



TIPS

September
2019

TISCO Investment Portfolio Strategy



- แนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจและความเสี่ยงของ Recession ที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การลดดอกเบี้ยและการทำ QE ดังนั้น เราจึงแนะนำการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำในช่วงตลาดปรับฐาน และได้ประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่อง และการลดดอกเบี้ย ดังนี้
- 1) ทองคำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มักให้ผลตอบแทนดีในช่วงเศรษฐกิจขาลง นอกจากนั้น ด้วย Supply ของทองคำที่มีจำกัดเพราะเป็นแร่ธาตุหายาก จึงทำให้ทองคำได้รับประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องจากธนาคารกลาง
- 2) Global REITs ที่เน้นลงทุนในเมืองใหญ่ทั่วโลก เนื่องจากที่ดินทำเลทองในเมืองใหญ่นั้นมีจำกัด ทำให้ REITs ได้ประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องในแง่ความจำกัดของ Supply ซึ่งคล้ายกับทองคำ นอกจากนั้นการลงทุนใน REITs ยังมีการจ่ายกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ ซึ่งทำให้ความน่าสนใจลงทุนเพิ่มขึ้นในภาวะดอกเบี้ยต่ำ
- 3) ทุนในกลุ่ม Global Health Care ที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก และยังมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาวซึ่งได้ประโยชน์จาก Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ ซึ่งทำให้ทุนในกลุ่มนี้มีกำไรเติบโตได้อย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว

Contents

○ Executive Summary	3
○ Global Investment Strategy	4
Special Issue : ตลาดหุ้นแค่ปรับฐานหรือกลับตัวเป็นขาลง?	7
ตลาดตราสารหนี้	12
ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	14
○ Global Economic Insights	19
เศรษฐกิจสหรัฐฯ	20
เศรษฐกิจยุโรป	25
เศรษฐกิจจีน	30
เศรษฐกิจญี่ปุ่น	33
เศรษฐกิจไทย	40



TISCO Economic Strategy Unit

คมศร ประกอบผล
ธรรมรัตน์ กิตติศิริพัฒน์

ชาร่า ผลพิบูลย์
เพชร เย็นไพศาล

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

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

Executive Summary

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้า ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนในการเจรจา Brexit ทำให้ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจโลก จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วง 1-2 ปีข้างหน้าเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ และส่งผลกดดันให้ตลาดหุ้นทั่วโลกเริ่มปรับฐานตั้งแต่ปลายเดือน ก.ค.

เราประเมิน Downside ของตลาดหุ้นต่อจากนี้ โดยแบ่งเป็นสองกรณี ได้แก่ 1) เศรษฐกิจชะลอลงแต่ไม่เข้าสู่ภาวะ Recession และ 2) เศรษฐกิจโลกชะลอลงต่อเนื่องจนเข้าสู่ภาวะ Recession ในปีหน้า

ในกรณีแรก (เศรษฐกิจชะลอลงแต่ไม่เข้าสู่ภาวะ Recession) เราประเมิน Downside โดยเทียบเคียงกับในช่วงปลายปี 2015 ถึงต้นปี 2016 ซึ่งจะคำนวณ Bottom ของดัชนี S&P500 ในรอบนี้ได้ที่ราว 2,600 จุด หรือคิดเป็น Downside ประมาณ 8% จากปัจจุบัน (ดัชนี S&P500 อยู่ที่ 2,840 จุด ณ เวลาที่เขียน)

ส่วนในกรณีเลวร้าย ซึ่งเศรษฐกิจยังชะลอลงต่อเนื่องจนเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด ดัชนี S&P500 ก็มีความเสี่ยงที่จะปรับฐานต่ำกว่า 2,600 จุด ซึ่งเราประเมิน Downside ในกรณีนี้โดยการวิเคราะห์สมการถดถอย (Linear Regression) โดยใช้ข้อมูลของการเกิด Recession ในอดีต ซึ่ง Model ดังกล่าวทำนายว่าดัชนี S&P500 มีความเสี่ยงที่จะปรับฐานราว 30% จากจุดสูงสุด หรือคิดเป็นดัชนี S&P500 ที่ราว 2,100 จุด (ลดลง 30% จากจุดสูงสุดที่ 3,000 จุด)

แนวโน้มการชะลอลงของเศรษฐกิจและความเสี่ยงของ Recession ที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การลดดอกเบี้ยและการทำ QE ดังนั้นเราจึงแนะนำการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำในช่วงตลาดปรับฐาน และได้ประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องและการลดดอกเบี้ย ดังนี้ 1) ทองคำ 2) Global REITs 3) Global Health Care

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- แนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจและความเสี่ยงของ Recession ที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การลดดอกเบี้ยและการทำ QE ดังนั้นเราจึงแนะนำการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำในช่วงตลาดปรับฐาน และได้ประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องและการลดดอกเบี้ย ดังนี้
- 1) ทองคำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มักให้ผลตอบแทนดีในช่วงเศรษฐกิจซาลง นอกจากนั้น ด้วย Supply ของทองคำที่มีจำกัดเพราะเป็นแร่ธาตุหายาก จึงทำให้ทองคำได้รับประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องจากธนาคารกลาง
- 2) Global REITs ที่เน้นลงทุนในเมืองใหญ่ทั่วโลก เนื่องจากที่ดินทำเลทองในเมืองใหญ่นั้นมีจำกัด ทำให้ REITs ได้ประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องในแง่ความจำกัดของ Supply ซึ่งคล้ายกับทองคำ นอกจากนั้น การลงทุนใน REITs ยังมีการจ่ายกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ ซึ่งทำให้ความน่าสนใจลงทุนเพิ่มขึ้นในภาวะดอกเบี้ยต่ำ
- 3) หุ้นในกลุ่ม Global Health Care ที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก และยังมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาวซึ่งได้ประโยชน์จาก Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ ซึ่งทำให้หุ้นในกลุ่มนี้มีกำไรเติบโตได้อย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว

Past Performance

ASEAN	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,604	-3.9%	-7.2%	-0.7%	-2.0%	2.6%	-4.6%
Philippines PCOMP	7,829	-1.1%	-5.3%	4.7%	-1.0%	4.9%	4.1%
Indonesia JCI	6,258	-0.3%	-2.3%	6.1%	-2.1%	1.0%	8.2%
Singapore STI	3,126	-1.8%	-7.0%	-3.2%	-3.5%	1.9%	-2.7%
Malaysia KLCI	1,600	-1.0%	-4.1%	0.1%	-5.2%	-5.3%	-10.0%
Asia	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	25,495	-2.4%	-10.9%	-9.8%	-8.6%	-1.4%	-5.9%
China H HSCEI	9,903	-1.4%	-8.9%	-8.4%	-9.5%	-2.2%	-5.5%
MSCI China	73	0.1%	-7.9%	-8.8%	-7.0%	2.9%	-6.4%
China CSI300	3,694	0.7%	-3.0%	-1.3%	10.6%	22.7%	12.7%
Taiwan TWSE	10,350	-1.4%	-4.9%	-1.2%	2.8%	6.4%	-3.1%
Korea KOSPI	1,913	-0.4%	-8.1%	-8.6%	-12.9%	-6.3%	-15.3%
MSCI Korea	593	1.2%	-6.6%	-5.3%	-10.0%	-1.8%	-12.3%
India SENSEX	37,312	0.9%	-4.1%	0.5%	4.2%	3.4%	-1.4%
MSCI India	1,257	0.9%	-4.4%	-1.2%	1.2%	-0.5%	-6.2%
Developed Market	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	6,418	-2.5%	-3.4%	1.4%	5.8%	13.7%	1.4%
Japan TOPIX	1,481	-1.2%	-5.6%	-3.7%	-6.1%	-0.9%	-12.2%
Japan Nikkei 225	20,341	-1.2%	-5.5%	-3.4%	-2.7%	1.6%	-8.3%
Europe STOXX600	365	-2.6%	-6.2%	-4.6%	-1.0%	8.1%	-4.3%
Euro STOXX50	3,283	-2.7%	-6.8%	-4.5%	1.3%	9.4%	-2.8%
US Dow Jones	25,579	-3.0%	-6.4%	-1.1%	-1.2%	9.7%	0.1%
US S&P500	2,848	-3.1%	-5.2%	-1.0%	2.6%	13.6%	0.2%
MSCI US REITs	1,247	-0.9%	0.2%	1.1%	3.9%	18.0%	6.3%
J-REITs	2,065	2.0%	2.5%	7.8%	12.5%	16.4%	17.4%
Europe	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	7,067	-3.0%	-6.7%	-3.9%	-2.3%	5.0%	-6.5%
Germany DAX	11,413	-3.7%	-8.2%	-7.3%	1.0%	8.1%	-6.7%
France CAC 40	5,237	-2.8%	-6.7%	-3.9%	1.6%	10.7%	-2.1%
Switzerland SMI	9,606	-1.5%	-2.5%	-0.6%	3.9%	14.0%	6.8%
Portugal PSI 20	4,718	-4.2%	-10.4%	-8.0%	-8.2%	-0.3%	-14.0%
Spain IBEX 35	8,519	-3.9%	-9.2%	-8.4%	-6.6%	-0.2%	-9.6%
Italy FTSE MIB	20,020	-3.9%	-9.8%	-5.3%	-1.0%	9.3%	-2.5%
Latin America	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	99,057	-4.9%	-4.5%	10.0%	1.6%	12.7%	28.9%
Chile IPSA	4,781	-0.6%	-5.8%	-4.5%	-11.5%	-6.4%	-9.3%
Mexico MEXBO	38,574	-4.6%	-10.3%	-11.2%	-10.3%	-7.4%	-19.7%
Regional	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	484	-1.2%	-8.5%	-4.8%	-5.0%	1.5%	-6.8%
MSCI Latin America	2,579	-6.8%	-12.1%	1.0%	-10.5%	0.5%	1.7%
MSCI All Country World	498	-2.4%	-6.1%	-2.3%	-0.1%	9.3%	-2.7%
Commodities	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	54.97	0.9%	-4.6%	-12.6%	-1.1%	21.1%	-16.0%
Brent Spot	58.56	0.1%	-9.0%	-19.4%	-11.6%	8.8%	-18.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.59	-0.44	-3.14	-6.16	-7.07	-4.80	-2.38
Gold Spot	1525.17	1.9%	8.2%	18.6%	15.0%	19.0%	29.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2410.41	0.5%	4.3%	10.1%	6.8%	9.1%	13.4%
Bloomberg Agri Subindex	37.80	-4.6%	-7.4%	-2.3%	-10.3%	-9.0%	-14.6%
Thai Bond index	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	322.28	2.3%	8.4%	13.8%	14.8%	15.5%	17.7%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	206.84	0.1%	0.9%	1.5%	1.8%	2.2%	3.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	295.36	0.2%	1.8%	3.3%	4.1%	4.6%	6.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	400.70	0.4%	4.1%	8.0%	8.9%	9.6%	12.3%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	252.34	0.3%	2.3%	4.2%	4.9%	5.4%	6.8%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.46	2	-29	-34	-31	-29	-12
2Y	1.41	-1	-32	-41	-39	-40	-38
5Y	1.40	-1	-39	-69	-78	-77	-91
10Y	1.49	-4	-53	-104	-101	-102	-123
Spread 10Y-2Y	8	-4	-22	-62	-61	-62	-86
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	1.52	-22	-58	-87	-114	-116	-134
Japan 10Y	(0.24)	-2	-12	-18	-22	-24	-34
UK 10Y	0.41	-11	-39	-66	-75	-87	-82
German 10Y	(0.71)	-15	-46	-62	-81	-96	-102
Spain 10Y	0.04	-19	-47	-92	-121	-138	-142
Italy 10Y	1.33	-20	-31	-141	-147	-141	-184
Others	Last	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	21.18	4.3	8.3	5.9	6.3	-4.2	7.7
Dollar index	98.18	0.7%	0.8%	0.3%	1.3%	2.1%	1.6%
USD/THB	30.83	0.2%	-0.3%	-2.6%	-1.3%	-4.6%	-7.1%
EUR/USD	1.11	-0.9%	-1.0%	-0.7%	-1.9%	-3.1%	-2.3%
GBP/USD	1.21	0.4%	-2.7%	-5.6%	-6.5%	-5.2%	-4.9%
USD/JPY	106.14	0.4%	-2.0%	-3.4%	-4.0%	-3.2%	-4.3%
USD/CNY	7.03	-0.2%	2.3%	2.3%	3.9%	2.3%	1.4%
USD/CNH	7.05	-0.7%	2.4%	1.8%	4.1%	2.6%	2.6%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

08/16/2019

7:49:30 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 - การเติบโตของกำไรออนไลน์ไม่น่าจะช่วยขับเคลื่อนตลาดได้มากนัก - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากทั้งภาคต่างประเทศ และในประเทศ เราลดคาดการณ์ GDP ปี 2019 ลงเป็น +2.9% YoY - ยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพการเมือง และการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่อง หลังตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว +6.2% YoY ต่ำสุดในรอบเกือบ 30 ปี จากผลกระทบของสงครามการค้า ประกอบกับรัฐบาลถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 2 - ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงที่คอยกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				<ul style="list-style-type: none"> - Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวัน อยู่ในระดับสูง - คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนในเกาหลี และไต้หวันเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และอุปสงค์ที่อ่อนแอของสินค้าประเภท Smartphone, PCs และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นอินเดีย				<ul style="list-style-type: none"> - การเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับสูง ประกอบกับ Fund Flows ต่างชาติได้ไหลเข้าตลาดหุ้นอินเดีย เป็นจำนวนมากในช่วงที่ผ่านมา 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 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในปีนี้ - 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

Special Issue : ตลาดหุ้นแค่ปรับฐานหรือ กลับตัวเป็นขาลง?

ในระยะสั้นเรามองว่าดัชนี S&P500 จะปรับฐานลงไปที่ระดับประมาณ 2,600 จุด ก่อนจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นจากความหวังว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากภาครัฐ จะช่วยหนุนให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวได้ อย่างไรก็ตามหากตัวเลขเศรษฐกิจยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวในไตรมาส 4 ตลาดก็มีความเสี่ยงที่จะกลับตัวเป็นขาลงยาว (Bear Market) ไปจนถึง 2,100 จุดในกรณีที่เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะ Recession ในปี 2020

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ประกอบกับผลกระทบจากสงครามการค้า ความเสี่ยงจากความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความไม่แน่นอนในการเจรจา Brexit ทำให้ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจโลก จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วง 1-2 ปีข้างหน้าเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ

โดยหากมองเป็นรายประเทศ เศรษฐกิจเยอรมันนี่ ซึ่งเป็นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่สุดในยุโรป และใหญ่เป็นอันดับ 4 ของโลก นับเป็นประเทศแรกๆ ที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า และการชะลอตัวของอุปสงค์โลก เนื่องจากเป็นเศรษฐกิจที่พึ่งพาภาคการผลิตและการส่งออกเป็นสำคัญ โดยถูกกระทบทั้งจากยอดขายรถยนต์ที่หดตัวทั่วโลก และยอดสั่งซื้อเครื่องจักรที่ลดลงตามความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการที่เริ่มสั่นคลอน ซึ่งทำให้ GDP ของเยอรมันนี้หดตัวในไตรมาส 2 และน่าจะจะมีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่องในไตรมาส 3 หากประเมินจากดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจต่างๆ เช่น ดัชนีภาคการผลิต Manufacturing PMI, ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจของนักวิเคราะห์ ZEW Survey Expectations และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจของภาคธุรกิจโดย IFO ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจเยอรมันนี้เข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิค (Technical Recession) ในเร็ววันนี้

ด้านเศรษฐกิจจีน ซึ่งเป็นเศรษฐกิจใหญ่อันดับสองของโลก ก็ส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัวต่ำสุดในรอบกว่า 17 ปี ที่ 4.8% YoY ในเดือน ก.ค. โดยถูกกดดันจากการผลิตรถยนต์และโทรศัพท์มือถือที่หดตัวแรง

ในขณะที่เศรษฐกิจญี่ปุ่น ซึ่งเป็นเศรษฐกิจขนาดใหญ่เป็นอันดับสามของโลก แม้จะยังขยายตัวได้ต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา แต่ก็ยังมีความเสี่ยงจากการขึ้นภาษีผู้บริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค. ซึ่งจะกดดันการบริโภคภายในประเทศและอาจจุดให้เศรษฐกิจพลิกกลับมาหดตัวในช่วงปลายปีนี้

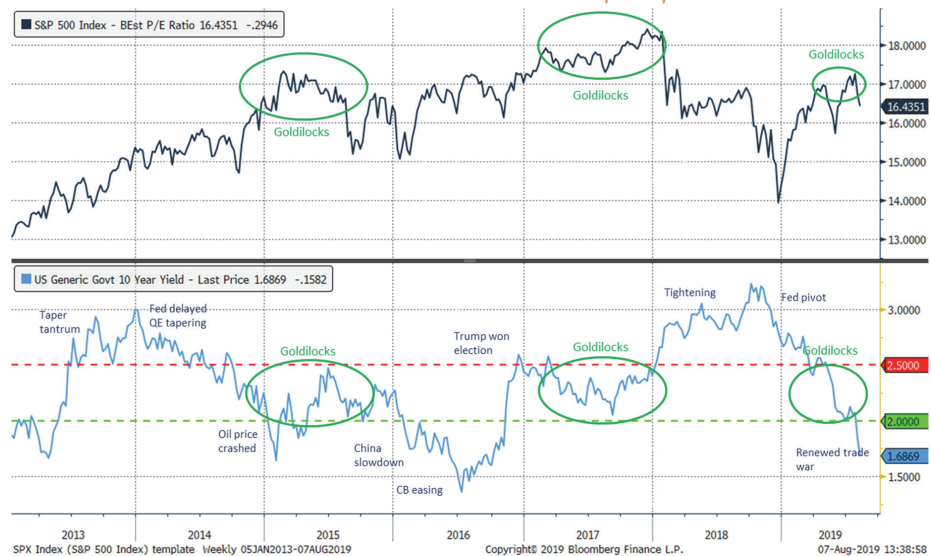
ส่วนเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่สุดของโลกอย่างสหรัฐฯ ยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งในช่วงที่ผ่านมา โดยได้รับแรงหนุนจากการบริโภคที่ยังเติบโตต่อเนื่อง แต่เราก็เริ่มเห็นถึงสัญญาณการชะลอตัวลงของการจ้างงาน ซึ่งหากการจ้างงานยังไม่ฟื้นตัวขึ้น ก็จะส่งผลให้อัตราการว่างงานกลับมาเพิ่มขึ้น ซึ่งก็จะส่งผลกดดันการบริโภคภาคเอกชนในที่สุด

ภาพรวมเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงอย่างน่าเป็นกังวล กดดันให้ตลาดหุ้นทั่วโลกเริ่มปรับฐานตั้งแต่ปลายเดือน ก.ค. จนมาถึงปัจจุบัน เราประเมิน Downside ของตลาดหุ้นต่อจากนี้ โดยแบ่งเป็นสองกรณี ได้แก่ 1) เศรษฐกิจชะลอตัวลงแต่ไม่เข้าสู่ภาวะ Recession และ 2) เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงต่อเนื่องจนเข้าสู่ภาวะ Recession ในปีหน้า

ในกรณีแรก (เศรษฐกิจชะลอตัวลงแต่ไม่เข้าสู่ภาวะ Recession) เราประเมิน Downside โดยเทียบเคียงกับในช่วงปลายปี 2015 ถึงต้นปี 2016 ซึ่งในช่วงนั้นเศรษฐกิจโลกได้ชะลอตัวอย่างน่ากังวลโดยเฉพาะเศรษฐกิจจีน ซึ่งดัชนีภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่องถึง 7 เดือน และจีนได้มีการลดค่าเงินหยวนเพื่อช่วยประคองเศรษฐกิจ ซึ่งคล้ายกับในปัจจุบันที่จีนปล่อยให้ค่าเงินหยวนอ่อนลงเพื่อบรรเทาผลกระทบจากสงครามการค้า อย่างไรก็ตาม ธนาคารกลางและรัฐบาลทั่วโลกได้ใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การเพิ่มวงเงิน QE และการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางทั้งยุโรปและญี่ปุ่น ประกอบกับการกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลังของจีน ซึ่งได้ช่วยพยุงให้เศรษฐกิจโลกกลับมาฟื้นตัวได้สำเร็จ และช่วยหลีกเลี่ยงภาวะ Recession ได้ในที่สุด

ย้อนกลับไปดูตลาดหุ้นในช่วงปี 2015 - 2016 เราพบว่าค่า Forward P/E ของดัชนี S&P500 ได้ลดลงจากราว 17 เท่าในช่วงกลางปี 2015 มาทำจุดต่ำสุดที่ 15 เท่าในช่วงต้นปี 2016 ซึ่งหากเรายึดค่า P/E ต่ำสุดที่ 15 เท่าเป็น Bottom ของการปรับฐาน เราจะคำนวณ Bottom ของดัชนี S&P500 ในรอบนี้ได้ที่ราว 2,600 จุด หรือคิดเป็น Downside ประมาณ 8% จากปัจจุบัน (ดัชนี S&P500 อยู่ที่ 2,840 จุด ณ เวลาที่เขียน)

แผนภาพที่ 1: Forward P/E ของดัชนี S&P500 ลดลงมาทำจุดต่ำสุดที่ 15 เท่าในช่วงต้นปี 2016

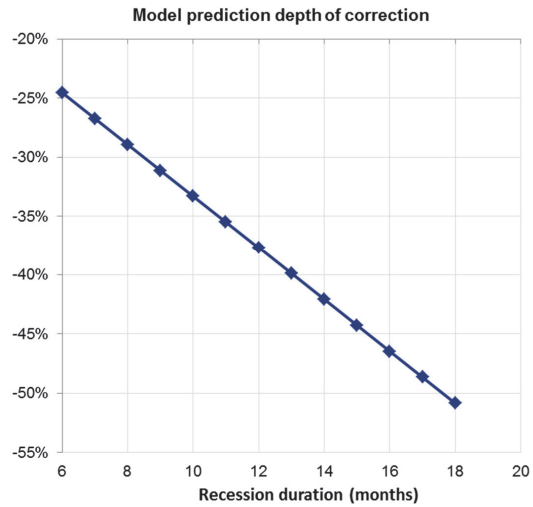


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนในกรณีเลวร้าย ซึ่งเศรษฐกิจยังชะลอตัวลงต่อเนื่องจนเข้าสู่ภาวะ Recession ในที่สุด ดัชนี S&P500 ก็มีความเสี่ยงที่จะปรับฐานลงต่ำกว่า 2,600 จุด ซึ่งเราประเมิน Downside ในกรณีนี้โดยการวิเคราะห์สมการถดถอย (Linear Regression) โดยใช้ข้อมูลของการเกิด Recession ในอดีต ซึ่งมีความสัมพันธ์กับสองตัวแปร ได้แก่ 1) ความยาวนานของ Recession และ 2) P/E (trailing) ของตลาดหุ้นในช่วงก่อนเกิด Recession กล่าวคือ หาก Recession มีความยาวนานมาก และตลาดหุ้น Trade ที่ P/E สูง ก็จะทำให้ตลาดมีการปรับฐานรุนแรง (ดูรายละเอียด TIPS ฉบับเดือน ก.ค. 2019) ซึ่ง Model ดังกล่าวทำนายว่าดัชนี S&P500 มีความเสี่ยงที่จะปรับฐานราว 30% จากจุดสูงสุด หาก Recession ครั้งหน้าเป็น Recession ขนาดเล็กซึ่งกินระยะเวลาประมาณ 9 เดือน หรือคิดเป็นดัชนี S&P500 ที่ราว 2,100 จุด (ลดลง 30% จากจุดสูงสุดที่ 3,000 จุด)

แผนภาพที่ 2: ดัชนี S&P500 มีโอกาสปรับฐานราว 30% ในการเกิด Recession ครั้งต่อไป

Recession duration (months)	Model prediction
6	-25%
7	-27%
8	-29%
9	-31%
10	-33%
11	-36%
12	-38%
13	-40%
14	-42%
15	-44%
16	-46%
17	-49%
18	-51%



Source: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

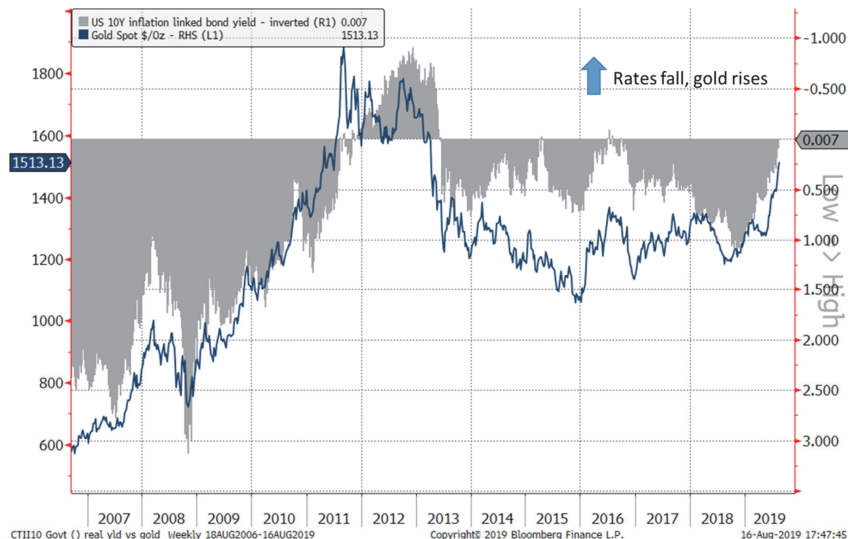
ในเชิงกลยุทธ์เราประเมินว่าในระยะสั้นตลาดหุ้น (S&P500) จะลงไปทดสอบจุดต่ำสุดที่ 2,600 จุด ก่อนจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นจากความหวังว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การลดดอกเบี้ยและการกลับมาทำ QE ของธนาคารกลางทั่วโลก จะช่วยหนุนให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัวได้ อย่างไรก็ตามหากตัวเลขเศรษฐกิจยังไม่ดีมีสัญญาณฟื้นตัวในไตรมาส 4 ตลาดก็มีความเสี่ยงที่จะกลับตัวเป็นขาลงยาว (Bear Market) จากความกังวลต่อการเกิด Recession และอาจปรับตัวลงต่อจนไปถึง 2,100 จุดในกรณีที่เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะ Recession ในปี 2020 ขึ้นมาจริงๆ

