



TIPS

October
2019

TISCO Investment Portfolio Strategy



- เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้นจาก 1) สภาพคล่อง (Liquidity) ซึ่งจะกลับมาเป็นบวกครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2018 2) แนวโน้มการขายทำกำไรในสินทรัพย์ปลอดภัย และกลับมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง และ 3) ตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำในปี 2018
- อย่างไรก็ตามเรามองตลาดระยะยาวยังมี Upside ที่จำกัด ท่ามกลางการเติบโตของเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวและปัจจัยเสี่ยงทั้งจากสงครามการค้า การเจรจา Brexit และความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์
- แนะนำถึงกำไรระยะสั้นในหุ้นกลุ่มธนาคารที่จะได้ประโยชน์จาก Yield Curve ที่กลับมาชันขึ้น
- แนะนำให้นักลงทุนทยอยลดการลงทุนในตลาดหุ้น EM ซึ่งมีความผันผวนสูง และให้ผลตอบแทนไม่คุ้มความเสี่ยง

Contents

| | |
|--------------------------------------|----|
| ○ Executive Summary | 3 |
| ○ Global Investment Strategy | 4 |
| Special Issue : จุดจบของตลาดเกิดใหม่ | 7 |
| ตลาดหุ้น | 10 |
| ตลาดตราสารหนี้ | 14 |
| ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ | 16 |
| ○ Global Economic Insights | 23 |
| เศรษฐกิจสหรัฐฯ | 24 |
| เศรษฐกิจยุโรป | 28 |
| เศรษฐกิจจีน | 33 |
| เศรษฐกิจญี่ปุ่น | 38 |
| เศรษฐกิจไทย | 42 |



TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

ธรรมรัตน์ กิตติสิริพัฒน์

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

ซาร่า ผลพิบูลย์

เพชร เย็นไพศาล

กัญฐพันธ์ ตั้งเจริญนันต์

ธนาคารเกสโกล์ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารเกสโกล์ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

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

Executive Summary

เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้นจาก 1) สภาพคล่อง (Liquidity) ซึ่งจะกลับมาเป็นบวกครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2018 2) แนวโน้มการขยายตัวกำไรในสินทรัพย์ปลอดภัย และกลับมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง และตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำในปี 2018 เราแนะนำเก็งกำไรระยะสั้นในหุ้นกลุ่มธนาคารที่จะได้ประโยชน์จาก Yield Curve ที่กลับมาชันขึ้น

อย่างไรก็ดี เรามองตลาดระยะยาวยังมี Upside ที่จำกัด เนื่องจาก ตัวเลขเศรษฐกิจเมื่อเทียบกับเดือนก่อน (%MoM) ยังไม่น่าฟื้นตัวขึ้นเร็วนัก เนื่องจากการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ และประเทศคู่ค้ามีแนวโน้มที่จะยืดเยื้อ และไม่ได้ข้อสรุป ประกอบกับความเสี่ยงจากเหตุการณ์สำคัญต่อเนื่องไปจนถึงปีหน้า ได้แก่ 1) ความเสี่ยงที่อังกฤษอาจแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง (No-deal Brexit) ในกำหนดเส้นตายวันที่ 31 ต.ค. 2) การขึ้นภาษีผู้บริโภคของญี่ปุ่นจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค. นี้ 3) การเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนของสหรัฐฯ และการตอบโต้กลับ (ตามตารางด้านล่าง) รวมถึงกำหนดการประกาศเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ยุโรป ในเดือน พ.ย. นี้ และ 4) การเลือกตั้งครั้งใหม่ของประธานาธิบดี Donald Trump ในเดือน พ.ย. ปีหน้า ความเสี่ยงเหล่านี้จะทำให้ผู้ประกอบการชะลอแผนการลงทุนออกไป และอาจทำให้นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการกำไร (Earnings) ซึ่งจะกดดันราคาหุ้นในระยะข้างหน้า

เราแนะนำให้นักลงทุนทยอยลดการลงทุนในตลาดหุ้น EM ซึ่งมีความผันผวนสูง และให้ผลตอบแทนไม่คุ้มความเสี่ยง โดยนับตั้งแต่ต้นปี 2010 ดัชนีหุ้น EM ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 2% ต่ำกว่าตลาดหุ้น DM ที่ขึ้นมาแล้วถึง 86% เป็นอย่างมาก เรามองว่าตลาดหุ้น EM จะยังให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดหุ้น DM ต่อไป ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และปัจจัยเสี่ยงที่ยังมีอยู่มากในสถานการณ์ปัจจุบัน

Global Investment Strategy

Key Recommendations

- เรามองตลาดหุ้นมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้นจาก 1) สภาพคล่อง (Liquidity) ซึ่งจะกลับมาเป็นบวกครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2018 2) แนวโน้มการขยายตัวในสินทรัพย์ปลอดภัย และกลับมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง และ 3) ตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำในปี 2018
- อย่างไรก็ตามเรายังมี Upside ที่จำกัด ท่ามกลางการเติบโตของเศรษฐกิจที่ยังชะลอตัวและปัจจัยเสี่ยงทั้งจากสงครามการค้า การเจรจา Brexit และความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์
- แนะนำเก็งกำไรระยะสั้นในหุ้นกลุ่มธนาคารที่จะได้ประโยชน์จาก Yield Curve ที่กลับมาชันขึ้น
- แนะนำให้นักลงทุนทยอยลดการลงทุนในตลาดหุ้น EM ซึ่งมีความผันผวนสูง และให้ผลตอบแทนไม่คุ้มความเสี่ยง

Past Performance

| ASEAN | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
|----------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Thailand SET | 1,663 | -0.5% | 1.9% | -0.3% | 2.3% | -3.2% | 6.3% |
| Philippines PCOMP | 7,997 | 0.5% | 2.6% | 1.1% | 2.5% | 7.9% | 7.1% |
| Indonesia JCI | 6,219 | -1.7% | -1.1% | 0.5% | -3.7% | 6.8% | 0.4% |
| Singapore STI | 3,204 | 1.8% | 2.9% | -0.1% | 0.1% | 2.0% | 4.4% |
| Malaysia KLCI | 1,601 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | -2.3% | -4.7% | -5.3% |
| Asia | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| HK HSI | 27,125 | 1.7% | 5.4% | -0.4% | -6.5% | 0.7% | 4.9% |
| China H HSCEI | 10,628 | 2.0% | 6.7% | 1.9% | -7.6% | 1.6% | 5.0% |
| MSCI China | 79 | 1.6% | 6.3% | 4.6% | -5.4% | 2.9% | 10.8% |
| China CSI300 | 3,958 | 0.2% | 6.7% | 8.3% | 5.7% | 23.5% | 31.5% |
| Taiwan TWSE | 10,898 | 1.1% | 4.6% | 3.5% | 4.4% | 0.6% | 12.0% |
| Korea KOSPI | 2,061 | 2.6% | 6.9% | -1.4% | -5.3% | -10.5% | 1.0% |
| MSCI Korea | 635 | 2.4% | 7.3% | 1.2% | -2.1% | -7.4% | 5.1% |
| India SENSEX | 37,123 | 0.4% | -0.6% | -4.7% | -2.4% | -1.2% | 2.9% |
| MSCI India | 1,259 | 0.4% | 0.1% | -5.0% | -4.5% | -6.4% | -0.3% |
| Developed Market | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| Australia AS 200 | 6,654 | 0.6% | 3.9% | 1.9% | 7.7% | 7.6% | 17.8% |
| Japan TOPIX | 1,611 | 3.9% | 8.5% | 4.1% | 0.5% | -6.8% | 7.8% |
| Japan Nikkei 225 | 21,970 | 3.1% | 7.6% | 4.0% | 2.4% | -4.9% | 9.8% |
| Europe STOXX600 | 390 | 0.9% | 5.4% | 2.9% | 2.2% | 3.0% | 15.4% |
| Euro STOXX50 | 3,518 | 0.7% | 5.7% | 4.0% | 3.9% | 5.2% | 17.2% |
| US Dow Jones | 27,077 | 0.9% | 4.6% | 3.7% | 4.8% | 3.9% | 16.1% |
| US S&P500 | 2,998 | 0.7% | 3.8% | 3.7% | 6.2% | 3.8% | 19.6% |
| MSCI US REITs | 1,283 | -0.4% | 1.8% | 1.8% | 6.9% | 9.2% | 21.3% |
| J-REITs | 2,116 | -1.1% | 1.9% | 8.9% | 12.8% | 20.7% | 19.3% |
| Europe | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| UK FTSE 100 | 7,321 | 1.2% | 2.9% | -0.5% | 1.3% | 0.3% | 8.8% |
| Germany DAX | 12,380 | 1.3% | 7.1% | 2.4% | 5.9% | 2.3% | 17.2% |
| France CAC 40 | 5,602 | 0.2% | 5.7% | 3.9% | 3.6% | 4.7% | 18.4% |
| Switzerland SMI | 9,969 | -0.9% | 2.5% | 1.2% | 5.1% | 11.6% | 18.3% |
| Portugal PSI 20 | 5,072 | 2.1% | 5.6% | 0.2% | -3.2% | -4.8% | 7.2% |
| Spain IBEX 35 | 9,052 | 0.5% | 4.4% | -0.9% | -3.1% | -3.7% | 6.0% |
| Italy FTSE MIB | 21,969 | -0.1% | 8.1% | 6.5% | 4.4% | 4.1% | 19.9% |
| Latin America | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| Brazil BOVESPA | 103,680 | 0.5% | 3.9% | 6.2% | 4.6% | 35.0% | 18.0% |
| Chile IPSA | 5,070 | 4.3% | 5.7% | 0.9% | -4.8% | -5.3% | -0.7% |
| Mexico MEXBO | 42,841 | 0.3% | 8.9% | -0.7% | 1.5% | -13.6% | 2.9% |
| Regional | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| MSCI Asia Pac ex Japan | 514 | 1.4% | 5.3% | 1.9% | -2.1% | 0.0% | 7.7% |
| MSCI Latin America | 2,709 | 1.4% | 3.8% | -0.9% | -5.0% | 10.0% | 5.6% |
| MSCI All Country World | 526 | 0.9% | 4.3% | 2.9% | 3.3% | 1.6% | 15.3% |
| Commodities | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| WTI Spot | 61.96 | 7.9% | 12.9% | 19.3% | 5.9% | -10.1% | 36.4% |
| Brent Spot | 68.15 | 9.2% | 16.2% | 11.8% | 1.5% | -12.7% | 26.7% |
| Brent-WTI Spread (USD/bbl) | 6.19 | 1.21 | 2.42 | -2.82 | -2.45 | -295.0% | -220.0% |
| Gold Spot | 1498.74 | 0.5% | -0.2% | 11.9% | 15.0% | 24.6% | 16.9% |
| Gold ETF Holdings (tonnes) | 2453.60 | -0.4% | 1.7% | 8.8% | 9.9% | 16.5% | 11.0% |
| Bloomberg Agri Subindex | 38.54 | 3.0% | 1.0% | -9.4% | -5.9% | -6.5% | -7.3% |
| Thai Bond index | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| ThaiBMA Govt Bond index | 320.44 | 0.3% | -0.7% | 10.5% | 14.2% | 17.7% | 14.8% |
| ThaiBMA Govt Bond (1-3Y) | 207.18 | 0.1% | 0.2% | 1.3% | 1.7% | 3.3% | 2.4% |
| ThaiBMA Govt Bond (3-7Y) | 295.32 | 0.3% | 0.0% | 2.3% | 4.0% | 6.3% | 4.6% |
| ThaiBMA Govt Bond (7-10Y) | 397.81 | 0.5% | -1.1% | 4.6% | 8.4% | 11.9% | 8.8% |
| ThaiBMA Govt Bond (<10Y) | 251.84 | 0.3% | -0.3% | 2.8% | 4.6% | 6.8% | 5.1% |
| Thai Bond Yields (bps) | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| 1Y | 1.40 | -1 | -6 | -39 | -40 | -31 | -35 |
| 2Y | 1.38 | -3 | -4 | -39 | -37 | -57 | -43 |
| 5Y | 1.39 | -6 | -1 | -47 | -80 | -95 | -77 |
| 10Y | 1.59 | -2 | 11 | -57 | -101 | -125 | -92 |
| Spread 10Y-2Y | 21 | 0 | 15 | -18 | -64 | -68 | -49 |
| Foreign Bond Yields (bps) | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| US 10Y | 1.83 | 10 | 28 | -27 | -76 | -116 | -86 |
| Japan 10Y | (0.16) | 6 | 6 | -4 | -13 | -28 | -17 |
| UK 10Y | 0.69 | 10 | 23 | -15 | -52 | -84 | -58 |
| German 10Y | (0.48) | 11 | 21 | -23 | -56 | -93 | -72 |
| Spain 10Y | 0.26 | 4 | 18 | -24 | -93 | -123 | -116 |
| Italy 10Y | 0.84 | -10 | -55 | -151 | -165 | -214 | -190 |
| Others | Last | -1W | -1M | -3M | -6M | -1Y | YTD |
| VIX index | 14.67 | -0.6 | -3.8 | -0.7 | 1.8 | 1.0 | -10.8 |
| Dollar index | 98.61 | 0.3% | 0.5% | 1.1% | 2.1% | 4.4% | 2.5% |
| USD/THB | 30.54 | -0.3% | -1.0% | -2.6% | -3.6% | -6.3% | -5.5% |
| EUR/USD | 1.10 | -0.3% | -0.8% | -2.0% | -2.9% | -5.9% | -3.9% |
| GBP/USD | 1.24 | 0.6% | 2.3% | -1.1% | -6.2% | -5.6% | -2.6% |
| USD/JPY | 108.10 | 0.6% | 1.5% | -0.4% | -3.0% | -3.5% | -1.4% |
| USD/CNY | 7.07 | -0.8% | 0.3% | 2.0% | 5.3% | 3.1% | 2.7% |
| USD/CNH | 7.07 | -0.6% | 0.0% | 1.9% | 5.1% | 3.0% | 2.8% |

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of

9/17/2019

7:30:10 AM

Asset Allocation & Investment Themes

| Asset Class | Weighting | | | Themes |
|-------------------------|-------------|---------|------------|---|
| | Underweight | Neutral | Overweight | |
| ตราสารหนี้ | | | | - ราคาค่า Bond Yield จะปรับเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 - คงคำแนะนำ Underweight |
| ตราสารทุน | | | | |
| ตลาดหุ้นสหรัฐฯ | | | | - รัฐบาลและธนาคารกลางของสหรัฐฯ ยังคงดำเนินนโยบายทั้งการคลัง และการเงินในเชิงผ่อนคลาย ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่คอยสนับสนุนเศรษฐกิจ และตลาดการเงินของสหรัฐฯ ให้มีเสถียรภาพที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ ทั่วโลก - การเติบโตของกำไรออนไลน์ไม่น่าจะช่วยขับเคลื่อนตลาดได้มากนัก - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นไทย | | | | - เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอลงจากทั้งภาคต่างประเทศ และในประเทศ เราลดคาดการณ์ GDP ปี 2019 ลงเป็น +2.9% YoY - ยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพการเมือง และการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นจีน | | | | - เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงต่อเนื่อง หลังตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ขยายตัว +6.2% YoY ต่ำสุดในรอบเกือบ 30 ปี จากผลกระทบของสงครามการค้า ประกอบกับรัฐบาลลดขนาดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงไตรมาส 2 - ความตึงเครียดด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงที่คอยกดดัน Sentiment ในการลงทุน และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ | | | | - Valuation ของตลาดหุ้นเกาหลีและไต้หวัน อยู่ในระดับสูง - คาดการณ์ผลกำไรปี 2019 ของบริษัทจดทะเบียนในเกาหลี และไต้หวันเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และอุปสงค์ที่อ่อนแอของสินค้าประเภท Smartphone, PCs และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ - คงคำแนะนำ Underweight |
| ตลาดหุ้นอินเดีย | | | | - ผลกระทบจากสงครามการค้าในอ้อย เนื่องจากพึ่งพาการบริโภคในประเทศเป็นหลัก - แต่ Valuation อยู่ในระดับที่ค่อนข้างแพง และอาจถูกกระทบจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นญี่ปุ่น | | | | - เศรษฐกิจญี่ปุ่นเผชิญความเสี่ยงจากมูลค่าการส่งออกที่หดตัวลง และการปรับขึ้นภาษีบริโภคในเดือน ต.ค. นี้ - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นยุโรป | | | | - ความเสี่ยงทางการเมืองในอิตาลี และอังกฤษ (Brexit) ยังคงกดดัน Sentiment ในการลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป - Earnings Growth อยู่ในระดับต่ำ ขณะเดียวกันยุโรปมีแนวโน้มกลับมาแข็งค่า ซึ่งจะกดดันกำไรของบริษัทจดทะเบียน - คงคำแนะนำ Underweight |
| ตลาดหุ้นละตินอเมริกา | | | | - โครงสร้างทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เช่น การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง - คงคำแนะนำ Underweight |
| การลงทุนทางเลือก | | | | |
| ทองคำ | | | | - ความเสี่ยงทางการเมือง และเศรษฐกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนราคาทองคำในปีนี้ - คงคำแนะนำ Overweight |
| น้ำมัน | | | | - การผลิตน้ำมันของซาอุดีอาระเบียจะทยอยกลับมาเพิ่มขึ้น และ Supply ที่ลดลงจะถูกทดแทนได้จาก Stock น้ำมันดิบโลก และสมาชิก OPEC อื่นๆ - คาดว่า Supply จากทางฝั่งสหรัฐฯ จะทะลักเข้าสู่ตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ - คงคำแนะนำ Underweight |
| US REITs | | | | - ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ยังมีที่น่าสนใจ - เพิ่มน้ำหนักเป็น Overweight |
| J-REITs | | | | - ราคาที่ดินในญี่ปุ่นเริ่มปรับตัวขึ้นเป็นครั้งแรกหลังทรงตัวมานาน - นโยบาย Yield Curve Control ของ BoJ ช่วยให้ส่วนต่างผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield Gap) ของ JREITs อยู่ในระดับสูง - คงคำแนะนำ Neutral |
| Europe REITs | | | | - โดนกระทบจากราคาลิควอร์ตในอังกฤษ - คงคำแนะนำ Underweight |

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

Special Issue: จุดจบของตลาดเกิดใหม่

นับตั้งแต่ต้นปี 2010 ดัชนีหุ้น EM ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 2% ต่ำกว่าตลาดหุ้น DM ที่ขึ้นมาแล้วถึง 86% เป็นอย่างมาก เรามองว่าตลาดหุ้น EM จะยังให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดหุ้น DM ต่อไป ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และปัจจัยเสี่ยงที่ยังมีอยู่มากในสถานการณ์ปัจจุบัน ดังนั้นเราแนะนำให้นักลงทุนทยอยลดการลงทุนในตลาดหุ้น EM ซึ่งมีความผันผวนสูง และให้ผลตอบแทนไม่คุ้มค่าความเสี่ยง

การลงทุนในหุ้นตลาดเกิดใหม่ (EM) อยู่ในความสนใจของนักลงทุนทั่วโลกมาอย่างยาวนาน เนื่องจากเชื่อกันว่าตลาดเกิดใหม่มีศักยภาพการเติบโตที่สูงกว่า ซึ่งก็น่าจะนำไปสู่ผลลัพธ์ของการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าตามไปด้วย แต่แท้จริงแล้วตลาดเกิดใหม่ไม่ได้ให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดหุ้นที่พัฒนาแล้ว (DM) เสมอไป ซึ่งตัวอย่างที่ชัดเจนที่สุดคงหนีไม่พ้นช่วงทศวรรษที่ 1990 ซึ่งตลาดเกิดใหม่เผชิญวิกฤตเศรษฐกิจถึงสองครั้ง ได้แก่ ครั้งแรกวิกฤตแตกใล่ในเม็กซิโก ในช่วงปี 1994-1995 และวิกฤตต้มยำกุ้งในปี 1997 ซึ่งทำให้ดัชนี MSCI Emerging Market ได้ผลตอบแทนติดลบ 1% ในช่วงปี 1995 – 1999 ในขณะที่หุ้นใน Developed Market ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 130% ในช่วงเดียวกัน

อย่างไรก็ดี ทศวรรษถัดมา (ปี 2000 – 2009) เป็นช่วงเวลาตลาดเกิดใหม่สร้างผลตอบแทนให้นักลงทุนได้อย่างโดดเด่น ด้วยปัจจัยบวกจากการที่จีนเข้าร่วมเป็นสมาชิกองค์การการค้าโลก (WTO) ในปี 2001 ซึ่งเป็นกำลังขับเคลื่อนเศรษฐกิจจีน รวมไปถึงตลาดเกิดใหม่อื่นๆ เติบโตได้อย่างก้าวกระโดด และส่งผลให้ ดัชนี MSCI Emerging Market ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 1 เท่าตัว (102%) ในช่วงปี 2000 – 2009 ในขณะที่หุ้นใน Developed Market ปรับตัวลดลง 18% ในช่วงเดียวกัน

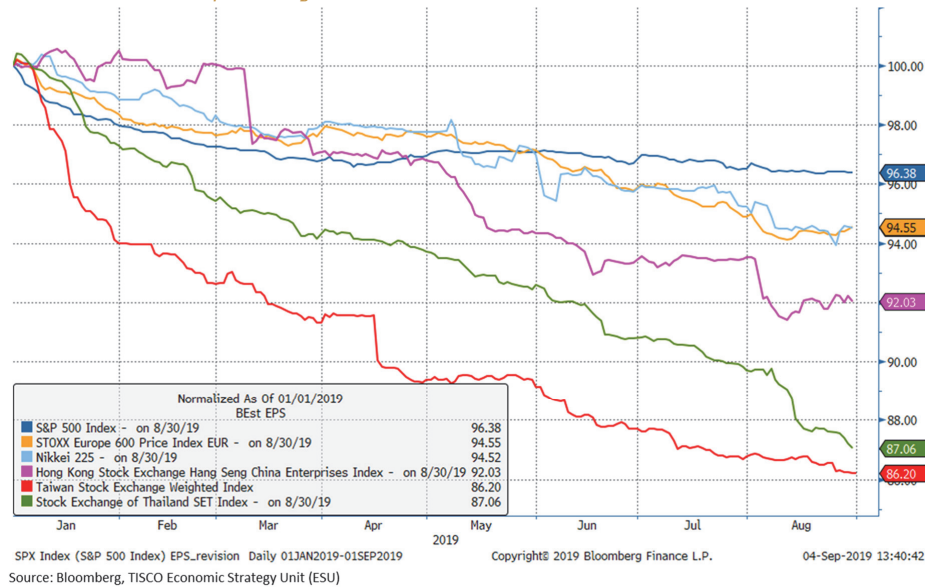
มาถึงทศวรรษปัจจุบันที่กำลังจะผ่านพ้นไป (ปี 2010 – 2019) หุ้น EM ที่เคยเป็นดาวเด่น กลับให้ผลตอบแทนที่ย่ำแย่ โดยนับตั้งแต่ต้นปี 2010 จนมาถึงปัจจุบัน ดัชนีหุ้น EM ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 2% ในขณะที่หุ้น DM ขึ้นมาแล้วถึง 86% ในช่วงเดียวกัน โดยปัจจัยหลักที่กดดันตลาดหุ้น EM ในช่วงที่ผ่านมาได้แก่ 1) การหยุดการอัดฉีดสภาพคล่องของ Fed ในช่วงปี 2013 – 2014 2) ราคาน้ำมันที่ลดลงแรงในช่วงปี 2014-2015 3) การลดค่าเงินหยวนในปี 2015 และ 4) สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ปะทุขึ้นตั้งแต่ปี 2018 และยังคงระดับขึ้นอย่างต่อเนื่องจนมาถึงปัจจุบัน

