่วยหนุนการบริโภคครัวเรือน

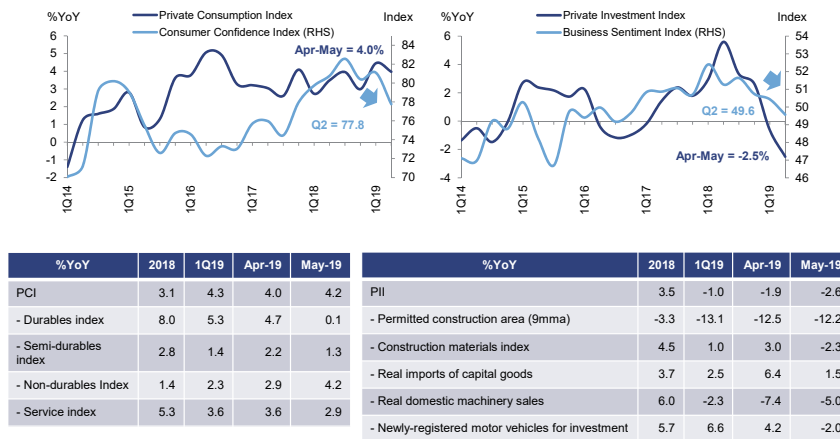


Source: Bank of Thailand, Department of Tourism, Ministry of Commerce, University of the Thai Chamber of Commerce, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเชื่อมั่นเดือน มิ.ย. แฉ่วง สะท้อนภาคเอกชนระมัดระวังการใช้จ่ายในระยะข้างหน้า

รายงานดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคโดยรวม (CCI) ในเดือน มิ.ย. ลดลงอย่างต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 และต่ำสุดในรอบเกือบ 2 ปี มาอยู่ที่ระดับ 76.4 จากระดับ 77.7 ในเดือน พ.ค. จากการที่ผู้บริโภคมีความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพการเมืองและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ ปัญหาสงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ รวมทั้งความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจไทยที่ยังฟื้นตัวช้า และกำลังซื้อของครัวเรือนยังไม่ฟื้นตัว ทางด้านดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ปรับลดลงเช่นกัน จากระดับ 50.1 ในเดือน พ.ค. มาอยู่ที่ระดับ 49.4 ในเดือน มิ.ย. จากความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการทั้งในภาคการผลิตและภาคที่มีใช้การผลิตที่ปรับลดลง โดยเป็นการปรับลดลงในด้านคำสั่งซื้อ ด้านการผลิต ด้านผลประกอบการ และด้านการจ้างงาน

แผนภาพที่ 45: ผลสำรวจความเชื่อมั่นเดือน มิ.ย. แผล่วง สะท้อนภาคเอกชนระมัดระวังการใช้จ่าย



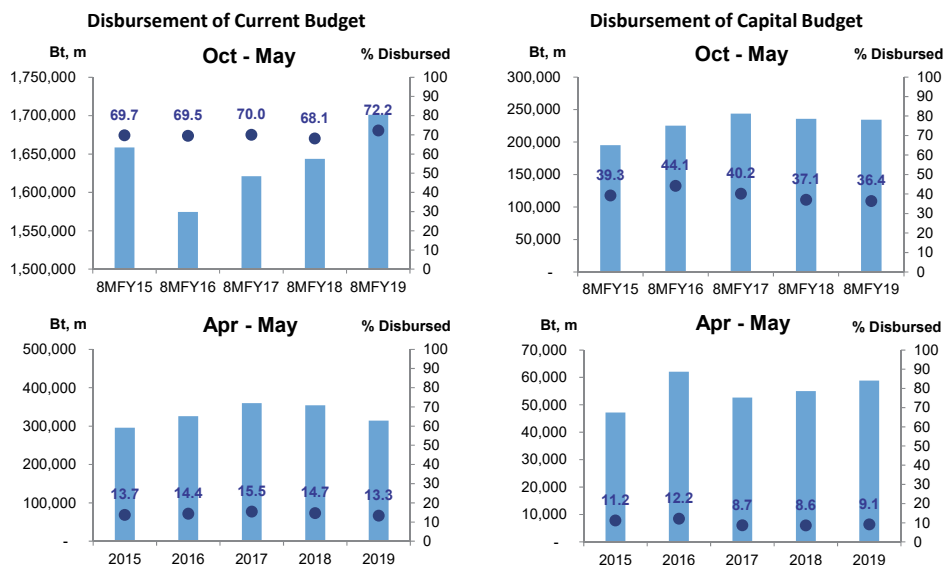
Source: Bank of Thailand, University of the Thai Chamber of Commerce, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การแผล่วงของดัชนีความเชื่อมั่น เรามองว่าเป็นการสะท้อนให้เห็นว่าภาคเอกชนมีความระมัดระวังต่อการใช้จ่ายมากขึ้น และจะส่งผลกระทบต่อภาพรวมการขยายตัวของการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนในไตรมาสสอง อนึ่ง ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (PCI) ขยายตัว +4.0% และ +4.2% ในเดือน เม.ย.-พ.ค. ตามลำดับ แผล่วงเล็กน้อยจากระดับขยายตัว +4.3% ในไตรมาสแรก ทั้งนี้ เครื่องชี้การใช้จ่ายสินค้าไม่คงทนเพิ่มขึ้น +4.2% ในเดือน พ.ค. ซึ่งเรามองว่าได้รับแรงหนุนส่วนหนึ่งจากมาตรการพยุงเศรษฐกิจกลางปีที่ได้ประกาศออกมาช่วงปลายเดือน เม.ย. ส่วนดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (PII) หดตัว -1.9% และ -2.6% ในเดือน เม.ย.-พ.ค. ตามลำดับ อ่อนแอลงต่อเนื่องจากระดับหดตัว -1.0% ในไตรมาสแรก