การลงทุน

แนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจและความเสี่ยงของ Recession ที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องกลับมาผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น การลดดอกเบี้ยและการทำ QE ดังนั้นเราจึงแนะนำการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำในช่วงตลาดปรับฐาน และได้ประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องและการลดดอกเบี้ย ดังนี้

- ทองคำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มักให้ผลตอบแทนดีในช่วงเศรษฐกิจขาลง นอกจากนั้นด้วย Supply ของทองคำที่มีจำกัดเพราะเป็นแร่ธาตุหายาก จึงทำให้ทองคำได้รับประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องจากธนาคารกลาง (Supply ของทองคำมีเท่าเดิม แต่ Supply ของเงินมีเพิ่มขึ้นจากการอัดฉีดสภาพคล่อง จึงผลักดันให้ราคาทองคำเพิ่มขึ้น)

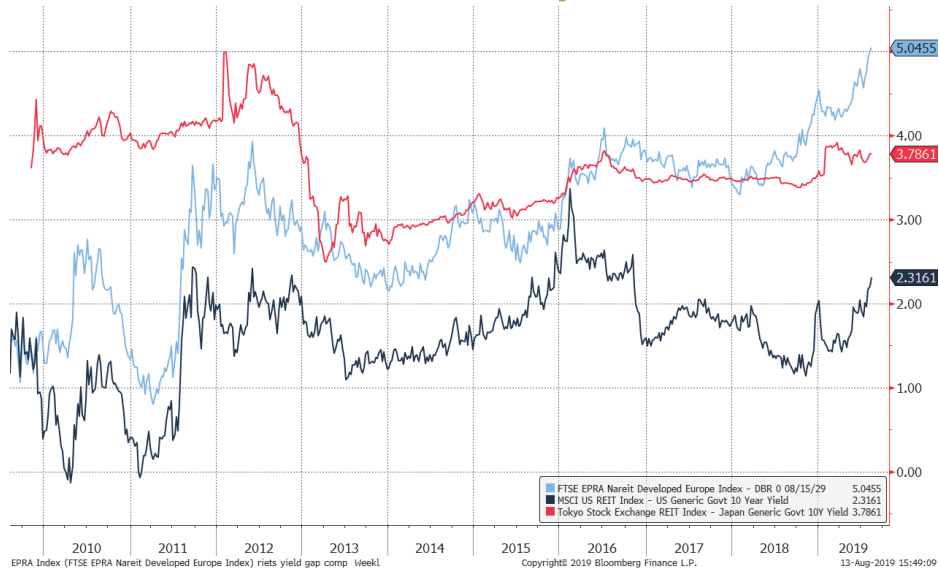
แผนภาพที่ 3: ทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงดอกเบี้ยต่ำ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

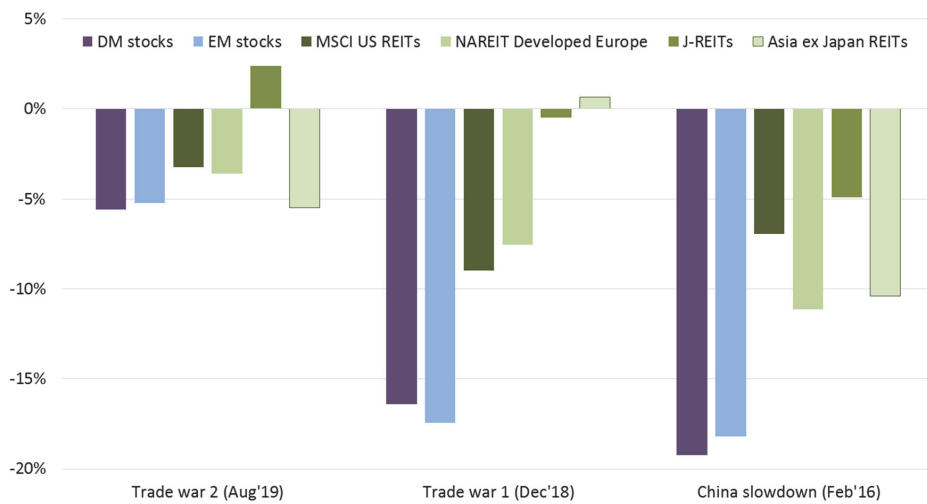
2) REITs ที่เน้นลงทุนในเมืองใหญ่ทั่วโลก เนื่องจากที่ดินทำเลทองในเมืองใหญ่นั้นมีจำกัด ทำให้ REITs ได้ประโยชน์จากการอัดฉีดสภาพคล่องในแง่ความจำกัดของ Supply ซึ่งคล้ายกับทองคำ นอกจากนี้การลงทุนใน REITs ยังมีการจ่ายกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ ซึ่งทำให้ความน่าสนใจลงทุนเพิ่มขึ้นในภาวะดอกเบี้ยต่ำอีกด้วย

แผนภาพที่ 4: Dividend Yield Gap (อัตราผลตอบแทนเงินปันผลหักด้วยอัตราผลตอบแทนพันธบัตร) ของ REITs ในภูมิภาคต่างๆ ยังน่าสนใจ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

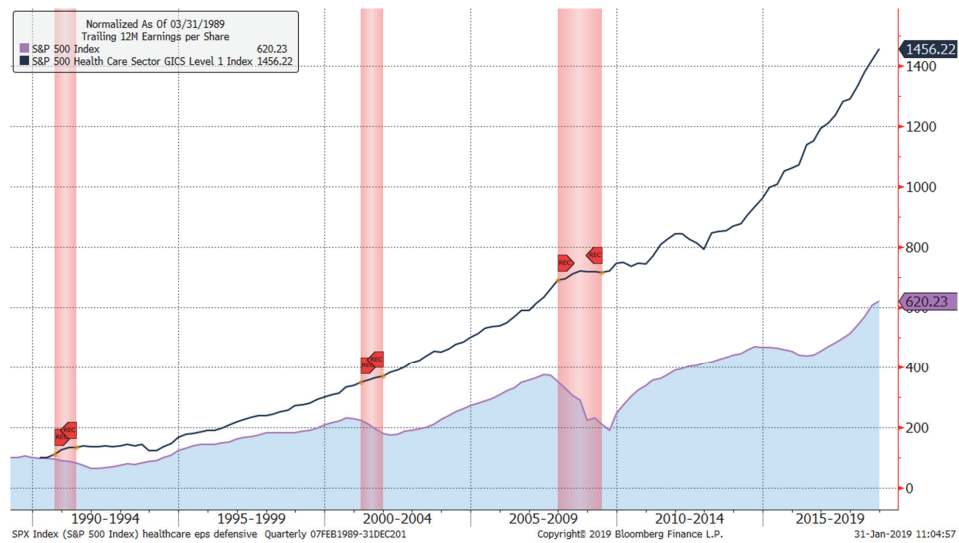
แผนภาพที่ 5: REITs ปรับตัวลดลงน้อยกว่าตลาดหุ้นในช่วงปรับฐาน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3) หุ้นกลุ่ม Health Care ที่ผลกำไรไม่ผันผวนไปตามเศรษฐกิจโลกมากนัก และยังมีแนวโน้มเติบโตได้ดีในระยะยาวซึ่งได้ประโยชน์จาก Megatrend ของสังคมผู้สูงอายุ ซึ่งทำให้หุ้นในกลุ่มนี้มีกำไรเติบโตอย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจหดตัว โดยหากเราดูตัวอย่างจากตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงเศรษฐกิจถดถอยในช่วง 3 ครั้งล่าสุดในปี 1990, 2001 และ 2008 กำไรของตลาดหุ้นโดยรวม (ดัชนี S&P500) ลดลงถึง -28%, -22% และ -36% ตามลำดับ ในขณะที่กำไรของบริษัทในกลุ่ม Health Care สามารถขยายตัวได้ต่อเนื่องที่ +9%, +9% และ +4% ในช่วงเดียวกัน ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากำไรของหุ้นในกลุ่มนี้นั้นไม่ได้ถูกกระทบมากนักจากวัฏจักรของเศรษฐกิจ นอกจากนี้อัตราการขยายตัวในระยะยาวนั้นยังดีกว่าตลาดโดยรวมอีกด้วย โดยหากนับการขยายตัวของกำไรในช่วงปี 1990 ถึง 2018 หุ้นในกลุ่ม Health Care ของสหรัฐฯ มีกำไรเติบโต 1,356% สูงกว่าตลาดโดยรวมถึงกว่า 1 เท่าตัว (กำไรของดัชนี S&P500 โต 520% ในช่วงเดียวกัน)

แผนภาพที่ 6: กำไรของหุ้นในกลุ่ม Health Care (เส้นสีน้ำเงินเข้ม) สามารถขยายตัวได้ต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจถดถอย (แรงาสีแดง) และเติบโตสูงกว่าตลาดมากในระยะยาว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แม้ราคาหุ้นในกลุ่ม Health Care จะเผชิญแรงกดดันจากการพยายามออกกฎหมายควบคุมราคายาในสหรัฐฯ แต่ยอดขาย และกำไร ซึ่งเป็นปัจจัยกำหนดผลตอบแทนของหุ้นในระยะยาว ยังคงเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดในไตรมาส 2/2019 ยอดขาย และกำไรของหุ้นในกลุ่ม Health Care ขยายตัว 13.96% และ 10.96% ตามลำดับ ซึ่งสูงที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในขณะที่ผลกำไรของดัชนีโดยรวมขยายตัวเพียง 1.76% เนื่องจากถูกกดดันจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 7: ยอดขายและกำไรของหุ้นกลุ่ม Health Care ในสหรัฐฯ ยังคงขยายตัวแข็งแกร่งและสูงที่สุดเมื่อเทียบกับ Sector อื่นๆ

S&P 500 INDEX		Range CQ2 Ending: 5/16/2019 - 8/15/2019			
Surprise	Growth	Reported	Sales Growth	Earnings Growth	
11	All Securities	460 / 497	3.71%	1.76%	
12	> Energy	28 / 28	-2.14%	-2.10%	
13	> Materials	26 / 26	-20.06%	-8.22%	
14	> Industrials	67 / 69	1.53%	2.59%	
15	> Consumer Discretionary	44 / 60	6.39%	-2.14%	
16	> Consumer Staples	25 / 32	1.94%	-1.35%	
17	> Health Care	60 / 62	13.96%	10.96%	
18	> Financials	68 / 68	2.67%	3.01%	
19	> Information Technology	58 / 68	-0.77%	-7.24%	
20	> Communication Services	23 / 23	13.16%	9.73%	
21	> Utilities	28 / 28	-0.04%	3.49%	
22	> Real Estate	32 / 32	4.20%	4.59%	

Source: Bloomberg

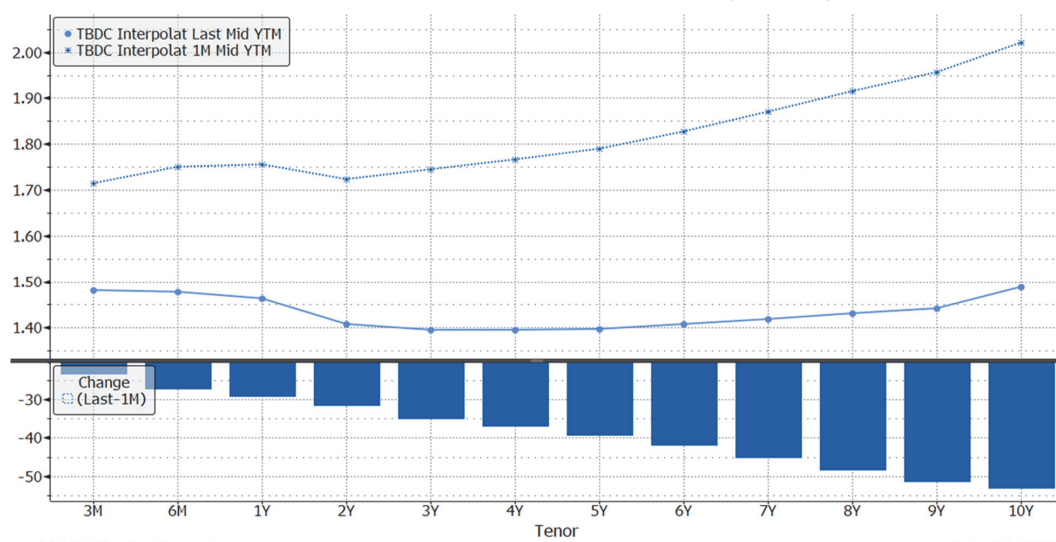
ตลาดตราสารหนี้

เรายังแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยเรามองว่า Bond Yield ระยะยาว อาจไม่ปรับลดลงจากระดับปัจจุบันมากนัก หลังการผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางหลักซึ่งคาดว่าจะช่วยหนุนให้ภาพรวมเศรษฐกิจโลกดีขึ้น รวมทั้งเรามองว่าการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed และ ECB ในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ น่าจะเกิดขึ้นอีกเพียง 1-2 ครั้งเท่านั้น ในขณะที่เราคาดธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.50% ตลอดช่วงที่เหลือของปี

Bond Yield ระยะยาวปรับตัวลดลงต่อเนื่อง

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงแรงทุกช่วงอายุในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรระยะยาวอายุ 8 ถึง 10 ปีที่ปรับตัวลดลงกว่า 50bps ส่วนพันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน ถึง 1 ปี ปรับตัวลดลง 23-29bps และพันธบัตรระยะกลางอายุ 2 ถึง 7 ปี ปรับตัวลดลง 29-45bps

แผนภาพที่ 8: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวลดลงแรงในทุกช่วงอายุในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Copyright © 2019 Bloomberg Finance L.P.

16-Aug-2019 10:39:37

Source: Bloomberg

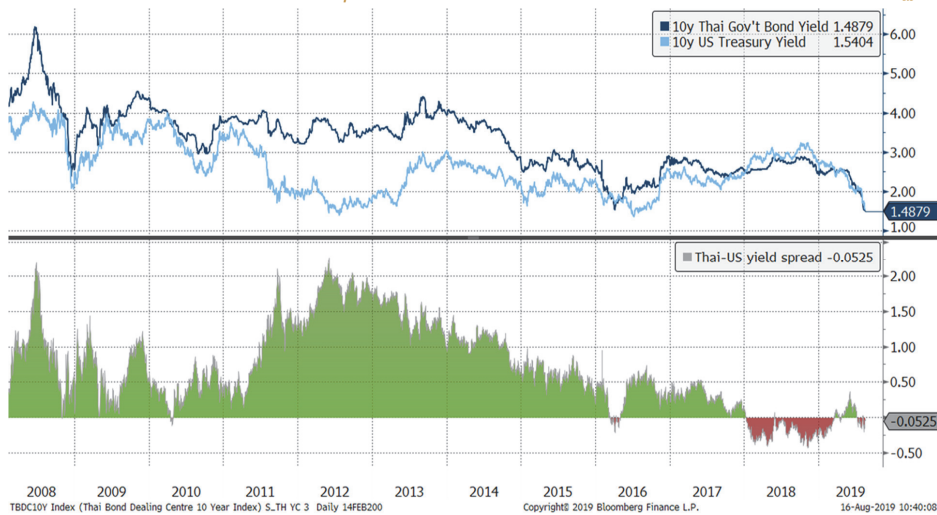
เรายังแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลง 53bps อยู่ที่ระดับ 1.49% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตามการปรับลดแรงของ Bond Yield ทั่วโลก โดยเฉพาะนับตั้งแต่ต้นเดือน ส.ค. ที่ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนรุนแรงขึ้น หลังประธานาธิบดี Donald Trump ประกาศจะปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนในกลุ่มที่เหลือ (มูลค่าราว 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อัตรา 10% ซึ่งได้สร้างความกังวลให้กับนักลงทุนว่าเศรษฐกิจอาจเข้าสู่ภาวะ Recession ในระยะใกล้

อย่างไรก็ดี ธนาคารหลักในโลกทั้งธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) และธนาคารกลางยุโรป (ECB) ต่างส่งสัญญาณพร้อมผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติมในระยะใกล้ โดย Fed เราคาดว่าจะปรับดอกเบี้ย Federal Funds Rate ลงเพิ่มเติมอีก 1 ครั้ง (-25bps) จากระดับปัจจุบันที่ 2.00%-2.25% ลงสู่ 1.75-2.00% ในช่วงที่เหลือของปี และเราคาดว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในการประชุมวันที่ 12 ก.ย. (และคาดว่าอาจปรับลดลงอีกเพียง -10bps ในการประชุมเดือน ธ.ค.) พร้อมทั้งคาดว่าจะประกาศกลับมาทำ QE ในอัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน อย่างน้อย 9-12 เดือน ซึ่งมุมมองของเราที่มองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้มีอีกไม่มากนัก กอปรกับการกลับมาผ่อนคลายนโยบายดังกล่าวเพิ่มเติมคาดว่าจะหนุนให้ภาพรวมเศรษฐกิจโลกดีขึ้น

ในขณะที่เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.50% ตลอดช่วงที่เหลือของปี ส่วนหนึ่งจาก Policy Space ที่จำกัด เพราะอัตราดอกเบี้ยนโยบายเคยอยู่ต่ำสุดที่ระดับ 1.25% (ต่ำกว่าระดับปัจจุบันเพียง 0.25% เท่านั้น) ในช่วงวิกฤตซับไพร์มปี 2009 อีกทั้งการที่ธนาคารพาณิชย์ปรับลดดอกเบี้ย MOR และ MRR ลงตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ถูกปรับลดลงในการประชุม กนง. เมื่อวันที่ 7 ส.ค. ที่ผ่านมา ช่วยหนุนกลไกการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านช่องทางอัตราดอกเบี้ย ซึ่งช่วยเอื้อให้ กนง. สามารถเก็บกระสุนดอกเบี้ยไว้ก่อนได้เพื่อใช้ในยามจำเป็น หากเศรษฐกิจมีการอ่อนแรงมากกว่าที่ประเมินไว้ในอนาคต ดังนั้น น่าจะหนุนให้ Bond Yield ระยะยาวไม่ปรับลดลงจากระดับปัจจุบันมากนัก เราจึงคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

แผนภาพที่ 9: Bond Yield อายุ 10 ปีของไทยปรับตัวลดลงแรงตาม Bond Yield สหรัฐฯ



Source: Bloomberg

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

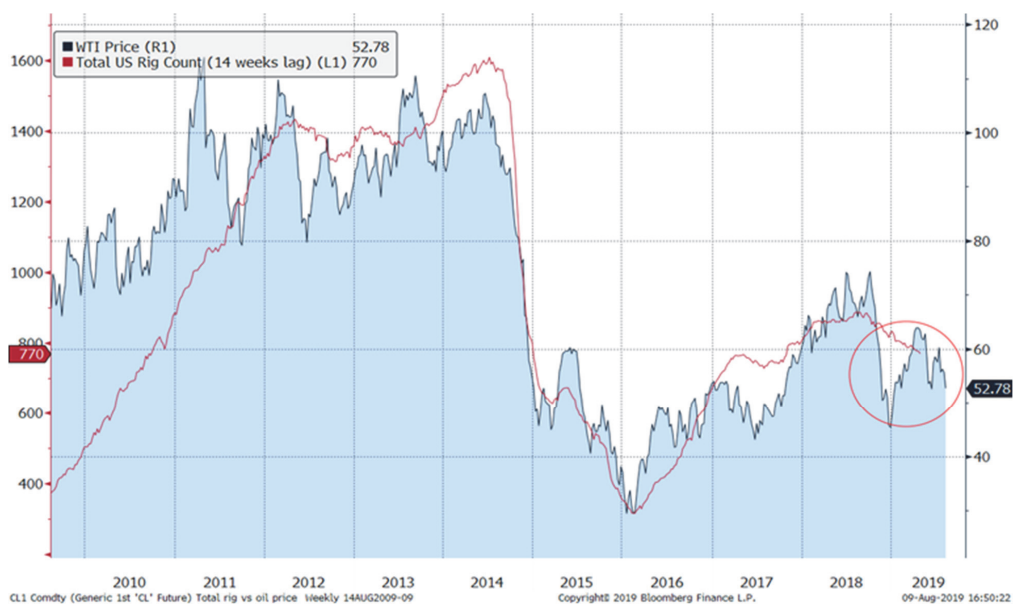
เรายังคงมองว่าราคาน้ำมันดิบในช่วงที่เหลือของปีมีความเสี่ยงปรับฐานรุนแรงอีกครั้งจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากทางฝั่งของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะกลับมาล้นตลาดอีกครั้งในช่วงปลายไตรมาสที่ 3 ที่จะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบ WTI มีโอกาสปรับฐานลงไปต่ำกว่าระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

น้ำมัน

Rig Count อาจไม่ใช่ปัจจัยชี้้นำปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเหมือนที่ผ่านมา

Rig Count มีความสัมพันธ์ที่ไปในทางเดียวกับราคาน้ำมันดิบ โดยจะมี Lag Time กับราคาน้ำมันดิบราว 14 สัปดาห์หรือราว 3 เดือนครึ่งมาโดยตลอด อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่ช่วงต้นปี 2019 ราคาน้ำมันดิบ WTI ยังคงสามารถทรงตัวเหนือระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลได้อย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นระดับราคาที่ผู้ผลิตส่วนใหญ่ในสหรัฐฯ ยังคงผลิตแล้วได้กำไร แต่จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ (Rig Count) กลับปรับตัวลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ช่วงต้นปี ซึ่งแสดงให้เห็นว่าผู้ผลิตส่วนใหญ่ยังคงชะลอการลงทุนใน Rig ออกไป

แผนภาพที่ 10: Rig Count จะมีความสัมพันธ์ที่ไปในทางเดียวกับราคาน้ำมันดิบ โดยมี Lag Time กับราคาน้ำมันดิบราว 14 สัปดาห์



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

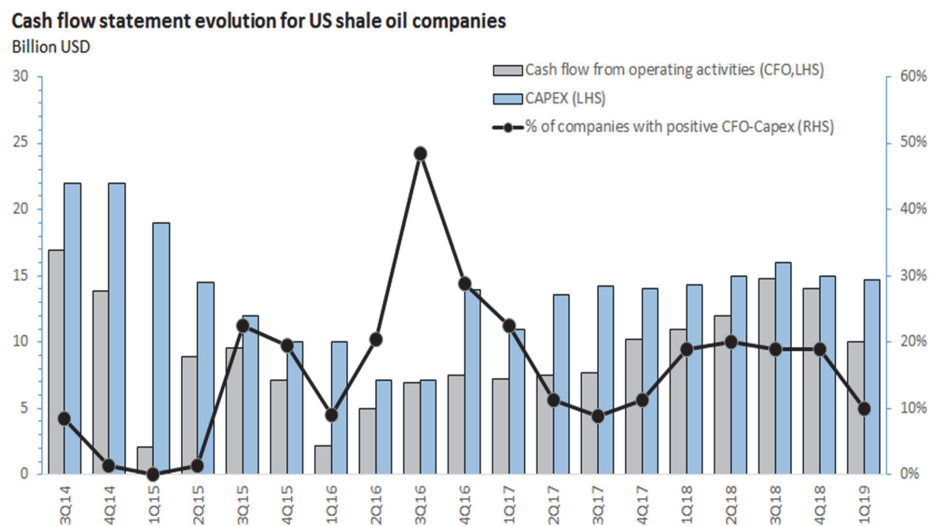
โดยเราคาดว่าปัจจัยหลักที่ทำให้ Rig Count ไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึงแม้ว่าราคาน้ำมันดิบจะทรงตัวเหนือระดับ 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล มาจาก 2 ปัจจัยดังนี้

1) บริษัทผู้ผลิต Shale Oil มีสถานะทางการเงินตึงตัวมากขึ้น

สถาบัน Rystad Energy Research ซึ่งเป็นสถาบันค้นคว้าวิจัยและให้คำปรึกษาด้านพลังงานในประเทศนอร์เวย์ ได้ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทผู้ผลิต Shale Oil ในสหรัฐฯ กว่า 40 บริษัท ในประเด็นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow From Operation: CFO) ซึ่งเป็นกระแสเงินสดที่มีไว้สำหรับการลงทุนเพื่อขยายกิจการของบริษัท ชำระคืนหนี้ และหลีกเลี่ยงล้มละลายผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาพบว่าในช่วงไตรมาสที่ 1 ของปี 2019 มีเพียง 10% หรือเพียง 4 บริษัทเท่านั้นที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพียงพอต่อการลงทุนขยายกิจการ จากเดิมที่มีถึง 20% ในช่วงไตรมาส 1-4 ของปี 2018 นอกจากนี้ ทั้ง 40 บริษัทยังมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานลดลงเป็น 10 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งต่ำที่สุดนับตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี 2017 ซึ่งส่งผลให้กระแสเงินสดโดยรวมติดลบ 4.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ มากที่สุดในรอบเกือบ 2 ปี

แผนภาพที่ 11: มีเพียง 10% เท่านั้นของบริษัท Shale Oil ที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพียงพอต่อการลงทุนขยายกิจการ



Source: Rystad Energy Research, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2) ผู้ผลิตน้ำมันขนาดเล็กถูกกดดันให้ต้องชะลอการลงทุน จากผลตอบแทนของ High Yield Bond ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปลายปีและยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงตลอดทั้งปี