แผนภาพที่ 1: ผลตอบแทนของดัชนีหุ้น EM เทียบกับ DM ในช่วง 30 ปีที่ผ่านมา

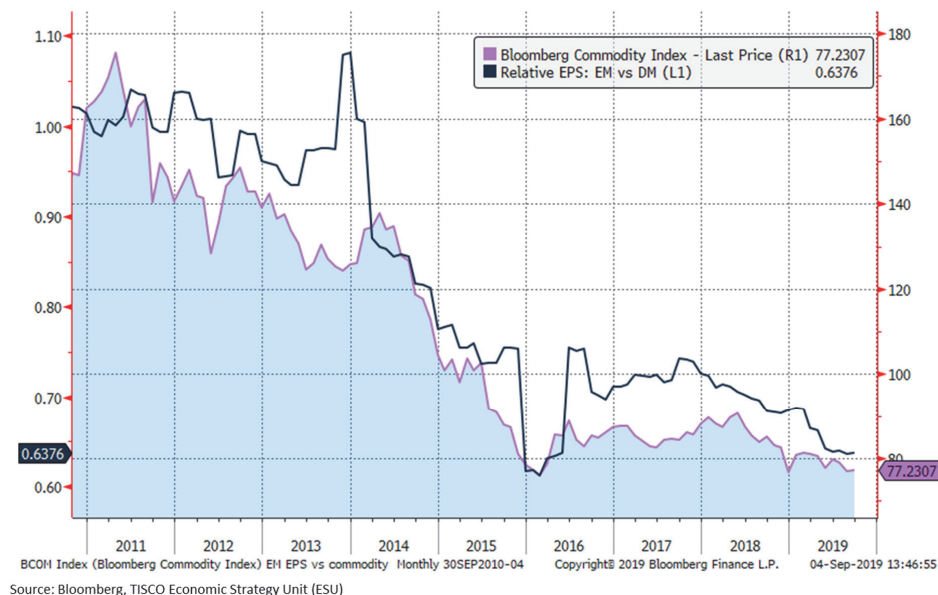


มองไปข้างหน้า เรามองว่าปัจจัยกดดันการลงทุนใน EM จะยังคงอยู่ต่อไป โดยเฉพาะสงครามการค้าที่คาดว่าจะยังยืดเยื้อ และไม่สามารถหาข้อสรุปได้ในเร็วๆ นี้ เนื่องจากข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ ที่ต้องการให้จีนเปลี่ยนแปลงกฎหมายเพื่อแก้ปัญหาเรื่องการถ่ายโอนความรู้ของบริษัทต่างชาติที่จะเข้ามาทำธุรกิจในจีน (Technology Transfer) และการให้เงินอุดหนุนในบางอุตสาหกรรมของรัฐบาลจีนนั้นยังเป็นประเด็นขัดแย้งที่สำคัญในการเจรจา นอกจากนี้ เรายังมองว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ซึ่งเป็นปัจจัยขับเคลื่อนกำไรของตลาดหุ้น EM จะยังมีแนวโน้มอ่อนแอ เนื่องจากความต้องการสินค้าโภคภัณฑ์ของจีนที่ลดลงตามแผนการปฏิรูปเศรษฐกิจของจีนที่ต้องการลดการลงทุน และเพิ่มการบริโภคในประเทศ

แผนภาพที่ 2: กำไรของตลาดหุ้น EM ถูกนักวิเคราะห์ปรับลดลงมากกว่า DM ในช่วงที่สงครามการค้ายกระดับขึ้น

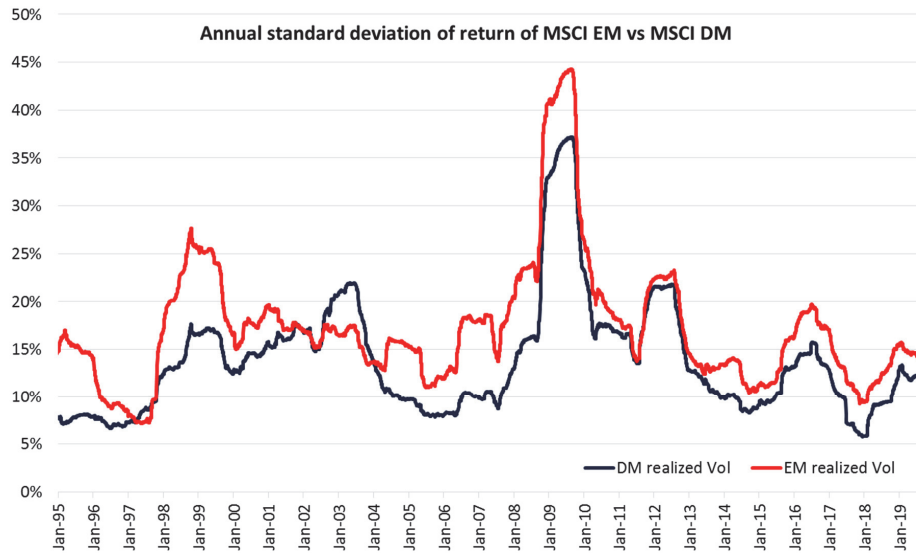


แผนภาพที่ 3: กำไรของตลาดหุ้น EM เติบโตช้ากว่าตลาด DM ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากถูกกดดันจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ลดลงแรง



โดยสรุป เรายังมองว่าตลาดหุ้น EM จะยังให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดหุ้น DM ต่อไป ท่ามกลางแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และปัจจัยเสี่ยงที่ยังมีอยู่มากในสถานการณ์ปัจจุบัน ดังนั้นเราแนะนำให้นักลงทุนทยอยลดการลงทุนในตลาดหุ้น EM ซึ่งมีความผันผวนสูง และให้ผลตอบแทนไม่คุ้มความเสี่ยง 🌀

แผนภาพที่ 4: ความเสี่ยง (ความผันผวน) ของตลาดหุ้น EM สูงกว่าตลาด DM มาโดยตลอดแม้จะให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้น

ตลาดมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในระยะสั้นจาก 1) สภาพคล่อง (Liquidity) ซึ่งจะกลับมาเป็นบวกครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2018 2) แนวโน้มการขายทำกำไรในสินทรัพย์ปลอดภัย และกลับมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง และตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำในปี 2018 เราแนะนำเชิงกำเริบระยะสั้นในหุ้นกลุ่มธนาคารที่จะได้ประโยชน์จาก Yield Curve ที่กลับมาชันขึ้น อย่างไรก็ตามเรามองตลาดระยะยาวยังมี Upside ที่จำกัด

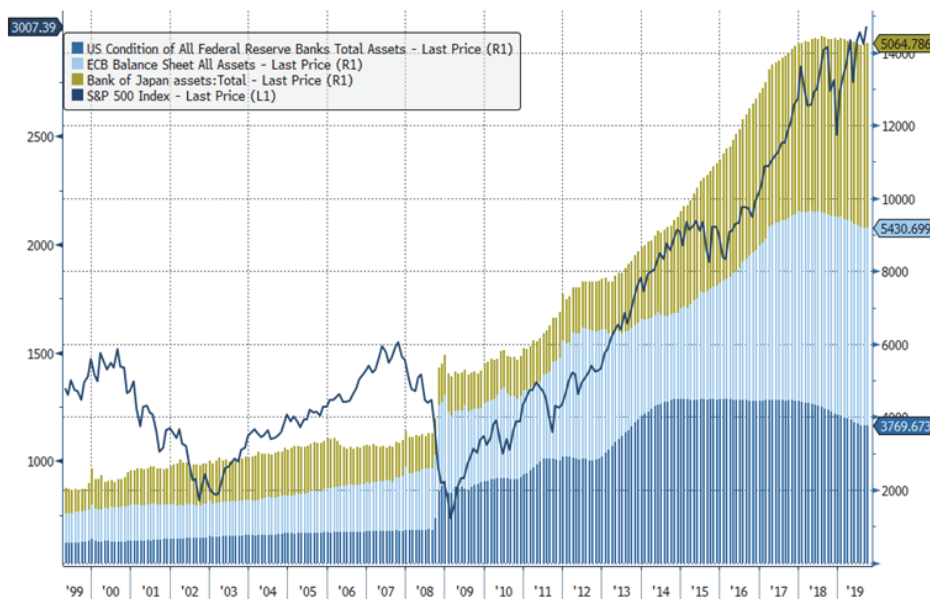
ในช่วงไตรมาส 4 เรามองว่าตลาดหุ้นจะฟื้นตัวขึ้นจาก 3 ปัจจัย ได้แก่

1) สภาพคล่อง (Liquidity) ซึ่งจะกลับมาเป็นบวกครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2018

โดยก่อนหน้านี้สภาพคล่องในตลาดได้ลดลงจากการลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ของธนาคารกลางสำคัญ ได้แก่ ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จากการปล่อยให้สินทรัพย์ทยอยหมดอายุลงโดยไม่ซื้อกลับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2017 และธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่หยุดทำ QE ตั้งแต่เดือน ม.ค. ปีนี้ ซึ่งทำให้สภาพคล่องในตลาดลดลงตั้งแต่ต้นปี 2018 เป็นต้นมา และเป็นปัจจัยหนึ่งที่กดดันตลาดหุ้นในช่วงสองปีที่ผ่านมา โดยหากนับจากจุดสูงสุดในช่วงต้นปี 2018 จนมาถึงปัจจุบัน ดัชนีตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) ได้เพิ่มขึ้นมาเพียง +3% เท่านั้น

อย่างไรก็ดี ในช่วงไตรมาส 4 เป็นต้นไป ยอดการเข้าซื้อสินทรัพย์สุทธิ (Net Liquidity Injection) ของธนาคารกลางหลักจะกลับมาเป็นบวก จากการประกาศหยุดลดขนาดงบดุลของ Fed และการกลับมาทำ QE ของ ECB ซึ่ง ECB จะเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่อัตรา EUR20bn ต่อเดือน ตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. เป็นต้นไป และยังไม่กำหนดวันสิ้นสุดที่ชัดเจน

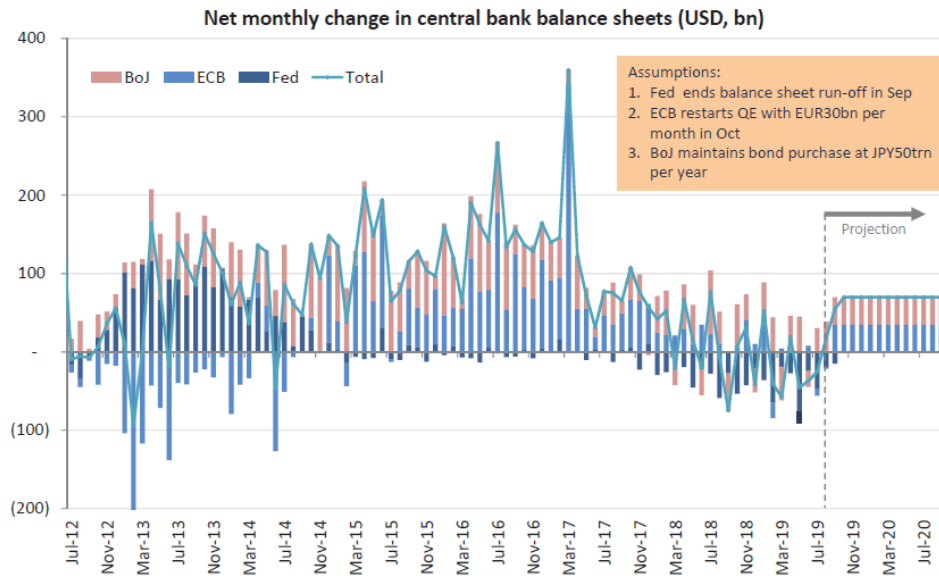
แผนภาพที่ 5: สภาพคล่องในตลาดที่ลดลงเป็นปัจจัยกดดันตลาดหุ้นให้เพิ่มขึ้นได้ไม่มากนักในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา



Note: Assume fixed exchange rates EURUSD = 1.16, USDJPY = 114

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 6: ยอดสุทธิการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Net Liquidity) ของธนาคารกลางสำคัญจะกลับมาเป็นบวกตั้งแต่ไตรมาส 4 เป็นต้นไป



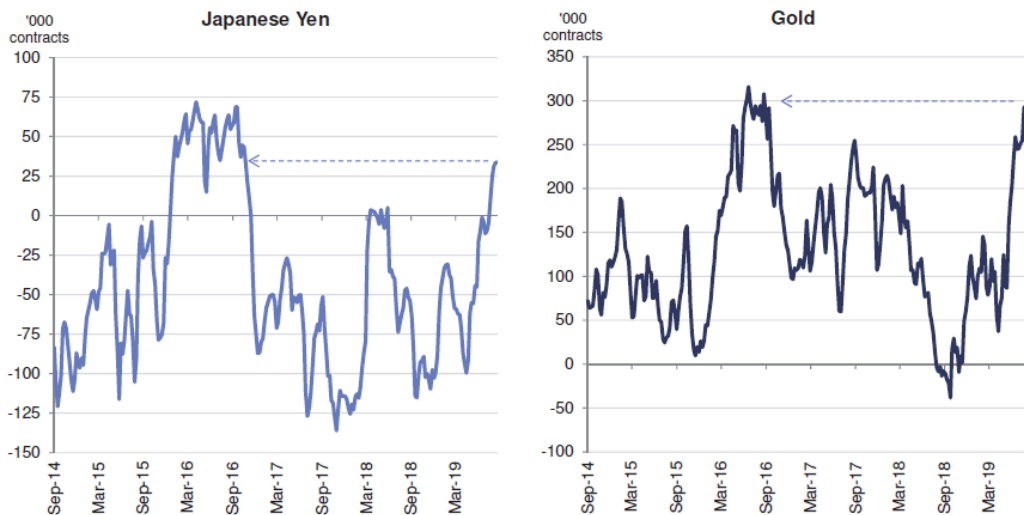
Note: Assume fixed exchange rates EURUSD = 1.16, USDJPY = 114
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2) กระแสเงินที่จะไหลออกจากสินทรัพย์ปลอดภัยมาเข้าลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง

สถานการณ์เก็งกำไรในสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe Haven) ได้แก่ สถานะทองคำ และค่าเงินเยน เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงไตรมาส 2-3 มาอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับในช่วงปี 2016 ซึ่งเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงแรง

สถานการณ์เก็งกำไรใน Safe Haven Assets ชี้ให้เห็นถึงมุมมองของตลาดที่ประเมินความเสี่ยงไว้สูงมากแล้ว ซึ่งหากตัวเลขเศรษฐกิจไม่ได้แย่ลงไปมากกว่านี้ และ/หรือ ธนาคารกลางประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ก็อาจนำไปสู่การขายทำกำไรในสินทรัพย์ปลอดภัย และกลับมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงอีกครั้ง

แผนภาพที่ 7: สถานการณ์เก็งกำไรในสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe Haven) สถานะทองคำและค่าเงินเยนอยู่ในระดับที่สูงมากในรอบ 3 ปี



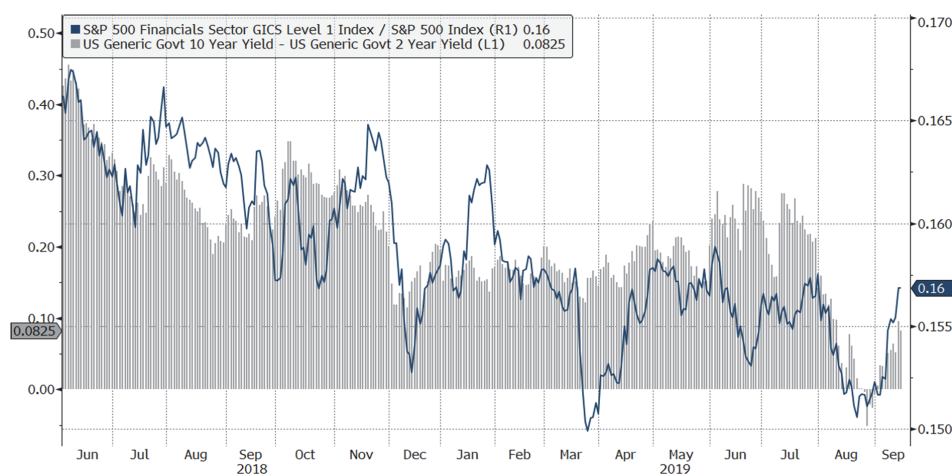
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3) ตัวเลขเศรษฐกิจที่จะดีขึ้นในช่วงไตรมาส 4 เมื่อเทียบกับรายงานปีก่อน (%YoY) จะช่วยเสริม Sentiment ในตลาดให้ดีขึ้น โดยตัวเลขเศรษฐกิจได้เริ่มชะลอตัวในไตรมาส 4 ปีก่อน หากเทียบรายงานกับฐานที่ต่ำในปีก่อน จะทำให้เศรษฐกิจที่ออกมามีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้น

แนะนำลงทุนเชิงกำไรหุ้นกลุ่มธนาคารในช่วงไตรมาส 4

เรามองว่าการปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นรอบนี้ จะนำโดยหุ้นในกลุ่มธนาคาร ตามปัจจัยข้างต้น ประกอบกับการที่ Yield Curve เลิก Invert หรือผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวกลับมาสูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันต่อกำไรของบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน ทำให้นักลงทุนกลับมาลงทุนหุ้นในกลุ่มสถาบันการเงินมากขึ้น โดยตั้งแต่ Yield Curve เลิก Invert ในต้นเดือน ก.ย. ดัชนี S&P500 ในกลุ่มสถาบันการเงินได้เพิ่มขึ้นมากกว่าดัชนี S&P500 แล้ว +3.3% (ณ วันที่ 16 ก.ย.)

แผนภาพที่ 8: ดัชนี S&P500 index ในกลุ่มสถาบันการเงิน Outperform ดัชนี S&P500 index แล้ว +3.3% หลัง Yield Curve เลิก Invert ในต้นเดือน ก.ย.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Upside ระยะยาวยังจำกัด

อย่างไรก็ดี การเพิ่มขึ้นของตลาดหุ้นน่าจะมี Upside ที่จำกัด เนื่องจากตัวเลขเศรษฐกิจเมื่อเทียบกับเดือนก่อน (%MoM) ยังไม่น่าฟื้นตัวขึ้นเร็วนัก เนื่องจากการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ และประเทศคู่ค้ามีแนวโน้มที่จะยืดเยื้อ และไม่ได้ข้อสรุป ประกอบกับความเสี่ยงจากเหตุการณ์สำคัญต่อเนื่องไปจนถึงสิ้นปีหน้า ได้แก่ 1) ความเสี่ยงที่อังกฤษอาจแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง (No-deal Brexit) ในกำหนดเส้นตายวันที่ 31 ต.ค. 2) การขึ้นภาษีผู้บริโภครองของญี่ปุ่นจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค. นี้ 3) การเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนของสหรัฐฯ และการตอบโต้กลับ (ตามตารางด้านล่าง) รวมถึงกำหนดการประกาศเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์ยุโรป ในเดือน พ.ย. นี้ และ 4) การเลือกตั้งครั้งใหม่ของประธานาธิบดี Donald Trump ในเดือน พ.ย. ปีหน้า ความเสี่ยงเหล่านี้จะทำให้ผู้ประกอบการชะลอแผนการลงทุนออกไป และอาจทำให้นักวิเคราะห์ปรับลดประมาณการกำไร (Earnings) ซึ่งจะกดดันราคาหุ้นในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 9: กำหนดการเก็บภาษีนำเข้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน

| วันที่ | จีน | | | สหรัฐฯ | | |
|------------------------------|-------------------------------------|-----------------|---|-------------------------------------|--------------------|--|
| | มูลค่าสินค้า (พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) | อัตราภาษีนำเข้า | ประเภทสินค้าหลัก | มูลค่าสินค้า (พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) | อัตราภาษีนำเข้า | ประเภทสินค้าหลัก |
| 1 ก.ย. | 24.4 | 5-10% | - 5% กับถั่วเหลือง และน้ำมันดิบ -10% กับเนื้อหมู ไก่ เนื้อวัว สินค้าเกษตร อื่นๆ และเครื่องจักรกล | 104 | 15% | สินค้าเกษตร ของ สละสมโบราณ เสื้อผ้า และรองเท้า และ เครื่องครัว |
| 15 ต.ค. (เลื่อนมาจาก 1 ต.ค.) | | | | 250 | 30% (จาก เดิม 25%) | - สินค้า High tech ตามแผน 'Made in China 2025' เช่น หุ่นยนต์, การบิน, เครื่องจักรกล และ รถยนต์ และเครื่องใช้ ไฟฟ้า - เคมีภัณฑ์ เฟอร์นิเจอร์ พลาสติก สินค้าเกษตรและอื่นๆ |
| 15 ธ.ค. | 41.8 | 5-10% | - 5% กับอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการมองเห็นและชิ้นส่วนยานยนต์ -10% กับข้าวสาลี ข้าวฟ่าง ผ้าฝ้าย และ รถยนต์ | 156 | 15% | Consumer electronics ได้แก่ โทรศัพท์มือถือ คอมพิวเตอร์ โทรศัพท์ เครื่องเล่นเกม และ ของเล่น |
| | 10.6 | 25% | ขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ จากสหรัฐฯ ที่ได้ระงับไปเมื่อต้นปี | | | |

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

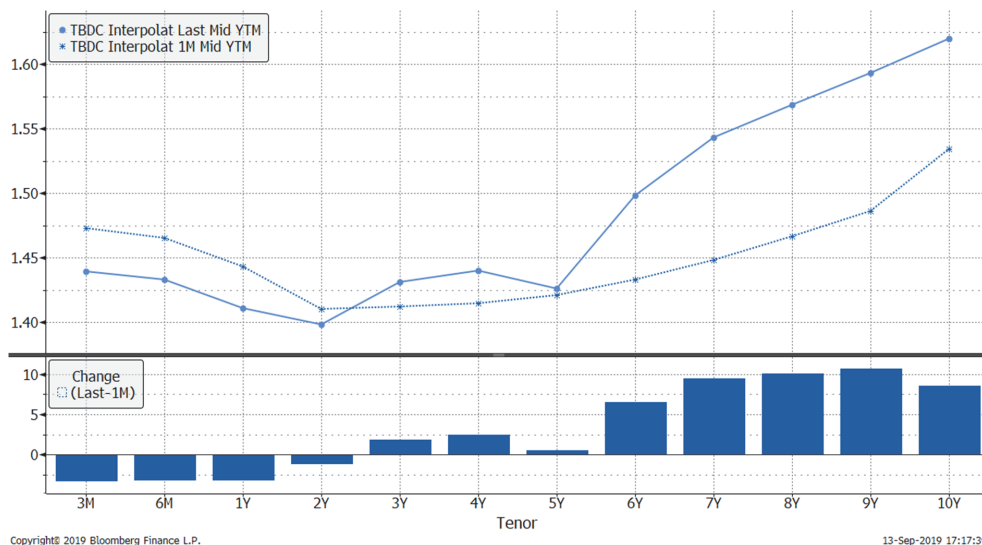
ตลาดตราสารหนี้

เรายังแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยเรามองว่า Bond Yield ระยะยาว มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ในช่วงไตรมาส 4 ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่จะเริ่มขยายตัวเป็นบวกเมื่อเทียบกับปีก่อน (%YoY) ประกอบกับการคลายความกังวลเรื่องสงครามการค้า ทั้งนี้ เราคาดการณ์ว่าประเทศไทย จะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.50% ตลอดช่วงที่เหลือของปี

Yield Curve ชันขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของพันธบัตรสหรัฐฯ

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงอายุ 2-10 ปี ในช่วงที่ผ่านมา โดยเฉพาะพันธบัตรระยะยาวอายุ 6 ถึง 10 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6-10 bps พร้อมกันนี้ในเดือน ก.ย. Yield Curve ของสหรัฐฯ อายุ 2 ปี และ 10 ปี ได้เลิก Invert หรือผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวกลับมาสูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น หลังจากที่ดีดลงในช่วงปลายเดือน ส.ค. ขณะที่พันธบัตรระยะสั้นอายุ 3 เดือน ถึง 2 ปี ปรับตัวลดลงเล็กน้อย 2.5-6.0 bps

แผนภาพที่ 10: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงอายุ 2-10 ปี ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

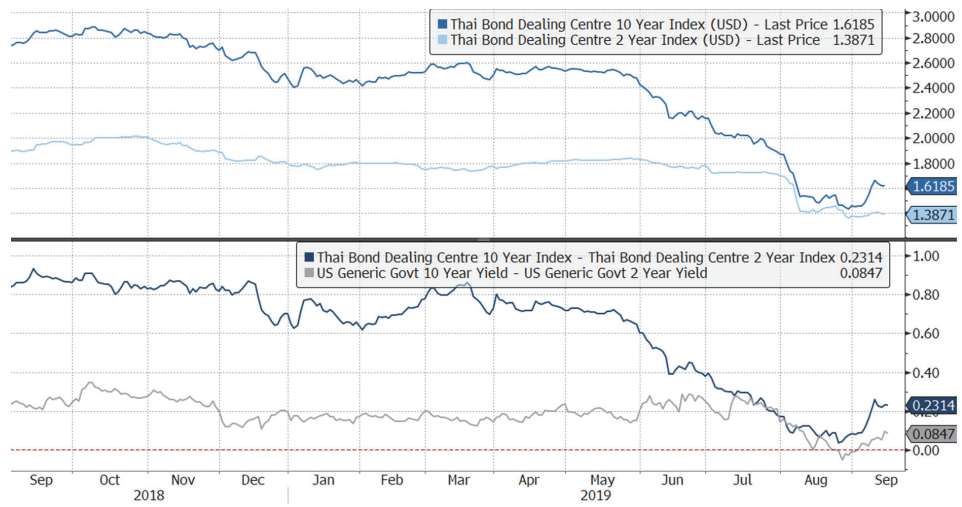


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังแนะนำ Underweight การลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

การเคลื่อนไหว Yield Curve ในเดือนที่ผ่านมา มาจากการเพิ่มขึ้นของ Bond Yield ระยะยาวเป็นหลัก ตามความผ่อนคลายของสงครามการค้า และการคลายความกังวลเรื่องเศรษฐกิจจะถดถอย (Recession) ซึ่งในช่วงไตรมาส 4 Bond Yield ระยะยาวน่าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ตามตัวเลขเศรษฐกิจที่จะเริ่มขยายตัวเป็นบวกเมื่อเทียบกับปีก่อน (%YoY)

