

Core Macro Theme

ตลาดผ่อนคลายความกังวลในช่วงสั้นๆ

ปัจจัยด้านเศรษฐกิจที่สำคัญในปี 2020

1. การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่กำลังดำเนินไปช่วยผ่อนคลายความกังวลของตลาดในระยะสั้น

ปัจจุบันสหรัฐฯ และจีนกำลังอยู่ในช่วงการเจรจาข้อตกลงทางการค้าในระยะที่ 1 ซึ่งก่อนหน้านี้คาดว่าจะมีการลงนามข้อตกลงดังกล่าวในการประชุมสุดยอดกลุ่มความร่วมมือทางเศรษฐกิจเอเชีย-แปซิฟิก หรือเอเปก ที่มีกำหนดจัดขึ้นในช่วงกลางเดือนพ.ย. ที่ผ่านมา แต่เนื่องจากซีลีได้ประกาศยกเลิกการจัดประชุมในครั้งนี้อย่างกะทันหัน ทำให้กำหนดเวลาสำหรับการลงนามมีความไม่แน่นอนเพิ่มมากขึ้น

อย่างไรก็ดี ณ ขณะนี้ตลาดปรับมุมมองต่อสงครามการค้าในทิศทางที่ดีขึ้น โดยล่าสุด (ข้อมูล ณ วันที่ 16 ธ.ค.) สำนักงานคณะผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ได้ประกาศรายละเอียดข้อตกลงการค้าหรือที่เรียกว่า Phase-one Deal เบื้องต้นระหว่างจีนกับสหรัฐฯ เพิ่มเติม รายละเอียดดังนี้

- 1) สหรัฐฯ จะลดอัตราภาษีลงเป็น 7.5% จากปัจจุบันที่ 15.0% กับสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 1.12 แสนล้านดอลลาร์ ที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. ที่ผ่านมา
- 2) สหรัฐฯ ยกเลิกการปรับขึ้นภาษีนำเข้าก่อนสุดท้าย ซึ่งเดิมกำหนดให้เริ่มเก็บในวันที่ 15 ธ.ค. ในอัตรา 15.0% กับสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 1.60 แสนล้านดอลลาร์

ส่วนเงินดอลลาร์จะซื้อสินค้าสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมูลค่ารวม 2 แสนล้านดอลลาร์ ในระยะเวลา 2 ปี ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นการซื้อสินค้าเกษตรราว 5 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อปี และจะเพิ่มความเข้มงวดในเรื่องทรัพย์สินทางปัญญา รวมถึงไม่บิดเบือนค่าเงิน ซึ่งถึงแม้ว่าตลาดได้คลายความกังวลต่อสงครามทางการค้า แต่เราคาดว่าประเด็นข้อโต้แย้งนี้อาจจะกลับมาใหม่ในช่วงเลือกตั้งสหรัฐฯ

กระนั้น จากประสบการณ์ในช่วงปลายปี 2018 ถึงครึ่งปีแรกของปี 2019 ทำให้เรายังไม่ตัดความเป็นไปได้ที่การเจรจาการค้าสามารถเปลี่ยนแปลงทิศทางได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งจากการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหาร (CEO Survey) โดย UBS นั้น ผู้บริหารส่วนใหญ่เชื่อว่าผลการเจรจาอาจไม่ราบรื่นนัก และบริษัทต่างๆ ได้มีการปรับแผนการลงทุนเพื่อรับสถานการณ์เชิงลบที่สุด (Worst-case Scenario) ไว้แล้วด้วย ทั้งนี้ ในอนาคต การเจรจาการค้าในระยะถัดไประหว่างทั้งสองประเทศจะมีความซับซ้อนมากขึ้น เนื่องจากเริ่มแตะประเด็นที่จะกระทบกับผลประโยชน์เชิงยุทธศาสตร์ของทั้งสองฝ่าย ส่งผลให้การเจรจาต้องเผชิญความท้าทาย ด้วยแนวโน้มดังกล่าว เรามองว่า ตลาดจะต้องเตรียมพร้อมรับสถานการณ์ที่ความตึงเครียดการค้าอาจเลวร้ายลงในปี 2020