จากผลของการมี Cash Flow Balance ติดลบ ส่งผลให้บริษัทผู้ผลิตน้ำมันส่วนใหญ่ต้องจัดหาเงินกู้มาช่วยเสริมส่วนที่ขาดไป ดังนั้น การที่อัตราผลตอบแทนของ High Yield Bond ปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ผลิตน้ำมันดิบมีต้นทุนกู้ยืมที่สูงขึ้นเช่นกัน ส่งผลให้กู้ได้น้อยลง และต้องตัดงบประมาณลงทุนในที่สุด

แผนภาพที่ 12: High Yield Bond ปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ผลิตน้ำมันดิบมีต้นทุนกู้ยืมที่สูงขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้เราเชื่อว่าผู้ผลิตน้ำมันดิบจะยังคงใช้กลยุทธ์รัดเข็มขัดและชะลอการลงทุนแทนชุดเจาะน้ำมันออกไป อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าจำนวนแท่นชุดเจาะน้ำมันดิบจะมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่เรายังคงเชื่อว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้งในช่วงปลายไตรมาสที่ 3 ของปีนี้ โดยมาจาก

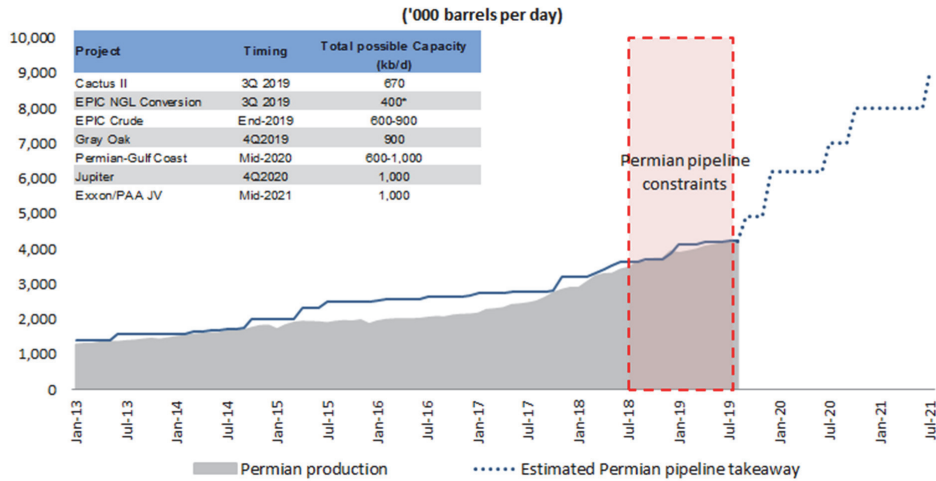
ผู้ผลิตไม่จำเป็นต้องพึ่งพิงการลงทุนในแท่นชุดเจาะน้ำมันดิบเพียงอย่างเดียวในการเพิ่มปริมาณการผลิต

ถึงแม้ว่าจำนวนแท่นชุดเจาะน้ำมันดิบจะลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่ผู้ผลิตในสหรัฐฯ ยังคงสามารถคงปริมาณการผลิตไว้ได้ในระดับสูง จากการนำหลุมที่ถูกชุดเจาะไว้ล่วงหน้าแล้ว (Drilled but Uncompleted Well: DUCs) มาผ่านกระบวนการเคมีเพื่อดึงน้ำมันดิบขึ้นมาใช้ โดยในแหล่ง Permian มี DUCs มากถึง 4,000 หลุม คิดเป็นปริมาณการผลิตที่ราว 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวันหรือราว 20% ของปริมาณการผลิตทั้งหมดของสหรัฐฯ ในปัจจุบัน ซึ่งแต่ละหลุมสามารถผลิตน้ำมันดิบได้ราว 550 บาร์เรลต่อหลุมต่อวันโดยเฉลี่ย หรือคิดเป็นปริมาณน้ำมันดิบราว 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ที่สามารถผลิตได้โดยไม่ต้องลงทุนชุดเจาะหลุมเพิ่มเติม

จากการที่แหล่ง Permian เป็นแหล่งการผลิตน้ำมันดิบที่มีต้นทุนการผลิตต่ำราว 35 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล อีกทั้งยังเป็นน้ำมันประเภท Light and Sweet Crude ซึ่งมีราคาและความต้องการของตลาดสูง ส่งผลให้ผู้ผลิตน้ำมันดิบจะกลับมาเพิ่มปริมาณการผลิตอย่างต่อเนื่องหลังจากที่ขอขอส่งน้ำมันดิบในแหล่ง Permian เริ่มทยอยสร้างแล้วเสร็จ

จากข้อมูลของ EIA เรามองว่าปัญหาด้านข้อจำกัดทางท่อขนส่งจะเริ่มคลี่คลายลงตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 3 เป็นต้นไปโดยท่อขนส่งน้ำมันดิบจะมี Capacity ขึ้นราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในไตรมาสที่ 3 และจะเพิ่มขึ้นอีกราว 1.9 ล้านบาร์เรลต่อวันในปลายปี 2019

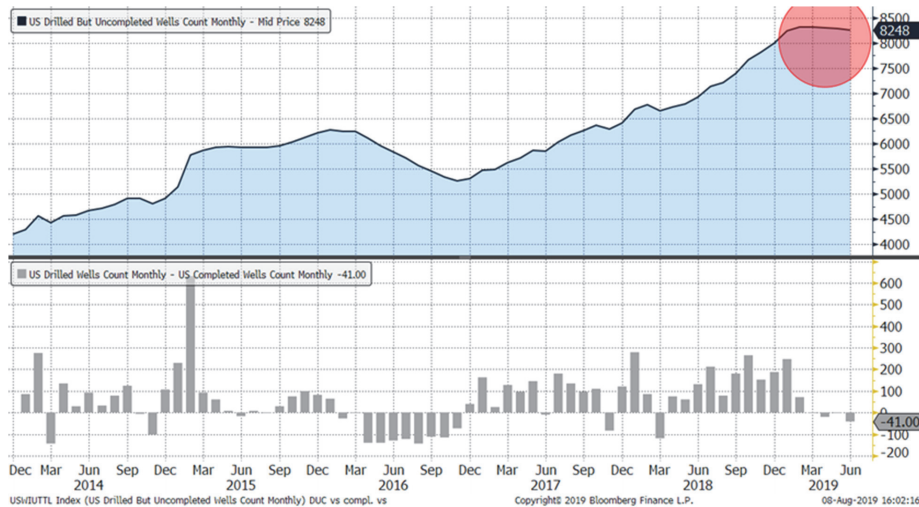
แผนภาพที่ 13: ข้อจำกัดด้านท่อขนส่งน้ำมันจะเริ่มคลี่คลายลงในช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2019 เป็นต้นไป



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้น ยังมีปริมาณการผลิตจากนอกแหล่ง Permian เช่นกัน โดยผู้ผลิตในแหล่งผลิตอื่นนอกเขต Permian ได้นำหลุม DUCs ซึ่งเป็นหลุมน้ำมันดิบที่ขุดไว้แล้วลวงหน้า มาช่วยเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอย่างต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มี.ค. และเป็นการกลับมาใช้หลุม DUCs เป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2016

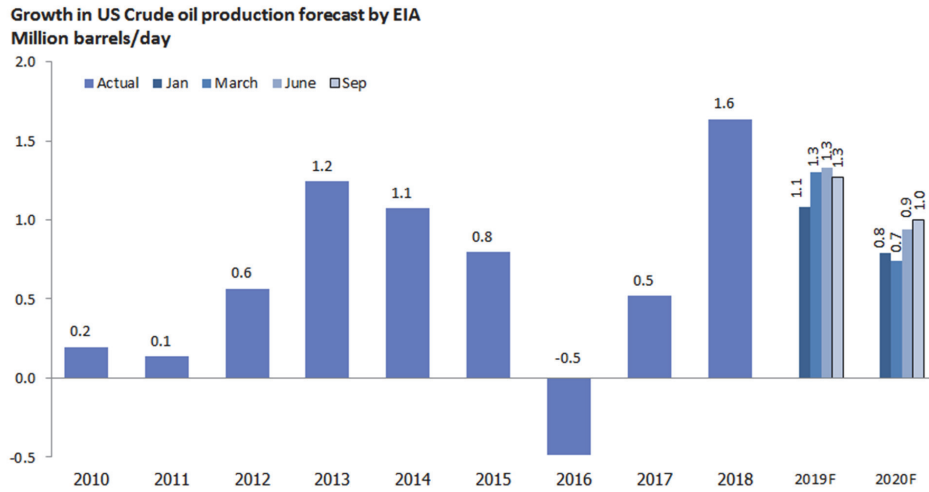
แผนภาพที่ 14: ผู้ผลิตน้ำมันดิบนอกแหล่ง Permian กลับมาใช้หลุม DUCs มากขึ้น โดยเป็นการกลับมาใช้หลุมครั้งแรกในรอบ 3 ปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากปัจจัยที่กล่าวมาทั้งหมด ส่งผลให้ EIA ปรับประมาณการการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยคาดว่าสหรัฐฯ จะผลิตน้ำมันเฉลี่ย 12.4 mbpd ในปี 2019 (จาก 12.1 mbpd ในคาดการณ์เดือน ม.ค.) โดยในช่วง 7 เดือนแรกของปีนี้ สหรัฐฯ ผลิตน้ำมันเฉลี่ย 11.91 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งหมายความว่าในช่วง 5 เดือนที่เหลือของปี ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นเป็น 13.1 mbpd หรือเพิ่มขึ้น 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวันเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยช่วง 7 เดือนแรก อีกทั้งยังคาดการณ์ต่อว่าปริมาณการผลิตจะเพิ่มขึ้นแตะระดับ 13.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2020

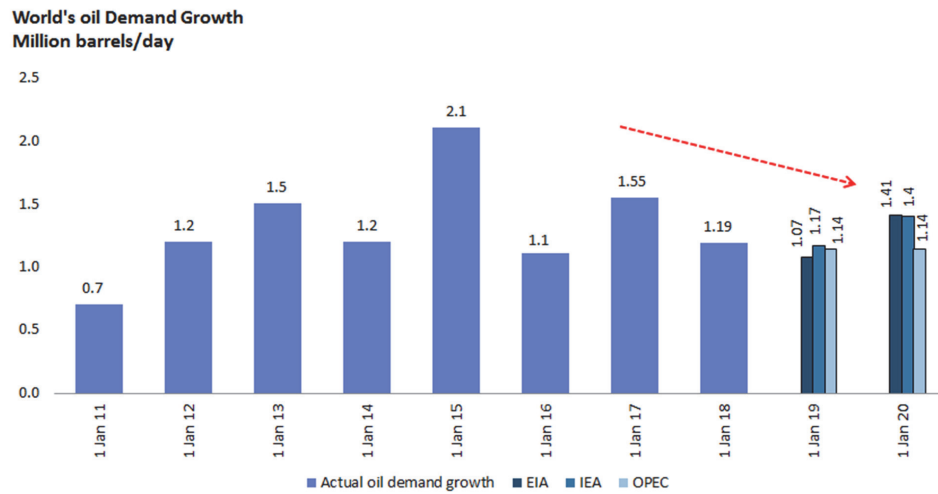
แผนภาพที่ 15: EIA ปรับประมาณการการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดย EIA คาดการณ์ว่าปริมาณการผลิตน้ำมันจะเติบโตกว่า 1.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2019 อ้างอิงรายงานฉบับล่าสุดเดือน ส.ค. ในขณะที่คาดการณ์ปริมาณความต้องการใช้น้ำมันดิบจะเติบโตเพียง 1.07 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้ตลาดน้ำมันดิบจะกลับมาเผชิญสภาวะน้ำมันล้นตลาดอีกครั้ง

แผนภาพที่ 16: อัตราการเติบโตของปริมาณความต้องการน้ำมันมีแนวโน้มชะลอลง



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



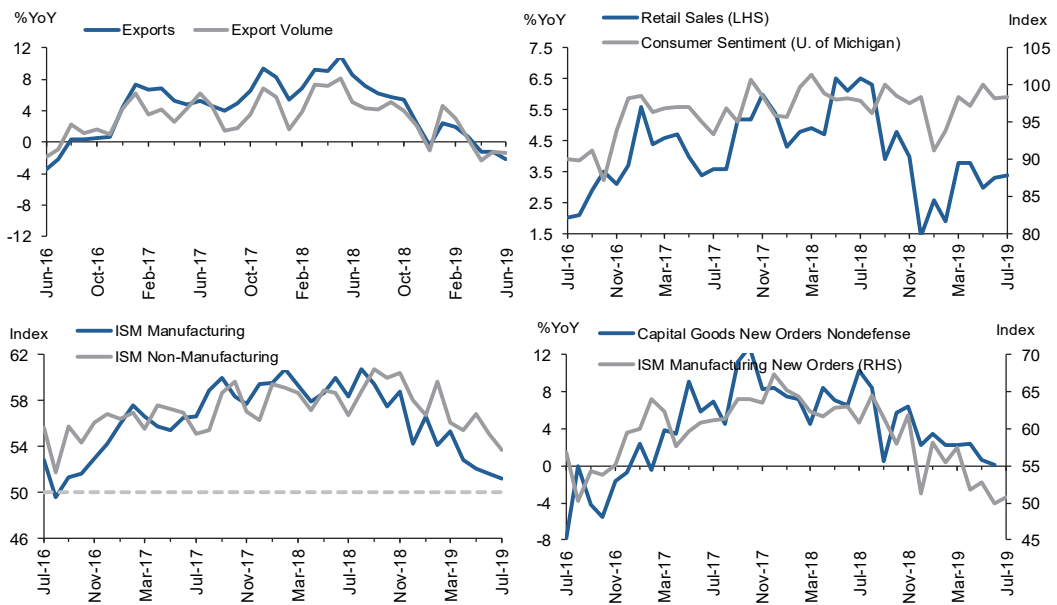
Global Economic Insights

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2 ชะลอลงเป็น +2.2% QoQ, saar จาก +3.1% ในไตรมาสก่อน แต่ดีกว่าคาดจากการบริโภคเอกชนที่แข็งแกร่ง ในช่วงครึ่งหลังของปี เราคาดเศรษฐกิจจะชะลอลงต่อเป็น +1.6% และ +1.4% ในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ ท่ามกลางสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อ ขณะที่การบริโภคเอกชนมีแนวโน้มชะลอ
- เศรษฐกิจยูโรโซนไตรมาส 2 ชะลอลงเป็น +0.2% QoQ หลังจากขยายตัวดีกว่าคาดที่ +0.4% ในไตรมาสก่อน ในช่วงครึ่งหลังของปี เราคาดเศรษฐกิจยูโรโซนจะยังขยายตัวในระดับต่ำที่ +0.2% QoQ ท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอ ความไม่แน่นอนของนโยบายกีดกันการค้า และความเสี่ยง no-deal Brexit
- เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่องเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ออกมาแยกว่าคาด ทั้งการผลิต การลงทุน และการบริโภค โดยเราคาดเศรษฐกิจครึ่งปีหลังจะชะลอลงเป็น 6.1% YoY (vs. 6.3% ครึ่งแรกของปี) ท่ามกลางสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่มีความไม่แน่นอนสูงและยืดเยื้อ และอุปสงค์โลกที่ชะลอ
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นไตรมาส 2 ชะลอลงเป็น +1.8% QoQ, saar จาก +2.8% ในไตรมาสก่อน แต่สูงกว่าคาดจากการเร่งตัวของอุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะการบริโภคเอกชนที่ได้รับแรงหนุนของวันหยุดยาว ขณะที่ส่งออกยังเป็นปัจจัยจุด ในครึ่งปีหลัง เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลงต่อเป็น +0.0% และ -3.9 ในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ ท่ามกลางความเสี่ยงจากสงครามการค้า อุปสงค์โลกที่ชะลอ และการปรับขึ้นภาษีการบริโภค
- เศรษฐกิจไทยไตรมาสสองมีแนวโน้มแผ่วลงจากไตรมาสแรก โดยเครื่องชี้เศรษฐกิจเดือน มิ.ย. บ่งชี้การชะลอ ลงทั้งอุปสงค์ในและต่างประเทศ โดยเราได้ปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจไทยในปีนี้อยู่ที่ 2.9% YoY จากคาดการณ์เดิมที่ 3.5% จากทั้งเครื่องชี้เศรษฐกิจครึ่งปีแรกที่อ่อนแอกว่าคาด และโมเมนตัมในระยะต่อไปที่น่าจะแผ่วลง

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +2.2% QoQ, saar จาก +3.1% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน แต่ดีกว่าตลาดคาดการณ์การบริโภคเอกชนที่แข็งแกร่ง ช่วยชดเชยการส่งออก และการลงทุนภาคเอกชนที่อ่อนแอจากผลกระทบของสงครามการค้ากับจีน ในช่วงครึ่งหลังของปี เราคาดเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงต่อเนื่องเป็น +1.6% QoQ, saar และ +1.4% QoQ, saar ในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ ท่ามกลางผลกระทบของสงครามการค้ากับจีนที่มีแนวโน้มยืดเยื้อ ซึ่งจะกดดันการส่งออกและการลงทุนต่อไป ขณะที่การบริโภคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากการจ้างงานที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง

แผนภาพ 17: ดัชนี ISM Manufacturing ปรับตัวลดลงต่อเนื่องใน เดือน ก.ค. ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้น ขณะที่ส่งออกหดตัวและการลงทุนชะลอ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การบริโภคเอกชนยังเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี ชดเชยภาคส่งออกและการลงทุนที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ขยายตัว +0.7% MoM สูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ +0.3% MoM ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูกปรับลดลงเล็กน้อย -0.1ppt เป็น +0.3% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นเป็น +3.4% YoY (vs. +3.3% เดือนก่อน) โดยยอดค้าปลีกที่ไม่นับรวมสินค้าที่มีความผันผวนได้แก่ ยอดขายจากปั้มน้ำมัน รถยนต์ และวัสดุก่อสร้าง (Retail Control) ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคิดใน GDP เร่งตัวขึ้นเป็น +1.0% MoM จาก +0.7% MoM ในเดือนก่อน และสูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ +0.4% MoM ซึ่งยังสะท้อนภาพรวมการบริโภคเอกชนที่แข็งแกร่งหนุนเศรษฐกิจในไตรมาส 3

ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan Consumer Sentiment เดือน ก.ค. ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.2 จุด เป็น 98.4 จุด เรายังมองการบริโภคเอกชนในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มที่ไม่สดใสนัก โดยเฉพาะจากประเด็นสงครามการค้าที่มีความไม่แน่นอนสูงและยืดเยื้อ ซึ่งจะกดดันความเชื่อมั่น กระบวนการลงทุน และการจ้างงาน และเพิ่มความกังวลต่อการเกิดภาวะ Recession

การลงทุน: ยอดคำสั่งซื้อไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุน จะลดตัวลงเป็น +0.1% YoY ในเดือน มิ.ย. จาก +0.7% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ. 2017 ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ของการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) พุ่งตัวขึ้นเล็กน้อย (+0.8, 50.8 จุด) ยังสะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่อ่อนแอ

ภาคการผลิต: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 51.2 จุด ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค. 2016 และสวนทางกับตลาดคาดที่จะพุ่งตัวขึ้นเป็น 52.0 จุด โดยผลผลิต (-3.3, 50.8 จุด) และการจ้างงาน (-2.8, 51.7 จุด) ได้ปรับลดลงมาก

การส่งออก: มูลค่าส่งออกเดือน มิ.ย. หดตัว -2.2% YoY เพิ่มขึ้นจาก -1.2% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปจีน (-16.8% YoY vs. -13.0% เดือนก่อน) แคนาดา (-5.7% YoY vs. -3.2% เดือนก่อน) เม็กซิโก (-7.0% YoY vs. -2.4% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น

GDP ไตรมาส 2 จะลดตัวลงเป็น +2.1% QoQ, saar แต่ดีกว่าคาดจากการบริโภคเอกชนที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม การจ้างงานที่ส่งสัญญาณจะลดตัวลง นับเป็นความเสี่ยงหลักที่อาจกระทบต่อการบริโภคภาคเอกชนในระยะข้างหน้า

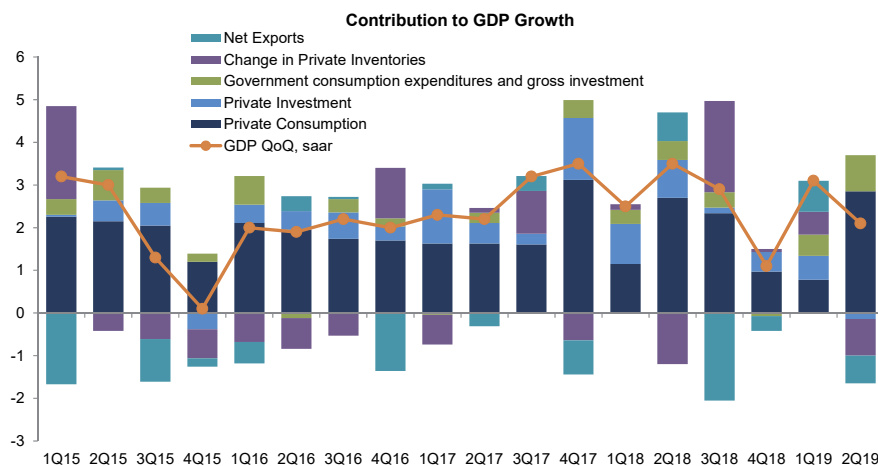
GDP ไตรมาส 2/2019 จะลดตัวลงเป็น +2.1% QoQ, saar จาก +3.1% ไตรมาสก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ +1.8% QoQ, saar โดยการส่งออก และการลงทุนเอกชนอ่อนแอลงท่ามกลางสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อ ขณะที่สินค้าคงคลังได้พลิกกลับมาเป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจหลังจากเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่กลางปี 2018

โดยการส่งออกสุทธิ (Net Exports) พลิกกลับมาเป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจ จากยอดส่งออกที่พลิกกลับมาหดตัว -5.0% QoQ, saar (vs. +4.1% ไตรมาสก่อน) ขณะที่ยอดนำเข้าขยายตัวต่ำ +0.1% QoQ, saar (vs. -1.5% ไตรมาสก่อน) ส่วนการลงทุนภาคเอกชนพลิกกลับมาหดตัว -0.8% QoQ, saar (vs. +3.2% ไตรมาสก่อน) ซึ่งต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 4/2015 จากการลงทุนทั้งในภาคอสังหาริมทรัพย์ (-1.5% QoQ, saar) และที่ไม่ใช่ภาคอสังหาริมทรัพย์ (-0.6% QoQ, saar) หดตัว ขณะที่ปริมาณสินค้าคงคลังพลิกกลับมาเป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจหลังจากเพิ่มขึ้นต่อเนื่องนับตั้งแต่กลางปี 2018 จากการเร่งกักตุนสินค้าก่อนภาษีนำเข้าสินค้าจีนจะถูกปรับเพิ่มขึ้น

อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจในไตรมาส 2 ได้แรงหนุนหลักจากการบริโภคภาคเอกชน (+4.3% QoQ, saar vs. +1.1% ไตรมาสก่อน) และการใช้จ่ายภาครัฐ (+5.0% QoQ, saar vs. +2.9% ไตรมาสก่อน) ที่เร่งตัวขึ้นแข็งแกร่งเป็นสำคัญ ซึ่งหนุนให้อุปสงค์ในประเทศโดยรวม (Final Sales of Domestic Purchasers) เร่งตัวขึ้นเป็น +3.5% QoQ, saar (+1.8% ไตรมาสก่อน)

มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปียังมีแนวโน้มจะลดตัวลงต่อท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้ากับจีนที่มีแนวโน้มยืดเยื้อ ซึ่งจะยังคงกดดันการลงทุนภาคเอกชนและการส่งออก นอกจากนี้ เรามองว่าการบริโภคภาคเอกชนอาจเริ่มได้รับผลกระทบ โดยเฉพาะหากสงครามการค้ากับจีนรุนแรงมากขึ้น (เช่น สหรัฐฯปรับเพิ่มอัตราภาษีนำเข้าจาก 10% เป็น 25%) ซึ่งจะกระทบการจ้างงานและความเชื่อมั่นต่อเศรษฐกิจในระยะต่อไป

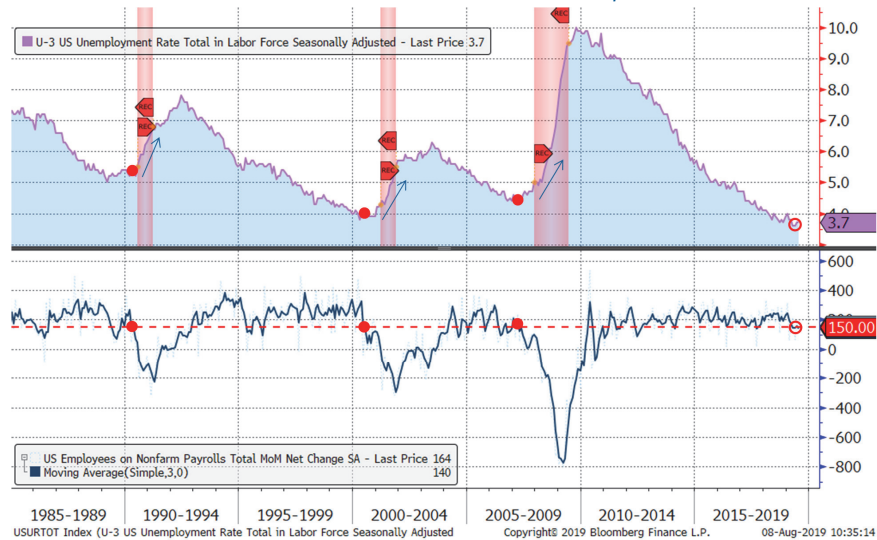
แผนภาพ 18: GDP ไตรมาส 2 จะลดตัวลงเป็น +2.1% QoQ, saar จากการลงทุนภาคเอกชนและภาคต่างประเทศที่อ่อนแอ ขณะที่การบริโภคและการใช้จ่ายภาครัฐเพิ่มขึ้นแข็งแกร่ง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ เมื่อดูแนวโน้มของตลาดแรงงานจะพบว่า การจ้างงานเริ่มมีสัญญาณชะลอตัวลง แม้การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payrolls) เดือน ก.ค. เพิ่มขึ้น +1.64 แสนราย ต่ำกว่าตลาดคาดที่ +1.65 แสนรายเล็กน้อย แต่ตัวเลขเดือน พ.ค.- มิ.ย. ถูกปรับลดลงรวมกัน 4.1 หมื่นราย ส่งผลให้การจ้างงานนอกภาคเกษตรเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มผ่านค่าเฉลี่ย 3 เดือน (3MMA) ลดลงเป็น 1.4 แสนราย จาก 1.71 แสนรายในเดือนก่อน ซึ่งต่ำสุดนับตั้งแต่กลางปี 2017 และสะท้อนถึงตลาดแรงงานที่เริ่มได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าและเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