แผนภาพที่ 11: Yield Curve ของไทย ชั้นขึ้นตามสหรัฐฯ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงหลังจากโรงแปรรูปน้ำมันในซาอุดีฯ ถูกโจมตีส่งผลให้ปริมาณการผลิตของโลกหายไปกว่า 5% อย่างไรก็ตามเราคาดว่า การปล่อยน้ำมันจากคลังน้ำมันฉุกเฉินของสหรัฐฯ และการเพิ่มปริมาณการผลิตของสมาชิก OPEC จะทำให้ราคาน้ำมัน WTI ไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกิน 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลไปมากนัก สำหรับทองคำ เราแนะนำให้ซื้อสะสมทองคำในช่วงไตรมาส 4 ที่มีการปรับฐานลง จากสถานะการเก็งกำไรในทองคำและค่าเงินเยนที่อยู่ในระดับที่สูงมากในรอบ 3 ปี

ทองคำ

ราคาทองคำยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ราคาทองคำได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นแรง +20% ตั้งแต่กลางปี จนทำจุดสูงสุดที่ 1,548 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในต้นเดือน ก.ย. จากการคาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ Fed ทำให้ Bond Yield ลดลง ซึ่งราคาทองคำได้เคลื่อนไหวทิศทางเดียวกับมูลค่าของตลาดพันธบัตรที่มีผลตอบแทนติดลบ (Market Capitalization of Negative Yielding Debt)

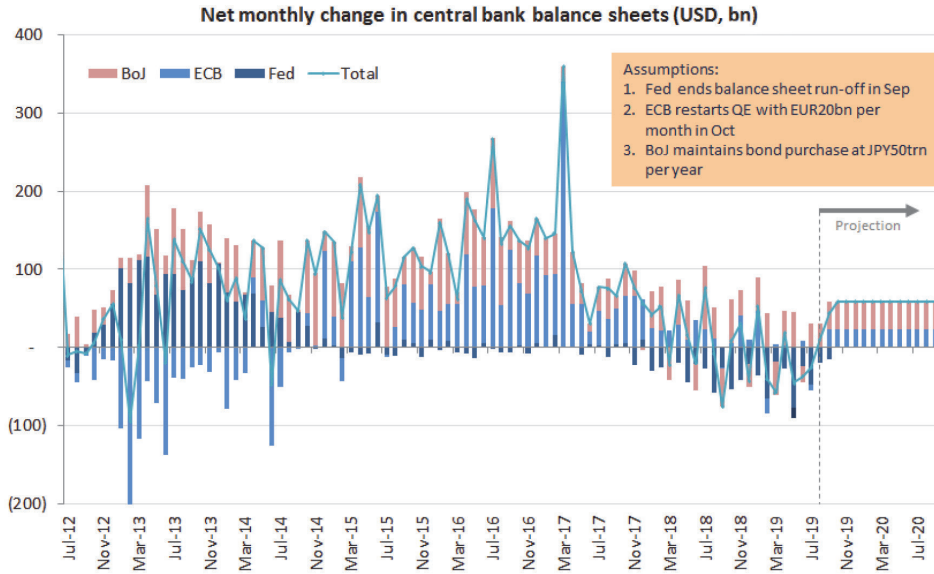
เรามองว่าราคาทองคำในระยะข้างหน้ายังคงมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อ ตามยอดสุทธิการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Net Liquidity) ของธนาคารกลางสำคัญที่จะกลับมาเป็นบวกตั้งแต่ไตรมาส 4 เป็นต้นไป หลังติดลบมาตั้งแต่ต้นปี 2018 ประกอบกับความเสี่ยงทั้งจากสงครามการค้า และการเมืองที่น่าจะยืดเยื้อ

แผนภาพที่ 12: ราคาทองคำได้เคลื่อนไหวทิศทางเดียวกับมูลค่าของตลาดพันธบัตรที่มีผลตอบแทนติดลบ (Market Capitalization of Negative Yielding Debt)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 13: ยอดสุทธิการเข้าซื้อสินทรัพย์ (Net Liquidity) ของธนาคารกลางสำคัญจะกลับมาเป็นบวกตั้งแต่ไตรมาส 4 เป็นต้นไป

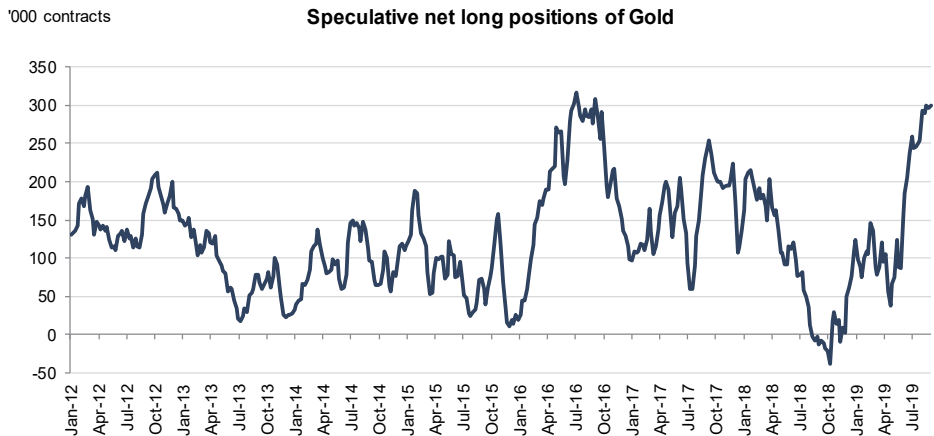


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU);
 Assume fixed exchange rates EURUSD = 1.16, USDJPY = 114

เราแนะนำให้ซื้อสะสมทองคำในช่วงไตรมาส 4 ที่มีการปรับฐานลง

สถานการณ์เก็งกำไรในทองคำและค่าเงินเยนอยู่ในระดับที่สูงมากในรอบ 3 ปี ซึ่งให้เห็นถึงมุมมองของตลาดที่ประเมินความเสี่ยงไว้สูงแล้ว และอาจมีการขายทำกำไรทองคำในช่วงไตรมาส 4 ทำให้เราแนะนำให้ซื้อสะสมทองคำในช่วงไตรมาส 4 ที่มีการปรับฐานลง

แผนภาพที่ 14: สถานการณ์เก็งกำไรในทองคำอยู่ในระดับที่สูงมากในรอบ 3 ปี



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

น้ำมัน

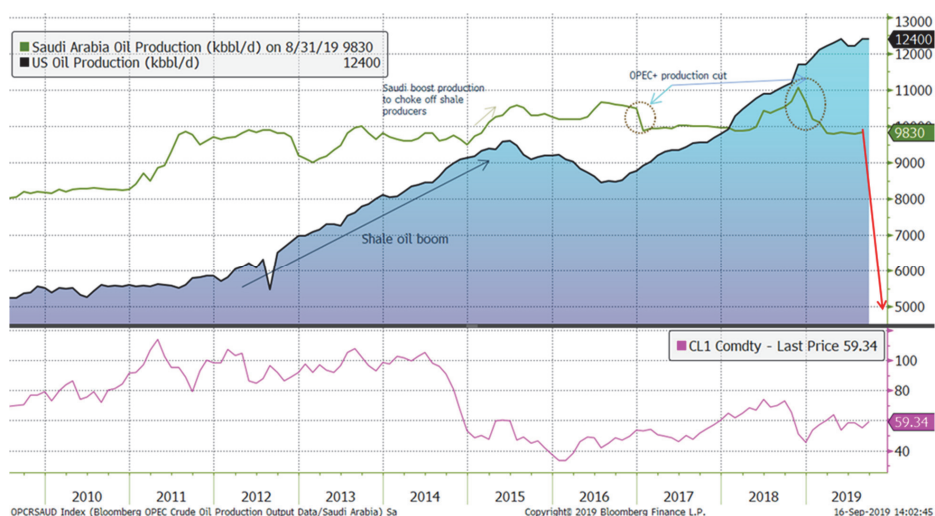
ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงหลังจากโรงแปรรูปน้ำมันในซาอุดีฯ ถูกโจมตีส่งผลให้ปริมาณการผลิตของโลกหายไปกว่า 5% อย่างไรก็ตามเราคาดว่า การปล่อยน้ำมันจากคลังน้ำมันฉุกเฉิน (SPR: Strategic Petroleum Reserves) ของสหรัฐฯ และการเพิ่มปริมาณการผลิตของสมาชิก OPEC อื่นๆ จะช่วยชดเชย Supply ที่หายไปจากซาอุดีฯ ได้ และทำให้ราคาน้ำมัน WTI ไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกิน 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ไปมากนัก ส่วนในระยะยาว เราคาดว่าราคาน้ำมันจะถูกกดดันจาก U.S. Supply ที่จะเพิ่มขึ้นมากในช่วงไตรมาสที่ 4

ราคาน้ำมันอาจปรับฐานน้อยกว่าคาดหลังจากปริมาณการผลิตของซาอุดีฯ หายไปกว่าครึ่งประเทศ

จากการที่โรงแปรรูปน้ำมัน (Crude Oil Processing Facility) ของบริษัทพลังงานแห่งชาติของซาอุดีอาระเบีย Saudi Aramco 2 แห่ง ถูกโจมตีด้วยฝูงโดรน-อากาศยานไร้คนขับของกบฏฮูตีในเยเมน ส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบหายไปจากระบบกว่า 5.7 ล้านบาร์เรลต่อวันหรือคิดเป็น 5% ของปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของทั้งโลก

โดยปัจจุบันซาอุดีฯ เป็นประเทศผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในกลุ่ม OPEC รวบรวม 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่ประเทศที่ส่งออกน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในโลกรวม 7 ล้านบาร์เรลต่อวัน นำหน้าสหรัฐฯ และรัสเซียที่ส่งออกรวม 3 ล้านบาร์เรลต่อวันและ 2 ล้านบาร์เรลต่อวันตามลำดับ ส่งผลให้เหตุการณ์ครั้งนี้สร้างผลกระทบต่อ Supply น้ำมันโลกรุนแรงที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์ ทำให้นักลงทุนจะยังคงให้ Risk Premium ไปจนกว่าเหตุการณ์ดังกล่าวจะกลับเข้าสู่สภาวะปกติ

แผนภาพที่ 15: ประเทศผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในกลุ่ม OPEC ในขณะที่เป็นประเทศที่ส่งออกน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในโลก



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่า Supply ที่หายไปจะถูกทดแทนได้

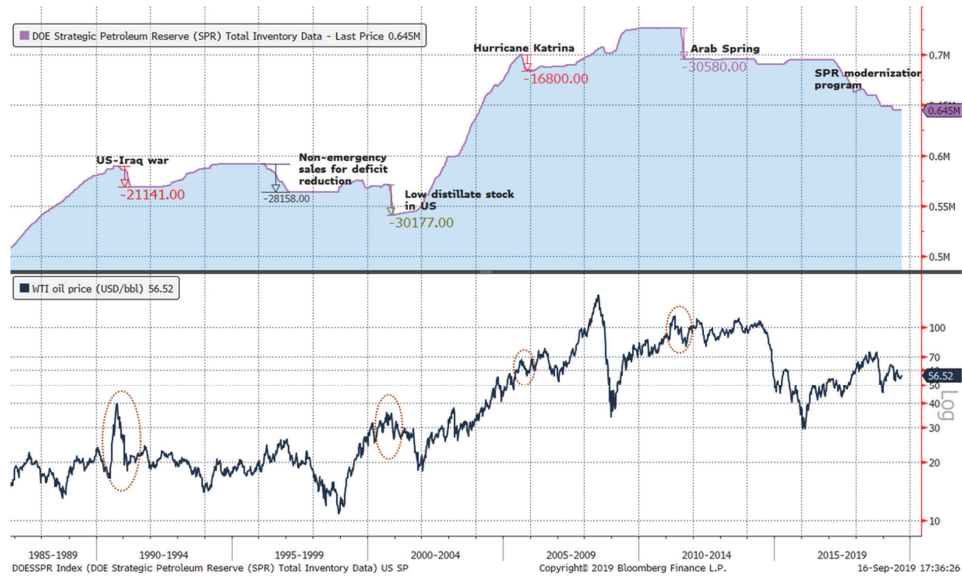
Bloomberg และ Reuters รายงานว่าปริมาณการผลิตรวม 1 ใน 3 ได้เริ่มกลับมาแล้ว และกำลังการผลิตส่วนใหญ่มีโอกาสกลับมาได้ภายในไม่กี่วัน แต่อาจต้องใช้เวลาหลายสัปดาห์กว่าที่กำลังการผลิตจะกลับเป็นปกติทั้งหมด

ดังนั้น หากเราสมมติให้กำลังการผลิต 1 ใน 3 ของซาอุดีฯ กลับมาได้ตามข่าว ซึ่งจะทำให้เหลือกำลังการผลิตที่ถูกระทบ 3.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน และสมมติให้ผลกระทบคงอยู่เป็นเวลา 2 สัปดาห์ ซึ่งจะทำให้ปริมาณน้ำมันดิบหายไปจากตลาดโลกรวม 53 ล้านบาร์เรล (3.8 mbpd x 14 วัน) โดยเราประเมินว่า Supply ที่หายไปราว 50 ล้านบาร์เรลมีแนวโน้มจะถูกทดแทนได้จาก 2 ปัจจัยดังนี้

1. การระบายน้ำมันจากคลังน้ำมันฉุกเฉินของสหรัฐฯ (SPR: Strategic Petroleum Reserves)

ซึ่งในปัจจุบันมีน้ำมันสำรอง 650 ล้านบาร์เรล โดยในช่วงเหตุการณ์ Arab Spring สหรัฐฯ ปล่อยน้ำมันออกจาก SPR เป็นจำนวน 30 ล้านบาร์เรลเพื่อชดเชย Supply ที่ลดลงจากตะวันออกกลาง ดังนั้นหากสหรัฐฯ ปล่อยขาย SPR ออกมา 30 ล้านบาร์เรล ก็จะทำให้ Supply ที่หายไปลดลงเหลือ 20 ล้านบาร์เรล

แผนภาพที่ 16: สหรัฐฯ ปล่อยน้ำมันออกจาก SPR เป็นจำนวน 30 ล้านบาร์เรล เพื่อชดเชย Supply จากตะวันออกกลางในช่วง Arab Spring

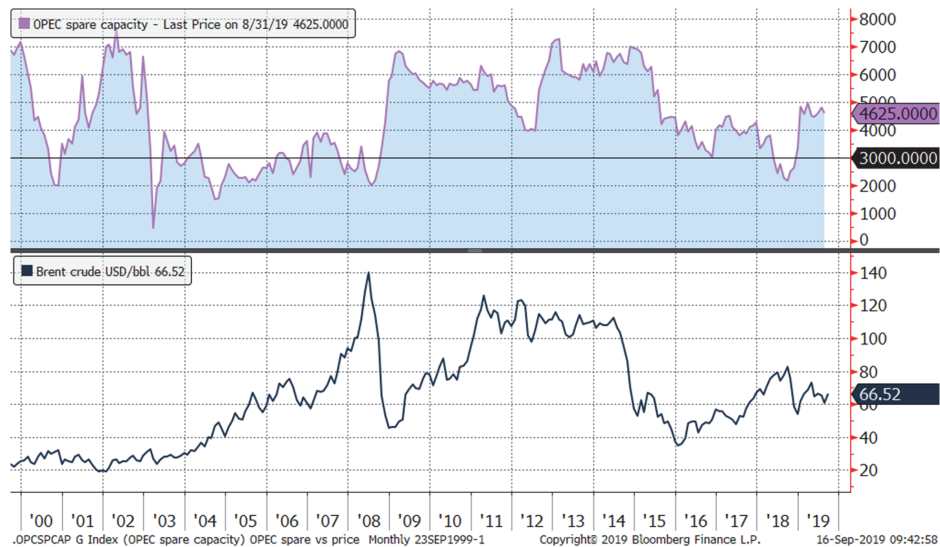


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2. สมาชิก OPEC อื่นๆ ที่ยังมีกำลังการผลิตสำรอง (Spare Capacity) เหลืออยู่ค่อนข้างมาก

โดยกลุ่ม OPEC มีกำลังการผลิตสำรองรวม 4.6 ล้านบาร์เรลต่อวันในปัจจุบัน ซึ่งหากสมาชิก OPEC อื่นๆ เพิ่มปริมาณการผลิตขึ้น 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวันเป็นเวลา 2 สัปดาห์ (1.4m bpd * 14 days = 20 mBBL) ก็จะสามารถชดเชย Supply ที่หายไปจากซาอุดีฯ ได้ทั้งหมด ซึ่งในกรณีนี้ Spare Capacity ของกลุ่ม OPEC จะลดลงจาก 4.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน เหลือ 3.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน (4.6m bpd ในปัจจุบัน - 1.4 m bpd ที่เพิ่มขึ้น) ซึ่งยังสูงกว่าระดับ 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งนับเป็นระดับวิกฤติที่จะทำให้ตลาดกังวล

แผนภาพที่ 17: สมาชิก OPEC อื่นๆ ที่ยังมีกำลังการผลิตสำรอง (Spare capacity) เหลืออยู่รวม 4.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งยังสูงกว่าระดับ 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งนับเป็นระดับวิกฤติที่จะทำให้ตลาดกังวลพอสมควร



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

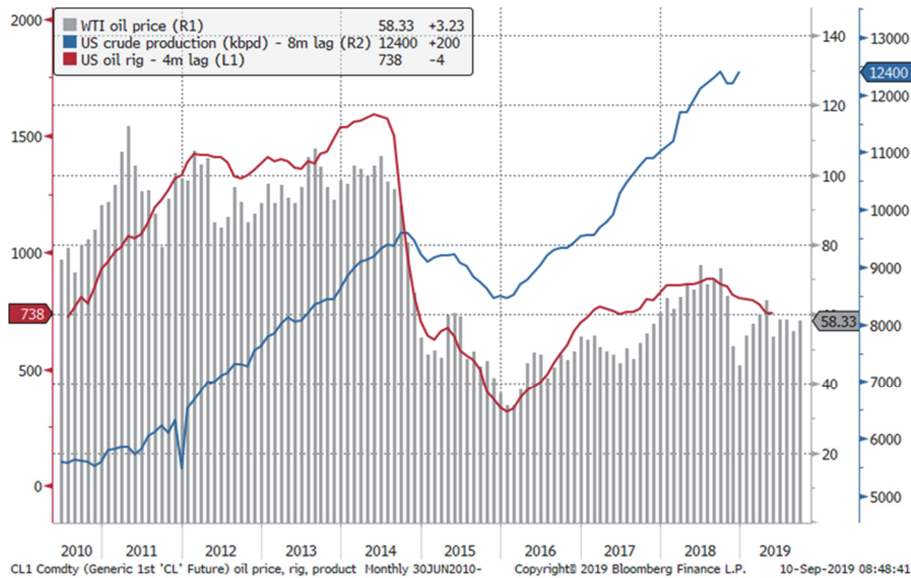
โดยสรุป เราคาดว่า การปล่อยน้ำมันจากคลังน้ำมันฉุกเฉิน (SPR: Strategic Petroleum Reserves) ของสหรัฐฯ และการเพิ่มปริมาณการผลิตของสมาชิก OPEC อื่นๆ จะช่วยชดเชย Supply ที่หายไปจากซาอุดีอาระเบียได้ และทำให้ราคาน้ำมัน WTI ไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกิน 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ไปมากนัก

เรายังมองว่าปริมาณการผลิตในฝั่งสหรัฐฯ จะกลับมา ถึงแม้ว่าจำนวนแท่นขุดเจาะจะลดลงต่อเนื่อง

จำนวนแท่นขุดเจาะลดลงหลังจากผู้ผลิต Shale Oil มีแนวโน้มชะลอการลงทุนอย่างต่อเนื่อง นับตั้งแต่ต้นปี 2019 จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ (Rig Count) ปรับตัวลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบกลับฟื้นตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าจะสะดุดไปบ้างจากผลกระทบของพายุ Hurricane Barry แต่ก็สามารถกลับมาทำ New High ได้ภายในเวลาเพียง 5 สัปดาห์นับตั้งแต่ช่วงพายุเข้า

โดยปัจจัยหลักที่ทำให้จำนวนแท่นขุดเจาะลดลง ได้แก่ High Yield Energy Bond Yield ซึ่งถูกใช้เป็น Benchmark ของต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทผู้ผลิต Shale Oil ได้ปรับตัวสูงขึ้นนับตั้งแต่ต้นปี 2019 ส่งผลให้บริษัทผู้ผลิต Shale Oil ประสบปัญหาสภาพทางการเงินตึงตัวมากขึ้น โดยสังเกตได้จากจำนวนบริษัท Shale Oil ที่ยื่นต่อศาลล้มละลาย (Shale Oil Bankruptcy Filing) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี

แผนภาพที่ 18: นับตั้งแต่ต้นปี ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสวนทางกับจำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบที่ปรับตัวลดลง

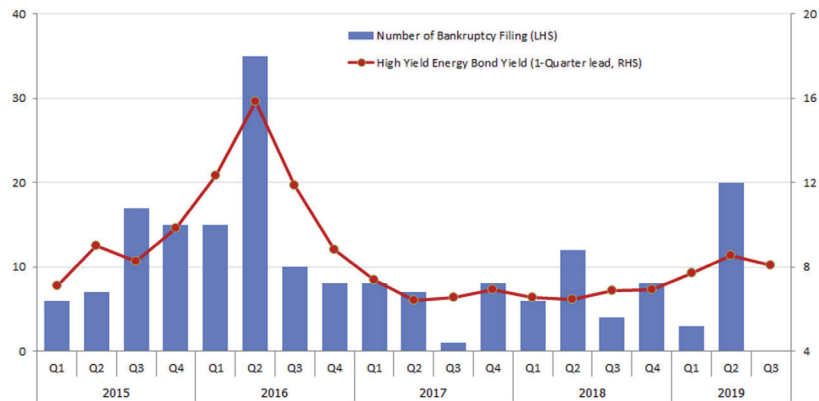


Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จำนวนแท่นขุดเจาะกำลังจะกลับมาอีกครั้ง

อย่างไรก็ตาม High Yield Energy Bond Yield ได้เริ่มปรับตัวลงในช่วงไตรมาสที่ 3 ส่งผลให้เราเชื่อว่าจำนวนบริษัท Shale Oil ที่ยื่นต่อศาลล้มละลายจะเริ่มปรับตัวลดลงตาม โดย High Yield Energy Bond Yield จะขึ้นนำจำนวนบริษัท Shale Oil ที่ยื่นต่อศาลล้มละลายราว 1 ไตรมาส ซึ่งแสดงให้เห็นว่าสถานะทางการเงินของบริษัท Shale Oil จะเริ่มกลับมาดูดีขึ้น และจะเห็นการกลับมาลงทุนในแท่นขุดเจาะน้ำมันอีกครั้งในช่วงสุดท้ายของปีนี้

แผนภาพที่ 19: High Yield Energy Bond Yield เริ่มปรับตัวลดลงในช่วงไตรมาสที่ 3



Source: Heynes and Boones LLP, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

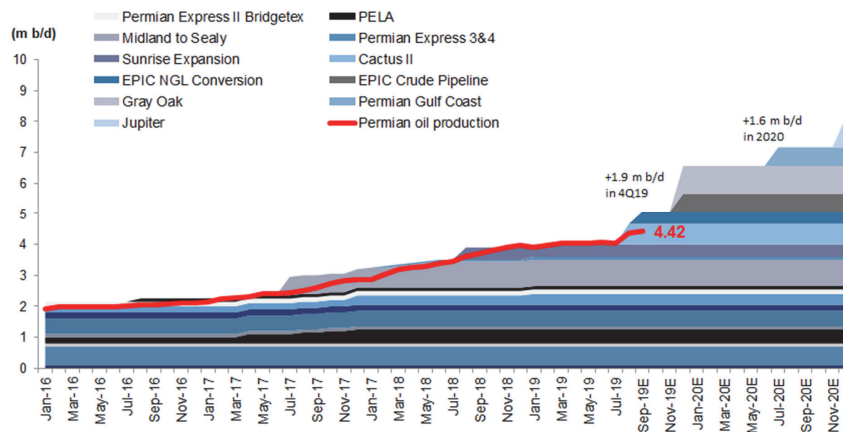
ข้อจำกัดด้านท่อขนส่งน้ำมันที่คลี่คลายลง เป็นปัจจัยดึงดูดให้ผู้ผลิตกลับมาเร่งการผลิตอีกครั้ง

เรามองว่าปัจจัยเรื่องข้อจำกัดในด้านท่อขนส่งน้ำมันที่คลี่คลายลงเรื่อยๆ เป็นอีกหนึ่งปัจจัยดึงดูดให้ผู้ผลิต Shale Oil กลับมาเพิ่มปริมาณการผลิตมากขึ้น หลังจากที่ต้องใช้เส้นทางอื่นในการขนส่งน้ำมันซึ่งมีต้นทุนที่สูงกว่าการใช้ท่อขนส่งน้ำมัน

อ้างอิงข้อมูลจาก EIA โครงการท่อ Cactus II ได้เริ่มเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในช่วงเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ส่งผลให้ในปัจจุบันข้อจำกัดด้าน Capacity ของท่อขนส่งน้ำมันใน Permian นั้นหมดไป โดย Capacity ได้เพิ่มขึ้นมาแตะระดับราว 4.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเทียบกับปริมาณการผลิตในแหล่ง Permian ในปัจจุบันซึ่งอยู่ที่ 4.42 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยเพิ่มขึ้นเกือบ 10% เมื่อเทียบกับช่วงก่อนการเปิดดำเนินงานของโครงการท่อ Cactus II