เม็ดเงินโครงการลงทุนขนาดใหญ่เสี่ยงล่าช้า รัฐบาลใหม่จำเป็นต้องเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจ

อิงข้อมูลการเบิกจ่ายงบประมาณจากสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง พบว่าเม็ดเงินลงทุนจากภาครัฐยังช่วยหนุนกิจกรรมเศรษฐกิจ โดยในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. มีการเบิกจ่ายงบลงทุน รวบรวม 58.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 7% จากช่วงเดียวกันปีก่อน หรือคิดเป็นอัตราการเบิกจ่าย 9.1% ของงบประมาณลงทุนประจำปีงบประมาณ 2019 ส่วนการเบิกจ่ายงบประจำลดลง จากผลของฐานสูงในปีก่อนที่ได้มีการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณของบางหน่วยงานหลังมีการปรับเปลี่ยนวิธีการเบิกจ่ายงบประมาณ ทั้งนี้ ในช่วง 8 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2019 (ต.ค.-พ.ค.) อัตราการเบิกจ่ายของงบประจำอยู่ที่ 72.2% ในขณะที่อัตราการเบิกจ่ายงบลงทุนอยู่ที่ 36.4%

แผนภาพที่ 46: การเบิกจ่ายงบประจำ (ซ้าย) และงบลงทุน (ขวา) ในช่วงเดือน 8 เดือนแรกของปีงบประมาณ และในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. ของปี 2015-2019



Source: Fiscal Policy Office, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในระยะข้างหน้า เรามองว่ามีความเสี่ยงที่เม็ดเงินลงทุนจากภาครัฐอาจล่าช้าออกไป ทั้งในส่วนของพิจารณาอนุมัติ พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายประจำปีงบประมาณ 2020 ที่น่าจะไม่ทันก่อนขึ้นปีงบประมาณใหม่ในเดือน ต.ค. นี้ รวมทั้งความเสี่ยงที่โครงการลงทุนขนาดใหญ่อย่างโครงการใน EEC (Eastern Economic Corridor) ที่น่าจะมีควมล่าช้าจากแผนเดิม ทั้งนี้ โครงการใน EEC ที่น่าจะมีควมคืบหน้าชัดเจนมากที่สุด คือ โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ที่มีกลุ่ม CP เป็นผู้ชนะการประมูล โดยล่าสุดทางคณะทำงาน รฟท. และกลุ่ม CP ได้หารือกันอีกครั้ง เมื่อวันที่ 12 ก.ค. ที่ผ่านมา ใน 2 ประเด็นหลัก ได้แก่ แผนการส่งมอบพื้นที่ที่จะใช้ในการก่อสร้าง และรายละเอียดข้อสรุปของตัวชี้วัดมาตรฐานข้อกำหนดการทำงานของขบวนรถที่มาให้บริการ ซึ่งหลังจากได้ข้อสรุปทั้ง 2 ประเด็นนี้ ก็คาดว่าจะสามารถลงนามได้ทันภายในเดือน ก.ค. นี้