2. เศรษฐกิจไตรมาส 3/2019 ชะลอตัวทั่วโลก

ในรายประเทศ เศรษฐกิจสหรัฐฯในไตรมาส 3 ขยายตัวที่ 2.1% QoQ saar เป็นอัตราการขยายตัวที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปี จากการชะลอตัวของการลงทุนภาคเอกชน การส่งออก และการบริโภค ด้านยูโรโซน สามารถหลีกเลี่ยงการเข้าสู่ภาวะถดถอยได้อย่างฉิวเฉียด โดยขยายตัว 0.2% QoQ (ไม่เปลี่ยนแปลงจากไตรมาส 2) หรือ 1.2% YoY (เท่ากับไตรมาสก่อนหน้าเช่นกัน) ส่วนเศรษฐกิจจีนในไตรมาส 3 เติบโตลดลงมาอยู่ที่ 6.0% น้อยที่สุดในรอบ 27 ปี จากการชะลอตัวของภาคอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการนำเข้าส่งออก

ตัวเลขรายเดือนต่างสะท้อนโมเมนตัมการเติบโตที่อ่อนแรงลง เริ่มจาก Markit PMI ของยูโรโซนที่ลดลงตามตัวเลขของเยอรมนีที่ชะลอตัวแรง ส่วนดัชนี PMI ภาคการผลิตของญี่ปุ่นแตะระดับต่ำ 50 ตั้งแต่เดือน พ.ค. ขณะที่เศรษฐกิจที่พึ่งพาการส่งออกในเอเชียอย่างเกาหลีใต้ ไต้หวัน ไทย และเวียดนามได้รับผลกระทบมากขึ้นเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว ซึ่งให้เห็นว่าเศรษฐกิจโลกกำลังก้าวเข้าสู่ปี 2020 ด้วยโมเมนตัมที่ชะลอ

3. ธนาคารกลางหลักอยู่ในภาวะ “Wait and See” นักลงทุนคาดหวังนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจจากฝั่งภาครัฐ

ธนาคารกลางทั่วโลกได้หันมาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง เนื่องจากคาดว่าผลกระทบจากความตึงเครียดด้านการค้าจะยืดเยื้อต่อไป โดยธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ลดดอกเบี้ยลงมาแล้ว 75bps นับตั้งแต่เดือนก.ค. ที่ผ่านมา โดยระบุว่าการลดดอกเบี้ยในรอบนี้ เป็นเพียงการปรับเปลี่ยนนโยบายในช่วงกลางวัฏจักร (Mid-cycle Easing) และ ณ ขณะนี้ยังไม่มี ความจำเป็นต้องลดดอกเบี้ย ด้านธนาคารกลางญี่ปุ่นมีมติคงนโยบายการเงินไว้ตามเดิมในเดือนต.ค. ต่างจากธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่ประกาศใช้ QE อีกครั้ง โดยเริ่มเข้าซื้อสินทรัพย์ตั้งแต่เดือนพ.ย. 2019 เป็นต้นไปอย่างไม่มีกำหนดว่าจะสิ้นสุดลงเมื่อใด