ส่วนแผนการสร้างท่อในช่วงถัดไป จะมีท่อใหม่ที่จะทยอยเปิดดำเนินงานอีก 2-3 โครงการ โดยมีขนาด Capacity รวมกันประมาณ 1.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน และจะเพิ่มขึ้นอีก 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2020

แผนภาพที่ 20: ข้อจำกัดด้านท่อขนส่งน้ำมันเริ่มคลี่คลายลง ส่งผลบวกต่อปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นในแหล่ง Permian



Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

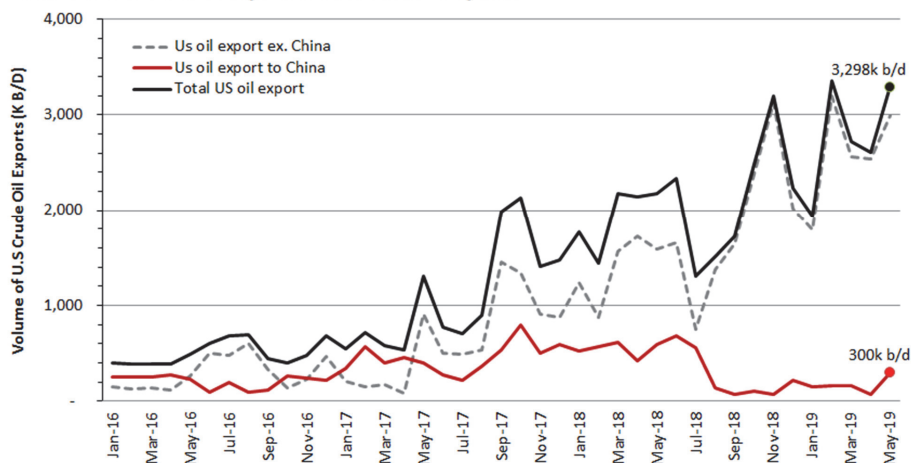
สงครามการค้าที่รุนแรงมากขึ้นอาจตอกย้ำสถานะ Over Supply ในตลาดน้ำมัน

อีกหนึ่งประเด็น ที่เรามองว่าเป็นความเสี่ยงที่ต้องจับตา คือ ความยืดเยื้อของสงครามการค้า ซึ่งอาจจะทำให้จีนได้ตอบสหรัฐฯ ด้วยการหันไปนำเข้าน้ำมันจากอิหร่านแทน

โดยในปัจจุบันสหรัฐฯ ส่งออกน้ำมันให้กับจีนราว 10% ของยอดส่งออกน้ำมันทั้งหมด เมื่อจีนหันกลับไปนำเข้าน้ำมันจากอิหร่าน ส่งผลให้อิหร่านจำเป็นต้องเร่งปริมาณการผลิตน้ำมันดิบอีกครั้งเพื่อส่งออกให้กับจีน โดยเราคาดว่าหากสถานการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้น ตลาดน้ำมันจะต้องเผชิญกับสถานะ Over Supply มากขึ้นจากปริมาณการผลิตอีกกว่า 3 แสนบาร์เรลต่อวันที่จะล้นเข้ามาในตลาด

แผนภาพที่ 21: ยอดส่งออกน้ำมันสหรัฐฯ มีความเสี่ยงปรับตัวลงหลังจีนมีแนวโน้มหันกลับไปซื้อน้ำมันจากอิหร่านแทน

Volume of U.S. Crude Oil Exports since Jan 2016–May 2019



Source: Bloomberg and TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

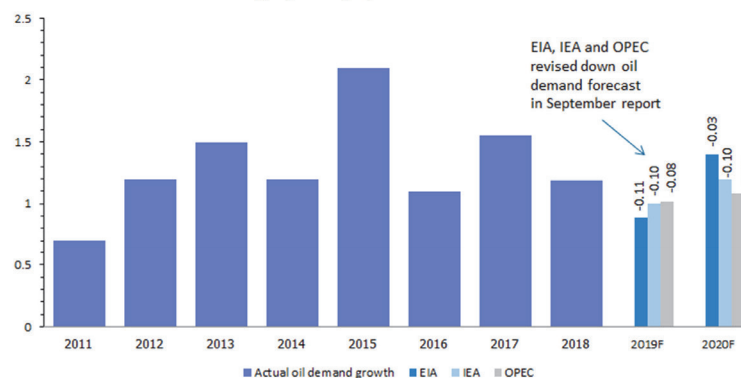
ความต้องการใช้น้ำมันถูกปรับประมาณการลงอย่างต่อเนื่อง

เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวอย่างต่อเนื่องจากผลกระทบของสงครามการค้า ส่งผลให้ปริมาณความต้องการใช้น้ำมันมีแนวโน้มชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง โดยทั้ง EIA, IEA และ OPEC ได้พร้อมใจกันปรับประมาณการความต้องการใช้น้ำมันลงอย่างต่อเนื่อง

โดย EIA คาดการณ์ว่าความต้องการใช้น้ำมันในปี 2019 จะเพิ่มขึ้นราว 0.89 ล้านบาร์เรลต่อวัน มาอยู่ที่ระดับ 100.83 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยปรับลดประมาณการจากช่วงเดือน ส.ค. ลง 0.11 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่คาดว่าปริมาณการผลิตจะปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2019 และเพิ่มอีกกว่า 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2020

แผนภาพที่ 22: EIA, IEA และ OPEC ปรับประมาณการความต้องการใช้น้ำมันลงอย่างต่อเนื่อง

World's oil demand change (mmbbl/d)



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

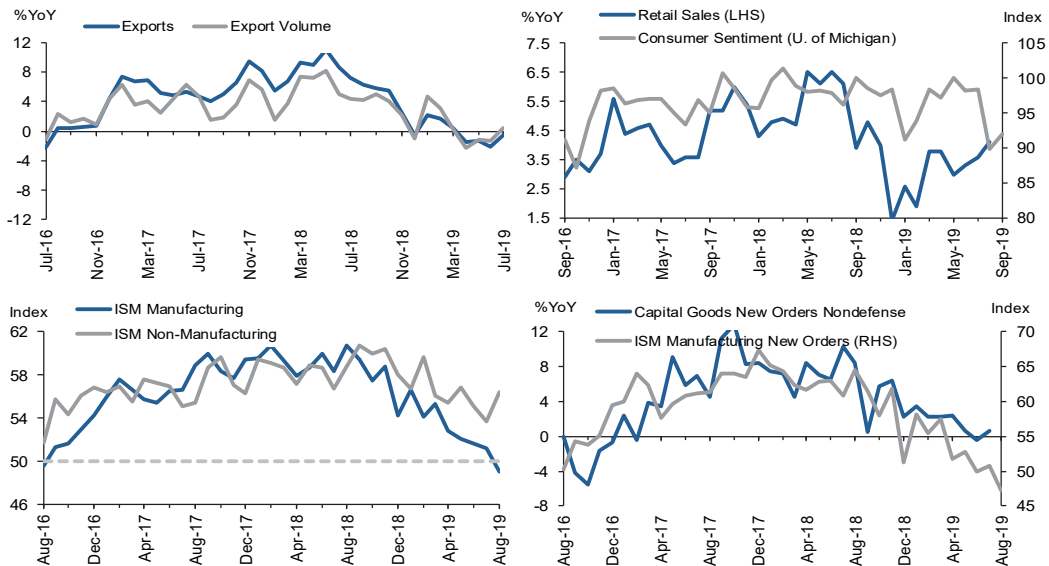
Global Economic Insights

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อหลังสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อเริ่มส่งผลกระทบต่อตลาดแรงงานเริ่มมีสัญญาณที่อ่อนแอลง ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการบริโภคภาคเอกชนที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในขณะนี้
- เศรษฐกิจยุโรปยังคงอ่อนแอ โดยแม้ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาจะไม่ได้แยลงจากเดิมแต่ก็ยังไม่มีความชัดเจนของการฟื้นตัว มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจยังต้องเผชิญความเสี่ยงจากอุปสงค์โลกที่ชะลอ ความไม่แน่นอนของ Brexit และความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันการค้าสหรัฐฯ ขณะที่ผลดีจากการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเริ่มมีจำกัด
- เศรษฐกิจจีนยังคงอ่อนแอท่ามกลางแรงกดดันจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อ และมาตรการควบคุมความเสี่ยงในภาคการเงิน โดย PBoC ปรับลด RRR ลงเมื่อกลางเดือน ก.ย. เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอลงอย่างมาก และเรคาดจะปรับลด MLF ลงด้วย ซึ่งจะหนุนการปล่อยสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจ ส่วนด้านการคลัง รัฐบาลอาจเพิ่มโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ เพื่อหนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าและอุปสงค์โลกที่ชะลอซึ่งกดดันภาคการส่งออก การผลิต และการลงทุนอย่างต่อเนื่อง ขณะที่การบริโภคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักอ่อนแอลงในไตรมาส 3 มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังเผชิญความเสี่ยงจากสงครามการค้า อุปสงค์โลกที่ชะลอ และการปรับขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค.
- เศรษฐกิจไทยขยายตัวเล็กน้อยในเดือน ก.ค. ท่ามกลางสัญญาณบ่งชี้ถึงการชะลอตัวของกำลังซื้อผู้บริโภคสะท้อนผ่านความเชื่อมั่นที่แผ่วลงและหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง สอดรับกับการที่รัฐบาลได้อนุมัติมาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและหนุนกำลังซื้อของครัวเรือน นอกจากนี้ การที่ ธปท. เลื่อนกำหนดการใช้เกณฑ์ DSR ออกไปจากปีนี้ อาจเป็นอีกสัญญาณหนึ่งที่สะท้อนถึงแนวโน้มการชะลอตัวของการบริโภคครัวเรือน

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงต่อหลังสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อเริ่มส่งผลกระทบ โดยดัชนี ISM Manufacturing PMI เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลงเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับลดลงแรงมากสุดในรอบ 6 ปี หลังสหรัฐฯ และจีนประกาศขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างกันต้นเดือน ส.ค. ขณะที่ตลาดแรงงานเริ่มมีสัญญาณที่อ่อนแอลง ซึ่งนับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในขณะนี้

แผนภาพที่ 23: ดัชนี ISM ภาคการผลิตลดลงและหดตัวเป็นครั้งแรกในรอบเกือบ 3 ปี การบริโภคและการส่งออกฟื้นตัวขึ้น ส่วนการลงทุนยังคงอ่อนแอ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาคการผลิต และการลงทุนยังคงอ่อนแอท่ามกลางสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อ ขณะที่การบริโภคน่าจะขยายตัวดี และเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจหลักในไตรมาส 3

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเป็น 0.4% MoM แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.2% MoM ขณะที่ตัวเลขเดือนก่อนถูกปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1ppt เป็น 0.8% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกเร่งตัวขึ้นเป็น 4.1% YoY (vs. 3.6% เดือนก่อน) โดยยอดค้าปลีกเพิ่มขึ้นจากยอดขายรถยนต์ (1.8% MoM vs. 0.1% เดือนก่อน) เป็นสำคัญ ส่วนยอดค้าปลีกที่ไม่นับรวมสินค้าที่มีความผันผวนได้แก่ ยอดขายจากปั้มน้ำมัน รถยนต์ และวัสดุก่อสร้าง (Retail Control) ซึ่งเป็นส่วนที่นำไปคิดใน GDP ชะลอตัวลงเป็น 0.3% MoM เท่ากับที่ตลาดคาด ขณะที่ตัวเลขในเดือนก่อนถูกปรับลดลงเล็กน้อย -0.1ppt เป็น 0.9% MoM โดยยอดค้าปลีกยังคงสะท้อนภาพรวมการบริโภคเอกชนที่ยังแข็งแกร่ง และเป็นปัจจัยหลักหนุนเศรษฐกิจในไตรมาส 3

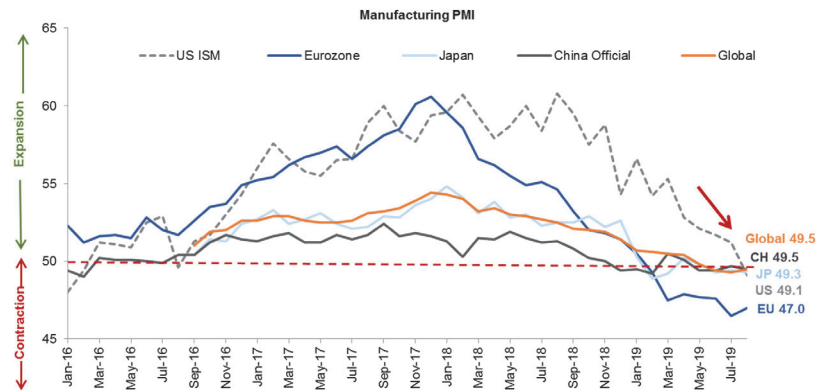
ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan เบื้องต้นเดือน ก.ย. ฟื้นตัวขึ้น +2.2 จุด เป็น 92.0 จุด และดีกว่าตลาดคาดที่ 90.8 จุด หลังจากปรับลดลงแรงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปีในเดือนก่อน เรายังมองการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มที่จะอ่อนแอลงจากตลาดแรงงานที่เริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอ และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อยู่ในระดับต่ำจากที่ก่อนหน้านี้ทรงตัวในระดับสูงมาโดยตลอด ท่ามกลางสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ยืดเยื้อ

การลงทุน: ยอดคำสั่งซื้อไม่รวมอาวุธยุทโธปกรณ์ และเครื่องบิน (Core Capital Goods Orders) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการลงทุนพลิกกลับมาขยายตัว 0.6% YoY จาก -0.5% YoY ในเดือนก่อน ขณะที่ดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ของการผลิต (ISM Manufacturing New Orders) ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี (-3.6, 47.2 จุด) สะท้อนแนวโน้มการลงทุนที่จะยังคงอ่อนแอท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้า

ภาคการผลิต: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตโดย ISM (ISM Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลง -2.1 จุด เป็น 49.1 จุด โดยนับเป็นการปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 เข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 และสวนทางกับตลาดคาดที่จะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 51.3 จุด จากผลผลิต (-1.3, 49.5 จุด), การจ้างงาน (-4.3, 47.4 จุด) และยอดคำสั่งซื้อใหม่ (-3.6, 47.2 จุด) ที่ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี ส่วนยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศซึ่งสะท้อนกิจกรรมภาคส่งออกปรับตัวลดลง -4.8 จุด เป็น 43.3 จุด ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2009

โดยภาคการผลิตมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรง โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ เดินหน้าปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่องตามที่ประกาศไว้

แผนภาพ 24: ดัชนี ISM ภาคการผลิตของสหรัฐฯ (เส้นประสีเทา) ลดลงเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ตามดัชนี PMI ภาคการผลิตของประเทศหลักอื่นๆ ที่ปรับตัวลดลงและเข้าสู่เกณฑ์หดตัวตั้งแต่เดือน พ.ค. ที่สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนรุนแรงขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การส่งออก: มูลค่าส่งออกเดือน ก.ค. หดตัว -0.6% YoY ลดลงจาก -2.2% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปจีน (-13.8% YoY vs. -16.8% เดือนก่อน) แคนาดา (-1.5% YoY vs. -5.6% เดือนก่อน) และเม็กซิโก (-3.2% YoY vs. -6.9% เดือนก่อน) ต่างฟื้นตัวขึ้น

การบริโภคภาคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักในช่วงที่ผ่านมาเริ่มมีแนวโน้มชะลอตัว

การบริโภคภาคเอกชนนับเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักของสหรัฐฯ ที่เหลืออยู่เพียงอย่างเดียวในขณะนี้ ช่วยชดเชยภาคการลงทุนและการส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้ากับจีนที่ยืดเยื้อและยังมีแนวโน้มอ่อนแอลงต่อในช่วงที่เหลือของปี โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ยังเดินหน้าปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติม

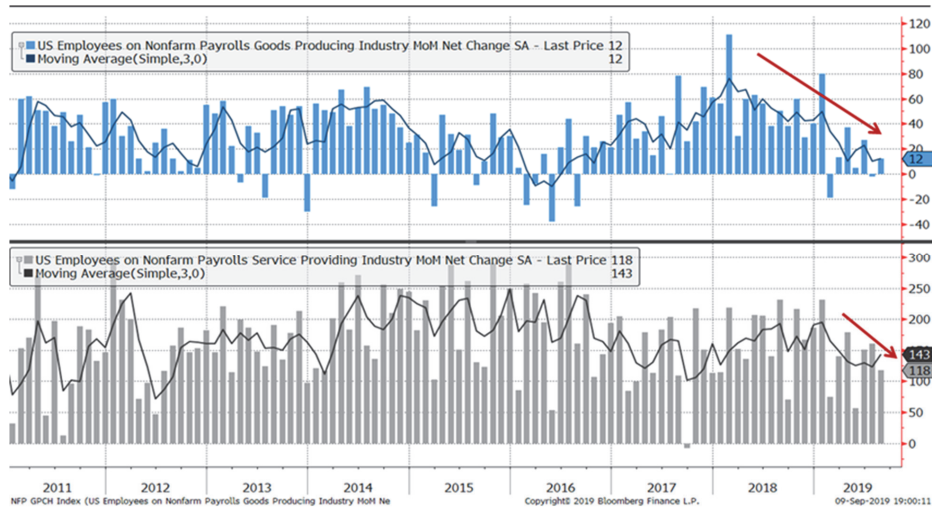
ในช่วงที่ผ่านมา เริ่มมีสัญญาณที่บ่งบอกถึงแนวโน้มการบริโภคภาคเอกชนที่จะอ่อนแอลงทั้งจากตัวเลขการจ้างงานที่เริ่มชะลอตัวและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวลดลงมากหลังจากที่ประธานาธิบดี Donald Trump ประกาศปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพิ่มเติมเมื่อต้นเดือน ส.ค. ซึ่งหากสัญญาณดังกล่าวยังคงอยู่ต่อไปก็นับเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ

ตลาดแรงงานเริ่มมีสัญญาณอ่อนแอ โดยในเดือน ส.ค. การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Change in Nonfarm Payrolls) เพิ่มขึ้น 1.3 แสนราย ซึ่งต่ำกว่าตลาดคาดที่ 1.6 แสนราย นอกจากนี้ การจ้างงานในเดือน มิ.ย.และก.ค. ยังถูกปรับลดลงรวมกัน 2 หมื่นราย ขณะที่อัตราการว่างงานยังทรงตัวที่ 3.7%

เรามองว่าการจ้างงานมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวในเดือนถัดไป โดยเฉพาะจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนเพิ่มเติมซึ่งถูกบังคับใช้เมื่อวันที่ 1 ก.ย. ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตให้ชะลอตัวลงต่อ โดยเมื่อพิจารณาแยกเป็นรายอุตสาหกรรมจะพบว่า การจ้างงานในภาคการผลิต (กราฟแท่งสีส้ม) ได้ชะลอตัวอย่างต่อเนื่องหลังประเด็นเรื่องสงครามการค้าได้กดดันภาคการผลิตมานับตั้งแต่ต้นปี 2018 ส่วนในภาคบริการ (กราฟแท่งสีฟ้า) การจ้างงานก็เริ่มมีสัญญาณชะลอตัวลงนับตั้งแต่ต้นปี

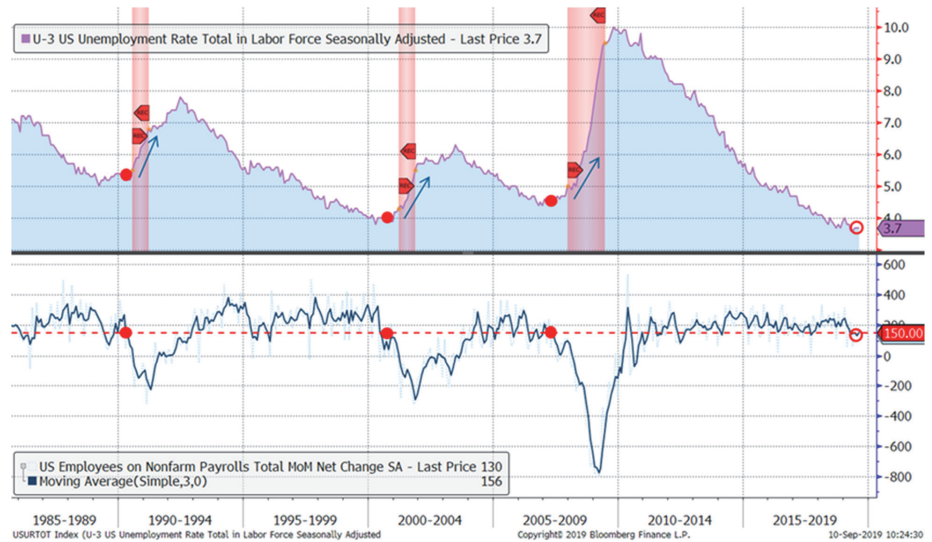
หากการจ้างงานนอกภาคเกษตรยังคงเพิ่มขึ้นต่ำกว่าระดับ 1.5 แสนรายอย่างต่อเนื่อง ก็จะส่งผลให้อัตราการว่างงานเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งนับเป็นสัญญาณบ่งชี้ถึงการบริโภคภาคเอกชนที่จะมีแนวโน้มชะลอลงในอนาคต

แผนภาพ 25: การจ้างงานในภาคการผลิต (กราฟแท่งสีส้ม) ชะลอตัวต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี 2018 ที่สงครามการค้ากับจีนเริ่มขึ้น ขณะที่การจ้างงานในภาคบริการ (กราฟแท่งสีฟ้า) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนราว 75% ของการจ้างงานทั้งหมดเริ่มชะลอตัว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพ 26: การจ้างงานนอกภาคเกษตร (กราฟด้านล่าง) ชะลอตัวในเดือน ส.ค. สะท้อนตลาดแรงงานที่เริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอลง โดยหากการจ้างงานนอกภาคเกษตรเพิ่มขึ้นต่ำกว่าระดับ 1.5 แสนรายอย่างต่อเนื่องก็จะหนุนให้อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้น

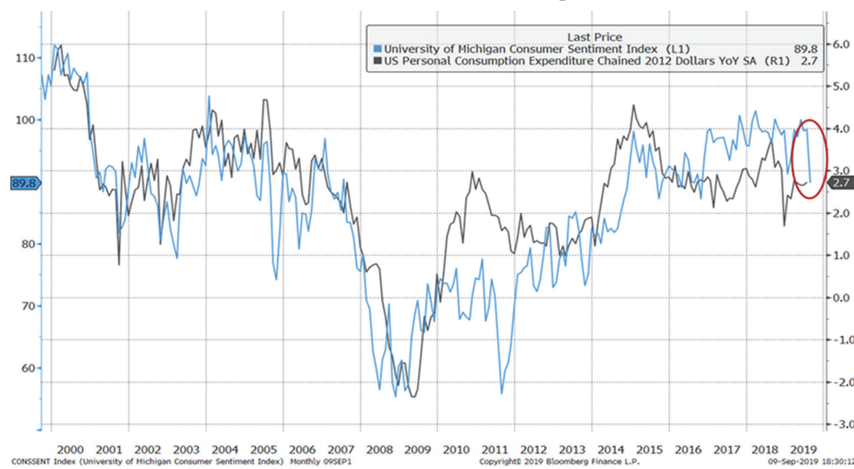


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อีกสัญญาณหนึ่งซึ่งบ่งชี้ถึงการบริโภคภาคเอกชนที่มีแนวโน้มอ่อนแอลงคือความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan ที่ในเดือน ส.ค. ได้รับลดลงแรงมากสุดในรอบ 6 ปี สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปี (-8.6, 89.8 จุด) โดยความเชื่อมั่นต่อสภาวะทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน (Current Conditions) ได้ปรับลดลงมากสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2016 ซึ่งในรายงานระบุว่าผู้บริโภคมีความกังวลต่อผลกระทบจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้า โดยเฉพาะผลกระทบต่อราคาสินค้าที่จะปรับตัวสูงขึ้นในระยะข้างหน้า ซึ่งจะกดดันความสามารถในการใช้จ่าย อัตราการว่างงานที่จะเพิ่มขึ้น และอัตราค่าจ้างที่จะปรับลดลง

ความเชื่อมั่นผู้บริโภคมีแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อในระยะข้างหน้าจากความตึงเครียดทางการค้ากับจีนที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา โดยสหรัฐฯ ได้ปรับขึ้นภาษีนำเข้า 15% กับสินค้าจีนเพิ่มเติมกลุ่ม US\$300bn บางส่วนในวันที่ 1 ก.ย. และจะปรับเพิ่มอัตราภาษีนำเข้าสำหรับสินค้าจีนกลุ่ม US\$250bn ที่เคยถูกปรับขึ้นภาษีไปแล้วจากเดิม 25% เป็น 30% ในวันที่ 15 ต.ค.