แผนภาพ 19: แนวโน้มการจ้างงานนอกภาคเกษตร (หากพิจารณาจากค่าเฉลี่ย 3 เดือน; 3MMA) เริ่มชะลอตัวต่ำกว่าระดับ 1.5 แสนรายต่อเดือน ซึ่งหากทรงตัวในระดับต่ำ อาจหนุนให้อัตราการว่างงานปรับตัวเพิ่มขึ้น

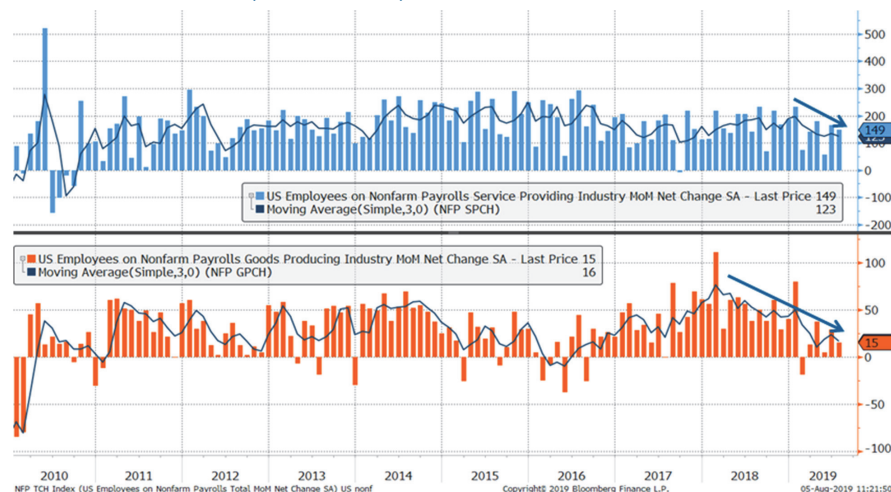


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เมื่อพิจารณาแยกเป็นรายอุตสาหกรรมจะพบว่า การจ้างงานในภาคการผลิต (กราฟแท่งสีส้ม) ได้เพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดในช่วงต้นปี 2018 ก่อนที่จะชะลอตัวอย่างต่อเนื่องหลังประเด็นเรื่องสงครามการค้าได้กดดันภาคการผลิตมาอย่างต่อเนื่อง ส่วนในภาคบริการ (กราฟแท่งสีฟ้า) การจ้างงานเริ่มมีสัญญาณชะลอตัวลงนับตั้งแต่ต้นปี

การจ้างงานที่อ่อนแอลงนับเป็นความเสี่ยงหลักที่อาจกระทบต่อการบริโภคภาคเอกชน ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในขณะที่ภาคการลงทุนและการส่งออกยังอ่อนแอต่อเนื่องจากผลกระทบของสงครามการค้า โดยตัวเลขการจ้างงานนับเป็นตัวชี้วัดที่สำคัญว่าการบริโภคจะยังแข็งแกร่งเพียงพอที่จะค้ำจุนเศรษฐกิจต่อไปหรือไม่ ซึ่งต้องติดตามอย่างใกล้ชิด โดยหากแนวโน้มการจ้างงานลดลงต่ำกว่า 1.5 แสนรายต่อเดือน ก็จะส่งผลให้อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งนับเป็นสัญญาณที่บ่งชี้ถึงการบริโภคที่จะมีแนวโน้มชะลอตัวลงในอนาคต

แผนภาพ 20: การจ้างงานในภาคการผลิต (กราฟแท่งสีส้ม) ชะลอตัวต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี 2018 ที่สงครามการค้ากับจีนเริ่มขึ้น ขณะที่การจ้างงานในภาคบริการ (กราฟแท่งสีฟ้า) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 75% ของการจ้างงานทั้งหมดเริ่มชะลอตัว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความตึงเครียดทางการค้ายังคงอยู่ และนับเป็นความไม่แน่นอนต่อเศรษฐกิจที่สำคัญ

สงครามการค้ายังคงเป็นประเด็นที่ต้องติดตามกันต่อ ทั้งสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ที่สหรัฐฯ มีกำหนดตัดสินใจกลางเดือน พ.ย. ซึ่งจะเพิ่มความตึงเครียดทางการค้ากับ EU และญี่ปุ่น ด้านสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนมีความตึงเครียดระหว่างกันมากขึ้น หลังต้นเดือน ส.ค. ประธานาธิบดี Donald Trump ประกาศจะปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมกลุ่มสุดท้าย (มูลค่าราว 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ที่อัตรา 10% ในวันที่ 1 ก.ย. นี้ และอาจปรับขึ้นอีกในระยะข้างหน้า หลังการเจรจาการค้าระหว่างกันเมื่อปลายเดือน ก.ค. ไม่มีความคืบหน้า โดยประธานาธิบดี Trump ได้กล่าวอย่างต่อเนื่องว่าจีนไม่ยอมเพิ่มการนำเข้าสินค้าเกษตรจากสหรัฐฯ มากเท่าที่ต้องการ

อย่างไรก็ดี เมื่อกลางเดือน ส.ค. ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ได้ประกาศชะลอการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนที่ 10% สำหรับสินค้าบางรายการออกไปเป็นวันที่ 15 ธ.ค. (จากเดิมวันที่ 1 ก.ย.) ซึ่งโดยมากเป็นสินค้าอุปโภคบริโภคสำคัญได้แก่ โทรศัพท์มือถือ คอมพิวเตอร์ โทรทัศน์ เครื่องเล่นเกม และของเล่นบางอย่าง มูลค่ารวมราว 1.56 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะที่สินค้ากลุ่มที่เหลือมูลค่าราว 1.04 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จะยังคงถูกปรับขึ้นภาษีนำเข้าที่ 10% ในวันที่ 1 ก.ย. ตามกำหนดการเดิม ซึ่งสินค้าที่สำคัญได้แก่ สินค้าเกษตร ของสะสมโบราณ เสื้อผ้า และรองเท้า และเครื่องครัว นอกจากนี้ สินค้าบางรายการ (มูลค่าราว 2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ยังถูกถอดออกจากรายชื่อสินค้าที่จะถูกปรับขึ้นภาษีนำเข้าไปเลย โดยรัฐบาลให้เหตุผลถึงความจำเป็นด้านสุขภาพ ความมั่นคงระหว่างประเทศ และอื่นๆ

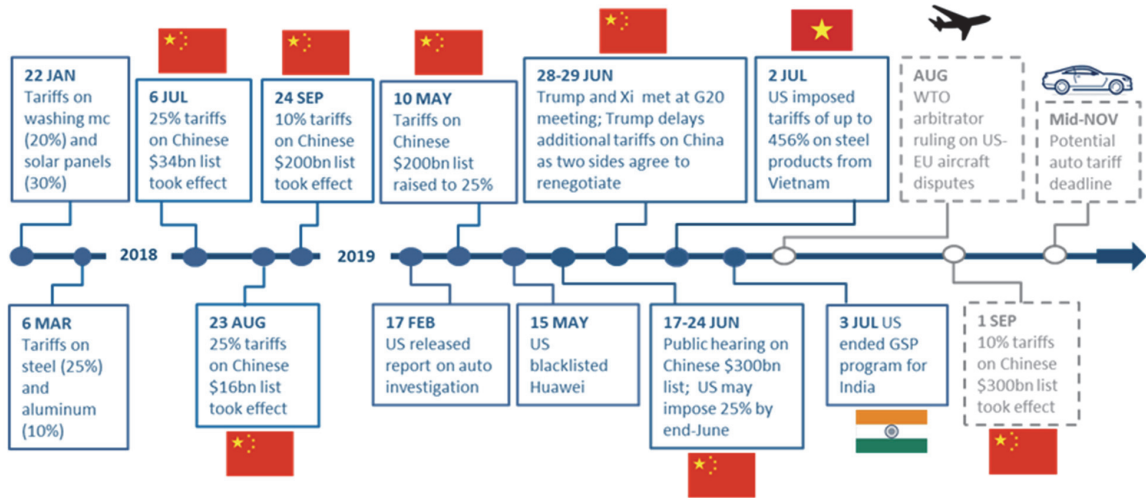
โดยการชะลอการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนหลายรายการอาจเป็นผลจาก 1) ตลาดหุ้นที่ปรับลดลงแรงช่วงที่ผ่านมาเริ่มสร้างความกังวล 2) รัฐบาลเล็งเห็นถึงผลกระทบที่จะเกิดกับผู้บริโภคหากเดินหน้าปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าในกลุ่มนี้ (เนื่องจากสินค้าส่วนใหญ่ (กว่าครึ่ง) เป็นสินค้าบริโภค และสหรัฐฯ เพิ่งพากการนำเข้าสินค้ากลุ่มนี้จากจีนเป็นอย่างมาก (สินค้าส่วนใหญ่กว่า 50% นำเข้าจากจีน)) และ 3) รัฐบาลอาจตัดสินใจชะลอการขึ้นภาษีนำเข้าไปอีกหากการเจรจาการค้ากับจีนมีความคืบหน้ามากขึ้นในระยะข้างหน้า

เรามองว่าการชะลอการปรับขึ้นภาษีนำเข้าในสินค้าบริโภคสำคัญออกไปเป็นวันที่ 15 ธ.ค. นับเป็นการเพิ่มความไม่แน่นอนให้กับภาคธุรกิจในการตัดสินใจลงทุนผลิตสินค้าและจ้างงาน นอกจากนี้ การเลื่อนการปรับขึ้นภาษีนำเข้าออกไปนับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจในปี 2020 โดยเฉพาะจากผลกระทบของสงครามการค้าที่จะชัดเจนขึ้น

นอกจากนี้ เมื่ออิงจากพัฒนาการในปัจจุบัน เรามองว่าสหรัฐฯ จะเดินหน้าปรับขึ้นภาษีนำเข้า 10% กับสินค้าจีนทั้งในวันที่ 1 ก.ย. และ 15 ธ.ค. และยังคงเหมือนเดิมว่าสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนจะยืดเยื้อต่อไป โดยคาดว่าจะยังไม่สามารถได้ข้อตกลงการค้าร่วมกันในเร็วๆ นี้

โดยเรามองว่าการตกลงทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนจะยังคงเป็นไปได้ยาก เนื่องจากข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ ที่ต้องการให้จีนเปลี่ยนแปลงกฎหมายเพื่อแก้ปัญหาเรื่องการถ่ายโอนความรู้ของบริษัทต่างชาติที่จะเข้ามาทำธุรกิจในจีน (Technology Transfer) และการให้เงินอุดหนุนในบางอุตสาหกรรมของรัฐบาลจีนนั้นยังเป็นประเด็นขัดแย้งที่สำคัญในการเจรจา

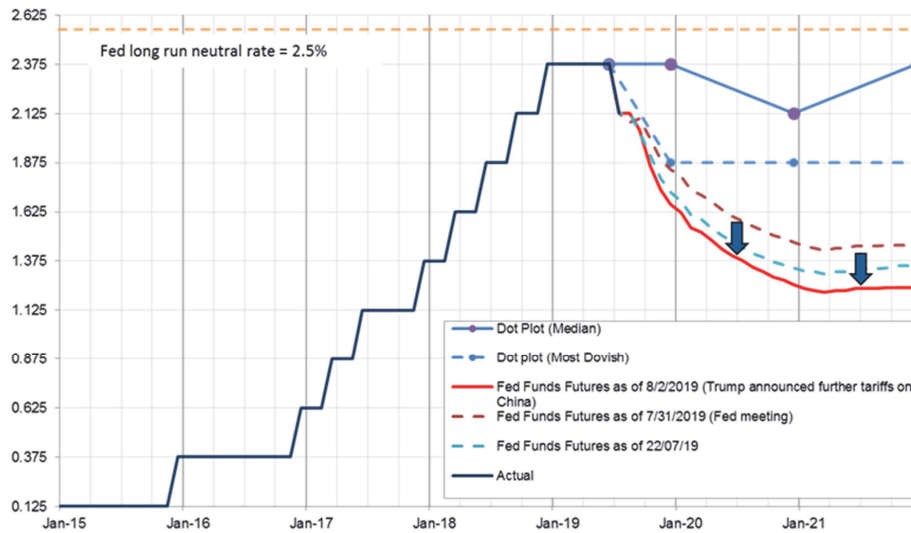
แผนภาพ 21: ความตึงเครียดทางค้ายังคงอยู่ โดยเฉพาะสงครามการค้ากับจีนที่รุนแรงขึ้น และการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ซึ่งสหรัฐฯ มีกำหนดตัดสินใจกลางเดือน พ.ย.



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

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

แผนภาพที่ 22: ตลาดปรับเพิ่มคาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ Fed เป็นลดอีก 2 ครั้งในปีนี้ และอีก 1-2 ครั้งในปี 2020 (เส้นสีแดงทึบ) หลังความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนกลับมาเพิ่มขึ้น



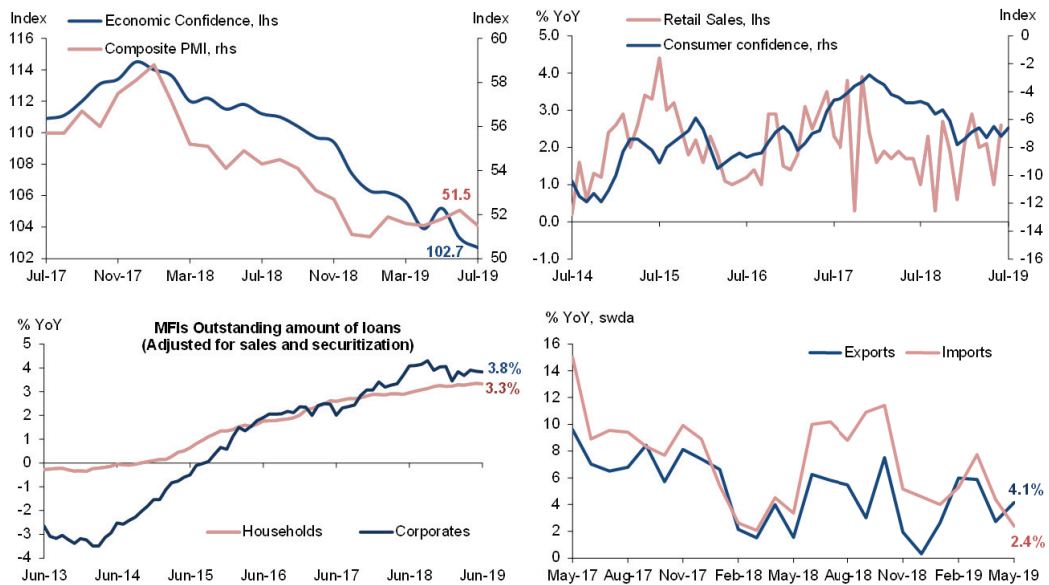
Source: Federal Reserves, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +0.2% QoQ หลังจากขยายตัวดีกว่าคาดที่ +0.4% ในไตรมาสก่อน มองไปข้างหน้า ในช่วงครึ่งหลังของปี เราคาดเศรษฐกิจของยูโรโซนจะยังขยายตัวในระดับต่ำที่ +0.2% QoQ ท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอ ความไม่แน่นอนของนโยบายกีดกันการค้า และความเสี่ยง Brexit ที่ UK จะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงมีเพิ่มขึ้น

ด้านนโยบายการเงิน เราคาดว่า ECB จะประกาศลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในการประชุมเดือน ก.ย. และอีก -10bps เป็น -0.6% ในการประชุมเดือน ธ.ค. นอกจากนี้ แนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงเรื่อยๆ ทำให้เราคาดว่า ECB จะประกาศทำ QE ในเดือน ก.ย. ด้วย โดยคาดว่าจะเข้าซื้อที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 9-12 เดือน

แผนภาพ 23: ดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจปรับลดลงต่ำเนื่องต่ำสุดในรอบกว่า 3 ปี ท่ามกลางอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม ยุโรปยังคงขยายตัวอยู่และช่วยหนุนเศรษฐกิจโดยรวม



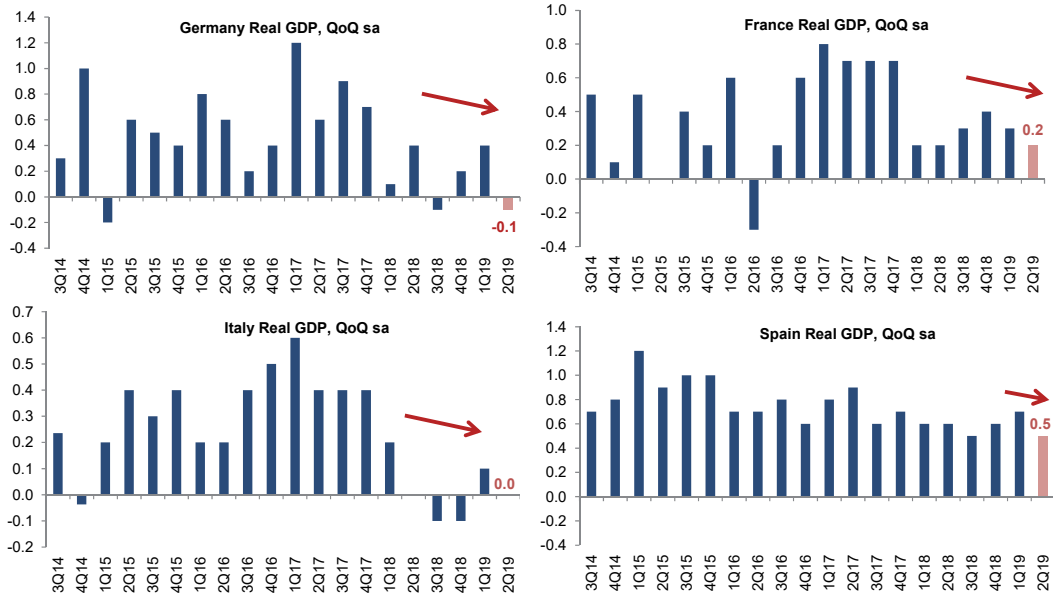
Source: Bloomberg, ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังอ่อนแอต่อเนื่อง โดยเราคาดเศรษฐกิจครึ่งปีหลังจะขยายตัวในระดับต่ำที่ +0.2% QoQ

GDP ไตรมาส 2/2019 ชะลอตัวลงเป็น +0.2% QoQ ตามที่ตลาดคาด จาก +0.4% QoQ ในไตรมาสก่อน โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP ขยายตัว +1.1% YoY ต่ำสุดในรอบกว่า 5 ปี ส่วนแนวโน้มเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปี เราคาดว่าจะขยายตัวต่ำที่ +0.2% QoQ ต่อไป ท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอ ความไม่แน่นอนของนโยบายกีดกันการค้าสหรัฐฯ และความเสี่ยง Brexit ที่ UK จะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงมีเพิ่มขึ้น โดยแนวโน้มทางเศรษฐกิจที่ไม่ดีอาจสะท้อนได้จากดัชนีชี้วัดความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจต่างๆ ทั้ง Composite PMI, Economic Confidence และ ZEW Survey Expectations ที่ปรับลดลงต่อเนื่องในเดือน ก.ค.

นอกจากนี้ เศรษฐกิจเยอรมนีได้หดตัว -0.1% QoQ ในไตรมาส 2 และมีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะหดตัวต่อเนื่องในไตรมาส 3 ด้วย ตามดัชนีชี้วัดภาวะทางเศรษฐกิจที่ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายปี ซึ่งหากเป็นเช่นนั้นก็จะเท่ากับว่าเศรษฐกิจเยอรมนีได้เข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิค (Technical Recession: GDP หดตัว 2 ไตรมาสติด) โดยเยอรมนีซึ่งเป็นประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ที่สุดในยุโรป หากเข้าสู่ภาวะถดถอยก็อาจจุดให้เศรษฐกิจยุโรปโดยรวมเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีนี้เป็นเช่นเดียวกัน

แผนภาพ 24: GDP ของประเทศหลักในยุโรปโซนชะลอตัว



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

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ก.ค. ปรับตัวลดลง -0.6 จุด เป็น 102.7 จุด และระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2016 โดยความเชื่อมั่นปรับลดลงในเกือบทุกหมวด ทั้งภาคการผลิต ภาคบริการ และความเชื่อมั่นนักลงทุน ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้น +0.6 จุด เป็น -6.6 จุด

ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน ก.ค. ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 51.5 จุด กลับมาลดลงอีกครั้งสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือน จากทั้งภาคการผลิต (-1.1, 46.5 จุด) และภาคบริการ (-0.4, 53.2 จุด) ที่ปรับตัวลดลง โดยดัชนีของเยอรมนี (-1.7, 50.9 จุด) ฝรั่งเศส (-0.8, 51.9 จุด) และสเปน (-0.4, 51.7 จุด) ปรับตัวลดลง ขณะที่ดัชนีของอิตาลีปรับตัวเพิ่มขึ้นสวนคาด (+0.9, 51.0 จุด)

ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน มิ.ย. ยังขยายตัวได้ดี โดยยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) ขยายตัว +3.8% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อน และยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) ขยายตัว +3.3% YoY ทรงตัวเท่ากับเดือนก่อนเช่นกัน ซึ่งนับเป็นการขยายตัวสูงสูดนับตั้งแต่ปี 2009 และยังคงสะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ยังขยายตัวดีต่อเนื่อง

ขณะที่การบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +2.6% YoY จาก +1.0% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวสูงสูดในรอบ 5 เดือน และดีกว่าตลาดคาดที่ +1.3% YoY

ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. เร่งตัวขึ้นเป็น +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

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงต่อเนื่องและปัจจัยเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น คาดหนุนให้ ECB ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม โดยอาจลด Deposit rate ลง -10bps และจะประกาศทำ QE ในการประชุมวันที่ 12 ก.ย.

ในการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 25 ก.ค. ECB ได้ส่งสัญญาณพร้อมผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเพิ่มเติมท่ามกลางแนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงต่อเนื่อง รวมถึงเงินเฟ้อที่ยังขยายตัวต่ำกว่าเป้าที่ 2% โดย ECB ได้มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Main refinancing ที่ 0.0% และ Deposit Facility Rate ที่ -0.4% แต่ส่งสัญญาณพร้อมลดดอกเบี้ยลงในการประชุมรอบถัดไปในเดือน ก.ย. โดยระบุว่าอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ที่ “ระดับปัจจุบันหรือต่ำกว่า” ไปจนถึงกลางปี 2020 เป็นอย่างน้อยเพื่อให้มั่นใจได้ว่าเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน จากการประชุมครั้งก่อนหน้าที่ระบุว่าอัตราดอกเบี้ย “จะคงอยู่ที่ระดับปัจจุบัน”

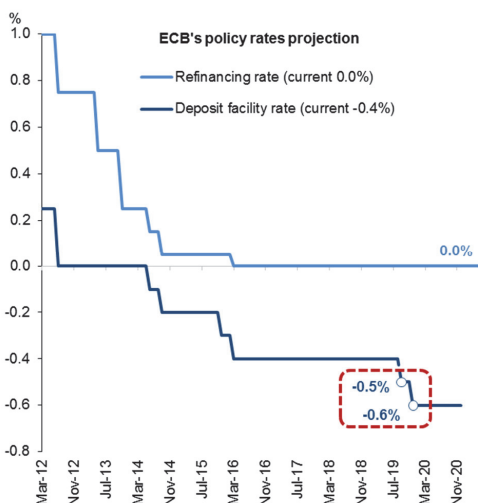
นอกจากนี้ ยังได้มอบหมายให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องพิจารณาถึงเครื่องมือทางการเงินต่างๆ ที่สามารถใช้ได้ ซึ่งรวมถึงแนวทางในการลดผลกระทบของนโยบายดอกเบี้ยติดลบต่อธนาคารพาณิชย์ เช่น การใช้ระบบ “Tiered-rate System” ซึ่งจะยกเว้นเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้กับ ECB บางส่วนจากดอกเบี้ยติดลบ [เช่นเดียวกับธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ)] และการกลับมาทำการเข้าซื้อสินทรัพย์ (การทำ QE) ทั้งด้านขนาดและชนิดของสินทรัพย์ที่จะเข้าซื้อ ซึ่งสะท้อนถึงการเตรียมเครื่องมือให้พร้อมผ่อนคลายนโยบายในระยะใกล้

โดย ECB ประเมินเศรษฐกิจยังได้รับปัจจัยหนุนจากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง แต่อุปสงค์โลกที่ชะลอและการค้าระหว่างประเทศที่อ่อนแอก็ยังคงกดดันแนวโน้มของเศรษฐกิจยูโรโซน นอกจากนี้ ยังมีความไม่แน่นอนหลายปัจจัยที่ยืดเยื้อทั้งประเด็นด้านภูมิรัฐศาสตร์ นโยบายกีดกันการค้า และความเปราะบางของเศรษฐกิจประเทศเกิดใหม่ (EM) ซึ่งปัจจัยดังกล่าวข้างต้นได้ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในภาคการผลิต ซึ่งนาย Mario Draghi ประธาน ECB กล่าวว่าแม้ผลกระทบจากภาคการผลิตที่อ่อนแอจะตกอยู่ที่ประเทศเยอรมนีมากเป็นพิเศษ แต่ปัญหาดังกล่าวก็สามารถแพร่กระจายไปยังทั่วยุโรปได้อย่างง่ายดายจากห่วงโซ่อุปทาน

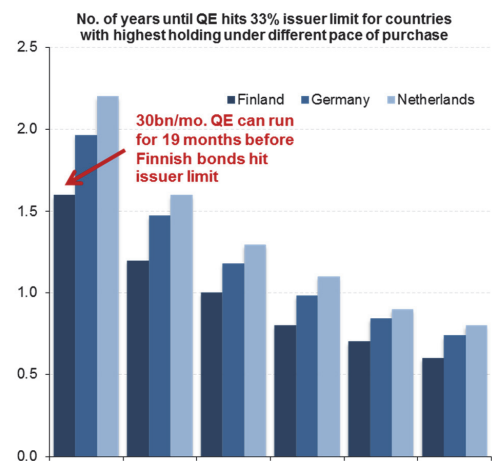
เรคาดว่า ECB จะประกาศลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในการประชุมวันที่ 12 ก.ย. และอีก -10bps เป็น -0.6% ในการประชุมเดือน ธ.ค. นอกจากนี้ แนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงเรื่อยๆ เช่น Manufacturing PMI และดัชนีภาวะเศรษฐกิจของเยอรมนีโดย IFO ที่ปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี ทำให้เรคาดว่า ECB จะประกาศทำ QE ในเดือน ก.ย. ด้วย โดยคาดว่าจะเข้าซื้อที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 9-12 เดือน

จากการประเมินของเราพบว่า ECB จะสามารถเข้าซื้อสินทรัพย์ที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนได้เป็นระยะเวลามากที่สุดที่ 19 เดือน ก่อนที่การถือครองพันธบัตรรัฐบาลประเทศฟินแลนด์จะเกิน 33% ตามเกณฑ์ Issuer Limit ซึ่งหมายความว่า หาก ECB ต้องการเพิ่มวงเงินหรือยืดระยะเวลาการเข้าซื้อพันธบัตรในอนาคต ก็อาจต้องแก้กฎเกณฑ์ Issuer Limit ดังกล่าว

แผนภาพ 25: เรคาด ECB จะลดดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ในการประชุมเดือน ก.ย.