แผนภาพที่ 47: โครงการลงทุน EEC มีความเสี่ยงที่จะล่าช้าออกไป




	Schedule for bidding/contract signing	Progress
High-Speed Rail Linking 3 Airports (Bt224bn)	<p>Bidding 12/11/2018 CP group won the bidding</p> <p>Contract Signing Mar 19 → Jul 19</p>	<ul style="list-style-type: none"> CP group offered extra 12 conditions outside the proposal framework, but they decided to withdraw them
Laem Chabang Seaport (Bt84bn)	<p>Bidding 29/03/2019 Bidders: 1) GPC (PTT Tank and GULF) 2) NPC (Associate Infinity, Prima Marine, e.g.)</p> <p>Contract Signing Apr 19 → Sep 19</p>	<ul style="list-style-type: none"> NPC Consortium was later disqualified as their documentation did not provide required conditions NPC Consortium filed a lawsuit
Map Ta Phut Seaport (Bt48bn)	<p>Bidding 15/02/2019 PTT Tank and Gulf won the bidding</p> <p>Contract Signing May 19 → Aug 19</p>	<ul style="list-style-type: none"> EIA approved Waiting for new cabinet approval
U-Tapao Aviation City (Bt290bn)	<p>Bidding 21/3/2019 Bidders: 1) CP (CK, ITD, BGRIM) 2) Grand (PF, AAV) 3) BBS (BTS,STEC,BA)</p> <p>Contract Signing Apr 19 → Sep 19</p>	<ul style="list-style-type: none"> The selection committee refused to accept CP's supporting documents, which it submitted after deadline CP Consortium filed a lawsuit

Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากความเสี่ยงที่เม็ดเงินลงทุนจากภาครัฐอาจล่าช้าออกไป ซึ่งเกิดขึ้นภายใต้บริบทที่เศรษฐกิจโลกกำลังชะลอตัวลง เรามองว่ารัฐบาลชุดใหม่ที่จะมีการแถลงนโยบายต่อรัฐสภาภายในสิ้นเดือนนี้ (ช่วงประมาณวันที่ 25 ก.ค.) คาดว่าจะมีการเปิดเผยรายละเอียดของนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจเร่งด่วนออกมาด้วย (เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้ทันก่อนสิ้นปีงบประมาณ 2019 และในช่วงไตรมาสแรกของปีงบประมาณ 2020) โดยเรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่ ครม. จะอิงจากนโยบายที่พรรคร่วมรัฐบาลได้หาเสียงไว้

โดยเฉพาะนโยบายที่กระตุ้นกำลังซื้อในกลุ่มผู้มีรายได้น้อย เช่น โครงการบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ โครงการการตลาดประชารัฐ เป็นต้น ซึ่งโครงการดังกล่าวเป็นนโยบายที่สามารถดำเนินการได้เร็ว เพราะเป็นนโยบายต่อเนื่องจากรัฐบาลชุดก่อนอยู่แล้ว และน่าจะช่วยกระตุ้นการบริโภคภาคเอกชนให้ขยายตัวได้ต่อเนื่อง ทางด้านนโยบายอื่นๆ ที่พรรคร่วมรัฐบาลได้เคยหาเสียงไว้ เช่น นโยบายปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำให้ขึ้นไปอย่างน้อย 400 บาทต่อวัน เรามองว่าน่าจะไม่สามารถดำเนินการได้เร็ว เพราะบริบททางเศรษฐกิจยังไม่เอื้อให้ปรับขึ้นได้ทันที เพราะจะสร้างภาระด้านต้นทุนให้แก่ผู้ประกอบการในภาวะที่เศรษฐกิจจะชะลอตัว โดยเฉพาะผู้ประกอบการ SMEs และหากมีการปรับขึ้น น่าจะมีลักษณะปรับขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป มากกว่าจะเป็นการปรับขึ้นในครั้งเดียว

แผนภาพที่ 48: นโยบายหาเสียงของพรรคการเมืองในเรื่องการให้เงินช่วยเหลือ การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ การประกันราคาสินค้าเกษตร และนโยบายอื่นๆ