แผนภาพ 27: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคโดย U. of Michigan ที่ปรับลดลงมากในเดือน ส.ค. นับเป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อการใช้จ่ายของผู้บริโภคในระยะข้างหน้า



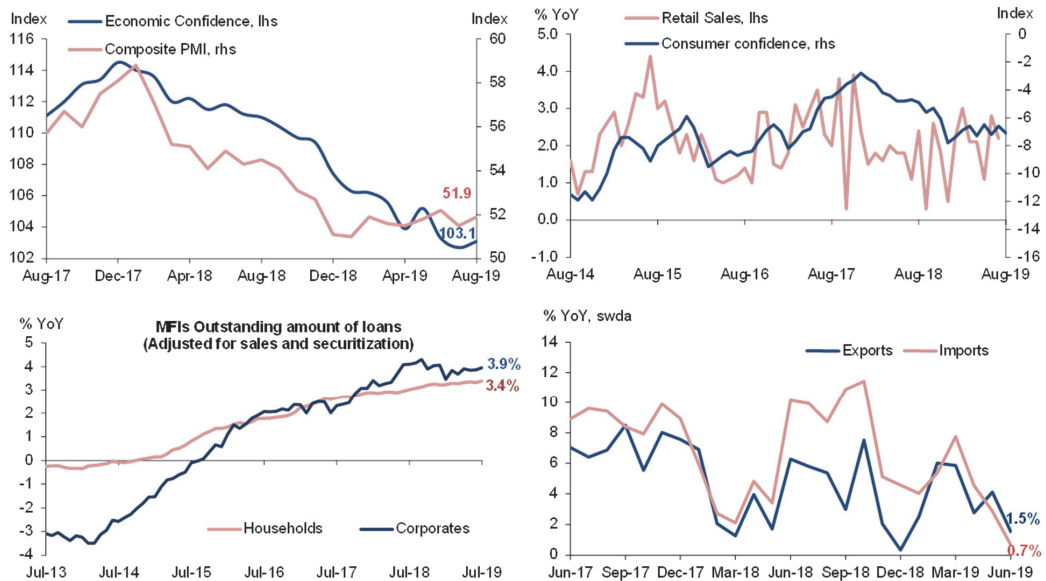
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปยังคงอ่อนแอ โดยแม้ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาจะไม่ได้แย่งจากเดิมแต่ก็ยังไม่มีความมั่นใจของการฟื้นตัว มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจยุโรปยังต้องเผชิญความเสี่ยงจากหลายปัจจัยทั้งอุปสงค์โลกที่ชะลอ ความไม่แน่นอนของการเจรจา Brexit และความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันการค้าสหรัฐฯ โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จากยุโรป

เศรษฐกิจที่อ่อนแอทำให้ ECB ตัดสินใจผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในการประชุมครั้งล่าสุดวันที่ 12 ก.ย. ทั้งลดดอกเบี้ย Deposit Rate ลง -10bps เป็น -0.5%, กลับมาทำ QE ที่อัตรา EUR20bn ต่อเดือน โดยยังไม่กำหนดจุดสิ้นสุด และผ่อนคลายเงื่อนไขในโครงการ TLTRO3 ให้กับธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม ผลดีจากการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายก็เริ่มมีจำกัด ซึ่งประธาน ECB ก็ได้ระบุนโยบายการคลังจะต้องกลับมาเป็นเครื่องมือกระตุ้นเศรษฐกิจหลัก

แผนภาพ 28: ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจเดือน ส.ค. พื้นตัวขึ้นเล็กน้อย ยอดค้าปลีกและยอดปล่อยสินเชื่อยังขยายตัวดี ขณะที่กิจกรรมภาคต่างประเทศอ่อนแอลง



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

โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังคงอ่อนแอ

เศรษฐกิจยุโรปยังคงอ่อนแอ โดยแม้ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาจะไม่ได้แย่งจากเดิมแต่ก็ยังไม่มีความมั่นใจของการฟื้นตัว มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจยุโรปยังต้องเผชิญความเสี่ยงจากหลายปัจจัยทั้งอุปสงค์โลกที่ชะลอ ความไม่แน่นอนของการเจรจา Brexit และความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันการค้าสหรัฐฯ โดยเฉพาะหากสหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จากยุโรป (สหรัฐฯ มีกำหนดตัดสินใจกลางเดือน พ.ย.)

ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Confidence) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 103.1 จุด โดยความเชื่อมั่นในภาคการผลิต (+1.4 จุด) พื้นตัวขึ้น ขณะที่ความเชื่อมั่นในภาคบริการ (-1.3 จุด) ความเชื่อมั่นนักลงทุน (-7.9 จุด) และความเชื่อมั่นผู้บริโภค (-0.5 จุด) ปรับตัวลดลง

ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.4 จุด เป็น 51.9 จุดจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ โดยดัชนีภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้น +0.5 จุด เป็น 47.0 จุด แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ซึ่งยังสะท้อนโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ ส่วนภาคบริการปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 53.5 จุด ดีกว่าตลาดคาดและตัวเลขเบื้องต้นที่ 53.4 จุด

หากพิจารณาเป็นรายประเทศ ดัชนีรวมของเยอรมนี (+0.8, 51.7 จุด), ฝรั่งเศส (+1.0, 52.9 จุด) และสเปน (+0.9, 52.6 จุด) ปรับตัวเพิ่มขึ้นดีกว่าคาด ขณะที่ดัชนีของอิตาลี (-0.7, 50.3 จุด) ปรับตัวลดลงตามภาคบริการที่อ่อนแอ โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากความไม่แน่นอนทางการเมืองในช่วงที่ผ่านมา

ยอดปล่อยสินเชื่อเดือน ก.ค. ยังขยายตัวได้ดี โดยยอดปล่อยสินเชื่อสู่ภาคธุรกิจ (Corporates) เติบโตขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.9% YoY จาก 3.8% YoY ในเดือนก่อน และยอดปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (Household) เติบโตขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.4% YoY จาก 3.3% ในเดือนก่อน ยังสะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ยังขยายตัวได้อยู่

ขณะที่การบริโภค ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. ชะลอลงเป็น 2.2% YoY จากที่ขยายตัวดี 2.8% YoY ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าตลาดคาดที่ 2.0% YoY

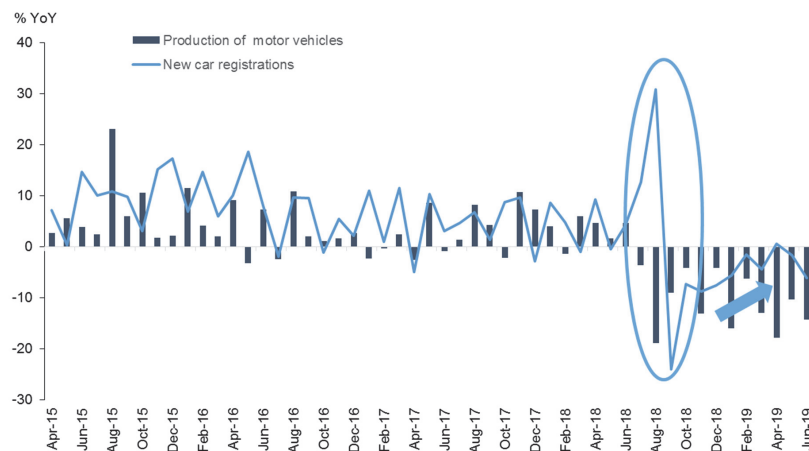
ด้านภาคต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน มิ.ย. ชะลอตัวลงเป็น 1.5% YoY จาก 4.1% YoY ในเดือนก่อน โดยส่งออกไปสหรัฐฯ (8.9% YoY vs. 13.5% เดือนก่อน) และจีน (4.7% YoY vs. 8.3% เดือนก่อน) ที่ชะลอตัวลง ขณะที่ส่งออกไป OPEC (-3.0% YoY vs. +2.5% เดือนก่อน) และสวีเดน (-2.1% YoY vs. 8.9% เดือนก่อน) พลิกกลับมาหดตัว

อุตสาหกรรมรถยนต์คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นในระยะข้างหน้าหลังผู้ผลิตกลับมาเพิ่มการผลิตอีกครั้ง

อุตสาหกรรมรถยนต์ของยุโรปอ่อนแอต่อเนื่องนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2018 ที่มาตรฐานไอเสียนยนต์ใหม่ (WLTP) ได้มีผลบังคับใช้ ซึ่งมาตรการดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อยอดขายรถยนต์ และผลผลิตรถยนต์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง

อย่างไรก็ดี เรามองว่าผลกระทบจากปัจจัยดังกล่าวได้เริ่มทยอยหมดไป และคาดว่าอุตสาหกรรมรถยนต์ของยุโรปจะเริ่มฟื้นตัวขึ้น โดยหากพิจารณาจากยอดขายรถยนต์ (New Car Registrations; กราฟเส้นในแผนภาพด้านล่าง) ของยุโรปซึ่งเป็นตัวบ่งชี้อุปสงค์จะพบว่าได้ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่ผลผลิตรถยนต์ (Production of Motor Vehicles; กราฟแท่งด้านล่าง) ซึ่งบ่งชี้ถึงอุปทานยังคงหดตัวลงแรง โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นจากที่ผู้ผลิตต้องการทยอยขยายรถยนต์รุ่นเก่าออกไปให้หมดก่อน ซึ่งอุปสงค์ที่ทยอยฟื้นตัวขึ้นขณะที่อุปทานยังหดตัวลงต่อเนื่องอาจจะทำให้เกิดภาวะอุปสงค์ส่วนขาด (Excess Demand) ในระยะข้างหน้าได้ ดังนั้นเราจึงมองว่าผู้ผลิตใกล้ที่จะกลับมาเพิ่มการผลิตอีกครั้ง

แผนภาพ 29: ยอดจดทะเบียนรถยนต์ (กราฟเส้น) ในยุโรปฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องนับตั้งแต่เดือน ก.ย. 2018 ที่มาตรฐานไอเสียนยนต์ใหม่ได้บังคับใช้ ขณะที่ผลผลิตรถยนต์หดตัวต่อเนื่อง ซึ่งชี้ได้ว่าบริษัทจะต้องกลับมาผลิตรถยนต์ในระยะข้างหน้า



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ECB ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในการประชุมเดือน ก.ย. ท่ามกลางโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอ แต่ส่งสัญญาณถึงข้อจำกัดของการใช้เครื่องมือดังกล่าว

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติปรับลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลง -10bps เป็น -0.5% ตามที่ตลาดคาด และคงอัตราดอกเบี้ย Main Refinancing Rate ที่ 0.0% และอัตราดอกเบี้ย Marginal Lending Rate ที่ 0.25% โดยระบุว่าอัตราดอกเบี้ยจะคงอยู่ที่ระดับนี้หรือต่ำกว่า **“จนกว่าเงินเฟ้อจะเร่งตัวเข้าสู่เป้าหมายที่ 2%”** ซึ่งเปลี่ยนแปลงไปจากการประชุมรอบก่อนที่ระบุว่าอัตราดอกเบี้ยจะยังไม่ปรับเพิ่มขึ้น **“จนกว่าจะถึงกลางปี 2020 เป็นอย่างน้อย”**

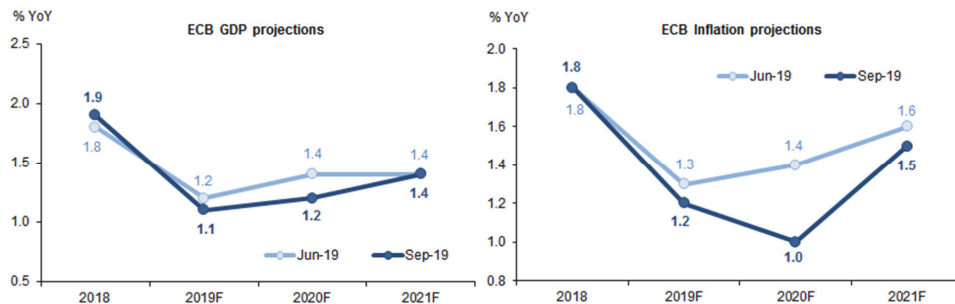
ด้านการแก้ปัญหาผลกระทบต่อระบบธนาคารจากอัตราดอกเบี้ยที่ติดลบเป็นระยะเวลานาน ECB ได้ประกาศว่าจะใช้ระบบ **“Two-tier system”** ซึ่งจะยกเว้นเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้กับ ECB บางส่วนจากดอกเบี้ยติดลบ เช่นเดียวกับธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ธนาคารกลางเดนมาร์ก (DNB) และธนาคารกลางสวิตเซอร์แลนด์ (SNB)

นอกจากนี้ ECB ได้ประกาศจะกลับมาใช้มาตรการเข้าซื้อสินทรัพย์หรือทำ QE อีกครั้ง โดยจะเข้าซื้อที่อัตรา EUR20bn ต่อเดือน นับตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. โดยยังไม่กำหนดเวลาสิ้นสุดของมาตรการที่ชัดเจน แต่ระบุเพียงว่าจะเข้าซื้อจนกว่าคาดการณ์เงินเฟ้อจะกลับเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ซึ่งเป็นจุดเดียวกับที่อัตราดอกเบี้ยจะสามารถปรับเพิ่มขึ้นได้ และระบุว่ายังคงทำการซื้อคืนพันธบัตรที่ครบกำหนดอายุ (Reinvestment) ต่อไปเรื่อยๆ ไปจนกว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นอย่างน้อยเพื่อหนุนสภาพคล่องในระบบ

ส่วนโครงการเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (TLTRO3) ซึ่งจะเริ่มปล่อยระลอกแรกในเดือนนี้ ECB ได้ทำการผ่อนคลายนโยบาย โดยลดอัตราดอกเบี้ยที่จะคิดกับธนาคารพาณิชย์ลงจากเดิมที่คิดอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดที่ Deposit rate+0.1% (หรือ-0.4%) เป็นคิดอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดที่ Deposit Rate (หรือ -0.5%) และขยายระยะเวลาที่กำหนดชำระคืน (Maturity) เป็น 3 ปี จากเดิมที่ 2 ปี

นาย Mario Draghi ประธาน ECB กล่าวว่าเศรษฐกิจของกลุ่มส่งสัญญาณอ่อนแอลงกว่าที่คาดไว้ จากผลกระทบของการค้าโลกที่ชะลอลงมาก โดยในการประชุมรอบนี้ ECB ได้ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจปีนี้ลง -0.1ppt เป็น 1.1% และของปี 2020 ลง -0.2ppt เป็น 1.2% และปรับลดประมาณการเงินเฟ้อปีนี้ลง -0.1ppt เป็น 1.2% และของปี 2020 ลง -0.4ppt เป็น 1.0% ซึ่งการปรับลดดังกล่าวเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ ECB ออกมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในครั้งนี้

แผนภาพ 30: ประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของ ECB (เส้นสีเขียว: ล่าสุด, เส้นสีส้ม: เดือน มิ.ย.) โดย ECB ปรับลดประมาณการเศรษฐกิจ (-0.2ppt) และเงินเฟ้อ (-0.4ppt) ปี 2020 ลงค่อนข้างมาก

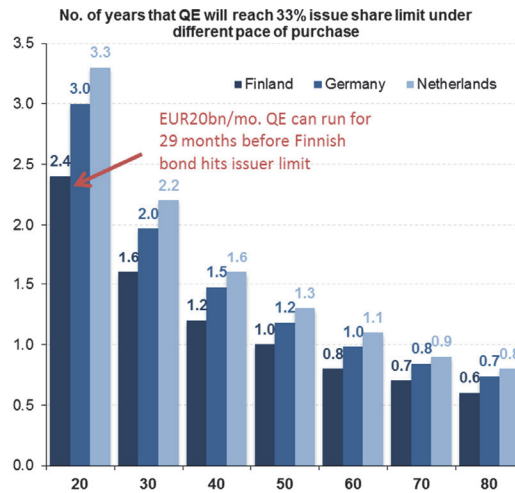


Source: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ นาย Draghi ระบุว่าประเทศต่างๆ ในกลุ่มควรวางแผนที่จะผ่อนคลายนโยบายการคลังของตนด้วย ทั้งการลดภาษีและเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อเป็นอีกแรงหนุนที่จะพยุงไม่ให้เศรษฐกิจของกลุ่มเข้าสู่ภาวะถดถอย โดยนาย Draghi ระบุนโยบายการคลังจะต้องกลับมาเป็นเครื่องมือกระตุ้นเศรษฐกิจหลัก

คำกล่าวของนาย Draghi สะท้อนได้ว่าผลดีจากการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายนโยบายเริ่มมีจำกัดแล้ว โดยประสิทธิภาพของการส่งผ่านของเครื่องมือทางการเงินสู่ระบบเศรษฐกิจจริงเริ่มมีลดลง ขณะที่เครื่องมือทางการเงินที่ ECB สามารถใช้ได้ก็เริ่มพบกับข้อจำกัด โดยเฉพาะข้อจำกัดตามกฎหมายในการทำ QE ได้แก่ การห้าม ECB ถือครองพันธบัตรของแต่ละประเทศสมาชิกเกิน 33% ของปริมาณพันธบัตรทั้งหมด (33% Issuer Limit) ซึ่งการเข้าซื้อที่อัตรา 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือนนั้น ECB จะสามารถเข้าซื้อได้เป็นระยะเวลา 2.4 ปี (29 เดือน) ก่อนที่จะถือพันธบัตรรัฐบาลฟินแลนด์จนครบ 33%

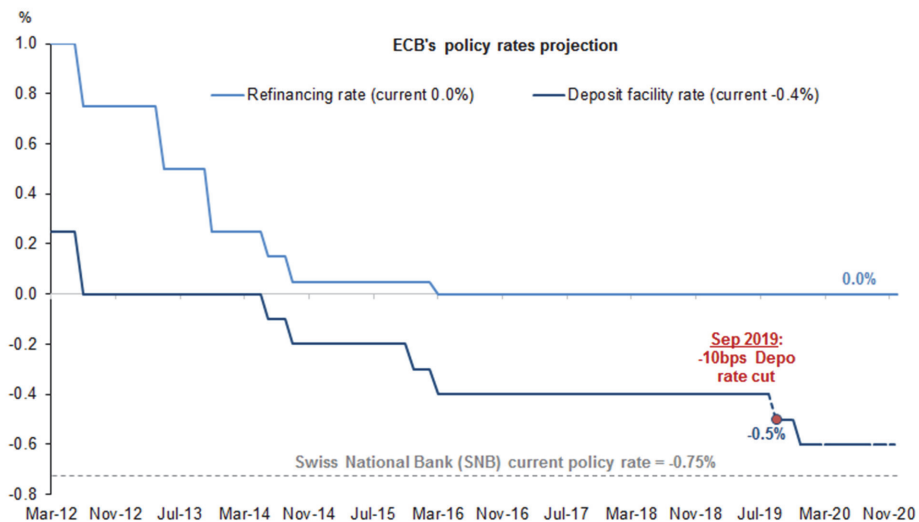
แผนภาพ 31: ECB จะสามารถทำ QE ที่อัตรา EUR20bn ต่อเดือน ได้ 29 เดือน ก่อนที่จะถือครองพันธบัตรพันธบัตรของฟินแลนด์ครบ 33%



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

เราคาดว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลงเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า ท่ามกลางโมเมนตัมทางเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มอ่อนแอลงต่อและเงินเฟ้อที่ยังไม่มีแนวโน้มจะเร่งตัวเข้าสู่เป้าหมายที่ 2% ได้ในระยะกลาง (เงินเฟ้อล่าสุดเดือน ส.ค. ทรงตัวในระดับต่ำที่ 1.0% YoY ขณะที่ ECB คาดเงินเฟ้อจะเร่งตัวอยู่ที่เพียง 1.5% YoY ในปี 2021) ขณะที่โอกาสที่ ECB จะเพิ่มอัตราการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่อเดือนมองว่ามีจำกัดจากข้อจำกัดตามกฎหมายที่มี (Issuer Limit ที่ 33% และการเข้าซื้ออิงตามสัดส่วน Capital Key)

แผนภาพ 32: เรามองว่า ECB ยังพอมีพื้นที่เหลือให้ลดอัตราดอกเบี้ยลงเพิ่มเติมอยู่ โดยขณะนี้ดอกเบี้ย Deposit Rate ที่ -0.5% ยังสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสวิตเซอร์แลนด์ (SNB) ซึ่งปัจจุบันอยู่ที่ -0.75%



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

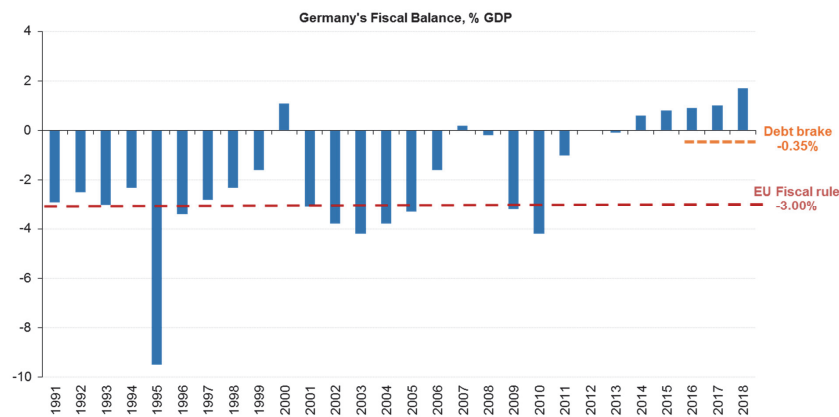
นโยบายการคลังอาจไม่สามารถกระตุ้นเศรษฐกิจได้มากเท่าที่ตลาดคาดหวัง

เศรษฐกิจเยอรมนีที่อ่อนแอและมีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิค (Technical Recession: GDP หดตัว 2 ไตรมาสติด) นับเป็นความเสี่ยงให้เศรษฐกิจยุโรปเข้าสู่ภาวะ Recession เช่นเดียวกัน รัฐบาลเยอรมนีจึงได้รับแรงกดดันอย่างต่อเนื่องให้เพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งตามข่าวที่ออกมา รมต. คลังของเยอรมนีระบุว่ารัฐบาลสามารถเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐได้ถึง EUR50bn

อย่างไรก็ดี เรามองว่าการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐมากถึง EUR50bn นั้นเป็นไปได้ยาก เนื่องจากเยอรมนีมีกฎ “Debt Brake” ที่ได้บังคับใช้เมื่อปี 2016 เพื่อรักษาวินัยทางการคลังหลังจากที่วิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ได้ส่งผลให้หนี้สาธารณะปรับตัวสูงขึ้น (เกินกฎการคลังของ EU หรือ Fiscal Rules ที่กำหนดว่าหนี้สาธารณะไม่เกิน 60% ของ GDP และดุลการคลังขาดดุลไม่เกิน 3%)

โดยกฎ “Debt Brake” ได้จำกัดดุลการคลังของเยอรมนีให้ขาดดุลได้ไม่เกิน 0.35% ของ GDP หรือห้ามเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเกินกว่าปีละ 0.35% ของ GDP ซึ่งจะเท่ากับว่าประเทศเยอรมนีจะใช้จ่ายเพิ่มเติมได้เพียงปีละราว EUR10bn เท่านั้น (หากอิงจาก GDP ปี 2018) ซึ่งน้อยกว่าที่ตลาดคาดหวังไว้ที่ EUR50bn ตามที่รัฐมนตรีคลังของเยอรมนีได้ออกมากล่าวก่อนหน้านี้

แผนภาพ 33: กฎ “Debt Brake” (เส้นประสีส้ม) บังคับให้เยอรมนีมีดุลการคลังขาดดุลไม่เกิน 0.35% ของ GDP ขณะที่ Fiscal Rule ของ EU (เส้นประสีแดง) กำหนดไม่ให้ประเทศสมาชิกมีดุลการคลังขาดดุลเกิน 3%

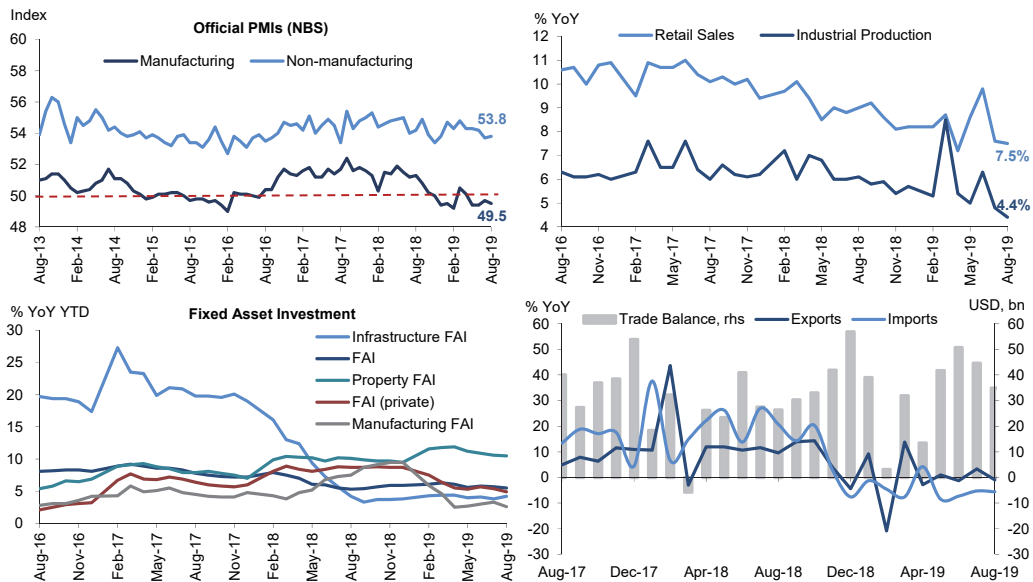


Source: Bloomberg, German Federal, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนยังคงอ่อนแอท่ามกลางแรงกดดันจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อ และมาตรการควบคุมความเสี่ยงในภาคการเงิน โดย PBoC ปรับลด RRR ลงเมื่อกลางเดือน ก.ย. เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอตัวอย่างมาก และเรคาดว่า จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย MLF ลงในระยะข้างหน้าด้วย ซึ่งจะสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจ ขณะที่ด้านการคลัง รัฐบาลอาจประกาศเพิ่มโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ (จากโควตาปีที่ 2.15 ล้านล้านหยวน) เพื่อหนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในช่วงที่เหลือของปี