แผนภาพ 26: และคาดจะประกาศทำ QE ที่อัตรา 3 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน เป็นระยะเวลาอย่างน้อย 9-12 เดือน ซึ่งเราประเมินว่าเป็นไปได้ แม้ไม่ได้มีการแก้ไขข้อจำกัด

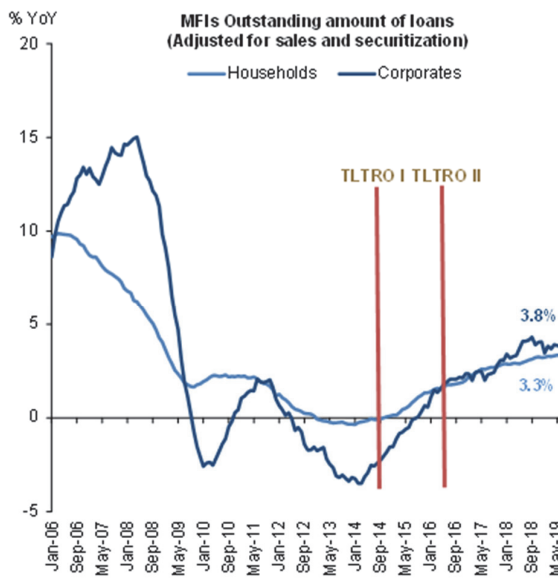


Source: Bloomberg, ECB, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ ECB ยังมีเครื่องมือช่วยอีกตัวหนึ่งคือ โครงการปล่อยเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ หรือ TLTRO-III ซึ่ง ECB ได้มีการประกาศเกี่ยวกับโครงการดังกล่าวในการประชุมเดือน มี.ค. โดยโครงการ TLTRO-III นี้จะดำเนินการจริงตั้งแต่เดือน ก.ย. 2019 จนถึงเดือน มี.ค. 2021 แบ่งเป็น 7 ครั้ง (ไตรมาสละ 1 ครั้ง) ซึ่งแต่ละครั้งจะมีกำหนดชำระคืน (Maturity Date) ภายในระยะเวลา 2 ปี โดยอัตราดอกเบี้ยจะคิดที่ระหว่าง Deposit Rate+0.1% ถึง Main Refinancing Rate+0.1% (หรือ -0.3% ถึง +0.1% ในปัจจุบัน) ขึ้นอยู่กับว่าธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อได้ตามเป้าหมายมากน้อยขนาดไหน (Lending Benchmark)

โครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO นับเป็นโครงการที่ช่วยหนุนการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ไปสู่ระบบเศรษฐกิจจริง จากต้นทุนการกู้ยืมเงินของธนาคารพาณิชย์ที่ต่ำ ดังที่ได้เคยดำเนินการดังกล่าวมาแล้ว 2 รอบก่อนหน้านี้ในปี 2014 และ 2016

แผนภาพ 27: โครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ TLTRO ช่วยหนุนการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์จากต้นทุนการกู้เงินที่ต่ำ



แผนภาพ 28: ตารางเปรียบเทียบโครงการ TLTRO ทั้ง 3 ครั้ง โดย TLTRO-III จะเริ่มปล่อยกู้ระลอกแรกในเดือน ก.ย. นี้

	TLTRO 1 (2014)	TLTRO 2 (2016)	TLTRO 3 (2019)
Size	Up to 7% of outstanding eligible loans	Up to 30% of outstanding eligible loans	Up to 30% of outstanding eligible loans
Maturity	Fixed at Sep 2018	4-years	2-years
Interest rate	0.05% to 0.15%	-0.4% to 0.0%	Deposit rate+0.1% to Main refinancing rate+0.1% [currently -0.3% to 0.1%]
Penalty/ incentive	Force banks to repay if fail to meet lending criteria	Allow banks to borrow at discount if they exceed their lending benchmark	Allow banks to borrow at discount if they exceed their lending benchmark
No of allotments	8 (Sep 14-Jun 16)	4 (Jun 16-Mar 17)	7 (Sep 19-Mar 21)

Source: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความไม่แน่นอนของ Brexit จะยังคงอยู่จนถึงวันที่ 31 ต.ค. เป็นอย่างน้อย ขณะที่ทศวรรษยังไม่สามารถคาดเดาได้ว่า UK จะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงหรือไม่หรือท้ายที่สุดแล้ว Brexit ก็ไม่เกิดขึ้น

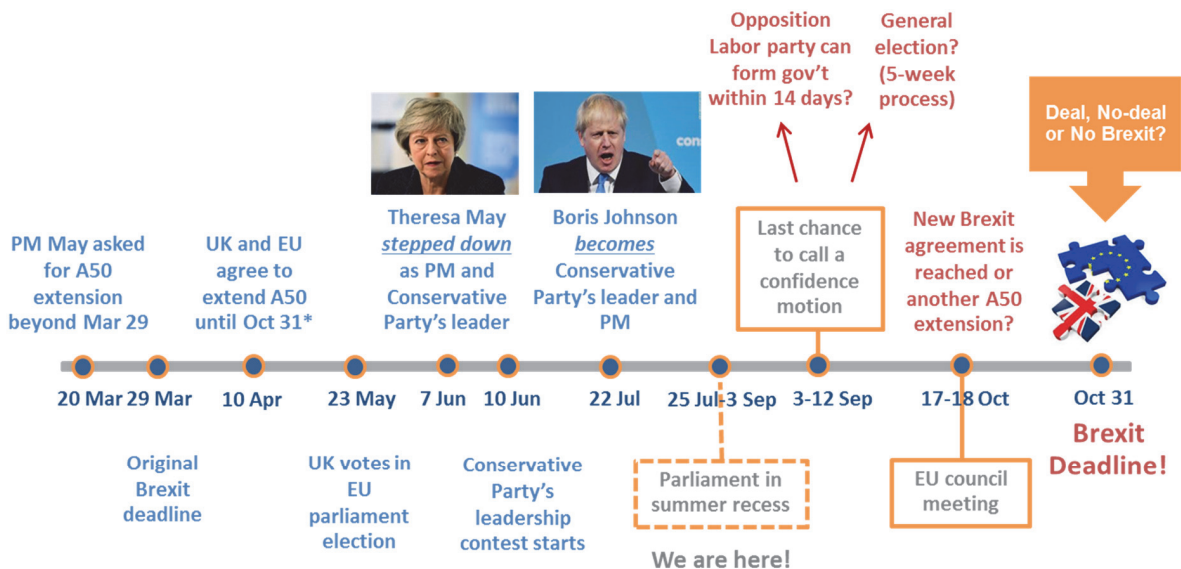
Brexit นับเป็นอีกปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อทั้งเศรษฐกิจของ UK และ EU โดยรวม โดยในช่วงที่ผ่านมา (นับตั้งแต่กลางเดือน ก.ค.) ความกังวลต่อการที่ UK จะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง (No Deal) ได้เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งอาจสะท้อนได้จากค่าเงินปอนด์ที่อ่อนค่าลงอย่างหนัก (-3.6% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ระหว่าง 15 ก.ค.-15 ส.ค.) หลังจากที่นาง Theresa May ประกาศลาออกจากการเป็นหัวหน้าพรรค Conservative และนายกรัฐมนตรีอังกฤษ ซึ่งเปิดทางให้นาย Boris Johnson อดีตรมต.ต่างประเทศและอดีตนายกเทศมนตรีกรุงลอนดอน ก้าวขึ้นมาเป็นผู้นำแทน

การขึ้นมาเป็นผู้นำประเทศอังกฤษของนาย Johnson นับเป็นการเพิ่มความเสี่ยงที่ UK จะแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง (No-deal Brexit) ในวันที่ 31 ต.ค. นี้ เนื่องจากนาย Johnson เป็นผู้ที่สนับสนุนการแยกตัวจาก EU อย่างเด็ดขาดมาโดยตลอด นอกจากนี้ ยังได้ระบุว่า UK จะออกจาก EU ในวันที่ 31 ต.ค. นี้ ตามกำหนดการ ไม่ว่าจะ เป็นแบบไร้ข้อตกลงหรือไม่ก็ตาม

ขณะนี้ สภาอังกฤษได้ปิดทำการช่วงฤดูร้อนจนถึงวันที่ 3 ก.ย. ซึ่งหลังจากสภากลับมาเปิดทำการตามปกติแล้ว เรามองว่ามีช่วงเวลาสำคัญที่ต้องติดตามคือ 1) สองสัปดาห์แรกของเดือน ก.ย. (3-13 ก.ย.) ว่าจะมีการลงมติไม่ไว้วางใจรัฐบาล ซึ่งหากสภามีมติไม่ไว้วางใจรัฐบาลของนาย Johnson ก็ต้องติดตามต่อว่าพรรค Labour หรือฝ่ายค้านจะสามารถจัดตั้งรัฐบาลได้ภายใน 14 วันหรือไม่ ซึ่งหากจัดตั้งสำเร็จ เรามองว่าจะช่วยลดความเสี่ยงที่ no-deal Brexit จะเกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม หากพรรค Labour ไม่สามารถจัดตั้งรัฐบาลได้ใน 14 วัน อังกฤษก็ต้องมีการจัดการเลือกตั้งใหม่ ซึ่งเป็นกระบวนการที่ใช้เวลาอย่างน้อย 5 สัปดาห์ ทำให้มีความเสี่ยงที่การเลือกตั้งใหม่จะมีขึ้นหลังกำหนดเส้นตาย Brexit วันที่ 31 ต.ค. โดยหากเป็นเช่นนั้น ความเสี่ยง no-deal Brexit ก็คงจะยังคงอยู่ เนื่องจากนาย Johnson จะยังมีอำนาจจนกว่าจะเกิดการเลือกตั้งใหม่และได้รับรัฐบาลใหม่เข้ามาทดแทน และ 2) การประชุม EU Summit วันที่ 17-18 ต.ค. ซึ่งเป็นเหมือนจุดสุดท้ายแล้วก่อนที่จะถึงวันที่ 31 ต.ค. ในการให้สัตยาบันข้อตกลง Brexit ใหม่ร่วมกัน หรือการขอเลื่อนการใช้มาตรา 50 ออกไปอีกจากกำหนด 31 ต.ค.

ทั้งนี้ Brexit นับเป็นประเด็นที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไปเนื่องจากไม่สามารถคาดเดาได้ว่าท้ายที่สุดแล้ว Brexit จะออกมาในรูปแบบใด อังกฤษจะแยกตัวออกจาก EU แบบใดข้อตกลงหรือไม่ หรือท้ายที่สุดแล้ว Brexit ก็ยังไม่เกิดขึ้น

แผนภาพ 29: ความไม่แน่นอนของ Brexit ยังคงอยู่จนถึงวันที่ 31 ต.ค. (เส้นตาย Brexit) เป็นอย่างน้อย



Note: *UK pays contributions to EU and participates EU parliament election.

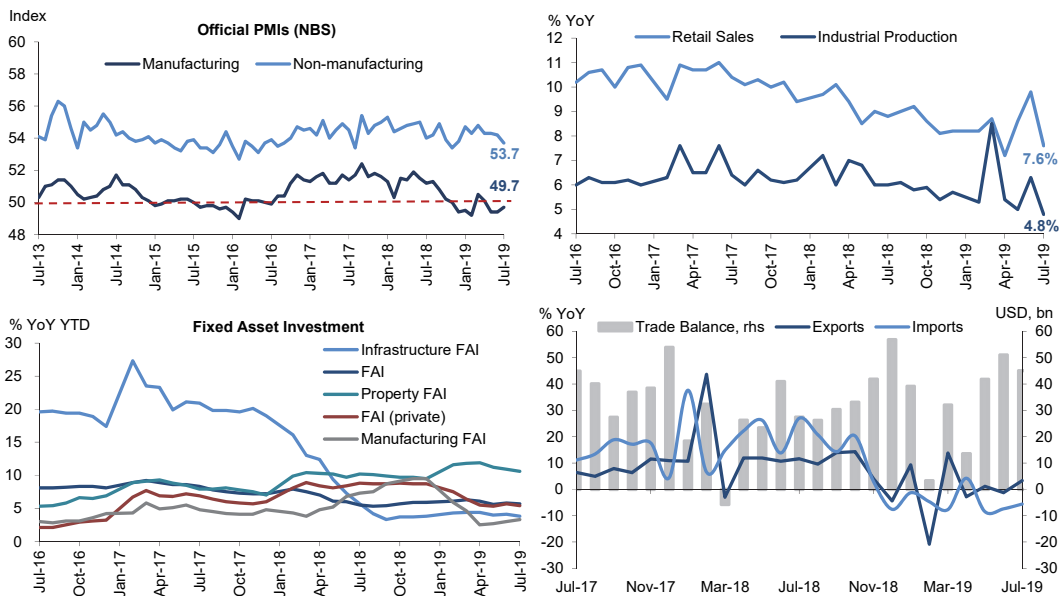
Source: BBC, wikipedia, Deutsche Bank, washingtonpost.com, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่องเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี โดยตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ออกมาแยกว่าคาดการณ์การผลิต การลงทุน และการบริโภค โดยเราคาดว่าเศรษฐกิจครึ่งปีหลังจะชะลอลงเป็น 6.1% YoY (vs. 6.3% ครึ่งแรกของปี) ท่ามกลางสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่มีความไม่แน่นอนสูงและมีแนวโน้มยืดเยื้อ และอุปสงค์โลกที่ชะลอ ขณะที่รัฐบาลยังคงให้ความสำคัญกับการควบคุมความเสี่ยงในภาคการเงิน

เราคาดว่ารัฐบาลจะกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้ง ทั้งการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในตลาด การปรับลด RRR การเพิ่มการใช้จ่ายในการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และการกระตุ้นการบริโภคในประเทศ อย่างไรก็ตาม เรามองการกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบนี้ค่อนข้างจำกัด โดยเฉพาะด้านการคลังที่ได้มีการเร่งไปมากแล้วในไตรมาสแรก

แผนภาพ 30: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน ก.ค. ยังหดตัวต่อเนื่อง สะท้อนโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่ชะลอลง ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ออกมาชะลอลงมากกว่าคาดการณ์การผลิต การลงทุน และการบริโภค ส่วนยอดส่งออกพลิกกลับมาขยายตัว จากการส่งออกไป EU และ ASEAN



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ชะลอลงมากกว่าคาด ทั้งภาคการผลิต การลงทุน และการบริโภค หนุนให้รัฐบาลอาจประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในครึ่งหลังของปี

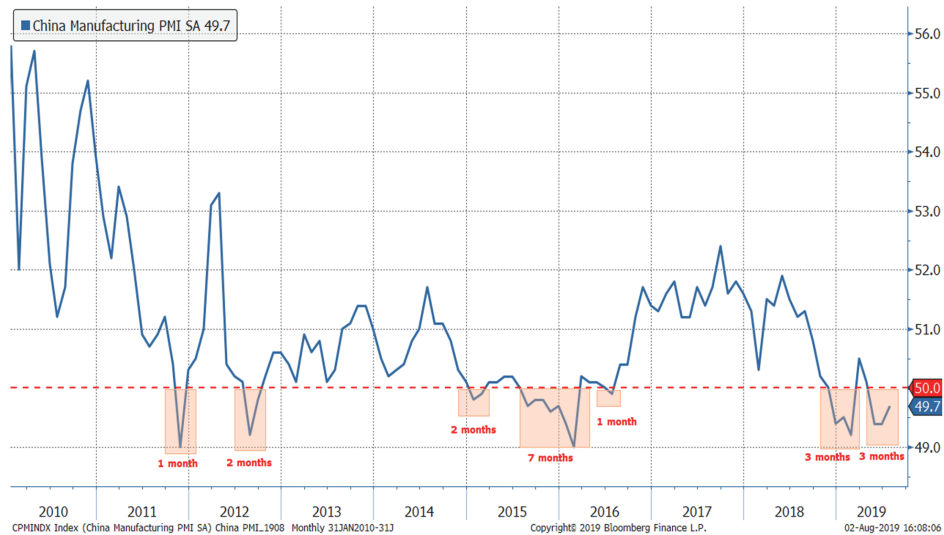
โมเมนตัมทางเศรษฐกิจชะลอต่อเนื่องเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี โดยเราคาดว่า GDP จะชะลอลงเป็น 6.1% YoY จาก 6.3% YoY ในช่วงครึ่งแรกของปี โดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ออกมาชะลอตัวลงมากกว่าคาด ทั้งภาคการผลิต การลงทุน และการบริโภค หลังรัฐบาลถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเนื่องตัวเลขเศรษฐกิจเดือน มิ.ย. ออกมาดีกว่าคาดเป็นส่วนใหญ่ ประกอบกับที่สหรัฐฯ กับจีนดูเหมือนจะได้ข้อตกลงการค้าร่วมกันสำเร็จในขณะนั้น

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. พุ่งตัวขึ้น +0.3 จุด เป็น 49.7 จุด แต่ดีกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 49.6 จุด อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ซึ่งสะท้อนโมเมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมที่อ่อนแอ แม้ผลผลิต (+0.8, 52.1 จุด) และยอดคำสั่งซื้อทั้งภายใน (+0.2, 49.8 จุด) และภายนอกประเทศ (+0.6, 46.9 จุด) จะพุ่งตัวขึ้น

ขณะที่ดัชนีภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) ซึ่งรวมภาคก่อสร้างปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 53.7 จุด ระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ 54.0 จุด สะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอลงท่ามกลางความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจหลายปัจจัย

ทั้งนี้ ดัชนี Manufacturing PMI ของทางการจีนได้อยู่ในระดับหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) 6 เดือน จาก 8 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งถือว่ายาวนานที่สุดนับตั้งแต่มีการจัดเก็บข้อมูล โดยตามปกติแล้ว พอดัชนี Manufacturing PMI ต่ำกว่า 50 จุด รัฐบาลก็มักจะเร่งกระตุ้นเศรษฐกิจทันทีเพื่อให้ดัชนีกลับมาขยายตัว แต่ไม่ใช่ภาพที่เห็นปัจจุบัน เนื่องจากรัฐบาลไม่ได้เร่งรีบกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมจากความกังวลเรื่องหนี้ที่อยู่ในระดับสูงและความเสี่ยงในภาคการเงิน โดยเรามองว่ารัฐบาลจะปล่อยให้ดัชนี Manufacturing PMI อยู่ในระดับหดตัวต่อไปอีก 1-2 เดือน ก่อนที่จะกลับมาขยายตัวอีกครั้งหลังรัฐบาลกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม

แผนภาพ 31: ดัชนี Manufacturing PMI ของทางการจีนหดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) 6 เดือน จาก 8 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งเกือบจะยาวนานที่สุดนับตั้งแต่มีการจัดเก็บข้อมูล



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ชะลอตัวลงเป็น +4.8% YoY จาก +6.3% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบกว่า 17 ปี และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +6.0% YoY โดยผลผลิตรถยนต์ (-11.5% YoY) และโทรศัพท์มือถือ (-4.5% YoY) ยังคงหดตัว ขณะที่ผลผลิตพลังงานไฟฟ้าขยายตัวต่ำ (+0.6% YoY)

ยอดค้าปลีก (Retail Sales) ชะลอตัวลงเป็น +7.6% YoY จาก +9.8% YoY ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ +8.6% YoY โดยยอดขายรถยนต์ได้พลิกกลับมาหดตัวหลังจากขยายตัวแรงในเดือนก่อน (-2.6% YoY vs. +17.2% เดือนก่อน) สะท้อนการเร่งตัวในเดือนก่อนเป็นเพียงชั่วคราวจากการปรับเปลี่ยนมาตรฐานไอเสียที่บังคับใช้ในเดือนนี้ ซึ่งส่งผลให้เกิดการลดราคารถยนต์รุ่นเก่าที่จำหน่ายได้เพียงภายในสิ้นเดือน มิ.ย. ขณะที่ยอดขายสินค้าสำคัญอื่นๆ เช่น เครื่องแต่งกาย เครื่องสำอาง เครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้าน และเฟอร์นิเจอร์ต่างชะลอตัวลงหลังผลดีจากโปรโมชั่นซื้อสินค้าออนไลน์ 618 (เทศกาลช้อปปิ้งในวันที่ 18 มิ.ย.) หมดไป

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) ชะลอตัวลงเป็น +5.7% YoY และ YTD จาก +5.8% ในเดือนก่อน และที่ตลาดคาด โดยการลงทุนชะลอตัวลงในเกือบทุกหมวดหลัก ทั้งการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (+3.8% vs. +4.1% เดือนก่อน) และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (+10.6% YoY vs. +10.9% เดือนก่อน) ขณะที่การลงทุนในภาคการผลิตเร่งตัวขึ้น (+3.3% vs. +3.0% เดือนก่อน)

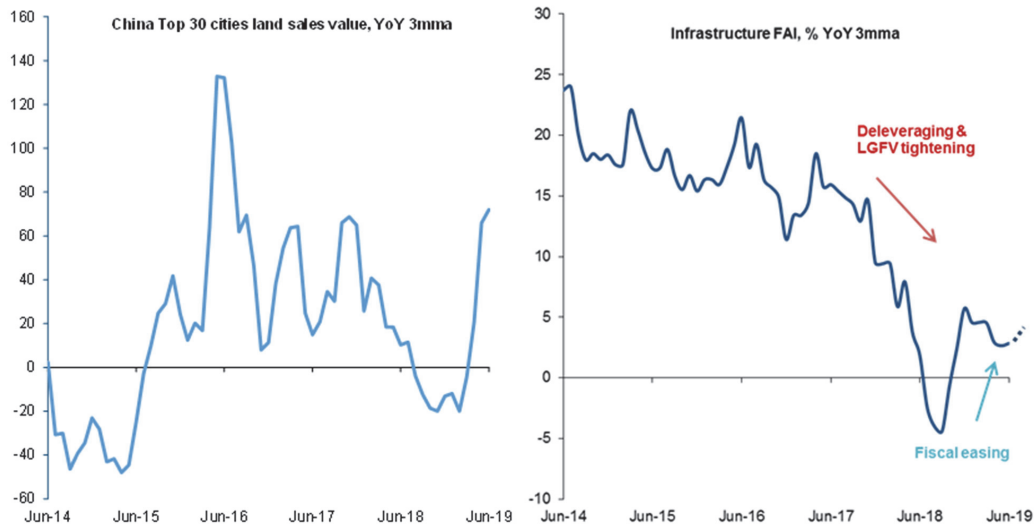
ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ค. พลิกกลับมาขยายตัว +3.3% YoY จากที่หดตัว -1.3% YoY และดีกว่าตลาดคาดที่จะหดตัวต่อเนื่อง -1.0% YoY โดยส่งออกไปสหรัฐฯ หดตัวต่อเนื่อง (-6.5% YoY vs. -7.8% เดือนก่อน) จากผลกระทบของสงครามการค้า และส่งออกไปญี่ปุ่นพลิกกลับมาหดตัว (-4.1% YoY vs. +2.4% เดือนก่อน) ขณะที่ส่งออกไป EU พลิกกลับมาขยายตัวดี (+6.5% YoY vs. -3.0% เดือนก่อน) และ ASEAN ขยายตัวดีต่อเนื่อง (+15.6% YoY vs. +12.9% เดือนก่อน)