ทั้งนี้ทิศทางการนโยบายการเงินล่าสุดของธนาคารกลางต่างๆ ส่งผลเชิงนโยบายสองประการ

- ประการแรก ธนาคารกลางเริ่มตระหนักว่า การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอาจไม่ได้ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้เช่นเคย รวมทั้งเกรงว่ากระสุนในมือจะมีไม่เพียงพอเมื่อถึงคราวที่เศรษฐกิจชะลอตัวครั้งถัดไป ทำให้ยังต้องเก็บกระสุนในการกระตุ้นเศรษฐกิจไว้ก่อน ซึ่งอาจเป็นประเด็นที่ยากต่อการตัดสินใจ (Dilemma) ที่ธนาคารกลางของประเทศพัฒนาแล้วต้องเผชิญในอีก 6-12 เดือนข้างหน้า เนื่องจากต้องการที่จะใช้นโยบายการเงินเชิงรุก (Pre-emptive) เพื่อป้องกันความเสี่ยงในการเกิด Recession แต่ขณะเดียวกันก็ไม่ชัดเจนว่าเศรษฐกิจอ่อนแอพอที่จะต้องใช้เงินเพื่อกระตุ้นหรือไม่ โดย Fed มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้จนถึงกลางปี 2020 แต่ยังคงขึ้นอยู่กับความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และเครื่องชี้วัดภาวะเศรษฐกิจต่างๆ ด้านธนาคารกลางอื่นอย่าง BoJ และ ECB น่าจะยังคงต้องพิจารณาผลเสียของการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบก่อนจะตัดสินใจดำเนินนโยบาย ซึ่งพื้นที่ในการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมของทั้งคู่ในขณะนี้มืออยู่อย่างจำกัด
- ประการที่สอง ธนาคารกลางต่างๆ รวมทั้ง IMF ต่างพูดถึงความจำเป็นของการใช้นโยบายการคลังเพื่อหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ โดยนาย Draghi อดีตประธาน ECB กล่าวย้ำในการประชุมเดือนก.ย. 2019 ว่า “ด้วยการเติบโตที่ชะลอตัวลง ประกอบกับความเสี่ยงด้านลบภายใต้สถานการณ์ปัจจุบันนั้น ภาครัฐควรจะหันมาดำเนินนโยบายการคลังแบบ

เชิงรุก (Pre-emptive) มากกว่าที่จะเป็นแบบเชิงรับ (Reactive)” นอกจากนี้ นาย Draghi ยังได้กล่าวว่า รัฐบาลควรดำเนินนโยบายแบบผ่อนคลายนี้อีก เนื่องจากเป็นเวลาที่เหมาะสมสำหรับการใช้นโยบายการคลังในการกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยเยอรมนี และเนเธอร์แลนด์เป็นสองประเทศที่ถูกตั้งความหวังว่าควรจะเริ่มดำเนินนโยบายก่อนประเทศอื่นๆ ด้วยว่ามีศักยภาพในการใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจสูงสุด จากจัดหางบประมาณการคลังที่เกินดุลมาหลายปีติดต่อกัน และแม้ว่านายกรัฐมนตรีเยอรมนี นาง Angela Merkel ยังสงวนท่าทีในประเด็นดังกล่าว เราก็ไม่สามารถคำนวณความเห็นของ ECB ได้ว่า การกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพจะต้องอาศัยทั้งการดำเนินนโยบายการเงินและการคลังแบบผ่อนคลายนี้อีก ซึ่งเรามองว่าประเทศที่มีการใช้นโยบายการคลังแบบผ่อนคลายนี้อาจดึงดูดความสนใจของนักลงทุนในปี 2020 ได้