แผนภาพ 34: ดัชนี PMI ภาคการผลิตยังหดตัวต่อเนื่อง ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ส.ค. ชะลอลงมากกว่าคาด ส่วนส่งออกพลิกกลับมาหดตัวจากส่งออกไปสหรัฐฯ ที่หดตัวแรง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจเดือน ส.ค. ชะลอตัวลงต่อเนื่อง

ภาพรวมเศรษฐกิจจีนยังคงอ่อนแอท่ามกลางแรงกดดันจากหลายปัจจัย โดยเฉพาะจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อและอุปสงค์โลกที่ชะลอลง ขณะที่รัฐบาลพยายามควบคุมความเสี่ยงในภาคการเงิน โดยเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอลงต่อเนื่องขณะที่สงครามการค้ากับสหรัฐฯ รุนแรงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา (ทั้งสองฝ่ายปรับขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างกันเมื่อวันที่ 1 ก.ย. ที่ผ่านมา และมีกำหนดปรับเพิ่มขึ้นอีกวันที่ 15 ส.ค.) ทำให้เรคาดว่า นโยบายการเงินและการคลังจะกลับมาผ่อนคลาย

โดย PBoC ได้ปรับลด RRR ลงเมื่อกลางเดือน ก.ย. และเรคาดว่า จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย MLF ลงในระยะข้างหน้าด้วย ซึ่งจะสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อในระบบเศรษฐกิจ ขณะที่ด้านการคลัง รัฐบาลอาจประกาศเพิ่มโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นฉบับพิเศษ (จากโควตาปีที่ 2.15 ล้านล้านหยวน) เพื่อหนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในช่วงที่เหลือของปี

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของทางการจีน (Official Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลง -0.2 จุด เป็น 49.5 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 และต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 49.6 จุด โดยรายละเอียดระบุผลผลิต (-0.2, 51.9 จุด) และยอดคำสั่งซื้อใหม่ (-0.1, 49.7 จุด) ยังสะท้อนถึงโมเมนตัมภาคการผลิตที่อ่อนแอ ขณะที่กิจกรรมภาคต่างประเทศ การนำเข้า (-0.7, 46.7 จุด) ปรับตัวลดลงต่อ ส่วนยอดคำสั่งซื้อภายนอกประเทศ (+0.3, 47.2 จุด) พ้นตัวขึ้น โดยส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากการเร่งส่งออกสินค้าก่อนหน้าสหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติม แต่อย่างไรก็ดี ดัชนียังคงหดตัวซึ่งสะท้อนถึงภาคส่งออกที่จะยังคงอ่อนแอ

ด้านภาคบริการ (Non-manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1 จุด เป็น 53.8 จุด ดีกว่าคาดที่จะทรงตัวที่ 53.7 จุด เท่ากับเดือนก่อน จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของภาคก่อสร้าง (+3.0, 61.2 จุด) ซึ่งสะท้อนถึงกิจกรรมในภาคก่อสร้างที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้าหลังรัฐบาลผ่อนคลายความเข้มงวดการกู้ยืมของรัฐบาลท้องถิ่นเพื่อหนุนเศรษฐกิจ โดยเมื่อเข้าสู่ไตรมาส 3 มูลค่าโครงการก่อสร้างที่ได้รับการอนุมัติมีเพิ่มมากขึ้น ขณะที่รัฐบาลท้องถิ่นได้เร่งออกพันธบัตรท้องถิ่นฉบับพิเศษ (Special Government Bonds)

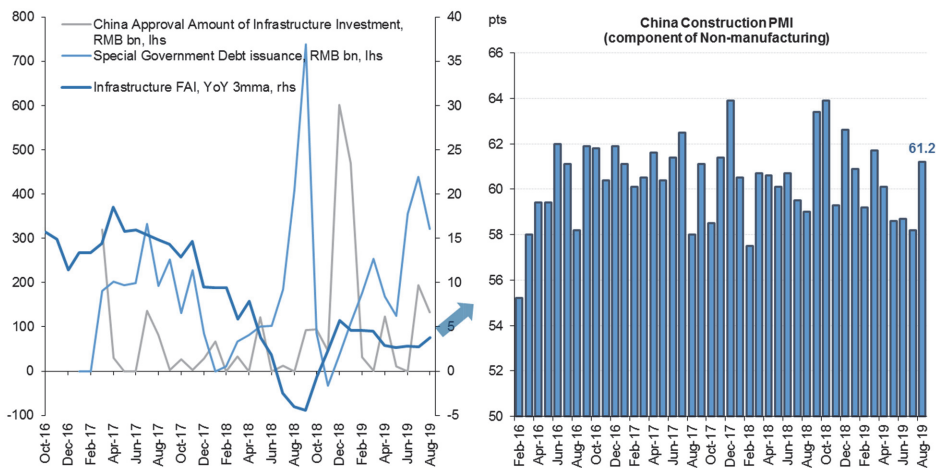
ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเป็น 4.4% YoY จาก 4.8% YoY ในเดือนก่อน โดยนับเป็นการขยายตัวต่ำสุดในรอบ 17 ปี และสวนทางกับตลาดคาดที่จะฟื้นตัวขึ้นเป็น 5.8% YoY

ยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเป็น 7.5% YoY จาก 7.6% YoY ในเดือนก่อน และสวนทางกับตลาดคาดที่จะฟื้นตัวขึ้นเป็น 7.8% YoY โดยยอดขายรถยนต์ได้หดตัวเพิ่มขึ้น (-8.1% YoY vs. -2.6% เดือนก่อน)

การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Assets Investment) เดือน ส.ค. ชะลอตัวลงเป็น 5.5% YoY YTD จาก 5.7% ในเดือนก่อนและที่ตลาดคาด จากการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (10.5% vs. 10.6% เดือนก่อน) และภาคการผลิต (2.6% vs. 3.3% เดือนก่อน) ที่ชะลอตัวลง ขณะที่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานฟื้นตัวขึ้น (4.2% vs. 3.8% เดือนก่อน)

โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานฟื้นตัวขึ้น หลังจากทีในเดือน มิ.ย.-ก.ค. ยอดอนุมัติโครงการโครงสร้างพื้นฐานและยอดออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นได้เพิ่มขึ้นมาก

แผนภาพ 35: การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นต่อในระยะข้างหน้า โดยยอดอนุมัติโครงการโครงสร้างพื้นฐานและยอดออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นได้เพิ่มขึ้นมากในเดือน มิ.ย.-ก.ค. ส่วนดัชนี PMI ภาคก่อสร้างได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ด้านต่างประเทศ ยอดส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. พลิกกลับมาหดตัว -1.0% YoY จากที่ขยายตัว 3.3% YoY ในเดือนก่อน และแย่กว่าตลาดคาดที่จะขยายตัวต่อเนื่องที่ 2.2% YoY ขณะที่ยอดการนำเข้า (Imports) หดตัว -5.6% YoY ต่อเนื่องจาก -5.3% YoY ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าตลาดคาดที่ -6.4% YoY ส่งผลให้ดุลการค้าเดือน ส.ค. เกินดุลลดลงเป็น US\$34.8bn จาก US\$44.6bn ในเดือนก่อน

โดยยอดส่งออกไปสหรัฐฯ หดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -16.0% YoY (vs. -6.5% เดือนก่อน) ท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าระหว่างกันที่เพิ่มขึ้นนับตั้งแต่เดือน ส.ค. ส่วนส่งออกไปตลาดหลักอื่นๆ ได้แก่ ASEAN (11.2% YoY vs. 15.6% เดือนก่อน) และ EU (3.2% vs. 6.5% เดือนก่อน) ชะลอตัวลง ขณะที่ส่งออกไปญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้น (1.5% YoY vs. -4.1% เดือนก่อน)

แผนภาพ 36: ส่งออกไปสหรัฐฯ หดตัวเพิ่มขึ้นมากเป็น -16% YoY ขณะที่ส่งออกไปตลาดหลักอื่นๆ ยังขยายตัว



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่งออกจีนมีแนวโน้มอ่อนแอต่อเนื่องตลอดช่วงที่เหลือของปี ท่ามกลางสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ยืดเยื้อ และอุปสงค์โลกที่ชะลอลง ซึ่งโมเมนตัมส่งออกที่ยังคงอ่อนแออาจสะท้อนได้จากดัชนี Global Manufacturing PMI ที่ยังคงหดตัวต่อเนื่อง (ต่ำกว่า 50 จุด) และดัชนี Manufacturing PMI ของทั้งสหรัฐฯ และจีนที่หดตัวลงเช่นกัน (ดัชนี ISM ของสหรัฐฯ เดือน ส.ค. หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี)

โดยสหรัฐฯ มีแผนปรับภีณำเข้าสินค้าเงินกลุ่ม US\$250bn ที่ได้ปรับขึ้นไปแล้วเป็น 30% (จากปัจจุบันที่ 25%) ในวันที่ 15 ต.ค. และยังมีแผนปรับขึ้นภีณำเข้าสินค้าเงินกลุ่มสุดท้าย (US\$300bn) อีกส่วนหนึ่งขึ้น 15% ในวันที่ 15 ธ.ค.

ขณะที่สหรัฐฯ และจีนเตรียมที่จะเจรจการค้าร่วมกันอีกครั้งในเดือน ต.ค.นี้ ซึ่งเรามองว่าจะช่วยผ่อนคลายความตึงเครียดให้กับตลาดในระยะสั้น แต่ในระยะยาวเรายังคงมุมมองเดิมว่าการตกลงทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนยังคงเป็นไปได้ยาก และคาดว่าทั้งสองจะยังไม่ได้ข้อตกลงการค้าร่วมกันในปีนี้ เนื่องจากข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ ที่ต้องการให้จีนเปลี่ยนแปลงกฎหมายเพื่อแก้ปัญหาเรื่องการถ่ายโอนความรู้ของบริษัทต่างชาติที่จะเข้ามาทำธุรกิจการเงิน (Technology Transfer) และการให้เงินอุดหนุนในบางอุตสาหกรรมของรัฐบาลจีนนั้นยังเป็นประเด็นขัดแย้งที่สำคัญในการเจรจา

สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนรุนแรงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาโดยทั้งสองฝ่ายประกาศปรับเพิ่มภีณำเข้าระหว่างกัน

ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนเพิ่มขึ้นอีกครั้งเมื่อในปลายเดือน ส.ค. หลังจากที่รัฐบาลจีนประกาศจะปรับขึ้นภีณำเข้าเพิ่มเติมอีก 5-10% กับสินค้าสหรัฐฯ กว่า 5,000 รายการมูลค่ารวม US\$75bn ซึ่งรวมถึงถั่วเหลือง รถยนต์ และน้ำมันดิบ เพื่อตอบโต้ที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภีณำเข้าสินค้าเงินเพิ่มเติม 10% กับสินค้าในกลุ่มสุดท้าย (มูลค่ารวม US\$ 300bn) โดยการปรับขึ้นภีณำเข้าของจีนนั้นจะแบ่งเป็น 2 รอบเช่นเดียวกับของสหรัฐฯ

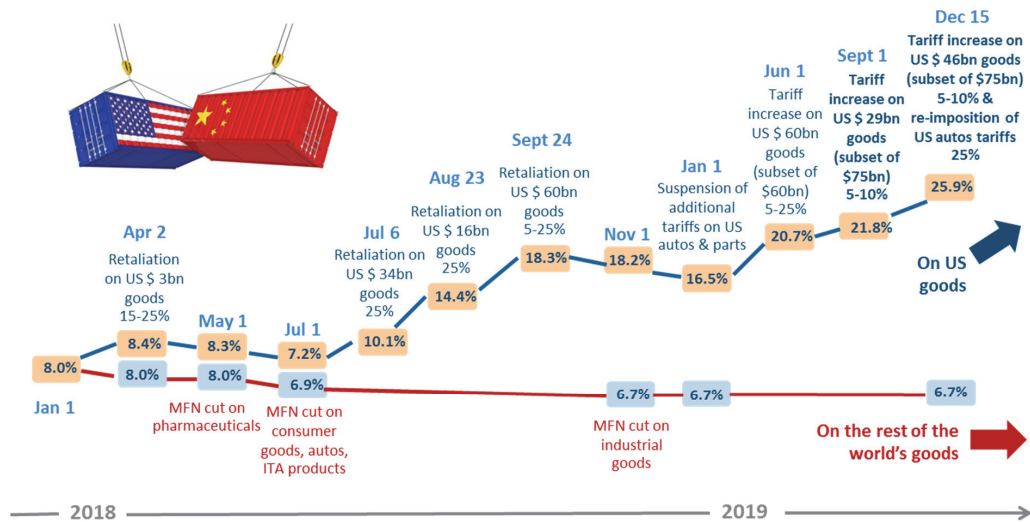
รอบแรกวันที่ 1 ก.ย. รัฐบาลจีนจะปรับขึ้นภีณำเข้าที่อัตรา 5% กับถั่วเหลืองและน้ำมันดิบ และปรับขึ้นที่อัตรา 10% กับเนื้อหมู ไก่ เนื้อวัว สินค้าเกษตรอื่นๆ และเครื่องจักรกลและอุปกรณ์ **และรอบสองวันที่ 15 ธ.ค.** จะปรับขึ้นภีณำเข้าที่อัตรา 5% กับอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับการมองเห็นและชิ้นส่วนยานยนต์ และปรับขึ้นที่อัตรา 10% กับข้าวสาลี ข้าวฟ่าง ผ้าฝ้าย และรถยนต์ นอกจากนี้ รัฐบาลจะปรับภีณำเข้ารถยนต์ขึ้น 25% (ที่ได้ระงับไปเมื่อปลายปีที่แล้ว) ซึ่งจะส่งผลให้ภีณำเข้ารถยนต์จากสหรัฐฯ อาจสูงถึง 50%

การประกาศขึ้นภีณำเข้าเพิ่มเติมได้ตอบสหรัฐฯ ของจีนในครั้งนี้ นับเป็นการเปลี่ยนท่าทีของรัฐบาลจีนเป็นเชิงก้าวร้าวมากขึ้น จากที่ก่อนหน้านี้จีนมีท่าทีประนีประนอมทั้งระงับการปรับขึ้นภีณำเข้ารถยนต์สหรัฐฯ เมื่อต้นปี เพิ่มการซื้อสินค้าเกษตรจากสหรัฐฯ และไม่ได้ปรับขึ้นภีณำเข้าสินค้าสหรัฐฯ เพิ่มเติมตลอดทั้งปีนี้ ซึ่งการเปลี่ยนท่าทีของรัฐบาลจีนในครั้งนี้อาจสะท้อนได้ว่าจีนมองการเจรจการค้ากับสหรัฐฯ นั้นยากที่จะได้ข้อตกลงร่วมกันในระยะใกล้ จากการเจรจการค้ากับสหรัฐฯ ครั้งล่าสุดในเดือน พ.ค. ที่ไม่มีความคืบหน้าทั้งยังถูกสหรัฐฯ ประกาศปรับขึ้นภีณำเข้าเพิ่มเติมอีก

โดยหลังการเจรจากับสหรัฐฯ ในเดือน พ.ค. รัฐบาลจีนก็ได้ปล่อยให้เงินหยวนอ่อนค่าลงต่อเนื่องเกินกว่าระดับ 7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ และระงับการนำเข้าสินค้าเกษตรจากสหรัฐฯ อีกทั้งได้แสดงความเห็นอย่างต่อเนื่องว่าจะโต้ตอบการปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ

หากนับการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าสหรัฐฯ นับตั้งแต่ต้นปี 2018 จะส่งผลให้อัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ โดยเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 25.9% ณ สิ้นปีนี้ จากระดับ 8% ก่อนสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนจะเริ่มขึ้น ขณะที่อัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากประเทศอื่นอยู่ที่ 6.7% เท่านั้น

แผนภาพ 37: หากนับการปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าสหรัฐฯ นับตั้งแต่ปี 2018 อัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ โดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ระดับ 25.9% ณ สิ้นปีนี้ จาก 8.0% ก่อนหน้าสงครามการค้าจะเริ่มขึ้น และสูงกว่าอัตราภาษีนำเข้าเฉลี่ยที่คิดกับประเทศอื่นๆ ที่ 6.7%



Note: MFN = Most Favored nation, ITA = Information Technology Agreement

Source: PIIE, globalresearch.cn, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ หากพิจารณาจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้าของรัฐบาลจีนจะพบว่าจีนเน้นปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าที่รัฐบาลสหรัฐฯ ให้ความสำคัญมากเป็นพิเศษได้แก่ สินค้าเกษตร (32%) รถยนต์ (31%) และน้ำมัน (27%) ขณะที่จุดอ่อนการปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าที่ยากแก่การนำเข้าจากประเทศอื่นๆ ได้แก่ เครื่องบินและ Integrated Circuits

แผนภาพ 38: จีนเน้นปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าที่สหรัฐฯ ให้ความสำคัญมากเป็นพิเศษได้แก่ สินค้าเกษตร รถยนต์ และน้ำมันดิบ ขณะที่จุดอ่อนการปรับขึ้นภาษียกกับสินค้าที่ยากแก่การนำเข้าจากประเทศอื่นได้แก่ เครื่องบินและ Integrated Circuits

| | Avg. additional tariff rate | Import value, \$, bn (in 2017) | % of China imports |
|----------------------------|-----------------------------|--------------------------------|--------------------|
| Agricultural products | 32% | 22.3 | 14.4% |
| Automobiles | 31% | 15.4 | 9.9% |
| Oil, gas & minerals | 27% | 9.3 | 6.0% |
| Plastic and rubber | 20% | 8.7 | 5.6% |
| Electronics | 18% | 7.9 | 5.2% |
| Metal products | 15% | 5.7 | 3.7% |
| Chemicals | 13% | 14.8 | 9.6% |
| Wood, paper and pulp | 11% | 10.1 | 6.5% |
| Optical/ Medical equipment | 11% | 12.8 | 8.3% |
| Machinery | 10% | 17.2 | 11.1% |
| Aircraft | 0% | 14.2 | 9.2% |
| Integrated Circuits | 0% | 10.2 | 6.6% |

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

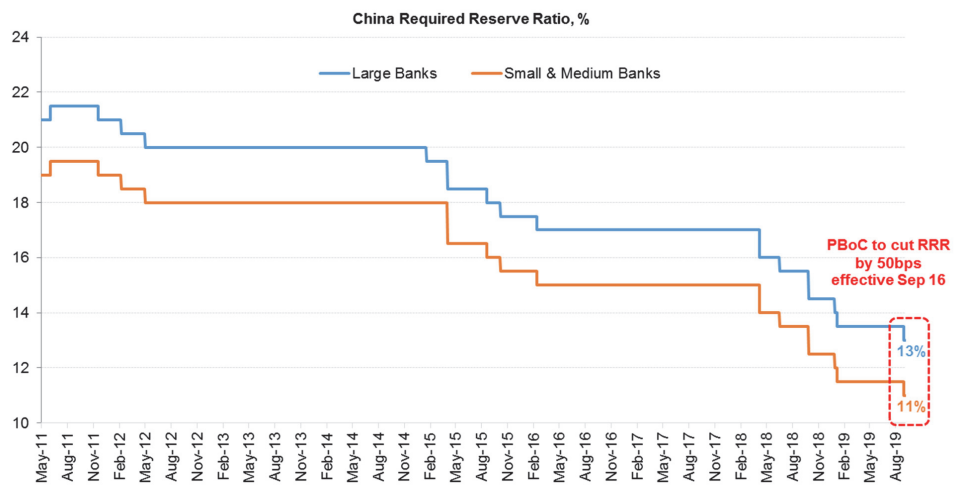
การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังมีความไม่แน่นอนสูงและมีแนวโน้มยืดเยื้อ โดยเรามองว่ายังเป็นไปได้อย่างที่ทั้งสองฝ่ายจะได้ข้อตกลงในการเจรจาซึ่งมีกำหนดต้นเดือน ต.ค.นี้ เนื่องจากข้อเรียกร้องของสหรัฐฯ ที่ต้องการให้จีนเปลี่ยนแปลงเป็นประเด็นขัดแย้งที่สำคัญ เช่น การให้แกกกฎหมายการถ่ายโอนความรู้ของบริษัทต่างชาติที่จะเข้ามาทำธุรกิจในจีน (Technology Transfer) และการให้รัฐบาลจีนยุติการให้เงินอุดหนุนในบางอุตสาหกรรม

PBoC ประกาศลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำสำหรับธนาคารพาณิชย์ลง สะท้อนการกลับมาผ่อนคลายนโยบายเพื่อหนุนเศรษฐกิจ

ธนาคารกลางจีน (PBoC) ประกาศลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำ (Reserve Requirement Ratio: RRR) ลง 50bps เป็น 13% สำหรับธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ และเป็น 11% สำหรับธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็ก มีผลบังคับใช้วันที่ 16 ก.ย. นอกจากนี้ PBoC จะปรับลด RRR ลงอีก 100bps สำหรับธนาคารท้องถิ่นของจีน โดยแบ่งเป็น 50bps มีผลบังคับใช้วันที่ 15 ต.ค. และอีก 50bps มีผลบังคับใช้วันที่ 15 พ.ย. โดย PBoC ประเมินว่าการปรับลด RRR ลงในครั้งนี้จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องในระบบรวมราว 9 แสนล้านหยวน

การปรับลด RRR ลงในครั้งนี้จะสะท้อนถึงการกลับมาผ่อนคลายนโยบายเพื่อหนุนเศรษฐกิจ หลังการประชุมคณะรัฐมนตรีของจีนในกลางสัปดาห์ก่อนที่มีการส่งสัญญาณถึงความต้องการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ซึ่งเรามองว่าน่าจะเป็นผลมาจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่ตึงเครียดมากขึ้น โดยในระยะต่อไป เราคาด PBoC จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย MLF ลง (ปัจจุบันอยู่ที่ 3.3%) ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย Loan Prime Rate (LPR) ซึ่งเป็นดอกเบี้ยอ้างอิงใหม่ของอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมปรับตัวลดลงตามในอัตราส่วนเดียวกัน ซึ่งเมื่อรวมกับการปรับลด RRR ลงในครั้งนี้นี้ คาดว่าจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมในระบบเศรษฐกิจจริงปรับลดลงเป็นลำดับ ซึ่งจะหนุนการปล่อยสินเชื่อและลดต้นทุนกู้ยืมในระบบสถาบันการเงิน

แผนภาพ 38: PBoC เตรียมปรับลด RRR ลงสำหรับธนาคารพาณิชย์ลง 50bps ในวันที่ 16 ก.ย. โดยของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ (เส้นสีเทา) จะลดลงเป็น 13% และของธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็กจะลดลงเป็น 11%

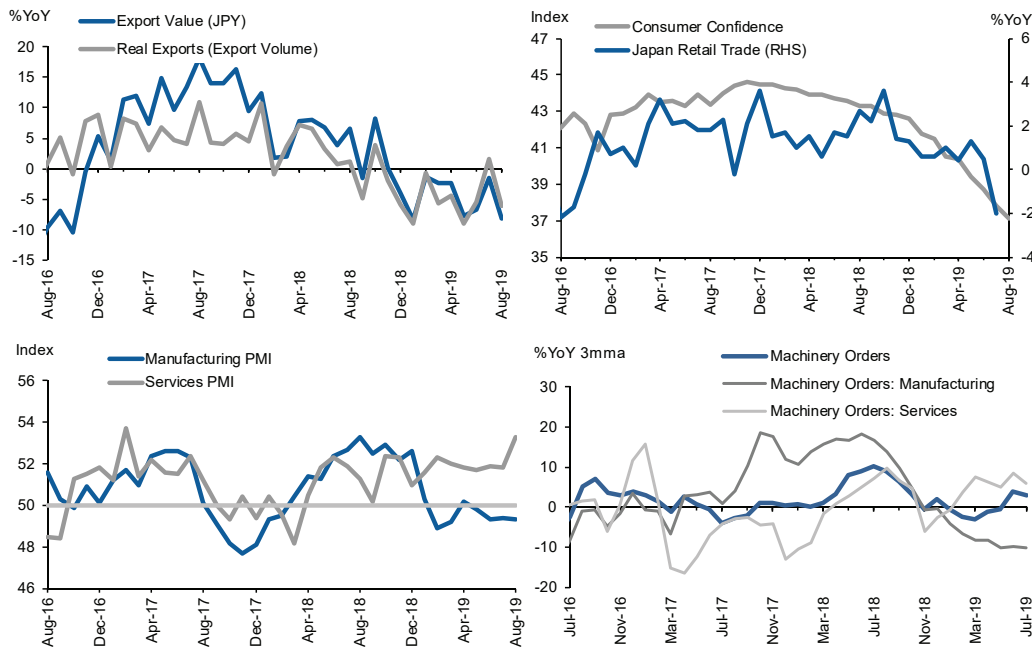


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าและอุปสงค์โลกที่ชะลอซึ่งกดดันภาคการส่งออก การผลิต และการลงทุนอย่างต่อเนื่อง โดยดัชนี PMI ภาคการผลิตได้อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่อง 4 เดือน และส่งออกหดตัวต่อเนื่อง 8 เดือน ขณะที่การบริโภคเอกชนซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักอ่อนแอลงในไตรมาส 3 ตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับลดลงต่อเนื่องสู่ระดับต่ำสุดในรอบกว่า 5 ปี มองไปข้างหน้า เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะยังคงเผชิญความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของสงครามการค้า อุปสงค์โลกที่ชะลอ และการปรับขึ้นภาษีการบริโภคจาก 8% เป็น 10% ในเดือน ต.ค. ส่วนนโยบายการเงินเรายังคงมุมมองเดิมว่า BoJ จะคงนโยบายการเงินเดิมตลอดทั้งปีนี้เป็นอย่างน้อย