ส่วนยอดนำเข้า (Imports) หดตัว -5.6% YoY ลดลงจาก -7.4% YoY ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ -9.0% YoY โดยยอดนำเข้าน้ำมันชะลอตัวลง (+1.4% YoY vs. +8.2% เดือนก่อน) ขณะที่ยอดนำเข้าทองแดงฟื้นตัวขึ้น (-15.9% YoY vs. -34.1% เดือนก่อน) และยอดนำเข้าแร่เหล็กเร่งตัวขึ้น (+68.0% YoY vs. +34.6% เดือนก่อน) ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ก.ค. เกินดุล +4.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจาก +5.1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนก่อน

เรามองส่งออกจีนในเดือน ส.ค. อาจได้รับปัจจัยหนุนจากการเร่งส่งออกสินค้าก่อนหน้าสหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้าที่ 10% กับสินค้าจีนในกลุ่ม 3 แสนล้านดอลลาร์ในวันที่ 1 ก.ย. แต่อย่างไรก็ดี เรามองส่งออกจีนยังอยู่ในแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือของปี ท่ามกลางสงครามการค้ากับสหรัฐฯ อุปสงค์โลกที่ชะลอ (ซึ่งสะท้อนได้จากดัชนี Global Manufacturing PMI ที่หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ในเดือน ก.ค. ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2012) และปัจจัยฐานที่สูงในช่วงเดียวกันปีก่อนหน้า โดยเราคาดส่งออกในช่วงครึ่งหลังของปีจะหดตัว -6.0% YoY จากที่ไม่ขยายตัว +0.0% YoY ในครึ่งแรกของปี

เศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอลงมากกว่าคาด อุปสงค์โลกที่อ่อนแอ และสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่มีความไม่แน่นอนสูง และยืดเยื้อ (แม้จะมีปัจจัยบวกเล็กน้อยหลังสหรัฐฯ ประกาศชะลอการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าบางรายการออกไปในเดือน ธ.ค.) จะกดดันให้รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า โดยเราคาดว่าจะมีการปรับลดดอกเบี้ยลง เพิ่มการใช้จ่ายในการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และออกมาตรการสนับสนุนการบริโภคในประเทศ ซึ่งเรามองว่าจะเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจแบบจำกัดเพียงเพื่อรักษาให้ GDP ขยายตัวได้ตามเป้าที่ 6.0-6.5% เท่านั้น

แผนภาพที่ 32: ยอดขายที่ดินที่ฟื้นตัวขึ้น จะเป็นปัจจัยหนุนด้านเงินทุนสำหรับใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งน่าจะหนุนให้การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเร่งตัวขึ้นต่อจากนี้ได้



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจไตรมาส 2 ชะลอตัวลงเป็น +1.8% QoQ, saar จาก +2.8% QoQ, saar ในไตรมาสก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดการณ์แรงตัวของอุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะการบริโภคเอกชนที่ได้รับแรงหนุนของวันหยุดยาว 10 วัน เพื่อฉลองการเปลี่ยนรัชสมัย (ปลายเดือน เม.ย. - ต้นเดือน พ.ค.) และการเร่งซื้อสินค้าก่อนหน้าภาษีการบริโภคจะถูกปรับขึ้นจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค.นี้ ขณะที่ส่งออกเป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจ

โดยเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงต่อเป็นไม่ขยายตัว +0.0% QoQ, saar และหดตัว -3.9% QoQ, saar ในไตรมาส 3 และ 4 ตามลำดับ ท่ามกลางความเสี่ยงจากสงครามการค้า อุปสงค์โลกที่ชะลอ และการปรับขึ้นภาษีการบริโภค ขณะที่การเร่งซื้อสินค้าก่อนหน้าภาษีการบริโภคจะถูกปรับขึ้นจริงคาดว่าจะมีจำกัด และไม่มากเหมือนกับการปรับขึ้นภาษีการบริโภคครั้งก่อนในเดือน เม.ย. 2014 จากสถานะทางเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง ประกอบกับความไม่ชัดเจนว่ารัฐบาลจะปรับขึ้นภาษีการบริโภคหรือไม่

แผนภาพ 33: ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือน ก.ค. ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว สะท้อนโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่ยังอ่อนแอ ท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอและความไม่แน่นอนของสงครามการค้า ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับลดลงต่อเนื่องต่ำสุดในรอบ 5 ปี ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อเครื่องจักรฟื้นตัวขึ้นในส่วนของภาคบริการ



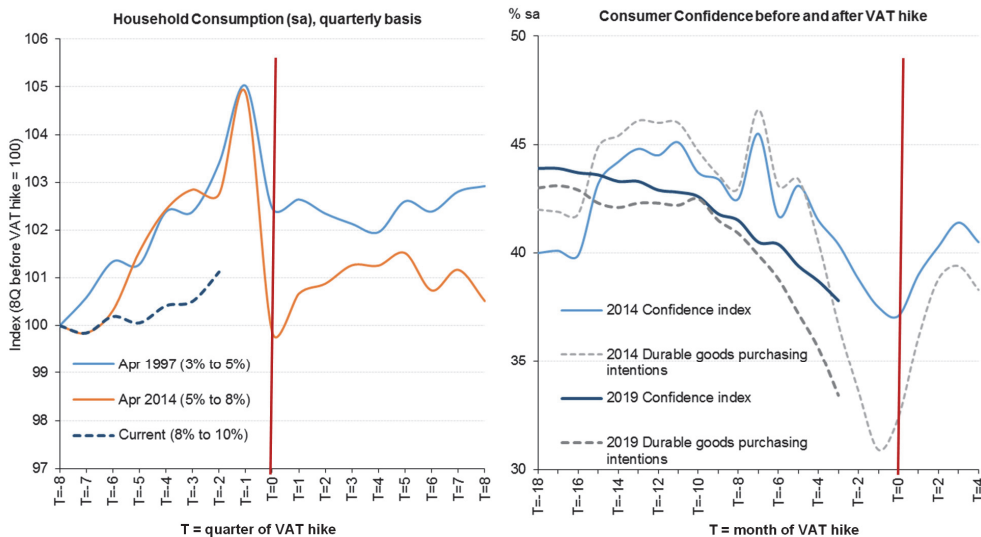
Source: Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจมีแนวโน้มอ่อนแอเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปี ขณะที่การเร่งเข้าซื้อสินค้าก่อนการปรับขึ้นภาษีการบริโภคในเดือน ต.ค. คาดว่ามีจำกัด

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน มิ.ย. ไม่ขยายตัว +0.0% MoM ชะลอลงจาก +0.4% MoM ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าตลาดคาดที่จะหดตัว -0.3% MoM โดยเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกชะลอตัวลงเป็น +0.5% YoY จาก +1.3% YoY ในเดือนก่อน โดยเป็นการชะลอหลังผู้บริโภคได้มีการจับจ่ายใช้สอยอย่างมากในเดือน พ.ค. เนื่องจากมีเทศกาลวันหยุดยาว 10 วัน เพื่อฉลองการเปลี่ยนรัชสมัยใหม่ ขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consume Confidence) ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี (37.8 จุด ในเดือน ก.ค.) สะท้อนการบริโภคที่จะอ่อนแอลงในช่วงครึ่งหลังของปี

ทั้งนี้ เรามองว่าแผนการปรับขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค. จะส่งผลให้เกิดการเร่งตัวของบริโภคก่อนช่วงเวลาดังกล่าว ดังที่เคยปรากฏในปี 1997 (ปรับภาษีขึ้นจาก 3% เป็น 5%) และ 2014 (ปรับภาษีขึ้นจาก 5% เป็น 8%) ที่จะมีการเร่งตัวของบริโภคเกิดขึ้นก่อนการอัตราภาษีใหม่จะมีผลบังคับใช้ ซึ่งจะช่วยหนุนการขยายตัวของบริโภคในไตรมาส 3 แต่อย่างไรก็ดี เรามองการเร่งตัวของบริโภคในครั้งนี้มีจำกัด กล่าวคือจะไม่ได้เพิ่มในอัตราเร่งดังเช่นในอดีต เนื่องจากความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากไม่เม้นต์มเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง โดยเฉพาะในส่วนภาคการส่งออกและภาคการผลิต

แผนภาพที่ 34: เปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของการบริโภคและความเชื่อมั่นผู้บริโภคก่อนและหลังการปรับขึ้นภาษีการบริโภคในปี 1997, 2014 และปัจจุบัน



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

ส่งออก: ยอดส่งออก (Exports) เดือน ก.ค. หดตัว -1.6% YoY ลดลงจาก -6.6% YoY ในเดือนก่อน และดีกว่าตลาดคาดที่ -2.3% YoY อย่างไรก็ดี ส่งออกได้หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 8 สะท้อนผลกระทบจากสงครามการค้าและอุปสงค์ที่ต่อเนื่องท่ามกลางอุปสงค์ของชิ้นส่วน Electronics ที่อ่อนแอ ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ (+8.4% YoY vs. +4.8% เดือนก่อน) และ EU (+2.2% YoY vs. -6.7% เดือนก่อน) ขยายตัวได้ดี ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการส่งออกสินค้าขนาดใหญ่ เช่น เครื่องบินและเรือ ซึ่งน่าจะเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว โดยเรามองว่าส่งออกจะยังคงเป็นปัจจัยจุดเศรษฐกิจหลักท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่มีแนวโน้มยืดเยื้อและความตึงเครียดทางการค้ากับเกาหลีใต้ที่เพิ่มขึ้นหลังรัฐบาลญี่ปุ่นระงับการส่งออกชิ้นส่วน Electronics ซึ่งกระทบอุตสาหกรรม Technology ของเกาหลีใต้อย่างรุนแรง นอกจากนี้ยังได้ถอดชื่อเกาหลีใต้จากบัญชีลิสต์พิเศษด้านการส่งออกสินค้าที่อาจนำไปใช้ทางทหาร (White List) ซึ่งจะเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 28 ส.ค.

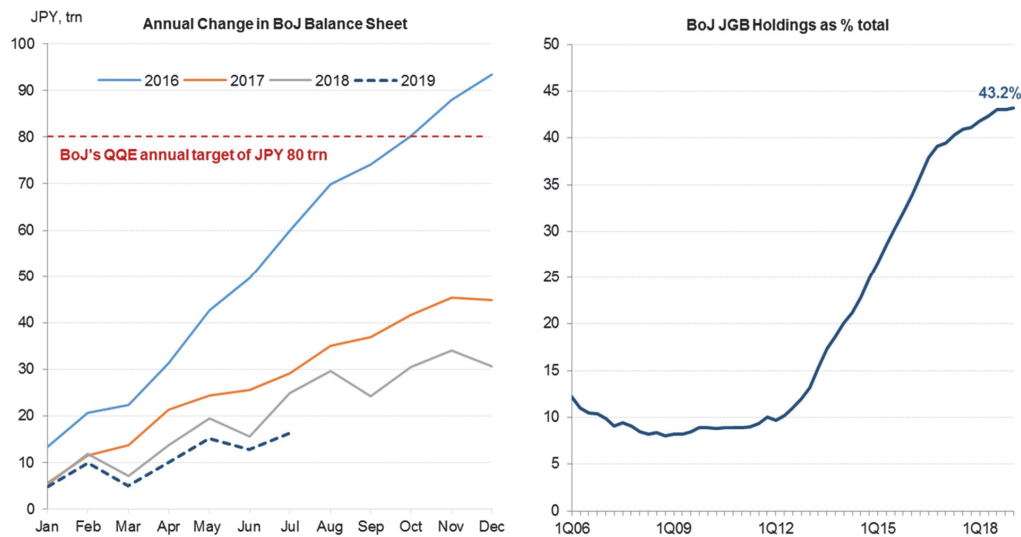
การลงทุน: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน มิ.ย. พุ่งตัวขึ้นมากเป็น +3.8% YoY, 3mma (vs. -0.63% ในเดือนก่อน) จากยอดคำสั่งซื้อในภาคการบริการที่เร่งตัวขึ้นแรง (+8.58% YoY, 3mma vs. +5.0% ในเดือนก่อน) ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิตยังอ่อนแอ (-10.0% YoY, 3mma vs. -10.2% เดือนก่อน)

ความเชื่อมั่นภาคการผลิตและบริการ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ก.ค. เพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1 จุด เป็น 49.4 จุด ยังอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) โดยยอดคำสั่งซื้อทั้งภายในและภายนอกประเทศได้ปรับตัวลดลงท่ามกลางอุปสงค์โลกที่ชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง ขณะที่อุปสงค์ในประเทศได้รับแรงกดดันจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ ส่วนดัชนีภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 51.8 จุด

เรคาด BoJ จะใช้นโยบายการเงินเดิมต่อไป ขณะที่การเพิ่ม QE มีจำกัด หากรัฐบาลไม่เร่งการใช้จ่ายภาครัฐ

ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่า BoJ มีข้อจำกัดในการนโยบายที่จะเพิ่มปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตร ส่วนหนึ่งเนื่องจาก BoJ พยายามรักษาสัดส่วนการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นไม่ให้มากเกินไป ซึ่งปัจจุบันอยู่เกินกว่าระดับ 40% ซึ่งสอดคล้องกับในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาที่ทาง BoJ ได้มีการลดจำนวนการเข้าซื้อพันธบัตรเกือบ 30 ล้านล้านเยนต่อปี อนึ่ง BoJ จะมีการประชุมครั้งถัดไปในวันที่ 18-19 ก.ย.

แผนภาพที่ 35: BoJ ได้มีการลดจำนวนการเข้าซื้อพันธบัตรเกือบ 30 ล้านล้านเยนต่อปี (รูปซ้าย) ในขณะที่ BoJ พยายามรักษาสัดส่วนของการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น



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

ความขัดแย้งระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้ที่ตึงเครียดมากขึ้นนับเป็นความเสี่ยงที่ต้องจับตามอง

อีกประเด็นความเสี่ยงหนึ่งที่ต้องจับตาคือพัฒนาการความขัดแย้งระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้ที่ตึงเครียดมากขึ้น หลังทางการญี่ปุ่นได้มีการสั่งเพิ่มมาตรการควบคุมการส่งออกสินค้าในกลุ่มวัสดุไฮเทคที่ใช้ในการผลิตชิปและสมาร์ตโฟนไปยังเกาหลีใต้ให้เข้มงวดมากขึ้น (Resist, Hydrogen Fluoride และ Fluorinated Polyimide) ซึ่งมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 4 ก.ค. เป็นต้นมา มาตรการดังกล่าวสร้างความกังวลต่อการหยุดชะงักหรือการขาดตอนของห่วงโซ่การผลิต (Supply Chain Disruption) สะท้อนผ่านการปรับตัวลดลงของราคาหุ้นบริษัทจดทะเบียนฯ ของทั้งผู้ส่งออกญี่ปุ่นและผู้นำเข้าเกาหลีใต้ที่เกี่ยวข้องกับสินค้าไฮเทคดังกล่าวที่ได้รับการควบคุม โดยเกาหลีใต้มีการพึ่งพาสินค้าไฮเทคดังกล่าวจากญี่ปุ่นในสัดส่วนที่สูง

แผนภาพที่ 36: เหตุการณ์ความสัมพันธ์ระหว่างเกาหลีใต้และญี่ปุ่นที่นำมาสู่ข้อพิพาทในปัจจุบัน

Timeline of South Korea - Japan Relations

1910-1945	• Korea as a colony of Japan
1965	• South Korea and Japan re-establish their diplomatic relationship • Japan pays compensation to Korea (US\$800mn) for the damage it inflicted during World War II
Oct-Nov 2018	• South Korea's Supreme Court orders Nippon Steel & Sumitomo Metal Corp and Mitsubishi Heavy Industries Ltd. to pay hundreds of thousands of dollars to South Korean victims during World War II
Jul 1, 2019	• Japan gives three day notice of a tighter screening of exports to South Korea • Japan also begins the public comments process to remove South Korea from the so-called white countries, a status with minimum trade restrictions.
Jul 4, 2019	• Japan announces exporters must apply for an individual export license for exports of "Fluorinated Polyimide, Resist, and Hydrogen Fluoride", and their relevant technologies to South Korea
Jul 12, 2019	• Officials from both sides meet to ease tensions, but are unsuccessful • Later, South Korea prepares to report Japan's tightening of export controls to WTO
Aug 2, 2019	• Japan decides to remove South Korea from the white list

Source: Press, Wikipedia, METI, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 37: ราคาหุ้นธุรกิจส่งออกสินค้าไฮเทคของบริษัทจดทะเบียนฯ ในญี่ปุ่น และบริษัทคู่ค้าในเกาหลีใต้ตอบสนองเชิงลบ จากการที่ญี่ปุ่นออกมาตรการควบคุมการส่งออกสินค้าไฮเทคไปยังเกาหลีใต้

% Stock Price Change in Selected Listed Firms (Compared with 28 June 2019)

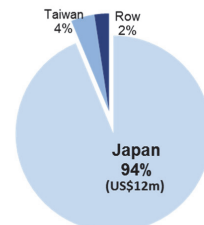
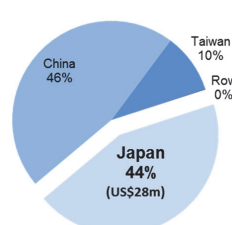
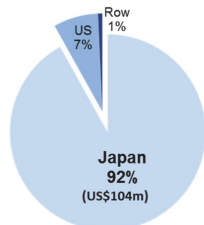
Listed Firms	% Stock Price Change						Stock Price (28 Jun - 2 Aug)
	+1D	+3D	+1W	+2W	+3W	2-Aug	
Harmed Korean Firms	Samsung Electronics	-0.9	-3.4	-4.0	-1.9	-1.9	-4.4
	SK Hynix	+0.7	-0.6	+0.4	+7.5	+10.8	+9.5
Japanese Material Providers	JSR	-2.0	-1.0	-3.2	-4.2	-2.6	+3.5
	Shin-Etsu Chemical	+2.8	+0.5	-2.4	-4.5	+10.5	+9.6
	Stella Chemifa	-2.3	-5.3	-7.5	-8.4	-3.2	-0.6
	Sumitomo Chemical	+3.0	+1.0	-1.0	-4.0	-2.2	-5.2
Korean Material Providers	Dongjin Semichem	+17.9	+28.9	+35.8	+55.2	+39.3	+42.8
	Foosung	+9.9	+26.4	+17.1	+64.2	+29.2	+34.2

Note: +1D = 1 July 2019

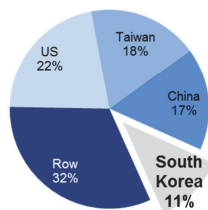
Source: Bloomberg, Pulsenews, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 38: เกาหลีใต้พึ่งพิงสินค้าชั้นกลางในกลุ่มสินค้าที่ญี่ปุ่นควบคุมการส่งออกไปยังเกาหลีใต้ในสัดส่วนที่สูง

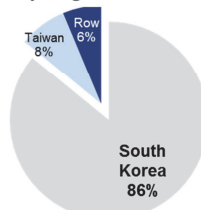
South Korea's Share of Imports by Nation



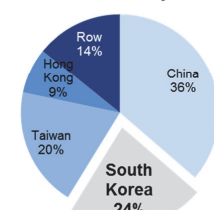
Resist



Hydrogen Fluoride



Fluorinated Polyimide



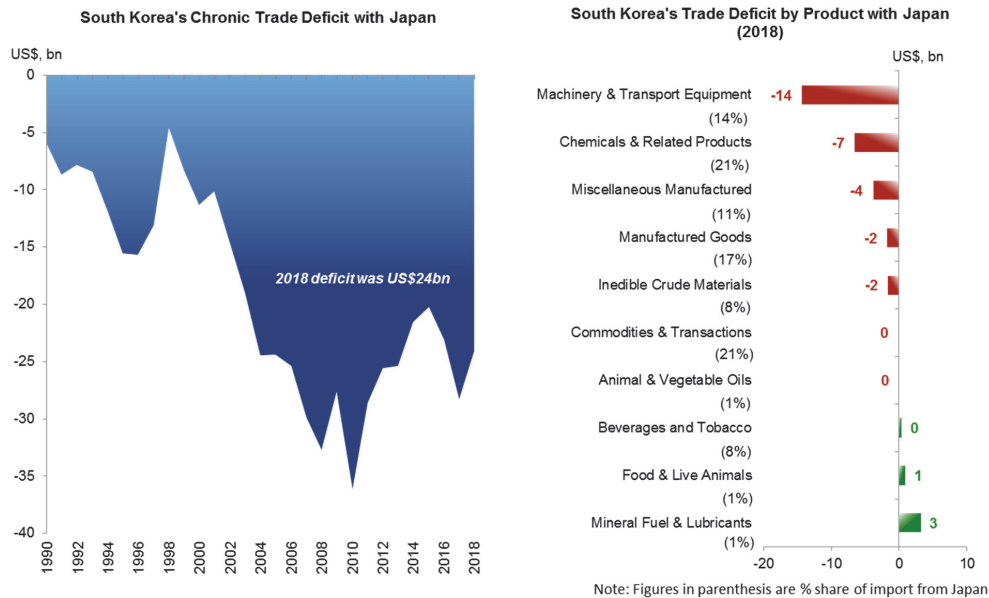
Japan's Share of Exports by Nations

Note: Jan-May 2019

Source: Reuters, Yonhap News, Korea International Trade Association, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

หากเราพิจารณาข้อมูลการค้าระหว่างกันของทั้ง 2 ประเทศ จะพบว่าเกาหลีใต้มีการขาดดุลการค้ากับญี่ปุ่นอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดในปี 2018 เกาหลีใต้ขาดดุลการค้ากับญี่ปุ่นราว 24 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่วนมากขาดดุลการค้าในสินค้าประเภทเครื่องจักร/ชิ้นส่วนอุปกรณ์/อุปกรณ์สื่อสาร และเคมีภัณฑ์/ผลิตภัณฑ์เกี่ยวเนื่อง เป็นต้น

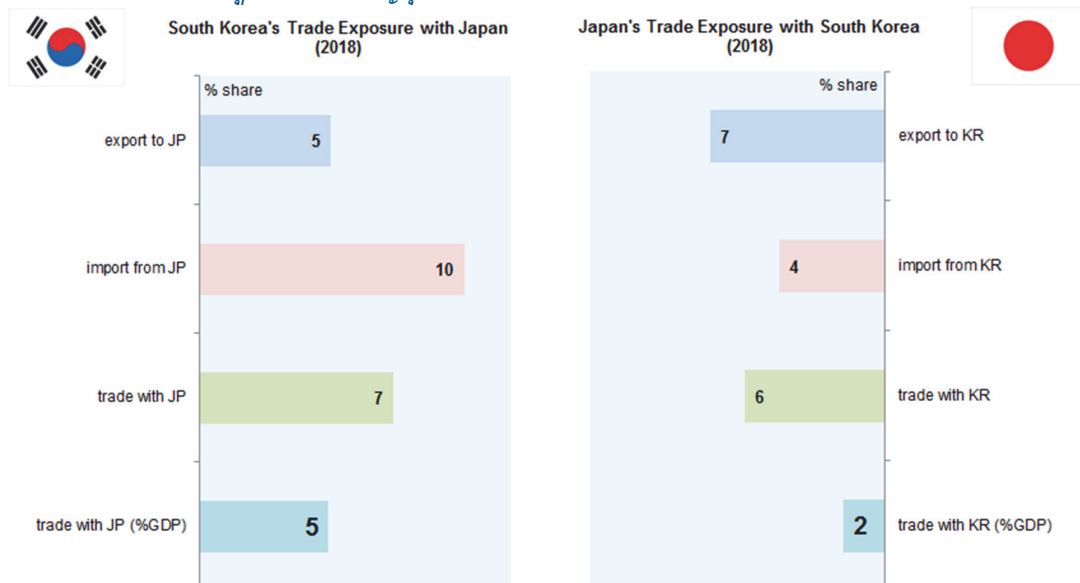
แผนภาพที่ 39: เกาหลีใต้ขาดดุลการค้ามายาวนานกับญี่ปุ่น ซึ่งการขาดดุลส่วนมากอยู่ในกลุ่มเครื่องจักร/ชิ้นส่วนอุปกรณ์/อุปกรณ์สื่อสาร และเคมีภัณฑ์/ผลิตภัณฑ์เกี่ยวเนื่อง



Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยเกาหลีใต้คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 7% ของตลาดส่งออกญี่ปุ่น และญี่ปุ่นพึ่งพาสินค้านำเข้าจากเกาหลีใต้คิดเป็นสัดส่วน 4% ของการนำเข้ารวม ในขณะที่ญี่ปุ่นคิดเป็นสัดส่วนราว 5% ของตลาดส่งออกเกาหลีใต้ และเกาหลีใต้พึ่งพาสินค้านำเข้าจากญี่ปุ่น คิดเป็นสัดส่วน 10% ของการนำเข้ารวม อย่างไรก็ตาม หากเทียบมูลค่าการค้าทั้งหมด (ส่งออกรวมนำเข้า) ต่อจีดีพี จะพบว่า เศรษฐกิจเกาหลีใต้ต้องพึ่งพิงการค้ากับญี่ปุ่นเกินกว่า 2 เท่า ที่ญี่ปุ่นต้องพึ่งพิงจากเกาหลีใต้ กล่าวคือ เกาหลีใต้มีมูลค่าการค้ารวมกับญี่ปุ่นคิดเป็นสัดส่วน 5% ต่อจีดีพีของประเทศ ในขณะที่ญี่ปุ่นพึ่งพิงการค้ากับเกาหลีใต้คิดเป็นสัดส่วนเพียง 2% ต่อจีดีพีของประเทศ