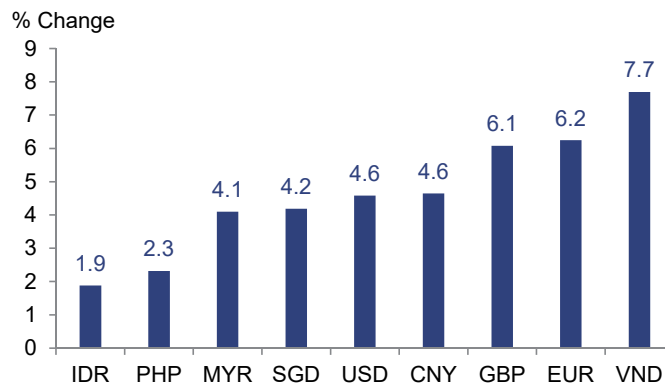
	 Palang Pracharath	 Democrat	 Bhumjaithai	Average range
Subsidy for low-income earners/ children/elderly	<ul style="list-style-type: none"> Monthly cash allowance Bt1,000 for low-income earners Monthly child allowance Bt2,000 for birth to six year old Monthly old-age allowance Bt1,000 	<ul style="list-style-type: none"> Monthly cash allowance Bt800 for low-income earners Monthly child allowance Bt1,000 for birth to eight year old Monthly old-age allowance Bt1,000 	<ul style="list-style-type: none"> n.a. 	<ul style="list-style-type: none"> Monthly cash allowance Bt800-1,000 Monthly child allowance Bt1,000-2,000 for birth to eight year old Monthly old-age allowance Bt1,000
Wage policy	<ul style="list-style-type: none"> Minimum wage Bt400-425 / day Monthly salary of Bt18,000/month for vocational college graduates Bt20,000/month for university graduates 	<ul style="list-style-type: none"> Minimum wage Bt120,000 /year (Bt400 /day) 	<ul style="list-style-type: none"> n.a. 	<ul style="list-style-type: none"> Minimum wage Bt400-425 /day
Agricultural policy	<ul style="list-style-type: none"> Subsidy: <ol style="list-style-type: none"> Jasmine rice Bt18,000/ton White rice Bt12,000/ton Rubber Bt65/kg. Palm Bt5/kg. Cassava Bt3/kg. 	<ul style="list-style-type: none"> Subsidy: <ol style="list-style-type: none"> Jasmine rice Bt15,000/ton White rice Bt10,000/ton Rubber Bt60/kg. Palm Bt4/kg. 	<ul style="list-style-type: none"> Subsidy: <ol style="list-style-type: none"> Palm Bt5/kg. Share profit system : Farmers 70%, Rice mill: 15%, Trader: 15% Allow household to grow six marijuana plants for medical use 	<ul style="list-style-type: none"> Subsidy: <ol style="list-style-type: none"> Jasmine rice Bt15,000-18,000/ton White rice Bt10,000-12,000/ton Rubber Bt60-65/kg. Palm Bt4-5/kg. Cassava Bt3/kg.
Others	<ul style="list-style-type: none"> Tax exemption for earnings below Bt200,000/year (Currently Bt150,000) New bachelor's degree graduates will have PIT waived for five years 	<ul style="list-style-type: none"> Progressive tax reform 	<ul style="list-style-type: none"> Legalization for Grab services Public co-working space 	

Source: Workpoint News, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เสถียรภาพเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งหนุนบาทแข็งค่าเร็ว หลังตลาดคาดหวัง Fed ลดดอกเบี้ยอย่างเร็วสิ้นเดือนนี้

ในวันที่ 12 ก.ค. ที่ผ่านมา ธปท. ได้ประกาศมาตรการเพื่อเฟื้อระวังเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น จากความกังวลกับค่าเงินบาทที่ปรับแข็งค่าขึ้นเร็วเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ และแข็งค่าค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับสกุลเงินภูมิภาคด้วยเช่นกัน จนอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในภาพรวม ธปท. จึงได้ทำการปรับปรุงหลักเกณฑ์มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท เพื่อลดทอนช่องทางในการเก็งกำไรค่าเงินบาท และเพิ่มความเข้มงวดในการรายงานข้อมูลการลงทุนในตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างชาติ

แผนภาพที่ 49: ค่าเงินบาทแข็งค่ากว่าสกุลเงินอื่นๆ นับตั้งแต่ต้นปี (ข้อมูล ณ 12 ก.ค. 2019)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

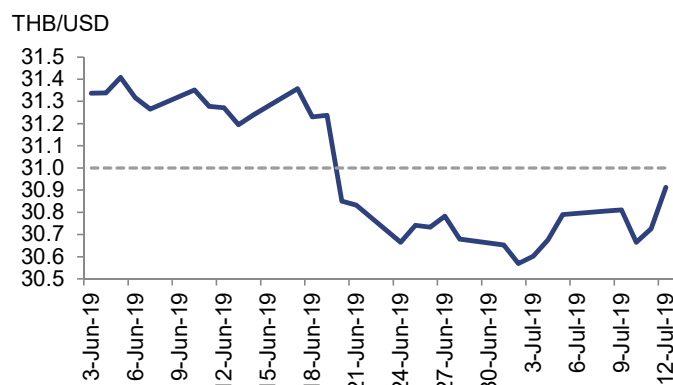
โดยการปรับเปลี่ยนกฎเกณฑ์ดังกล่าวมีรายละเอียดสำคัญดังนี้