แผนภาพ 39: ดัชนี PMI ภาคการผลิตยังคงหดตัวต่อเนื่อง การบริโภคชะลอลงแรงตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับลดลงต่อเนื่อง ส่งออกหดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่การลงทุนยังอ่อนแอ



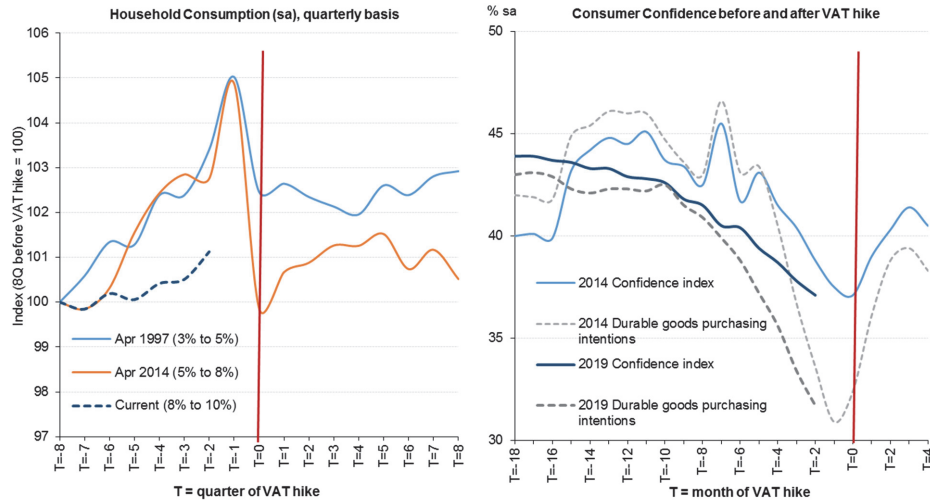
Source: Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โมเมนตัมเศรษฐกิจโดยรวมยังอ่อนแอ

การบริโภค: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ก.ค. พลิกกลับมาหดตัวแรง -2.3% MoM จากไม่ขยายตัว 0.0% MoM ในเดือนก่อน และต่ำกว่าตลาดคาดที่ -0.9% MoM ส่งผลให้เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกพลิกกลับมาหดตัว -2.0% YoY (vs. 0.5% YoY เดือนก่อน) ซึ่งนับเป็นการหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2017

เรามองว่าโมเมนตัมการบริโภคโดยรวมจะชะลอต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี ตามความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง 11 เดือน อยู่ที่ 37.1 ในเดือน ส.ค. ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2014 ขณะที่ผลบวกจากการเร่งเข้าซื้อสินค้าของผู้บริโภคก่อนหน้าภาษีการบริโภคจะถูกปรับขึ้นในเดือน ต.ค. (จาก 8% เป็น 10%) คาดว่าจะมีจำกัดและไม่มากเหมือนกับการปรับขึ้นภาษีการบริโภคครั้งก่อนในเดือน เม.ย. 2014 (จาก 5% เป็น 8%) จากสถานะทางเศรษฐกิจที่มีความอ่อนแอ และผลกระทบจากข้อขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน รวมถึงข้อขัดแย้งระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้ที่จะส่งผลด้านลบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 40: เปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของการบริโภคและความเชื่อมั่นผู้บริโภค ก่อนและหลังการปรับขึ้นภาษีการบริโภคในปี 1997, 2014 และปัจจุบัน



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

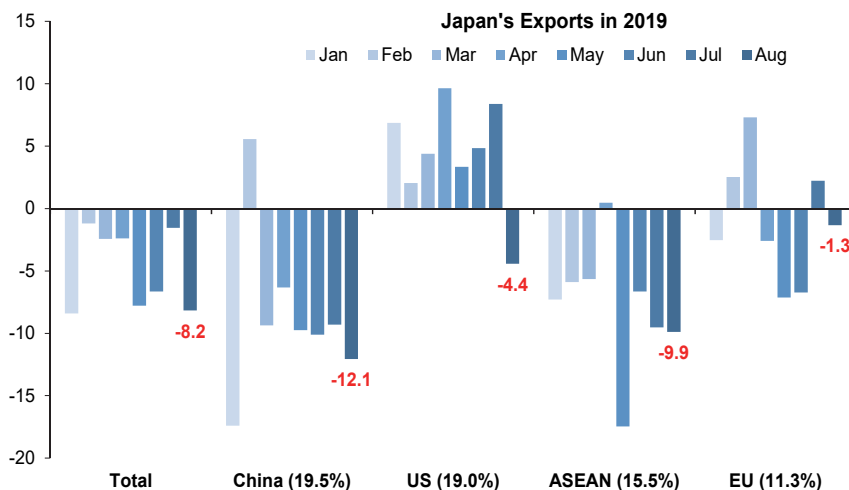
ส่งออก: ยอดส่งออก (Exports) เดือน ส.ค. หดตัว -8.2% YoY เพิ่มขึ้นจาก -1.5% YoY ในเดือนก่อน แต่ดีกว่าตลาดคาดที่ -10.0% YoY อย่างไรก็ดี ส่งออกหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 จากผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และอุปสงค์โลกที่อ่อนแอ

โดยส่งออกไปจีน (-12.1% YoY vs. -9.3% เดือนก่อน) และเกาหลีใต้ (-9.4% YoY vs. -6.9% เดือนก่อน) หดตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ส่งออกไปสหรัฐฯ (-4.4% YoY vs. 8.4% เดือนก่อน) และ EU (-1.3% YoY vs. 2.2% เดือนก่อน) พลิกกลับมาหดตัวหลังจากที่ขยายตัวในเดือนก่อน สะท้อนการส่งออกสินค้าขนาดใหญ่อย่างเครื่องบินและเรือในเดือนก่อนเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวเท่านั้น

เรามองว่าส่งออกจะยังอ่อนแอตลอดช่วงที่เหลือของปีท่ามกลางแรงกดดันจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่กระทบการส่งออกสินค้าที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทาน อุปสงค์โลกที่ชะลอ ความตึงเครียดกับเกาหลีใต้ที่เพิ่มขึ้น (ล่าสุดรัฐบาลเกาหลีใต้นำผู้ป่วนออกจากรายชื่อประเทศคู่ค้าที่น่าไว้วางใจที่สุด) รวมถึงความไม่แน่นอนของนโยบายกีดกันการค้าสหรัฐฯ

โดยความเสี่ยงที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์กับญี่ปุ่น (สหรัฐฯ มีกำหนดประกาศกลางเดือน พ.ย.) ยังคงมีอยู่ แม้ประธานาธิบดี Donald Trump จะระบุเมื่อวานนี้ว่าสหรัฐฯ ได้ข้อตกลงการค้ากับญี่ปุ่นแล้ว แต่ก็ไม่ได้มีการระบุชัดเจนว่าจะระงับการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์

แผนภาพที่ 41: ส่งออกเดือน ส.ค. หดตัวเพิ่มขึ้นเป็น -8.2% YoY



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุน: ยอดสั่งซื้อเครื่องจักร ไม่รวมสินค้าที่มีความผันผวนสูง เช่น เครื่องบิน (Core Machine Orders) ซึ่งเป็นดัชนีบ่งชี้การลงทุนในระยะข้างหน้า เดือน ก.ค. ชะลอตัวลงเป็น 3.0% YoY, 3mma (vs. 3.8% เดือนก่อน) โดยยอดคำสั่งซื้อในภาคการบริการชะลอตัวลง (6.0% YoY, 3mma vs. 8.6% เดือนก่อน) ส่วนยอดคำสั่งซื้อในภาคการผลิตยังหดตัวต่อเนื่อง (-10.3% YoY, 3mma vs. -10.0% เดือนก่อน)

ความเชื่อมั่นภาคการผลิตและการบริการ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) เดือน ส.ค. ปรับตัวลดลงเล็กน้อย -0.1 จุด เป็น 49.3 จุด อยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 จากการปรับลดลงของผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ ส่วนดัชนีภาคบริการ (Services PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.5 จุด เป็น 53.3 จุด ระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2017 จากการเพิ่มขึ้นของผลผลิตและธุรกิจใหม่ ซึ่งสะท้อนอุปสงค์ในประเทศที่ยังแข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากส่งออกที่อ่อนแอ

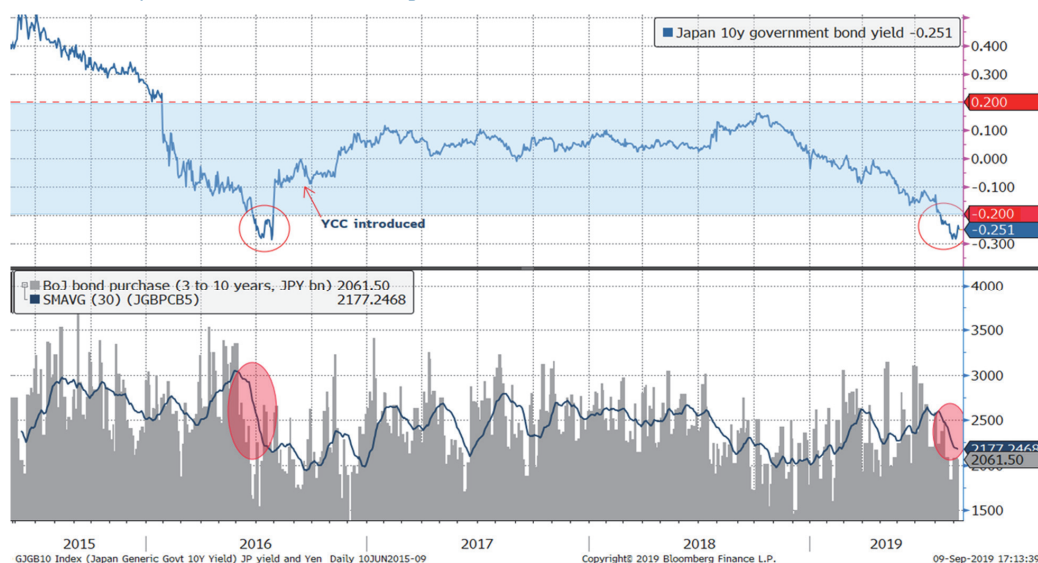
BoJ ลดการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลหลัง Bond Yield 10 ปี ปรับลดลงแรง

นับตั้งแต่ปลายเดือน ส.ค. อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของประเทศหลักในโลกต่างปรับตัวลดลงมากสู่ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี หลังความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนเพิ่มขึ้น โดยทั้งสองฝ่ายได้ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าเพิ่มเติมระหว่างกัน ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจส่วนใหญ่ที่ออกมาชะลอตัวลง ส่งผลให้นักลงทุนเกิดความกังวลว่าเศรษฐกิจอาจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะใกล้ และพากันซื้อสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำอย่างพันธบัตรรัฐบาล

โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของญี่ปุ่นได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่องจนหลุดเป้าหมายของมาตรการ Yield Curve Control: YCC ที่กำหนดเป้าหมายอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ไว้ที่ประมาณ “0%” และหลุดกรอบล่างของการเคลื่อนไหวที่ +/- 0.2% (ลดลงต่ำสุดอยู่ที่ -0.29% ณ วันที่ 29 ส.ค.) อีกด้วย BoJ จึงต้องลดการเข้าซื้อพันธบัตรระยะยาวลง (ดังจะเห็นจากแผนภาพ 42 ใน Panel ล่าง) ซึ่งได้ช่วยหนุนให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กลับมาเพิ่มขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายอีกครั้ง

อย่างไรก็ดี ในระยะยาว เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงประกอบกับสงครามการค้าที่มีแนวโน้มยืดเยื้อ ก็จะทำให้กลับมากดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ปรับตัวลดลงอีก และกดดันพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นให้ลดลงจนหลุดกรอบของมาตรการ YCC อีกครั้ง ซึ่งนับเป็นการชี้ให้เห็นว่ามาตรการ YCC นั้นเริ่มไม่มีประสิทธิผลและ BoJ อาจจะต้องทำการปรับเปลี่ยนนโยบายใหม่

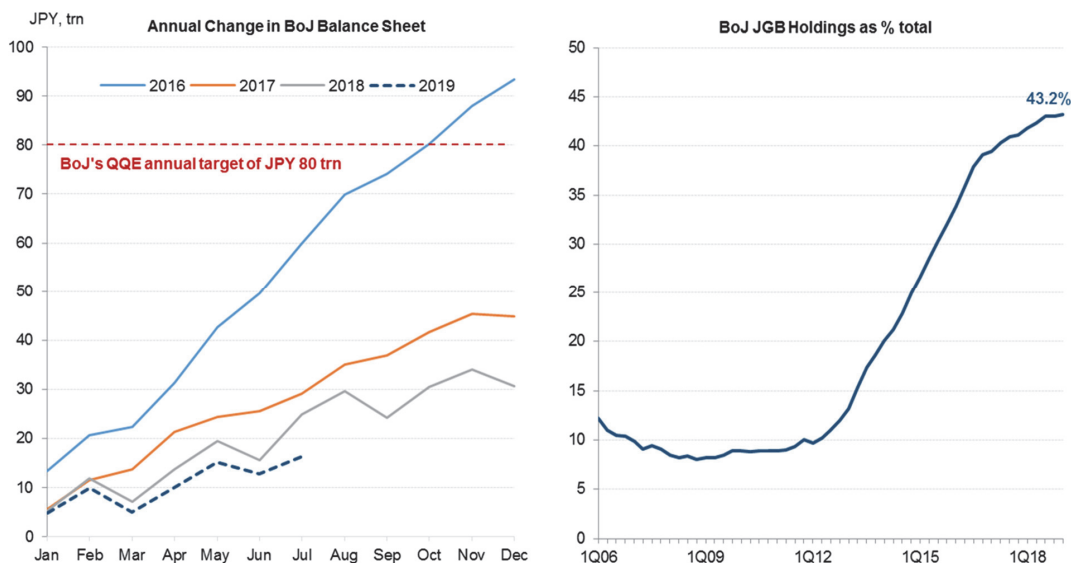
แผนภาพที่ 42: BoJ ลดการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล หลัง Bond Yield อายุ 10 ปี ปรับตัวลดลงต่ำกว่าเป้าหมาย “ประมาณ 0%” และเคลื่อนไหวหลุดกรอบ +/- 0.2% ตามมาตรการ Yield Curve Control เพื่อหนุนให้ Bond Yield อายุ 10 ปี กลับมาเพิ่มขึ้นเข้าสู่กรอบเป้าหมาย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ด้านนโยบายการเงินในช่วงที่เหลือของปี เราคาดว่า BoJ จะใช้นโยบายการเงินเดิมต่อไป โดยคาดว่าจะใช้มาตรการ Yield Curve Control (คงดอกเบี้ยระยะสั้นที่ -0.1% และเป้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีไว้ที่ “ประมาณ 0%”) ไปจนถึงปี 2020 โดยเรามองว่า BoJ จะยังไม่เพิ่มปริมาณการเข้าซื้อพันธบัตรเพิ่มเติมเนื่องจาก 1) BoJ ได้ซื้อพันธบัตรรัฐบาลในระดับต่ำกว่าเป้า 80 ล้านล้านเยนอย่างมาก (BoJ เข้าซื้อพันธบัตรเพียง 20 ล้านล้านเยนเท่านั้นในปีนี้) และ 2) BoJ พยายามรักษาสัดส่วนการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นไม่ให้มากเกินไป โดยสัดส่วนในปัจจุบันอยู่เกินกว่าระดับ 40% แล้ว ซึ่งหาก BoJ ถือครองมากเกินไปก็จะส่งผลให้ตลาดเกิดการบิดเบือนได้

แผนภาพที่ 43: BoJ ได้มีการลดจำนวนการเข้าซื้อพันธบัตรเกือบ 30 ล้านล้านเยนต่อปี (รูปซ้าย) ในขณะที่ BoJ พยายามรักษาสัดส่วนของการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น

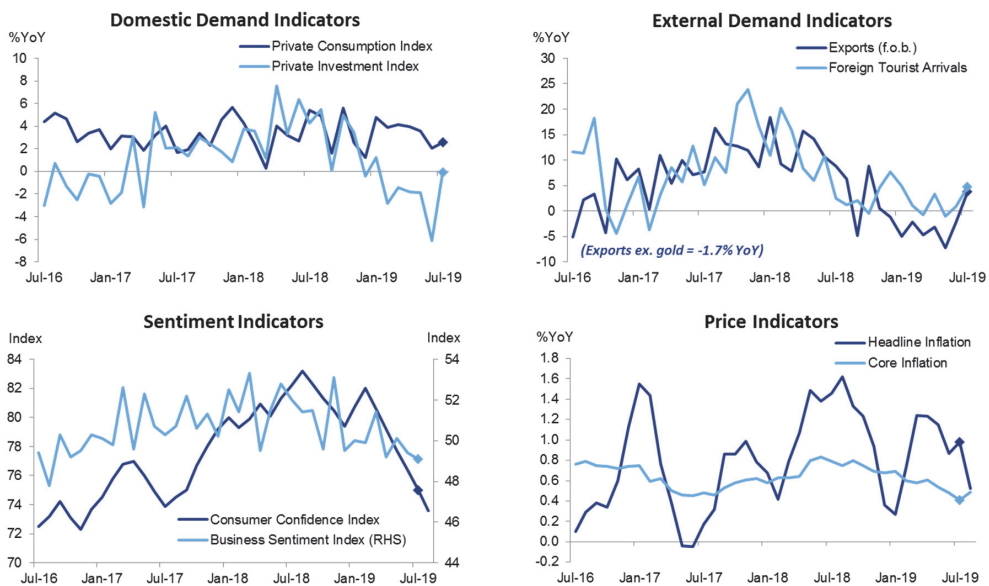


Source: Bank of Japan, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจขยายตัวเล็กน้อยในเดือน ก.ค. ท่ามกลางสัญญาณบ่งชี้ถึงการชะลอตัวของกำลังซื้อผู้บริโภค สะท้อนผ่านความเชื่อมั่นที่แผ่วลงและหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง สอดรับกับการที่รัฐบาลได้อนุมัติมาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและหนังกำลังซื้อของครัวเรือน โดยเฉพาะกลุ่มผู้มีรายได้น้อย แต่เม็ดเงินที่จะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในระยะสั้นยังจำกัด นอกจากนี้ การที่ ธปท. เลื่อนกำหนดการใช้เกณฑ์มาตรฐานหนี้สินต่อรายได้ (DSR) ออกไปจากปีนี้ อาจเป็นอีกสัญญาณหนึ่งที่สะท้อนถึงแนวโน้มการชะลอตัวของการบริโภคครัวเรือน อย่างไรก็ตาม การกำหนดเกณฑ์มาตรฐาน DSR ยังมีความจำเป็นเพื่อลดความเสี่ยงที่ภาคครัวเรือนจะอ่อนไหวต่อสถานการณ์ที่กระทบต่อระดับรายได้ จนทำให้ความสามารถในการชำระหนี้และระดับการบริโภคลดลง

แผนภาพที่ 44: เครื่องชี้เศรษฐกิจเดือน ก.ค. ขยายตัวเล็กน้อย แต่ภาพรวมยังคงมีแนวโน้มอ่อนแอจากช่วงต้นปี



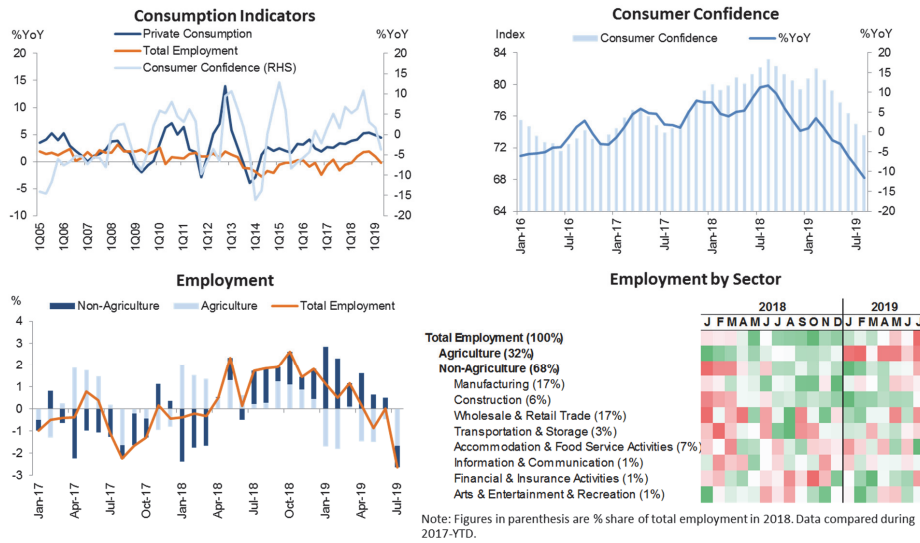
Source: BoT, MoC, UTCC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาพรวมเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ขยายตัวเล็กน้อย แต่ความเชื่อมั่นที่เปราะบางสะท้อนความระมัดระวังในการใช้จ่าย

ตัวเลขเศรษฐกิจเดือน ก.ค. ขยายตัวเล็กน้อย YoY อย่างไรก็ตาม หากลงในรายละเอียดจะพบว่าไม่ได้เกิดจากการฟื้นตัวของโมเมนตัมเศรษฐกิจที่ชัดเจน โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชนในเดือน ก.ค. ขยายตัว 2.6% YoY (vs. 2.1% ในเดือน มิ.ย.) จากการปรับตัวที่ดีขึ้นของการใช้จ่ายหมวดสินค้ากึ่งคงทนและสินค้าคงทน แต่ยังมีทิศทางชะลอลงเมื่อเทียบกับในครึ่งปีแรก จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น 4.7% YoY แต่ส่วนหนึ่งเกิดจากการขยายตัวจากฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว (จากเหตุเรือล่มในภูเก็ต) ด้านมูลค่าการส่งออกที่ไม่รวมทองคำหดตัว -1.7% YoY

สำหรับอัตราเงินเฟ้อในเดือน ส.ค. ชะลอลงมาที่ 0.52% YoY จากระดับ 0.98% ในเดือน ก.ค. ซึ่งถูกถ่วงลงจากราคาพลังงานที่ลดลง ส่วนดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (สู่ระดับ 73.6 ในเดือน ส.ค.) และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ (สู่ระดับ 49.1 ในเดือน ก.ค.) ที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ยังสะท้อนความระมัดระวังในการใช้จ่ายมากของภาคเอกชนอย่างต่อเนื่อง โดยเรามองว่าความเชื่อมั่นที่ยังไม่ฟื้นตัวเป็นผลมาจากความกังวลต่อเศรษฐกิจโลก อาทิ ความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน รวมถึงการชะลอตัวของเศรษฐกิจในประเทศ และเสถียรภาพด้านการเมือง

แผนภาพที่ 45: สัญญาณความเปราะบางของกำลังซื้อครัวเรือน สะท้อนผ่านความเชื่อมั่นและการจ้างงานที่ปรับลดลงต่อเนื่อง



Source: BoT, UTCC, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

รัฐบาลอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ วงเงิน 3.16 แสนล้านบาท หวังช่วยหนุนให้จีดีพีโตไม่ต่ำกว่า 3% ในปีนี้ จากแนวโน้มการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ รัฐบาลได้มีมติอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ (วันที่ 20 ส.ค.) วงเงิน 3.16 แสนล้านบาท โดยมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ แบ่งออกเป็น 3 ส่วนหลัก ได้แก่

- 1) มาตรการบรรเทาค่าครองชีพ ผ่านการเติมเงินในบัตรสวัสดิการแห่งรัฐเพิ่มเติมอีก 2 เดือน ให้แก่ผู้มีรายได้น้อย ผู้สูงอายุ และผู้มีบุตรแรกเกิด รวมถึงพักชำระหนี้เงินต้นของกองทุนหมู่บ้าน
- 2) มาตรการช่วยเหลือเกษตรกร โดยช่วยลดดอกเบี้ยรวมถึงขยายเวลาชำระหนี้ให้แก่เกษตรกรรายย่อย, มาตรการปล่อยสินเชื่อ และโครงการช่วยเหลือเงินต้นทุนเกษตรกรที่ปลูกข้าวนาปี
- 3) มาตรการเพื่อกระตุ้นการบริโภคและการลงทุนภายในประเทศ โดยสนับสนุนการบริโภคผ่านเงินช่วยเหลือการท่องเที่ยวในประเทศ, ส่งเสริมการลงทุนผ่านการลดภาษีใช้จ่ายซื้อเครื่องจักร, สนับสนุน SMEs ผ่านการให้สินเชื่อจากกองทุนและสถาบันการเงินของรัฐ รวมถึงส่งเสริมการปล่อยสินเชื่อบ้าน