4. การเลือกตั้งของสหราชอาณาจักร และสหรัฐฯ ความเสี่ยงสำคัญในปีหน้า

- การเลือกตั้งของสหราชอาณาจักร การเลือกตั้งของสหราชอาณาจักร จากผลการเลือกตั้งในวันที่ 12 ธ.ค. ที่ผ่านมา พรรค Conservative ที่นำโดยนายบอริส จอห์นสันสามารถชนะการเลือกตั้ง และกวาดที่นั่งในสภาได้เพิ่มขึ้นเป็น 365 ที่นั่ง (จากทั้งหมด 650 ที่นั่ง) ส่งผลให้พรรค Conservative สามารถครองเสียงข้างมากในสภาได้อย่างเด็ดขาด จากเดิมที่เป็นรัฐบาลพรรคผสม ขณะที่พรรคฝ่ายค้านหลักอย่างพรรค Labour กลับได้ที่นั่งลดลงเป็น 203 ที่นั่ง ผลการเลือกตั้งที่เป็นไปตามที่ตลาดคาด และเส้นทางการถอนตัวออกจากอียูที่มีความชัดเจนมากขึ้น ทำให้ค่าเงินปอนด์แข็งค่าแตะระดับ 1.35 ดอลลาร์ต่อปอนด์ในช่วงหลังวันเลือกตั้ง ทั้งนี้ เราคาดว่า ข้อตกลง Brexit ของนายบอริส จอห์นสันน่าจะได้รับความเห็นชอบจากสภาอย่างรวดเร็ว และทำให้สหราชอาณาจักรสามารถถอนตัวออกจากอียูได้ในวันที่ 31 ม.ค. ที่จะถึงนี้ ตามที่อียูตกลงขยาย Deadline ให้สหราชอาณาจักรออกไปอีก 3 เดือน จากเดิมวันที่ 31 ต.ค. 2019 อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ตัดความเป็นไปได้ของกรณีที่สหราชอาณาจักรต้องออกจากอียูอย่างไร้ข้อตกลง (No-deal Brexit) หรือกรณีการจัดทำประชามติรอบที่ 2 แม้ว่าในมุมมองของเราความเป็นไปได้จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ หากสหราชอาณาจักรสามารถออกจากอียูได้ตามแผนในวันที่ 31 ม.ค. หลังจากนั้นสหราชอาณาจักรจะเข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านไปจนถึงปลายปี 2020 ซึ่งระหว่างนี้จะต้องเจรจากับอียูเพื่อให้ได้ข้อตกลงรูปแบบความสัมพันธ์ทางการค้า การลงทุนในอนาคต ซึ่งคาดว่าจะเริ่มเจรจากันในเดือนมี.ค. 2020 และมีเวลาในกระบวนการเจรจาให้ได้ข้อสรุป ไปจนถึงนำเข้าสู่สภาเพื่อให้สัตยาบันเพียง 10 เดือนเท่านั้น อย่างไรก็ตาม สหราชอาณาจักรสามารถขอยืดเวลาระยะเวลาช่วงเปลี่ยนผ่านนี้ได้ โดยต้องเสนออียูภายในช่วงกลางปี 2020 แต่ท่าทีของนายบอริส จอห์นสันที่พยายามจะออกกฎหมายเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการยืดช่วงเวลาก่อนการเปลี่ยนผ่านออกไป ทำให้ตลาดเกิดความผันผวน และค่าเงินปอนด์อ่อนค่าลงมาทันที ทั้งนี้ ในระยะข้างหน้า ด้วยรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างสหราชอาณาจักรและอียูในอนาคตยังมีความไม่แน่นอนสูง ส่งผลให้การลงทุน และเศรษฐกิจของ สหราชอาณาจักรน่าจะได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้
- การเลือกตั้งของสหรัฐฯ จะจัดขึ้นในช่วงเดือนพ.ย. 2020 ซึ่งเราคาดว่าตลาดน่าจะเกิดความผันผวนอย่างต่อเนื่องจนกว่าจะถึงวันเลือกตั้ง จาก 1) ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีของพรรคเดโมแครต, 2) นโยบายของทั้งสองพรรค, 3) ผลสำรวจการคาดการณ์การเลือกตั้ง และสุดท้ายคือ ผลการเลือกตั้งจริง โดยจากข้อมูลในอดีต ตลาดตราสารหนี้ และตลาดทุนมักจะผันผวนมากในช่วงก่อนการเลือกตั้ง

ในช่วงระหว่างการทำหาเสียง ผู้สมัครจากพรรคเดโมแครตอาจจะมีการชูประเด็นเกี่ยวกับการแก้ไขนโยบายของรัฐบาลทรัมป์ อาทิ การยกเลิกมาตรการการลดภาษีนิติบุคคล ซึ่งจะจุดชนวนให้เกิดความผันผวนในตลาดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม บางนโยบายของฝั่งทรัมป์ก็อาจสร้างความวิตกกังวลให้ตลาดได้เช่นกัน โดยเฉพาะหากทรัมป์ยกระดับการใช้นโยบายกีดกันทางการค้ากับประเทศต่างๆ ให้เข้มข้นขึ้น หรือผลักดันราคายาในสหรัฐฯ ให้ลดลง ซึ่งจะกระทบไปยังอุตสาหกรรม Healthcare รวมถึงประกาศใช้ข้อบังคับเพิ่มเติมเกี่ยวกับธุรกิจด้านเทคโนโลยี หรือ Tech Firms มากขึ้น ทั้งนี้ สิ่งที่กล่าวมาข้างต้นนั้น อยู่บนสมมติฐานที่ว่าทรัมป์รอดพ้นจากการถูกถอดถอน (Impeachment) ที่ทำให้ต้องถูกปลดจากตำแหน่งประธานาธิบดี ซึ่งหากผลออกมาในทางตรงกันข้าม ความเสี่ยงเชิงลบในตลาดก็จะยิ่งทวีความรุนแรงมากขึ้นกว่าเดิม