(1) การปรับลดยอดคงค้างในบัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นที่อยู่ต่างประเทศ (Non-resident: NR) ตามมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท ทั้ง Non-resident Baht Account (NRBA) และ Non-resident Baht Account for Securities (NRBS) ณ สิ้นวัน จากเดิม 300 ล้านบาท เป็น 200 ล้านบาทต่อราย โดยกำหนดให้เริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 22 ก.ค. 2019 เป็นต้นไป ซึ่งสถาบันการเงินต้องดำเนินการให้ NR เจ้าของบัญชีปรับลดยอดคงค้างลงตามเกณฑ์ภายในกำหนดเวลาดังกล่าว ทั้งนี้ การปรับลดยอดคงค้างในบัญชี NRBA/NRBS นั้น เนื่องจาก ธปท. พบว่าในช่วงที่เงินบาทแข็งค่าขึ้น NR จะทำธุรกรรมที่เกี่ยวกับเงินบาทในปริมาณสูงขึ้น โดยเฉพาะในตลาด offshore และจะนำเงินบาทที่ได้รับไปฝากไว้ในบัญชี NRBA/NRBS เพื่อให้ได้รับผลประโยชน์หากเงินบาทแข็งค่าขึ้น จึงมุ่งหวังลดช่องทางการพักเงินบาท เพื่อลดแรงเก็งกำไรต่อการแข็งค่าของค่าเงินบาท

2) การปรับปรุงเงื่อนไขและแบบการรายงานยอดคงค้างการถือครองตราสารหนี้ที่ออกในประเทศไทยของนักลงทุนต่างชาติให้เข้มงวดขึ้น โดยให้รายงานถึงผู้ได้รับผลประโยชน์ที่แท้จริง (Ultimate Beneficiary Owners: UBO) โดยกำหนดให้เริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่งวดการรายงานข้อมูลเดือน ก.ค. 2019 เป็นต้นไป ทั้งนี้ การให้เปิดเผยรายงานของชื่อ NR ผู้ได้รับผลประโยชน์ที่แท้จริงนั้น แต่เดิม ธปท. กำหนดให้เลือกรายงาน (Optional) ในการเปิดเผยข้อมูลบางส่วน

แต่การปรับปรุงหลักเกณฑ์ครั้งนี้ ระบุให้ต้องรายงาน (Mandatory) ในทุกรายการที่กำหนด (รวมถึงข้อมูลในรายการ End Beneficiary Legal ID, End Beneficiary Legal Unique ID Type และ End Beneficiary Full Legal Name ซึ่งก็คือ รหัสอ้างอิง ประเภทของรหัสอ้างอิง และชื่อที่จดทะเบียนตามกฎหมายของบุคคลหรือนิติบุคคลที่เป็นผู้ได้รับผลประโยชน์ที่แท้จริงจากการลงทุนในตราสารหนี้ในประเทศไทย) โดย ธปท. คาดหวังจะนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการวิเคราะห์แนวโน้มและกำหนดนโยบายหรือมาตรการการเงินทุนเคลื่อนย้ายระหว่างประเทศในระยะต่อไป

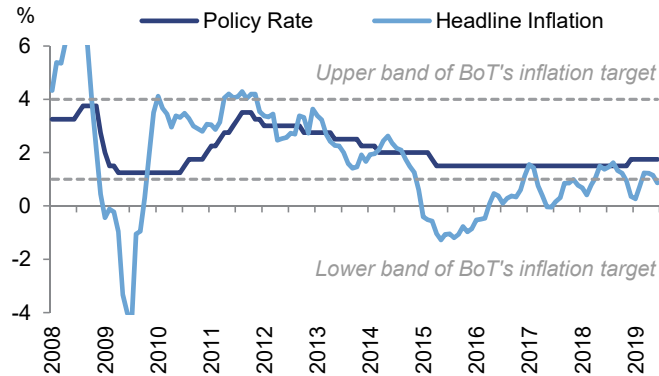
แผนภาพที่ 50: ค่าเงินบาทอ่อนค่าลง หลังมีการปรับปรุงเกณฑ์มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทให้เข้มงวดขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยวันที่ประกาศมาตรการดังกล่าวประกาศออกมา ส่งผลให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าประมาณ 20 สตางค์จากวันก่อนหน้า ไปอยู่ที่ระดับราว 30.9 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ หรืออ่อนค่าลงประมาณ -0.7% ด้านนักลงทุนต่างชาติขายสุทธิในตลาดตราสารหนี้ 912 ล้านบาท ซึ่งเกือบทั้งหมดเป็นการขายสุทธิในตราสารระยะสั้นที่อายุไม่เกิน 1 ปี