แผนภาพที่ 46: รายละเอียดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ วงเงินรวม 3.16 แสนล้านบาท

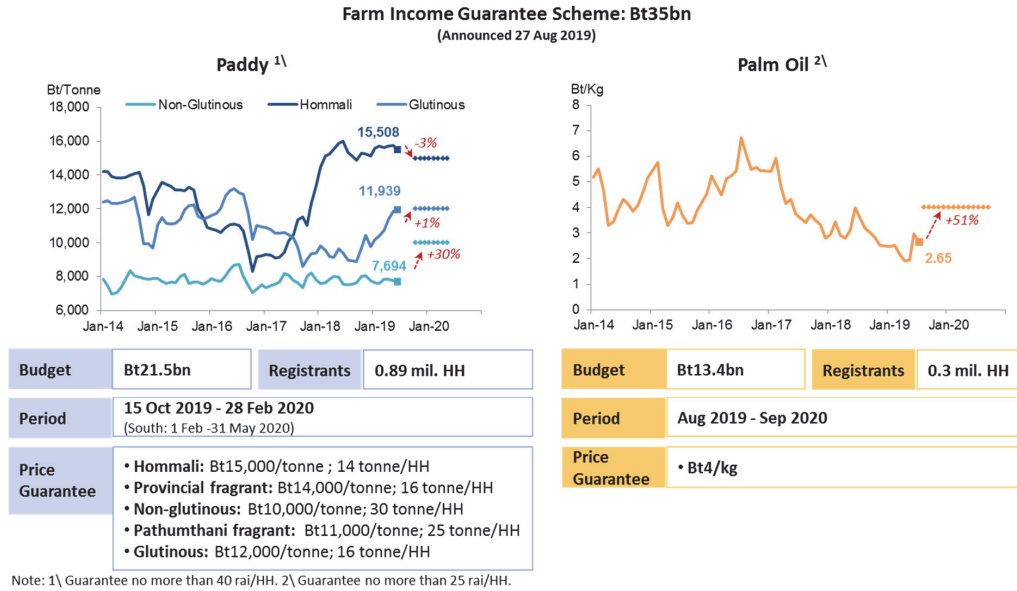
Fiscal Stimulus: Bt316bn
(announced 20 Aug 2019)

| Measures | Budget / Loan (Bt, mn) | Period | 2019 | | | | | | | | | | | | 2020 | | | | | | | | | | | |
|--|--|---------|----------|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|------|---|---|---|---|--|--|--|--|--|--|--|
| | | | A | S | O | N | D | J | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | | | | | | | |
| To lower the cost-of-living | I. State welfare cardholders (receiving Bt500/person/month for low income and elderly, and Bt300/person/month for new born caregivers) | 20,000 | 2 months | ● | ● | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | II. Suspension of principal repayment for village and community funds; outstanding debt Bt67,438mn (BAAC & GSB) | n/a | 1 year | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| To support farmers | I. Lower interest rate for BAAC loans to 0.1% (principal < Bt300,000) | n/a | 1 year | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | II. Extend the repayment period for BAAC loans (no principal limit) | n/a | 2 years | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | III. BAAC to support emergency loans and loans for recovery of damage from drought | 55,000 | n/a | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | IV. BAAC to subsidy for in-season rice farmers; 3 million registrants currently (Bt500/rai but no more than 20 rais per person) | 25,000 | n/a | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| To raise domestic consumption and investment | I. Offer Bt1,000 for registrants to spend on domestic vacations and refund of 15% of the spending amount, up to Bt30,000 per tourist | 19,000 | 3 months | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | II. SMEs loan promotion for 7 years with 1% interest rate (SME Promotion Fund & SME Bank) | 10,000 | 7 years | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | III. Portfolio Guarantee Scheme phase 8 (PGS8) (TCG to guarantee up to Bt150,000mn) | n/a | 10 years | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | IV. Tax reduction for machinery investment by 1.5 times | 5,000 | 9 months | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | V. Lending to SME entrepreneurs (KITB & GSB) | 100,000 | n/a | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | VI. GHB and GSB offer mortgage loans at a special interest rate | 52,000 | n/a | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

Source: FPO, www.thaigov.go.th, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนี้ กรม. ยังได้อนุมัติโครงการประกันรายได้เกษตรกรชาวสวนปาล์มน้ำมัน วงเงิน 1.34 หมื่นล้านบาท ในราคา 4 บาท/กก. มีระยะเวลาดำเนินการตั้งแต่เดือน ส.ค. 2019 - ก.ย. 2020 และโครงการประกันรายได้เกษตรกรผู้ปลูกข้าว วงเงิน 2.15 หมื่นล้านบาท ระยะเวลาดำเนินการตั้งแต่ ต.ค. 2019 - ก.พ. 2020 (สำหรับภาคใต้ตั้งแต่ ก.พ.-พ.ค. 2020) ซึ่งประกอบไปด้วยข้าวทั้งหมด 5 ชนิด จะรับซื้อในช่วง 10,000-15,000 บาท/ตัน โดยจำกัดการรับซื้อในข้าวแต่ละชนิดต่างกัน

แผนภาพที่ 47: โครงการประกันรายได้เกษตรกร ได้แก่ ปาล์มน้ำมันและข้าว วงเงินรวม 3.49 หมื่นล้านบาท



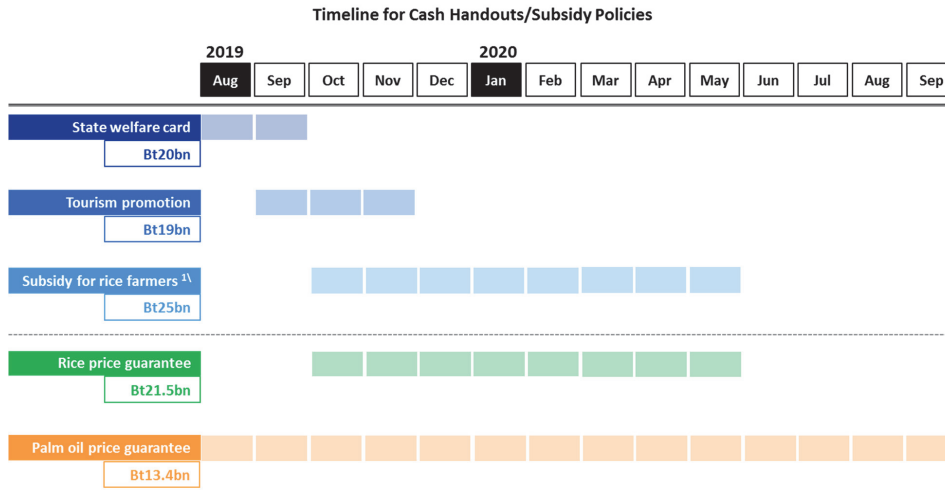
Source: www.thaigov.go.th, OAE, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างน้อย...ก็มีเม็ดเงินจากมาตรการภาครัฐเข้ามาช่วงพยุ่งเศรษฐกิจ

แม้ว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะมีวงเงินรวมที่สูง อย่างไรก็ตามจำนวนเงิน 2 ใน 3 เป็นเม็ดเงินที่มาจาก การปล่อยสินเชื่อจากสถาบันของรัฐ ซึ่งมีความไม่แน่นอนและใช้ระยะเวลากว่าที่จะเห็นผลชัดเจน ดังนั้น เรามองว่า มาตรการที่น่าจะเห็นผลในระยะสั้นเพื่อช่วยพยุ่งเศรษฐกิจ ได้แก่ มาตรการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศผ่าน บัตรสวัสดิการแห่งรัฐ มาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ และมาตรการช่วยเหลือด้านต้นทุนแก่เกษตรกรผู้ปลูกข้าวในปี

รวมทั้งมาตรการประกันรายได้เกษตรกร (ข้าวและปาล์มน้ำมัน) โดยจากการประเมินของเรา (หากมีการใช้จ่ายงบประมาณเต็มจำนวนในทุกมาตรการ รวมทั้งสิ้น 9.9 หมื่นล้านบาท) จะมีเม็ดเงินจากมาตรการข้างต้นเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปีไปจนถึงไตรมาส 3 ปีหน้า โดยภายในช่วงไตรมาส 3 และ 4 ปีนี้ คาดว่าจะมีเม็ดเงินเข้าสู่ระบบ 6.1 หมื่นล้านบาท ส่วนที่เหลือจะเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจในปีหน้า ทั้งนี้ แม้เม็ดเงินที่กระตุ้นเศรษฐกิจมีจำกัด แต่เรามองว่าอย่างน้อยจะช่วยลดทอนผลกระทบจากการชะลอตัวเศรษฐกิจให้แก่ผู้มีรายได้น้อย/กลุ่มเปราะบางได้บ้าง รวมทั้งบรรเทาผลกระทบจากการที่ราคาสินค้าเกษตรทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน

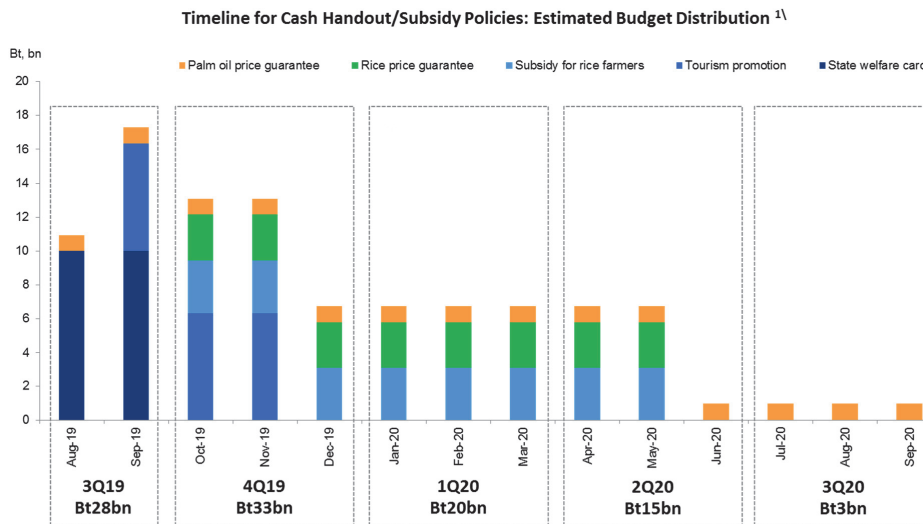
แผนภาพที่ 48: เราประเมินว่ามาตรการที่น่าจะเห็นผลชัดเจนในการพยุงเศรษฐกิจในระยะสั้น คิดเป็นวงเงินรวม 9.9 หมื่นล้านบาท



Note: 1\ Assuming implementation timeframe mirrors that of rice price guarantee for 2019/2020 crop.

Source: FPO, www.thaigov.go.th, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 49: คาดว่าเม็ดเงินส่วนใหญ่จากมาตรการที่จะช่วยพยุงเศรษฐกิจในระยะสั้น จะเข้าสู่ระบบภายในครึ่งหลังปีนี้



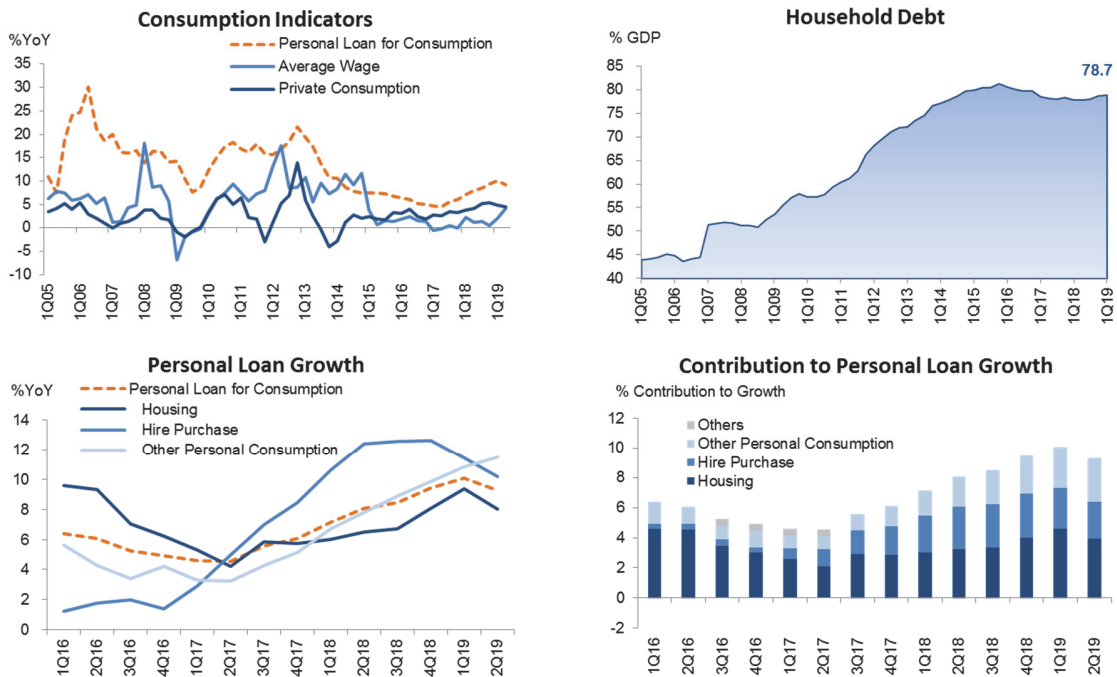
Note: 1\ Assuming equal budget distribution throughout implementation timeframe.

Source: FPO, www.thaigov.go.th, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ธปท. เลื่อนใช้เกณฑ์มาตรฐาน DSR ออกไปจากสิ้นปีนี้

ในช่วงปลายเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ธปท. มีการประกาศอย่างชัดเจนว่าจะมีเลื่อนบังคับใช้เกณฑ์มาตรฐานหนี้สินต่อรายได้ (DSR) ออกไป ซึ่งเรามองว่าน่าจะสอดคล้องกับสัญญาณของกำลังซื้อครัวเรือนที่อ่อนแอลง เพราะว่าการกักหน้สามารถช่วยลดทอนข้อจำกัดการบริโภคของครัวเรือนในปัจจุบันลงได้

แผนภาพที่ 50: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและหนี้ครัวเรือนในระดับสูง จะกดดันการบริโภคของครัวเรือนในระยะข้างหน้า

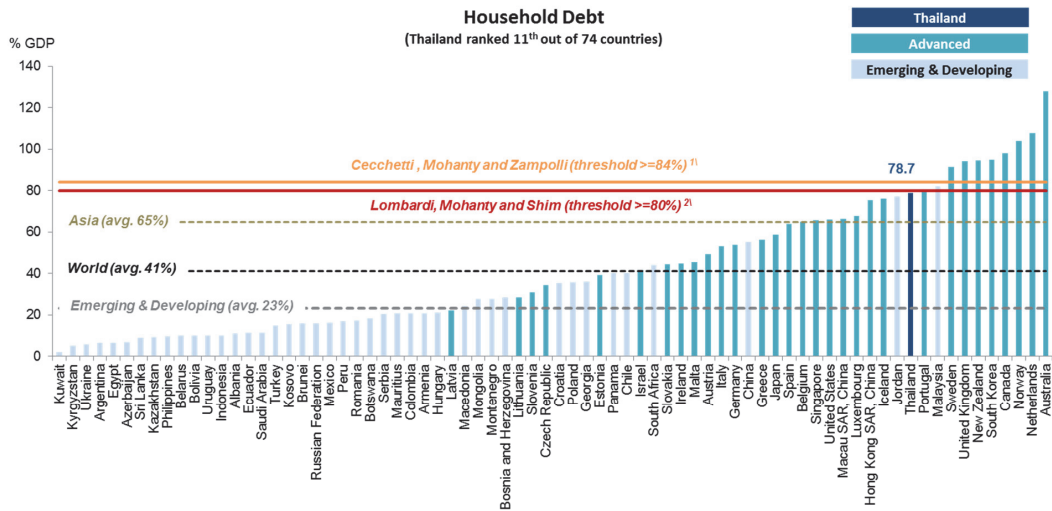


Source: BoT, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

โดยประเทศไทยมีหนี้ครัวเรือนต่อจีดีพี ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอยู่ในระดับสูงที่ 78.7% ในไตรมาสแรก ปี 2019 ซึ่งสูงกว่าระดับค่าเฉลี่ยของตลาดเกิดใหม่ (23%) โลก (41%) และเอเชีย (65%) (อิงจากการเก็บข้อมูลของเรา ใน 74 ประเทศ) ซึ่งจะบ่งชี้ข้อจำกัดในการบริโภคของครัวเรือนในระยะข้างหน้า

จากงานศึกษาเรื่อง “The real effect of debt” (2011) ของ Cecchetti, Mohanty and Zampolli เป็นการศึกษากลกระทบของหนี้ประเภทต่างๆ ต่อการขยายตัวของ GDP ใน 18 ประเทศกลุ่ม OECD ช่วงปี 1980-2010 พบว่า ระดับหนี้ครัวเรือนที่เรือนต่อจีดีพีที่สูงกว่า 84% จะส่งผลกระทบต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ และงานศึกษาเรื่อง “The real effect of household debt in the short and long run” (2017) ของ Lombardi, Mohanty and Shim เป็นการศึกษาผลกระทบของหนี้สินครัวเรือนต่อการบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาวและระยะสั้น โดยอาศัยข้อมูลจาก 54 ประเทศในตลาดเกิดใหม่และประเทศพัฒนาแล้ว ช่วงปี 1990 -2015 พบว่า หนี้ครัวเรือนสามารถกระตุ้นการบริโภคและจีดีพีได้ในระยะสั้น (ช่วงประมาณ 1 ปี) แต่จะส่งผลกระทบต่อขยายตัวเศรษฐกิจในระยะยาว โดยหากระดับหนี้ครัวเรือนสูงตั้งแต่ 80% ต่อจีดีพีขึ้นไป จะส่งผลกระทบต่อขยายตัวเศรษฐกิจอย่างมีนัยยะ (ส่วนงานศึกษาของ Cecchetti, Mohanty and Zampolli ระบุว่า หากหนี้ครัวเรือนที่สูงตั้งแต่ระดับ 84% ต่อจีดีพีขึ้นไป จะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจ)

แผนภาพที่ 51: หนี้ครัวเรือนของไทยที่ระดับ 78.7% ต่อจีดีพี สูงกว่าระดับค่าเฉลี่ยของตลาดเกิดใหม่ โลก และเอเชีย

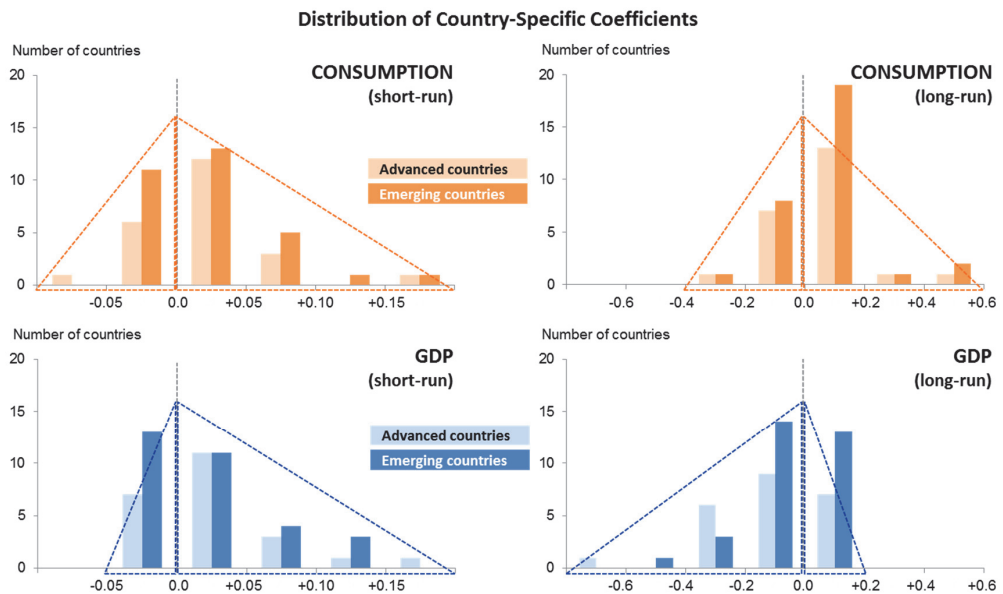


Note: 1\ Household debt above 84% threshold is detrimental for growth (as seen in 18 countries in OECD during 1980-2010).
 2\ The negative long-run effects on GDP growth intensify as HH debt to GDP ratio exceeds 80%. A 1% increase in the HH debt tends to lower long-run GDP growth by 0.1%. Nevertheless, HH debt boosts consumption and GDP growth in the short run - mostly within one year (as seen in 54 countries including Thailand during 1990-2015).

Source: CEIC, NESDC, Cecchetti, Mohanty and Zampolli (2011), Lombardi, Mohanty and Shim (2017), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ก่อนหน้านี้ ธปท. ได้แสดงความกังวลมาตลอดต่อระดับภาระหนี้ครัวเรือนที่สูง และต้องการลดระดับความร้อนแรงในการก่อหนี้และเพิ่มคุณภาพลูกหนี้ ดังนั้น เรามองว่า ธปท. จะยังคงจำเป็นที่จะต้องบังคับใช้เกณฑ์ DSR ในอนาคต เพื่อช่วยลดทอนผลกระทบในภาวะที่หากครัวเรือนไม่สามารถมีรายได้เพียงพอต่อการชำระหนี้และกระทบต่อการบริโภค เพียงแต่จะต้องเลือกใช้ในช่วงเวลาและสถานการณ์ที่เหมาะสม เพื่อไม่ให้เป็นภาระซ้ำเติมต่อการบริโภคและกิจกรรมเศรษฐกิจ โดยเฉพาะหากอยู่ในช่วงชะลอตัว

แผนภาพที่ 52: งานศึกษาของ Lombardi, Mohanty and Shim พบว่า ในระยะสั้น การก่อหนี้ครัวเรือนจะมีผลในด้านบวกต่อการบริโภคและจีดีพีในหลายประเทศ แต่จะส่งผลด้านลบในระยะยาว



Note: The vertical axis shows the number of countries whose coefficient values fall into each range. The sample consists of 23 advanced countries and 31 emerging market countries.

Source: Lombardi, Mohanty and Shim (2017), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)







TISCO Economic Strategy Unit

คมนตรี ประกอบผล

Head of Economic Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

ธรรมรัตน์ กิตติศิริพัฒน์

Head of Economics

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

ประสบการณ์การทำงาน: นักวิเคราะห์เศรษฐกิจมหภาคและกลยุทธ์การลงทุน
ของสถาบันการเงินเอกชน กว่า 12 ปี

ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์

Strategist

- ปรินซ์โท Investment Management
Cass Business School
- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ซารา ฟลทิงบูลย์

Economist

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

เพชร เย็นไพศาล

Research Assistant

- ปรินซ์โท บริหารธุรกิจ (การตลาด)
มหาวิทยาลัยอัสสัมชัญ

ประสบการณ์ทำงาน: 2 ปี ในตำแหน่งนักวิเคราะห์การลงทุน
ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

กฤษพันธ์ ตั้งเจริญอนันต์

Research Assistant

- ปรินซ์โท เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

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

สาขานาครไนเขตกรุงเทพฯ 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 | เอสทีไอเอส พระราม 3 | : 02 681 1411 |
| | อเวนิว รัชโยธิน | : 02 930 2311 | เดอะมอลล์ งามวงศ์วาน | : 02 550 1335 | เอสทีไอเอส รัตนาธิเบศร์ | : 0 2950 8855 |
| | พรอมานาด | : 02 947 5315 | ไอคอนสยาม | : 02 056 4168 | | |
| จันทร - สุคร | สำนักงานใหญ่ | : 02 633 7094 | เพชรบุรีตัดใหม่ | : 02 318 3717 | อาคารกนิษฐ์ | : 02 633 4333 |
| | ศรีนครินทร์ | : 02 758 6269 | รัตนาธิเบศร์ | : 02 965 5844 | รังสิต | : 02 959 2166 |
| | วงจักร | : 02 621 0141 | เยาวราช | : 02 623 2212 | ราชวงศ์ | : 02 622 8220 |
| | บางลำพู | : 02 629 3009 | ทองหล่อ | : 02 712 5099 | ดิโอลด์สยาม ชั้น 1 | : 02 623 9141 |

สาขานาครไนเขตภูมิภาค

| | | | | | | | |
|-------------------------|---------------|--------------|---------------|-----------------|---------------|------------|---------------|
| 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 | โลดิสโคราช | : 044 262 326 |
| สุรินทร์ | : 044 521 531 | อุดรธานี | : 042 326 333 | อุบลราชธานี | : 045 284 633 | กระบี่ | : 075 632 989 |
| ตรัง | : 075 223 277 | ภูเก็ต | : 076 261 929 | ถนนรัชฎา ภูเก็ต | : 076 354 545 | สงขลา | : 074 343 111 |
| ถนนนิพัทธ์อุทิศ หาดใหญ่ | : 074 238 855 | สุราษฎร์ธานี | : 077 275 633 | | | | |

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