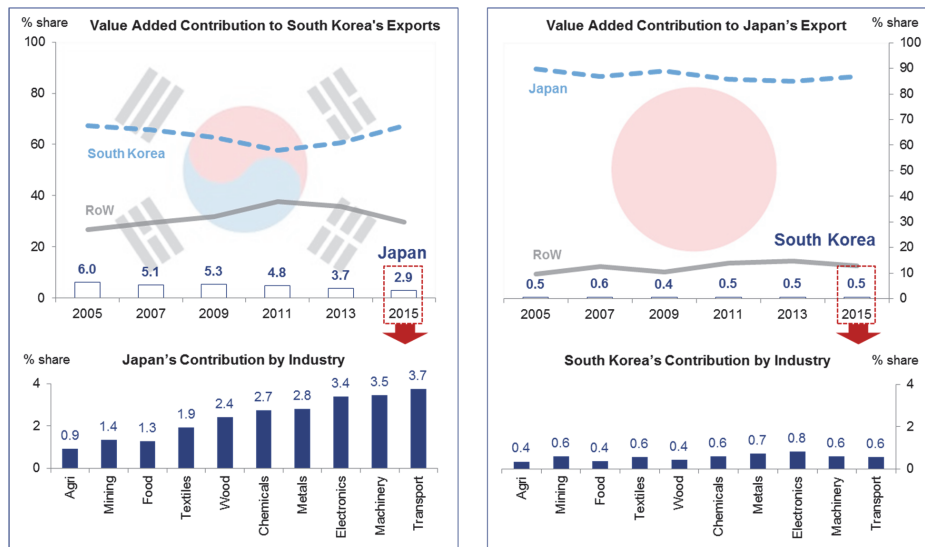
แผนภาพที่ 40: เกาหลีใต้พึ่งพิงการค้ากับญี่ปุ่นในสัดส่วน 5% ต่อจีดีพี ซึ่งสูงกว่าการค้าที่ญี่ปุ่นมีกับเกาหลีใต้ที่มีสัดส่วน 2% ต่อจีดีพี



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

หากพิจารณาถึงในรายละเอียดของห่วงโซ่การผลิต จะพบว่า โดยภาพรวมทั้ง 2 ประเทศมีการพึ่งพิงปัจจัยการผลิตระหว่างกัน (สินค้าชั้นกลาง) ในสัดส่วนที่ต่ำ สะท้อนผ่านมูลค่าเพิ่มทางการค้า (Trade in Value Added) ที่ญี่ปุ่นมีต่อสินค้าส่งออกของเกาหลีใต้ในสัดส่วน 2.9% ในขณะที่เกาหลีใต้มีส่วนร่วมในห่วงโซ่การผลิตเพื่อของการส่งออกของญี่ปุ่นเพียง 0.5% อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบการพึ่งพิงระหว่างกันของทั้ง 2 ประเทศ ก็พบว่า เกาหลีใต้มีการพึ่งพิงสินค้าชั้นกลางจากญี่ปุ่นในสัดส่วนที่มากกว่าญี่ปุ่นต้องพึ่งพิงจากเกาหลีใต้นั่นเอง ซึ่งพึ่งพิงมากในอุตสาหกรรมคมนาคม เครื่องจักรและอุปกรณ์ และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า เป็นต้น ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าญี่ปุ่นมีการพึ่งพิงปัจจัยการผลิตในประเทศสำหรับการผลิตเพื่อการส่งออกในสัดส่วนที่สูงกว่าเกาหลีใต้ (87% vs. 67%) ทำให้ญี่ปุ่นจะได้รับผลกระทบที่จำกัดกว่าในกรณีที่มีปัญหา Supply Chain Disruption เกิดขึ้นในประเทศคู่ค้า

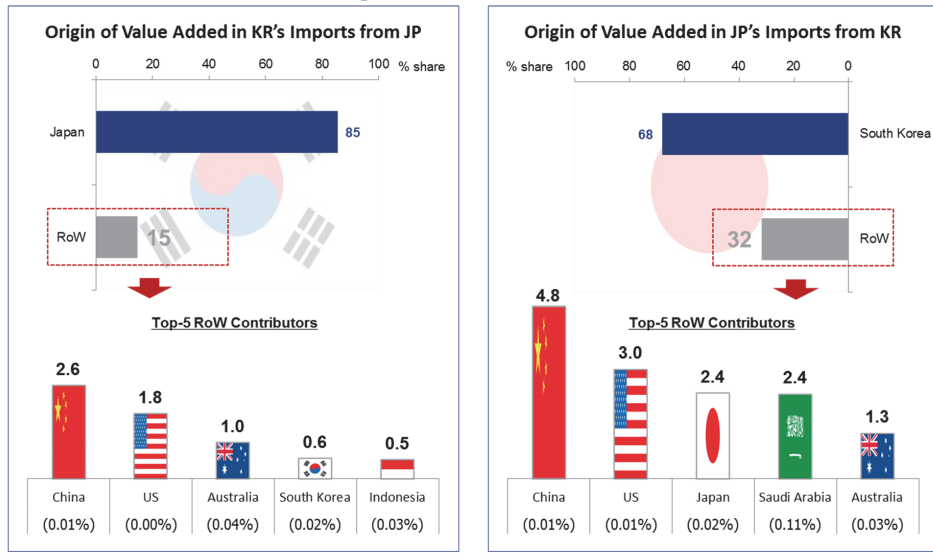
แผนภาพที่ 41: ญี่ปุ่นมีบทบาทในห่วงโซ่การผลิตเพื่อการส่งออกของเกาหลีใต้มากกว่าที่เกาหลีใต้มีบทบาทดังกล่าวต่อการส่งออกของญี่ปุ่น สะท้อนผ่านสัดส่วนมูลค่าเพิ่มทางการค้า อย่างไรก็ตาม สัดส่วนดังกล่าวอยู่ในระดับต่ำ



Source: OECD, CIA, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ ความตึงเครียดระหว่าง 2 ประเทศ ที่มีที่ท่าจะทวีความรุนแรงมากขึ้นหลังล่าสุดเมื่อต้นเดือน ส.ค. รัฐบาลญี่ปุ่นไฟเขียวถอดชื่อเกาหลีใต้จากบัญชีลิสต์พิเศษด้านการส่งออกสินค้าที่อาจนำไปใช้ทางทหาร (White List) ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 28 ส.ค. ความขัดแย้งดังกล่าวสร้างความกังวลว่าอาจนำไปสู่การคว่ำบาตร (Boycott) การซื้อสินค้าและบริการระหว่างกันของทั้ง 2 ประเทศได้ โดยเรามองว่าหากเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวขึ้น จะกระทบต่อประเทศผู้ผลิตอื่นที่อยู่ในห่วงโซ่การผลิตในการนำเข้าสินค้าระหว่างกันของทั้ง 2 ประเทศด้วย โดยเฉพาะจีน สหรัฐฯ และออสเตรเลีย ที่เป็นผู้ผลิตสินค้าชั้นกลางให้แก่ผู้ส่งออกทั้งฝั่งเกาหลีใต้และญี่ปุ่น อย่างไรก็ตาม มูลค่าเพิ่มทางการค้าของจีน สหรัฐฯ และออสเตรเลีย คิดเป็นสัดส่วนต่อจีดีพีของประเทศนั้นอยู่ในสัดส่วนที่ต่ำ

แผนภาพที่ 42: หากทั้ง 2 ประเทศมีการ boycott การนำเข้าสินค้าระหว่างกัน อาจกระทบต่อประเทศอื่นที่อยู่ในห่วงโซ่การผลิตของการค้าทั้ง 2 ประเทศด้วย



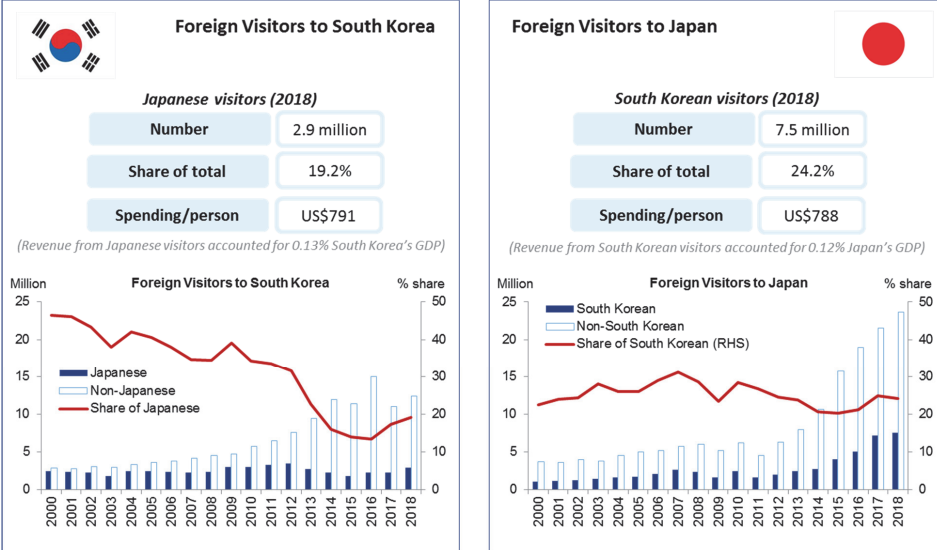
Note: Figures in parenthesis are value added as a % of country's GDP

Source: OECD, CIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ด้านการท่องเที่ยว เราพบว่าในปี 2018 มีนักท่องเที่ยวญี่ปุ่นเดินทางไปเกาหลีใต้ 2.9 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วน 19.2% ของนักท่องเที่ยวรวมในเกาหลีใต้ ในขณะที่มีนักท่องเที่ยวเกาหลีใต้เดินทางไปญี่ปุ่น 7.5 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วน 24.2% ของนักท่องเที่ยวรวมในญี่ปุ่น ในขณะที่นักท่องเที่ยวของทั้ง 2 ประเทศมีค่าใช้จ่ายต่อหัวใกล้เคียงกัน ดังนั้น หากมีความเสี่ยงที่อาจจะเกิดการ Boycott การท่องเที่ยวด้วยนั้น น่าจะกระทบต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในญี่ปุ่นมากกว่า เนื่องจากมีการพึ่งพิงนักท่องเที่ยวจากเกาหลีใต้ในสัดส่วนมากกว่า

อย่างไรก็ดี หากคำนวณรายได้จากนักท่องเที่ยวเกาหลีใต้ที่เดินทางมาญี่ปุ่น คิดเป็น 0.12% ต่อจีดีพีของประเทศ ซึ่งใกล้เคียงกับรายได้จากนักท่องเที่ยวญี่ปุ่นที่เดินทางมาเกาหลีใต้ คิดเป็น 0.13% ต่อจีดีพีของประเทศ เนื่องจากว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีขนาดใหญ่กว่าเกาหลีใต้ประมาณ 3 เท่า ซึ่งช่วยจำกัดผลกระทบภาพรวมที่มีต่อจีดีพีจากการที่ญี่ปุ่นพึ่งพิงในด้านการท่องเที่ยวที่มีกับเกาหลีใต้ลงได้ หากนักท่องเที่ยวเกาหลีใต้จะทำการ Boycott ในการเดินทางมายังประเทศญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 43: ญี่ปุ่นอาจได้รับผลกระทบจากการ boycott การท่องเที่ยวมากกว่าเกาหลีใต้ เพราะมีจำนวนนักท่องเที่ยวเกาหลีใต้ไปเที่ยวที่ญี่ปุ่น มากกว่าจำนวนนักท่องเที่ยวญี่ปุ่นที่เดินทางไปเกาหลีใต้

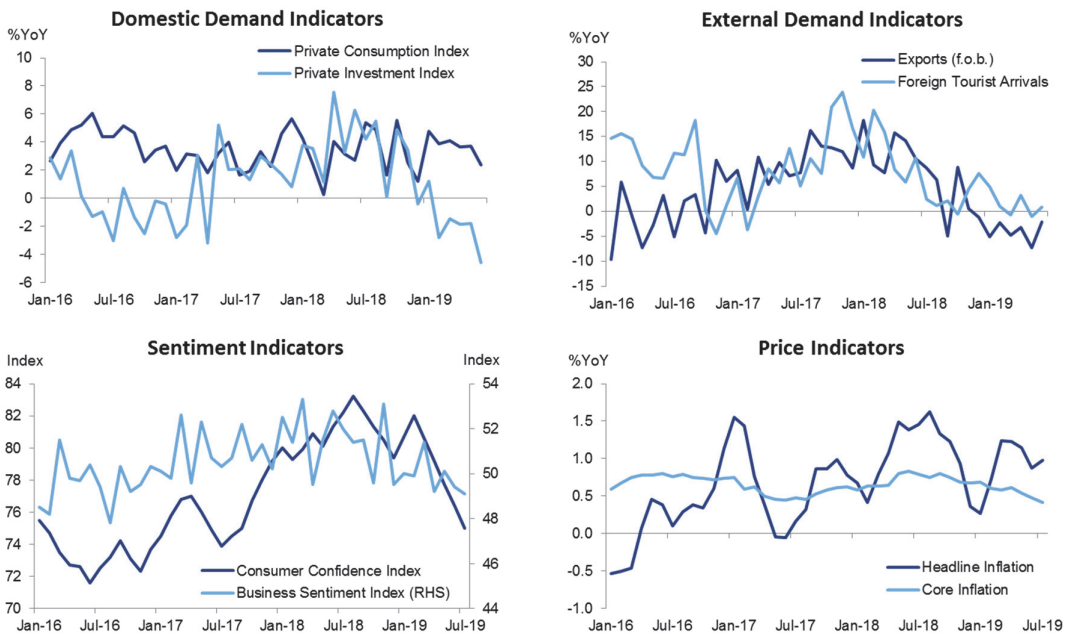


Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไทย

เครื่องชี้เศรษฐกิจเดือน มิ.ย. บ่งชี้การชะลอตัวลงทั้งอุปสงค์ในและต่างประเทศ ส่งผลให้ภาพรวมเศรษฐกิจไตรมาสสองแผ่วลงจากไตรมาสแรก โดยเราได้ปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจไทยในปีนี้อาจอยู่ที่ 2.9% จากคาดการณ์เดิมที่ 3.5% ในเดือน ก.พ. ซึ่งเป็นผลมาจากทั้งเครื่องชี้เศรษฐกิจครึ่งปีแรกที่อ่อนแอกว่าคาด และโมเมนตัมในระยะต่อไปที่น่าจะแผ่วลง ในขณะที่โอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. อีก 0.25% ภายในสิ้นปีนี้ยังมีความเป็นไปได้ หากความเสี่ยงด้านต่ำ เช่น ความตึงเครียดของสงครามการค้ารุนแรงขึ้น เป็นต้น ได้ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ

แผนภาพที่ 44: เครื่องชี้เศรษฐกิจเดือน มิ.ย. บ่งชี้ภาวะชะลอตัวทั้งอุปสงค์ในประเทศและต่างประเทศ



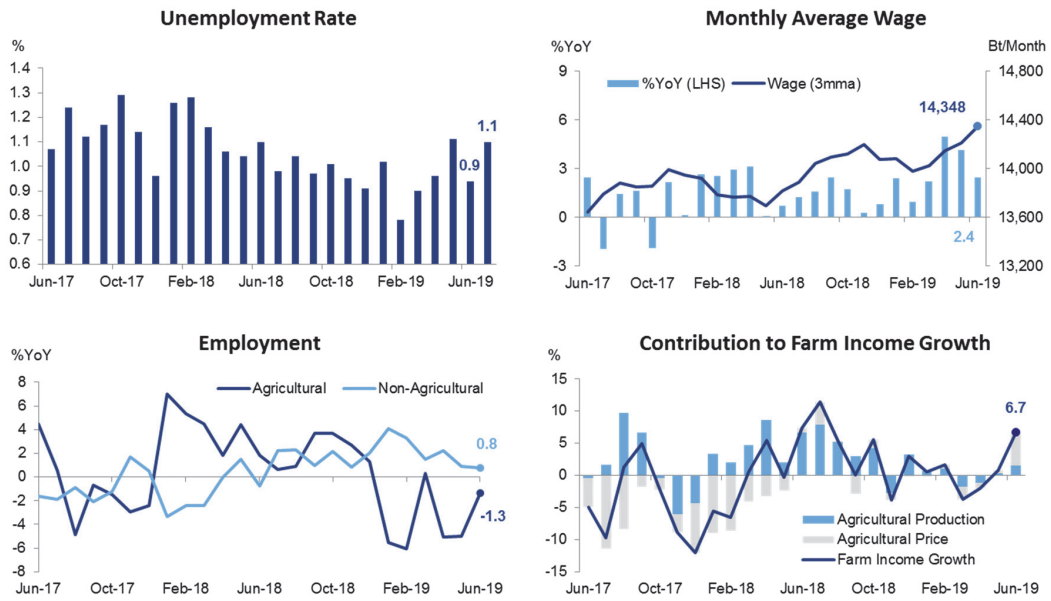
Source: Bank of Thailand, Ministry of Commerce, University of the Thai Chamber of Commerce, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โมเมนตัมเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงรวมทั้งปัญหาภัยแล้ง กระทบความเชื่อมั่นและกำลังซื้อครัวเรือน

เรามองว่าการบริโภคครัวเรือนน่าจะขยายตัวชะลอลงลงในระยะข้างหน้า จากความระมัดระวังในการใช้จ่ายของครัวเรือนสะท้อนผ่านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน ก.ค. ที่อ่อนแอลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 และต่ำสุดในรอบ 22 เดือน มาอยู่ที่ระดับ 75.0 จากระดับ 76.4 ในเดือน มิ.ย. ด้วยความกังวลในภาวะเศรษฐกิจ ปัญหาสงครามการค้า เสถียรภาพทางการเมือง รวมทั้งราคาพืชผลเกษตรที่ทรงตัวในระดับต่ำ ที่บั่นทอนความเชื่อมั่นของครัวเรือน

นอกจากนี้ การเพิ่มขึ้นของค่าแรงเฉลี่ยในอัตราชะลอลงและการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น เป็นอีกปัจจัยที่น่าจะกดดันกำลังซื้อของครัวเรือนในระยะข้างหน้า โดยล่าสุดสำนักงานสถิติแห่งชาติรายงานภาวะการทำงานของประชากรเดือน ก.ค. พบว่า ผู้ที่อยู่ในกำลังแรงงานมีจำนวนทั้งสิ้น 38.09 ล้านคน โดยมีผู้ว่างงาน 4.36 แสนคน คิดเป็นอัตราการว่างงานที่ 1.1% (สูงขึ้นจากระดับ 0.9% ในเดือน มิ.ย.) ซึ่งจำนวนผู้ว่างงานเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันปีก่อน (YoY) 5.4 หมื่นคน

แผนภาพที่ 45: อัตราการว่างงานปรับตัวสูงขึ้นในเดือน ก.ค. ในขณะที่การจ้างงานและค่าแรงเพิ่มขึ้นในอัตราชะลอลง

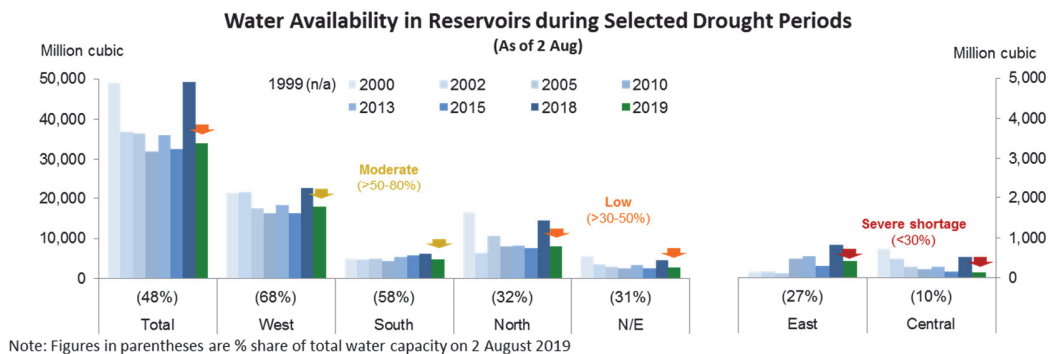


Source: Bank of Thailand, Office of Agricultural Economics, National Statistical Office, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ ความเสี่ยงภัยแล้งในปีนี้มีที่ท่าจะรุนแรงมากขึ้นและจะกระทบกำลังซื้อในกลุ่มเกษตรกร โดยหากประเมินจากระดับน้ำใช้การได้จริงในปี 2019 (ข้อมูล ณ 2 ส.ค.) พบว่า ต่ำกว่าระดับน้ำใช้การได้จริงในปี 2018 และอยู่ในระดับใกล้เคียงกับปีที่เคยเกิดภัยแล้งซ้ำซากในอดีต ซึ่งในปัจจุบันภาคตะวันออกและภาคกลาง ถือว่ามีระดับน้ำใช้การได้จริงอยู่ในเกณฑ์วิกฤต เพราะมีระดับน้ำต่ำกว่า 30% ของความจุ ส่วนภาคเหนือและภาคอีสานมีระดับน้ำอยู่ในเกณฑ์น้ำน้อย (ระดับน้ำเกินกว่า 30% แต่ไม่เกิน 50%) ส่วนภาคใต้และภาคตะวันตกมีระดับน้ำอยู่ในเกณฑ์น้ำปานกลาง (ระดับน้ำเกินกว่า 50% แต่ไม่เกิน 80%)

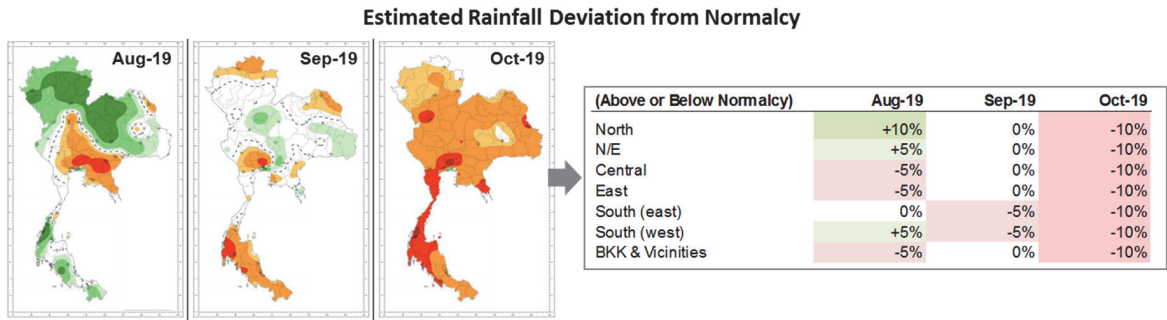
นอกจากนี้ การคาดการณ์ปริมาณน้ำฝนในระยะ 3 เดือนข้างหน้า (ส.ค.-ต.ค.) ของกรมอุตุนิยมวิทยาประเมินว่า ปริมาณฝนมีโอกาสต่ำกว่าค่าปกติ 5-10% โดยเฉพาะในเดือน ต.ค. ทั้งนี้ หากประเมินจากข้อมูลความเสียหายที่ภัยแล้งได้ส่งผลกระทบต่อภาคเกษตรในอดีต (ตั้งแต่ปี 1993) พบว่า ภัยแล้งเคยส่งผลกระทบรุนแรงสุดในปี 2005 ทำให้เกิดความเสียหาย 7.6 พันล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วน 1% ของจีดีพีภาคเกษตร หรือคิดเป็นสัดส่วน 0.1% ของจีดีพีรวม

แผนภาพที่ 46: ปริมาณน้ำใช้การได้จริงในปี 2019 ต่ำกว่าในปี 2018 มาก และอยู่ในระดับใกล้เคียงกับปีที่เคยเกิดภัยแล้งรุนแรงในอดีต



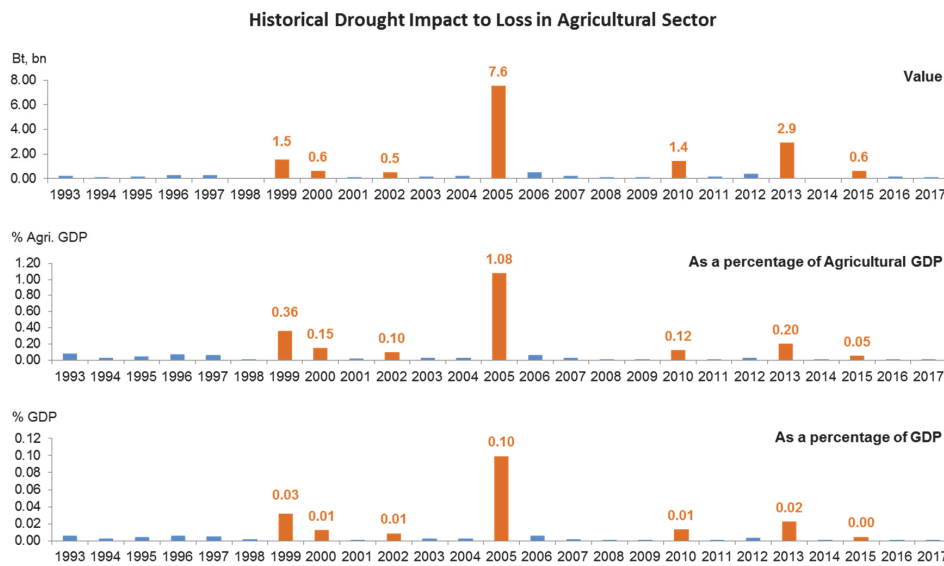
Source: Thaiwater, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 47: กรมอุตุนิยมวิทยาคาดการณ์ปริมาณฝนในเดือน ส.ค.-ต.ค. มีโอกาสต่ำกว่าเกณฑ์ปกติราว 5-10%



Source: TMD, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 48: ภัยแล้งเกิดขึ้นบ่อยครั้ง และเคยสร้างความเสียหายให้แก่ภาคเกษตรคิดเป็นสัดส่วนถึง 1% ต่อจีดีพีภาคเกษตร



Source: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การอนุมัติงบฯ FY2020 ลำช้า กระทบเม็ดเงินภาครัฐที่เข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ

การจัดตั้งรัฐบาลที่ล่าช้าส่งผลกระทบต่อกระบวนการพิจารณาอนุมัติงบประมาณรายจ่ายประจำปี FY2020 โดยแผนกำหนดการล่าสุดของสำนักงบประมาณคาดว่า พ.ร.บ.งบประมาณรายจ่ายประจำปี FY2020 จะมีผลบังคับใช้ได้ในช่วงปลายเดือน ม.ค. 2020 ซึ่งทำให้เกิดความกังวลว่าเม็ดเงินงบประมาณจากภาครัฐจะหายไปในช่วงเดือน ต.ค.-ธ.ค. 2019 และ ม.ค. 2020 โดยจากข้อมูลการเบิกจ่ายงบประมาณในช่วง 5 ปีย้อนหลังเฉลี่ย มีการเบิกจ่ายงบประจำราว 9.89 แสนล้านบาท และมีการเบิกจ่ายงบลงทุนราว 9.5 หมื่นล้านบาท

อย่างไรก็ดี จาก พ.ร.บ.วิธีการงบประมาณ 2018 (หมวด 2 มาตรา 12) ระบุไว้ว่า “ในกรณีทีพระราชบัญญัติงบประมาณรายจ่ายประจำปีออกไม่ทันปีงบประมาณใหม่ ให้ใช้งบประมาณรายจ่ายประจำปีงบประมาณที่ล่วงแล้วไปพลางก่อนได้” ซึ่งผู้อำนวยการสำนักงบประมาณได้เปิดเผยเพิ่มเติมว่า ได้มีการกำหนดเพดานไว้ที่ 50% จากกรอบงบประมาณปีก่อนหน้า ทำให้มีเพดานการใช้เงินงบประมาณไปพลางก่อนได้ 1.5 ล้านล้านบาท สำหรับ FY2020 ซึ่งจะใช้จ่ายได้เฉพาะในส่วนของงบประจำและงบลงทุนที่มีภาระผูกพันเกิดขึ้นแล้ว โดยคาดว่าในช่วงสัญญาภาคของงบฯ FY2020 จะมีความต้องการเบิกจ่ายในส่วนของงบประจำ 1.1 ล้านล้านบาท และอีก 4.2 หมื่นล้านบาทสำหรับงบลงทุนที่มีภาระผูกพันเกิดขึ้นแล้ว (ข่าว ณ 1 ก.ค. 2019) ทำให้ยังมีเม็ดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจอยู่

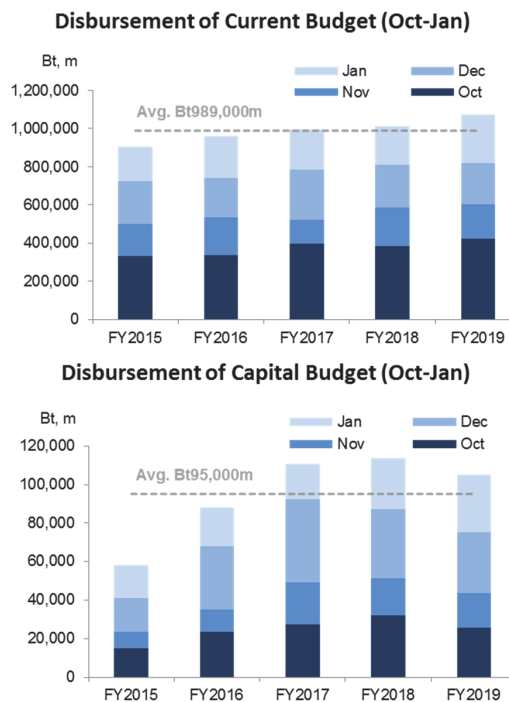
อย่างไรก็ดี จะเห็นได้ว่า งบประมาณที่ได้สร้างภาวะผูกพันเกิดขึ้นแล้วที่ 4.2 หมื่นล้านบาทนั้น ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ที่มีการเบิกจ่ายงบประมาณในช่วงเดือน ต.ค.-ม.ค. อยู่อีกประมาณ 5.3 หมื่นล้านบาท ซึ่งทำให้มีความเสี่ยงที่เม็ดเงินก้อนนี้จะหายไปจากระบบเศรษฐกิจ ดังนั้นเรามองว่ารัฐบาลมีความจำเป็นที่ต้องเร่งออกมาตราการกระตุ้นเศรษฐกิจก่อนสิ้นปีงบประมาณ FY2019 (ภายในวันที่ 30 ก.ย.) เพื่อใช้เงินงบประมาณที่ยังไม่ได้มีการเบิกจ่ายหรือส่วนที่เหลือที่คาดว่าจะใช้ไม่ทันภายในปี FY2019 ในการออกมาตราการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นเพื่อชดเชยกับเม็ดเงินจากลงทุนที่คาดว่าจะหายไป เช่น มาตรการแจกเงินเพื่อช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย เด็กแรกเกิด และผู้สูงอายุ ซึ่งจากการประเมินเบื้องต้นของเราพบว่า หากดำเนินมาตรการข้างต้นเป็นระยะเวลา 4 เดือน น่าจะคิดเป็นเม็ดเงินที่อัดฉีดเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจราว 9 หมื่นล้านบาท ซึ่งน่าจะช่วยพยุงกำลังซื้อของครัวเรือนไว้ได้ส่วนหนึ่ง

แผนภาพที่ 49: กำหนดการอนุมัติร่าง พ.ร.บ.งบประมาณรายจ่ายประจำปี FY2020 คาดว่ากว่าจะมีผลบังคับใช้ได้คือช่วงปลายเดือน ม.ค. 2020



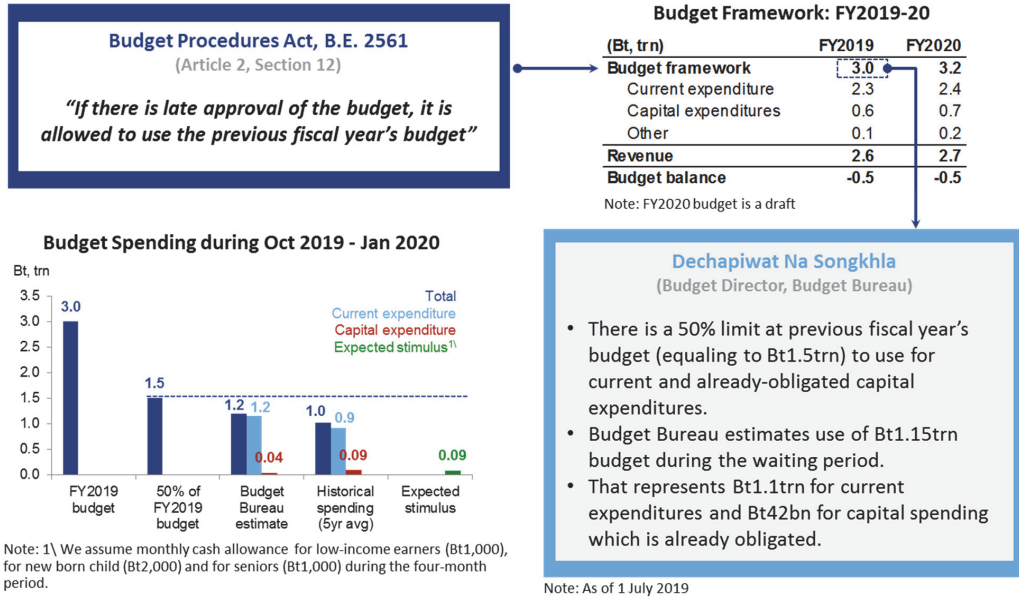
Source: Budget Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 50: การเบิกจ่ายงบประมาณและงบลงทุนเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี อยู่ที่ 9.89 แสนล้านบาท และ 9.5 หมื่นล้านบาท ตามลำดับ



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

แผนภาพที่ 51: พ.ร.บ.วิธีการงบประมาณ 2018 ระบุว่า “ในกรณีที่พระราชบัญญัติงบประมาณรายจ่ายประจำปีออกไม่ทันปีงบประมาณใหม่ ให้ใช้งบประมาณรายจ่ายประจำปีงบประมาณที่ล่วงแล้วไปพลางก่อนได้”

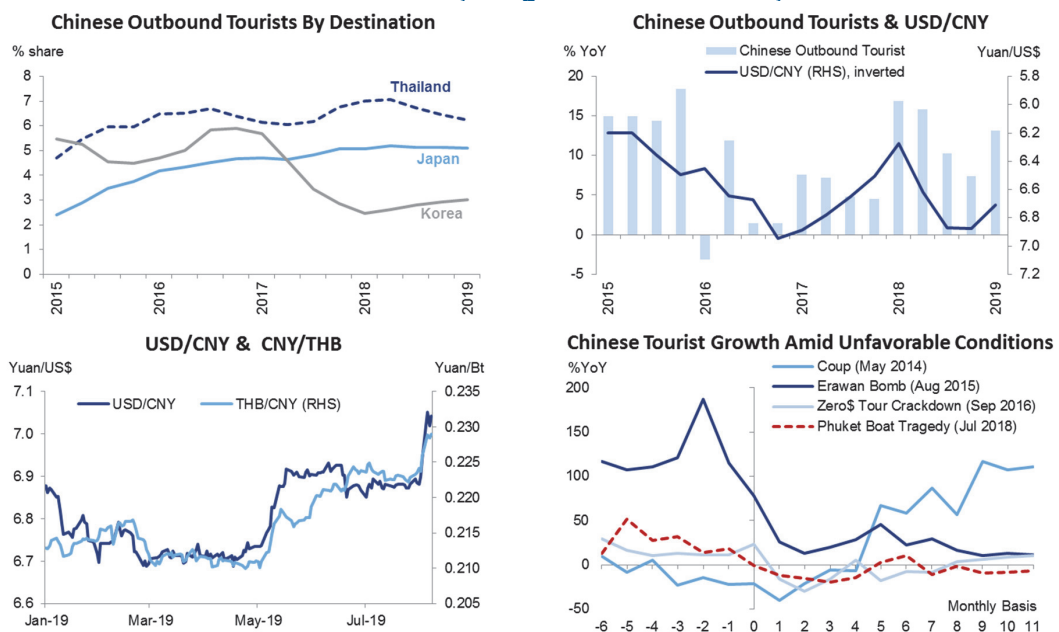


Source: Budget Bureau, Fiscal Policy Office, Prachachart, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินหยวนอ่อนค่า นำจะกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางออกต่างประเทศ

จากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวของจีน กอปรกับการอ่อนค่าลงของค่าเงินหยวนอย่างรวดเร็วในช่วงไม่กี่สัปดาห์ที่ผ่านมา เรามองว่าอาจกระทบต่อแนวโน้มการเดินทางของนักท่องเที่ยวชาวจีนให้ลดลง เนื่องจากต้นทุนการเดินทางและค่าใช้จ่ายในการท่องเที่ยวเพิ่มสูงขึ้น โดยล่าสุดค่าเงินหยวนอ่อนค่าลงแตะระดับสูงกว่า 7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับค่าเงินบาทเช่นเดียวกัน ทำให้เราไม่ได้คาดหวังว่าจะได้เห็นการกลับมาฟื้นตัวได้นักของนักท่องเที่ยวจีนในช่วงครึ่งหลังของปี (แต่จะได้รับแรงหนุนจากฐานที่ต่ำในช่วง 2H18 จากเหตุการณ์เรือล่มในภูเก็ต) ทั้งนี้ ในช่วงไตรมาส 1 และ 2 ของปี 2019 จำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางมายังประเทศไทยหดตัว 2% และ 8% YoY ตามลำดับ

แผนภาพที่ 52: เงินหยวนที่อ่อนค่าอาจกดดันต่อการเดินทางออกนอกประเทศของนักท่องเที่ยวจีนมายังประเทศไทย แม้ว่าในช่วงครึ่งหลังของปี ตัวเลขในเชิง YoY อาจได้รับแรงหนุนจากฐานที่ต่ำลงเนื่องด้วยมีเหตุการณ์เรือล่มในเดือน ก.ค. 2018

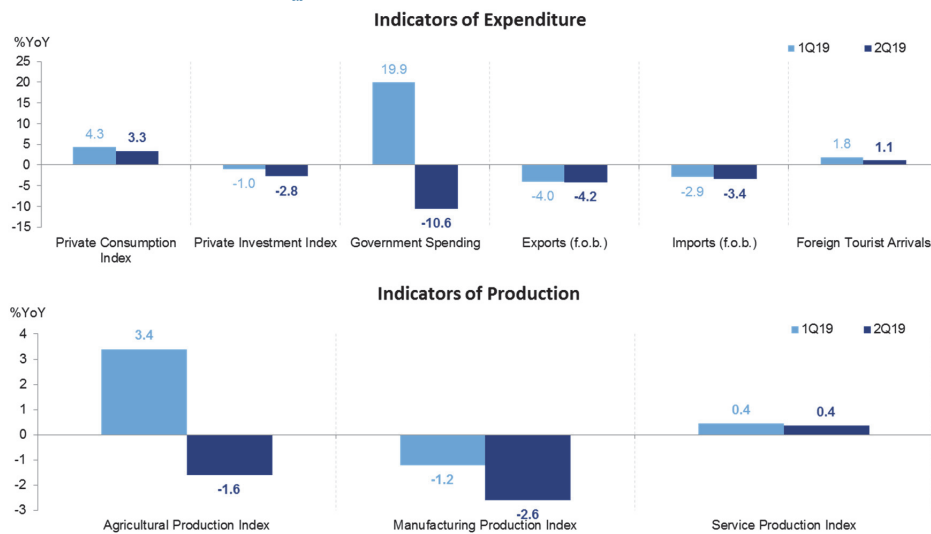


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

หั่นคาดการณ์เศรษฐกิจไทยปี 2019F ลงมาอยู่ที่ 2.9% แต่ความเสี่ยงด้านต่ำยังมีอยู่

ก่อนหน้านี้ ธปท. ได้เปิดเผยรายงานภาวะเศรษฐกิจไทยเดือน มิ.ย. ซึ่งระบุว่ากิจกรรมเศรษฐกิจจะลดลงจากเดือนก่อนทั้งอุปสงค์ในและต่างประเทศ ส่งผลให้ภาพรวมเครื่องชี้เศรษฐกิจไตรมาสสองแผ่วลงจากไตรมาสแรกในวงกว้าง และเป็นการชี้ให้เห็นว่าโมเมนตัมของเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มอ่อนแอลงในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ การส่งออกที่น่าจะหดตัวในปีนี้ และจากสถานการณ์อันไม่พึงประสงค์ดังกล่าวมาแล้วข้างต้น และประเด็นอื่นๆ อาทิ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ตึงเครียดมากขึ้น ซึ่งสหรัฐฯ ประกาศจะจัดเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนที่อัตรา 10% ในรายการสินค้ามูลค่า 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ก.ย. (ภายหลังมีการชะลอการปรับขึ้นภาษีในบางรายการสินค้าออกไปเป็นกลางเดือน ธ.ค.) เป็นต้น

แผนภาพที่ 53: เครื่องชี้เศรษฐกิจด้านการใช้จ่ายและด้านการผลิตแผ่วลงในไตรมาส 2



Source: Bank of Thailand, Office of Industrial Economics, Office of Agricultural Economics, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ดังนั้น เราจึงได้มีการปรับลดคาดการณ์จีดีพีไทยในปี 2019F ลงมาอยู่ที่ 2.9% จากคาดการณ์เดิมในเดือน ก.พ. ที่ 3.5% เพื่อสะท้อนถึงเครื่องชี้เศรษฐกิจที่ต่ำกว่าคาดในช่วงครึ่งแรกของปี และโมเมนตัมที่น่าจะอ่อนแอลงในครึ่งหลัง โดยในปี 2019F เราคาดว่าภาวะการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนจะขยายตัว 3.6% และ 2.0% ตามลำดับ ส่วนการลงทุนภาครัฐคาดว่าจะไม่ขยายตัว ในขณะที่การส่งออกอาจหดตัวราว 2.5%

แผนภาพที่ 54: เปรียบเทียบประมาณการเศรษฐกิจไทยในปี 2019F

Key Economic Forecasts for Thailand

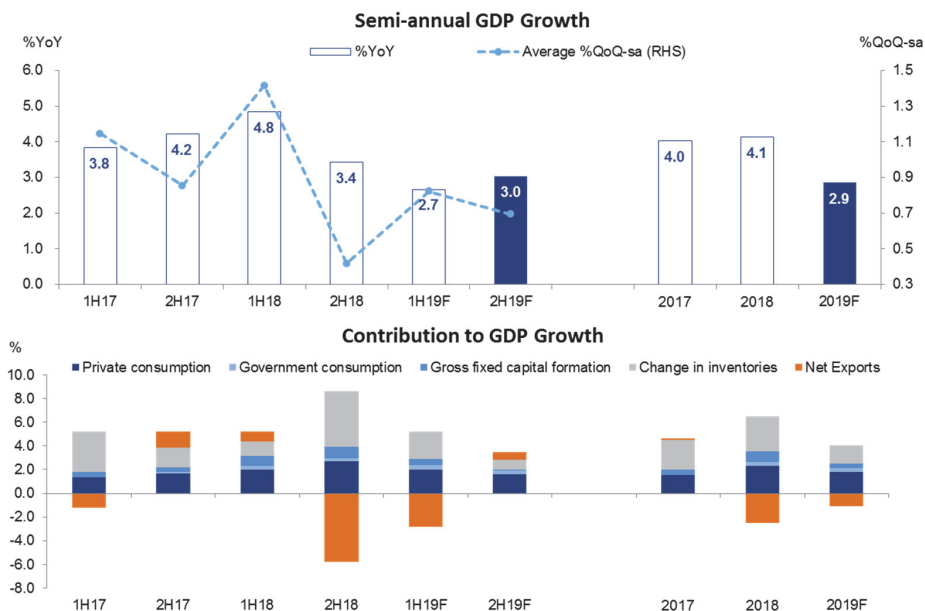
Indicators		2017	2018	2019F				
				FPO	NESDC	BoT	ESU	
				(Apr-19)	(May-19)	(Jun-19)	(Feb-19)	(Aug-19)
GDP	%	4.0	4.1	3.8	3.3-3.8	3.3	3.5	2.9
Private Consumption	%	3.0	4.6	4.2	4.2	3.8	4.0	3.6
Public Consumption	%	0.1	1.8	2.0	2.2	3.8	2.1	2.2
Private Investment	%	2.9	3.9	4.1	4.5	2.2	2.6	2.0
Public Investment	%	-1.2	3.3	4.6	4.5	3.8	4.8	0.3
Exports (f.o.b.)	%	9.5	7.5	3.4	2.2	0.0	3.3	-2.5
Imports (f.o.b.)	%	13.2	13.7	3.5	3.5	-0.3	5.0	-2.8
Foreign Tourist Arrivals	Million	35.6	38.3	40.0	40.5	39.9	39.7	39.0
Headline Inflation	%	0.7	1.1	1.4	1.0	1.0	1.1	0.9
Dubai oil price ¹⁾	US\$/bbl	53	69	68	62-72	66	66	64
Policy Rate ²⁾	%	1.50	1.75	n/a	n/a	n/a	1.75	1.50
USD/THB ¹⁾	Bt/US\$	33.9	32.3	32	31.1-32.1	n/a	32.2	31.1

Note: 1) Period average 2) Period end

Source: NESDC, Bank of Thailand, Fiscal Policy Office, Ministry of Commerce, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ทั้งนี้ ด้วยฐานที่ต่ำลงของจีดีพีใน 2H18 (ขยายตัว 3.4% YoY จากระดับ 4.8% ใน 1H18) จะช่วยหนุนตัวเลขจีดีพีใน 2H19F ได้บ้าง ซึ่งเราคาดว่า จะขยายตัว 3.0% YoY จากระดับ 2.7% ใน 1H19F อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาโมเมนตัมของเศรษฐกิจสะท้อนผ่านการขยายตัวเทียบรายไตรมาสหลังขจัดปัจจัยฤดูกาล (QoQ-sa) จากการคำนวณของเราพบว่า ในครึ่งหลังของปีเศรษฐกิจมีโมเมนตัมแผ่วลงจากครึ่งปีแรก

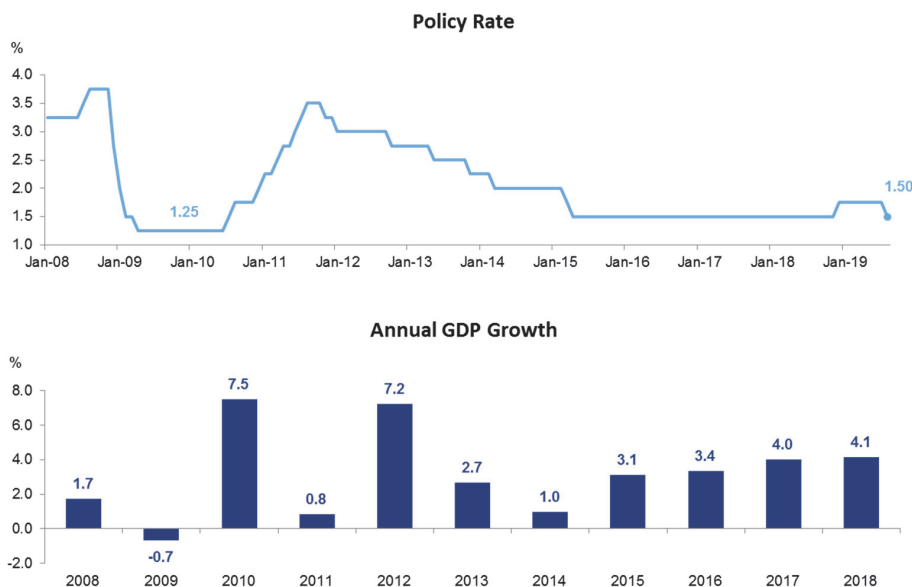
แผนภาพที่ 55: คาดโมเมนตัมเศรษฐกิจ (QoQ-sa) แผ่วลงใน 2H19F แต่ฐานที่ต่ำลงช่วยหนุนตัวเลขในเชิง YoY ให้ขยายตัว 3.0% ในช่วงครึ่งหลังของปี



Source: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ด้านแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในกรณีฐาน (Baseline) เรามองว่า ธปท. น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 1.50% ไปจนถึงสิ้นปี 2019F เนื่องจาก ธปท. มี Policy Space ที่จำกัด เพราะระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันอยู่สูงกว่าระดับที่เคยต่ำสุดที่ระดับ 1.25% ในปี 2009 (ช่วงวิกฤตซับไพร์ม) เพียง 0.25% เท่านั้น และเศรษฐกิจไทยในปีดังกล่าวหดตัว 0.7% ทำให้เรามองว่า ธปท. อาจเลือกเก็บกระสุนในการผ่อนคลายนโยบายการเงินไว้ให้นานที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ เพื่อใช้ในยามจำเป็น

แผนภาพที่ 56: อัตราดอกเบี้ยนโยบายเคยต่ำสุดในช่วงวิกฤตซับไพร์มปี 2009 ที่ระดับ 1.25% ต่ำกว่าระดับปัจจุบันเพียง 25bps ทำให้ ธปท. มี policy space ที่จำกัด



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

อย่างไรก็ดี หากโมเมนตัมเศรษฐกิจไทยอ่อนแอลงกว่าที่ประเมินไว้ ซึ่งเกิดจากปัจจัยเสี่ยงด้านต่ำมีนัยยะขึ้น อาทิ ความตึงเครียดของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนมีมากขึ้น (เช่น การปรับเปลี่ยนอัตราภาษีนำเข้าที่จัดเก็บระหว่างกันสูงขึ้น) เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอลงกว่าเดิม (เช่น IMF ปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจโลกลงอีกเข้าใกล้ระดับ 3% หรือต่ำกว่าระดับ 3% ซึ่งอย่างหลังสะท้อนภาวะถดถอยเชิงเทคนิคของเศรษฐกิจโลก) เป็นต้น จะทำให้มีโอกาสสูงขึ้นที่ ธปท. อาจตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 0.25% สู่ระดับ 1.25% ภายในสิ้นปีนี้ เพื่อรับมือกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงกว่าเดิม โดยคณะกรรมการนโยบายการเงินมีการประชุมอีก 3 ครั้งในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ (25 ก.ย., 6 พ.ย. และ 18 ธ.ค.)

TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

Head of Economic Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ธรรมรัตน์ กิตติศิริพัฒน์

Head of Economics

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์การเงิน (เกียรตินิยม)
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ชั้นโทเขียน ใบอนุญาตนักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

ประสบการณ์การทำงาน: นักวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคและกลยุทธ์การลงทุนของสถาบันการเงินเอกชน กว่า 12 ปี

ซารา ฟลูปบูลย์

Economist

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

เพชร เย็นไพศาล

Research Assistant

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การตลาด)
มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

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	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854
	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2	: 02 673 7017
	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เมกา บางนา ชั้น 1	: 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909
	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
	ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์	: 02 041 4411	เซ็นทรัล พระราม 2	: 02 416 0811
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998	เกสโก้โต๊ส พระราม 3	: 02 681 1411
	อเวนิว รัชโยธิน	: 02 930 2311	เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน	: 02 550 1335	เกสโก้โต๊ส รัตนาธิเบศร์	: 0 2950 8855
	พรอมานาด	: 02 947 5315	ไอคอนสยาม	: 02 056 4168		
จันทร - สุภร	สำนักงานใหญ่	: 02 633 7094	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารกสินท์	: 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	โลดิส โคราช	: 044 262 326
สุรินทร์	: 044 521 531	อุดรธานี	: 042 326 333	อุบลราชธานี	: 045 284 633	กระบี่	: 075 632 989
ตรัง	: 075 223 277	ภูเก็ต	: 076 261 929	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 343 111
ถนนพิทักษ์อุทิศ 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