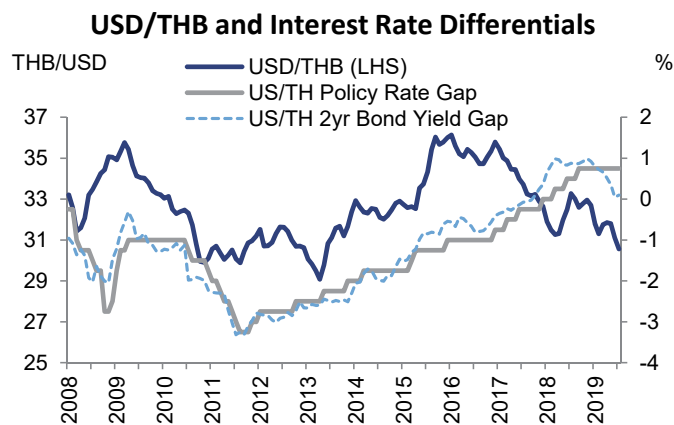
แผนภาพที่ 51: ธปท. มีขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายที่จำกัด หลังปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นมาเพียง 0.25% ในการประชุมเดือน ธ.ค. 2018



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

หากในระยะต่อไป ธปท. ไม่ได้แสดงท่าทีเชิงก้าวร้าวชัดเจนในการส่งสัญญาณที่จะดำเนินมาตรการยาแรงกว่านี้ในการแทรกแซงค่าเงินบาท เรามองว่า มาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทที่ ธปท. เพิ่งประกาศออกมา จะกดดันให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าเพียงระยะสั้นเท่านั้น เนื่องจากว่าหากตลาดยังคงคาดหวังที่จะได้เห็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ลงในระยะอันใกล้นี้ (อย่างเร็วสุดคือการประชุมวันที่ 30-31 ก.ค.) ในขณะที่เรามองว่า ธปท. จะยังไม่รีบร้อนตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยลงเร็ว (จากความกังวลในเรื่องเสถียรภาพระบบการเงินที่มีอยู่สูง และขีดความสามารถในการดำเนินนโยบาย หรือ Policy Space ที่จำกัด เพราะ ธปท. ได้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเพียงครั้งเดียวแค่ 0.25% เท่านั้น ในเดือน ธ.ค. 2018) เว้นแต่ว่าความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจสูงขึ้น จนทำให้เศรษฐกิจไทยอาจขยายตัวต่ำกว่าระดับคาดการณ์ของ ธปท. ในปัจจุบันที่ 3.3% อย่างมีนัยยะ ซึ่งตัวเลขคาดการณ์ที่ดีดังกล่าว ธปท. เพิ่งได้มีการปรับลดประมาณการลงในการประชุม กนง. เมื่อวันที่ 26 มิ.ย. ที่ผ่านมา จากระดับคาดการณ์เดิมที่ 3.8%

แผนภาพที่ 52: การปรับลดลงของส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปี ของสหรัฐฯ และไทย สะท้อนความคาดหวังของตลาดที่จะได้เห็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ในระยะอันใกล้นี้



Note: Data as of July 8, 2019

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มุมมองดังกล่าวสะท้อนผ่านตลาดพันธบัตร ดังจะเห็นได้จากส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปี ของสหรัฐฯ และไทย ที่ปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมา (แม้ว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ และไทย ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลง) ซึ่งจะเป็นปัจจัยสนับสนุนหลักที่ทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุนเข้าสู่ประเทศไทย และจะทำให้ค่าเงินบาท กลับมาแข็งค่าอีกครั้ง

นอกจากนี้ เรามองว่าอีกปัจจัยเสริมที่หนุนให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเร็วคือ เสถียรภาพเศรษฐกิจของประเทศไทยที่ แข็งแรงกว่าประเทศอื่นๆ ในตลาดเกิดใหม่ด้วยกัน รวมทั้งแข็งแกร่งกว่าอินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และมาเลเซีย อิงจากการ ประเมินของเราด้วยเครื่องชี้วัดเศรษฐกิจต่างๆ อาทิ ระดับการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด ระดับภาระหนี้ต่างประเทศ และ ระดับเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ เป็นต้น เหมือนเหตุการณ์ที่เคยเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2018 ที่ตลาดกังวลต่อ วิกฤตในตลาดเกิดใหม่ แต่ค่าเงินบาทกลับแข็งค่าสวนทางกับสกุลเงินในตลาดเกิดใหม่ โดยเฉพาะค่าเงินของอาร์เจนตินา และตุรกี ที่อ่อนค่าลงอย่างมากเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ

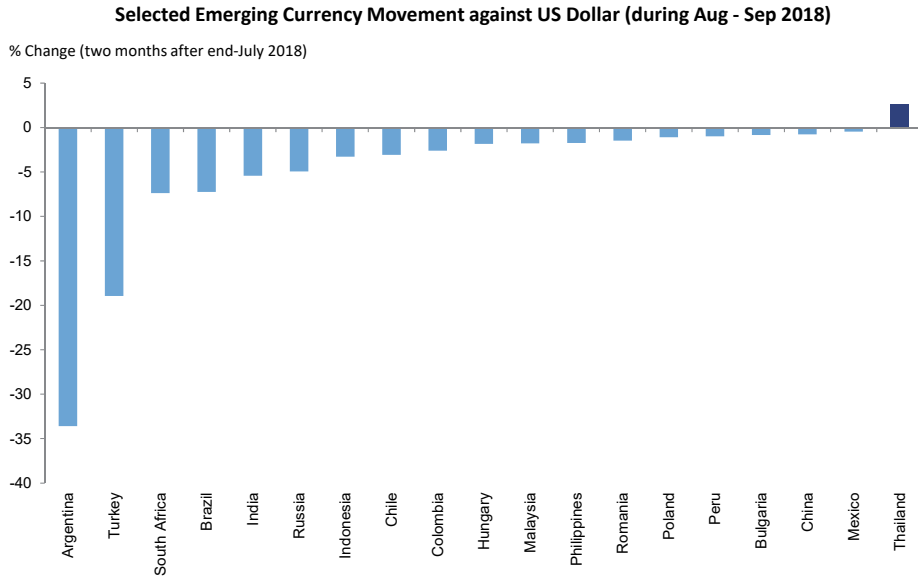
แผนภาพที่ 53: ประเทศไทยมีความแข็งแกร่งกว่าประเทศในตลาดเกิดใหม่ สะท้อนผ่านเครื่องชี้เสถียรภาพเศรษฐกิจ

Summary	GDP Growth (%)	Inflation (%)	Jobless rate (%)	Fiscal Balance (% GDP)	C/A Balance (% GDP)	Public Debt (% GDP)	External Debt (% GDP)	SR External Debt / Reserves (%)	Reserves (% GDP)
Thailand	India	Thailand	Thailand	Russia	Thailand	Russia	China	Russia	Bulgaria
Russia	Philippines	Poland	Malaysia	Thailand	Russia	Bulgaria	India	Peru	Thailand
Peru	China	Malaysia	Mexico	Bulgaria	Malaysia	Chile	Philippines	Brazil	Russia
Bulgaria	Indonesia	China	Hungary	Philippines	Bulgaria	Peru	Russia	Philippines	Malaysia
Philippines	Malaysia	Chile	Poland	Indonesia	Turkey	Indonesia	Peru	Thailand	Peru
China	Peru	Peru	India	Chile	Hungary	Turkey	Thailand	India	China
Malaysia	Poland	Bulgaria	China	Peru	China	Romania	Brazil	Colombia	Philippines
Poland	Hungary	Hungary	Romania	Hungary	Poland	Philippines	Indonesia	Bulgaria	Poland
Indonesia	Colombia	Romania	Russia	Poland	Peru	Thailand	Mexico	Mexico	Brazil
Hungary	Thailand	Indonesia	Bulgaria	Mexico	Brazil	Poland	Colombia	China	Hungary
India	Chile	Colombia	Indonesia	Colombia	Mexico	Colombia	South Africa	Romania	Romania
Mexico	Bulgaria	Brazil	Philippines	Argentina	Argentina	Mexico	Romania	Indonesia	Colombia
Chile	Romania	Mexico	Chile	Malaysia	Philippines	China	Argentina	Poland	Mexico
Colombia	Brazil	Philippines	Peru	Turkey	India	Malaysia	Bulgaria	Chile	South Africa
Romania	Mexico	India	Colombia	Romania	Indonesia	South Africa	Malaysia	Hungary	Argentina
Brazil	Russia	South Africa	Argentina	South Africa	Chile	Hungary	Poland	South Africa	India
Turkey	South Africa	Russia	Brazil	China	South Africa	India	Chile	Malaysia	Chile
Argentina	Argentina	Turkey	Turkey	India	Colombia	Argentina	Turkey	Argentina	Turkey
South Africa	Turkey	Argentina	South Africa	Brazil	Romania	Brazil	Hungary	Turkey	Indonesia

Note: *A dark green represents relatively strongest among peers, whilst a dark red represents relatively weakest. ** The selected indicators represents the 2019 estimate data from international agencies, except for external debt, short-term external debt and reserves that as of 2018.

Source: International Monetary Fund, World Bank, Trading Economics, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

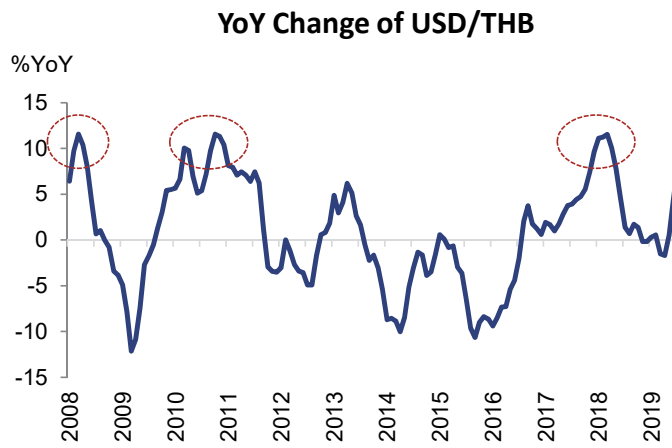
แผนภาพที่ 54: ความแข็งแกร่งของเสถียรภาพเศรษฐกิจ ได้เคยช่วยหนุนให้ค่าเงินบาทแข็งค่าสวนทางสกุลเงินของประเทศตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ที่อ่อนค่าลง จากความกังวลวิกฤตเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่ในช่วงปี 2018



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ เราได้ตั้งข้อสังเกตว่า พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทเฉลี่ยรายเดือนในอดีตนับตั้งแต่ปี 2008 จะมีการแกว่งตัวของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงเวลาที่มีการแข็งค่าและอ่อนค่าเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน (YoY) มากสุดประมาณ 10% ซึ่งหากเราสมมติให้ค่าเงินบาทในแต่ละเดือนที่เหลือของปีนี้แข็งค่าขึ้นเฉลี่ย 10% จากช่วงเดียวกันปีก่อน ค่าเงินบาทอาจแข็งค่าลงไปแตะระดับเฉลี่ยแต่ละเดือนในช่วง 29.3-29.7 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ อนึ่ง ระดับค่าเงินบาทเฉลี่ยในช่วงวันที่ 1-8 ก.ค. (ช่วงเวลาที่เรากำลังประเมิน) อยู่ที่ 30.6 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าไปแล้วประมาณ 8% จากช่วงเดียวกันปีก่อน ดังนั้น เรามองว่ามีโอกาสได้เห็นค่าเงินบาทแข็งค่าต่ำกว่าระดับ 30 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ หากตลาดยังคงคาดหวังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed

แผนภาพที่ 55: อัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ เฉลี่ยรายเดือน เทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน นับตั้งแต่ปี 2008 ถึงปัจจุบัน



Note: Data as of July 8, 2019

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
 - ปรินซ์โท วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติลิริเนอ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีสโก้ กว่า 5 ปี

ธรรมรัตน์ กิตติศิริพัฒน์

Head of Economics

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์การเงิน (เกียรตินิยม)
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
 - ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
 - ขึ้นทะเบียน โบราณคดีนักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
- ประสบการณ์การทำงาน: นักวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคและกลยุทธ์การลงทุน
ของสถาบันการเงินเอกชน กว่า 12 ปี

วิลันดา ดิสเรตตีวัฒน์

Economist

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
 - ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งเศรษฐกรผู้ช่วย

ซารา ฟลทิงบูลย์

Economist

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

วีระพันธ์ ไรจน์ธัญกุล

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

เพชร เย็นไพศาล

Research Assistant

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การตลาด) มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

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

สาขาธนาคารเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	เดอะมอลล์เก่าพระ- 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	เอสทีไอเอส พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เอสทีไอเอส รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315	ไอคอนสยาม	: 02 056 4168		
จันทร - สุครี	สำนักงานใหญ่	: 02 633 7094	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกบินทร์	: 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