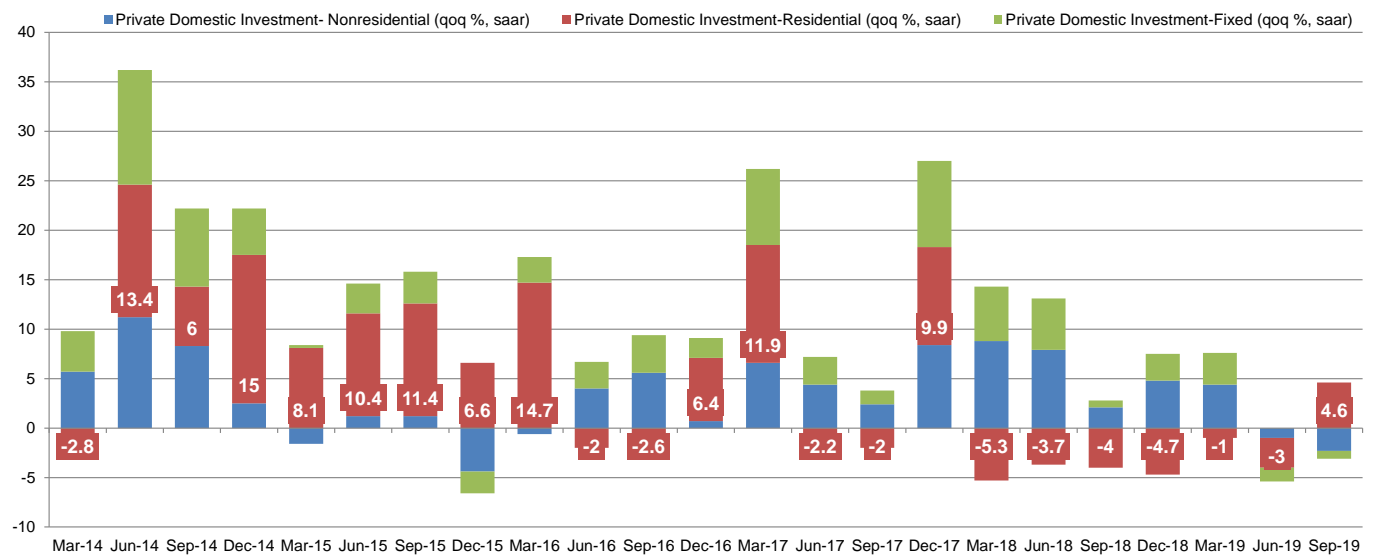
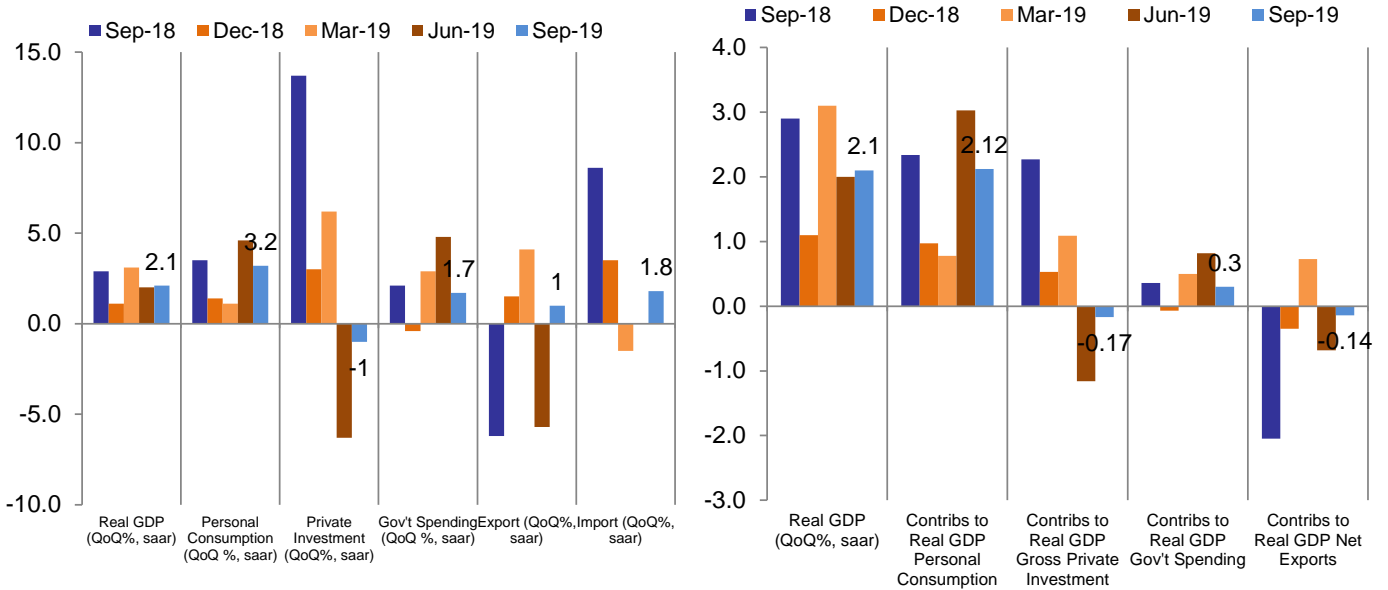
- ในเชิงเศรษฐกิจ ปีที่มีการเลือกตั้งมักจะทำให้การลงทุน และความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจชะลอตัวลง แต่ไม่มีผลกระทบต่อการเติบโตของค่าจ้างแรงงาน ความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และพฤติกรรมการใช้จ่ายใช้สอย ดังนั้น แนวโน้มการลงทุนภาคเอกชนที่ลดลงในปัจจุบันจึงน่าจะได้แรงหนุนจากการบริโภคที่เติบโตดีมาทดแทน ทำให้ในภาพรวม การเลือกตั้งจึงอาจไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญ

โดยสรุป เศรษฐกิจโลกยังคงเติบโตในอัตราที่ชะลอตัว ภาคอุตสาหกรรมหดตัวทั่วโลก ความตึงเครียดด้านการค้าและภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical) นำมาซึ่งความไม่แน่นอนที่มากขึ้นของระบบการค้าโลก เรามองว่า เศรษฐกิจโลกในปี 2019 น่าจะขยายตัว 2.9-3.2% ลดลงจากในช่วงปี 2017-18 ส่วนในปี 2020 การใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายน่าจะช่วยลดผลกระทบของความตึงเครียดดังกล่าวที่มีต่อตลาดการเงิน และเศรษฐกิจ ด้านภาคบริการที่โดยทั่วไปยังเติบโตได้ดีจะช่วยหนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยเราคาดว่าเศรษฐกิจโลกในปี 2020 จะขยายตัวได้ดีขึ้นเล็กน้อยที่ 3.0-3.3%

■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

GDP สหรัฐฯ ในไตรมาส 3/2019 (ประมาณการครั้งที่ 3) ขยายตัวที่ 2.1% QoQ saar เป็นการขยายตัวต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนหน้าซึ่งอยู่ที่ 2.0% QoQ saar หนุนจากการบริโภคที่ยังขยายตัวได้ (ในอัตราชะลอลง) ส่วนการลงทุนหดตัวน้อยลงเนื่องจากการลงทุนที่อยู่อาศัยพลิกกลับมาบวกในไตรมาส 3

US GDP



ที่มา: Bloomberg

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาประกอบกับข้อมูลย้อนหลัง (ดังรูป) จะพบว่าโดยภาพรวมเศรษฐกิจสหรัฐฯในปี 2019 ยังสามารถขยายตัวเป็นบวก (จากแรงหนุนในฝั่งการบริโภคภาคเอกชนและการใช้จ่ายภาครัฐ) ด้วยอัตราที่ชะลอลง (เนื่องจากการส่งออกสุทธิและการลงทุนภาคเอกชนที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัยได้รับผลกระทบจากความตึงเครียดด้านการค้า) และในปี 2020 การขยายตัวทางเศรษฐกิจก็น่าจะเป็นไปในรูปแบบนี้ เนื่องด้วย;

- 1) อัตราดอกเบี้ยเงินเชื่อบ้าน อัตราดอกเบี้ยรถยนต์ น่าจะปรับตัวลงต่ำตามทิศทางของดอกเบี้ยนโยบาย (ณ ขณะนี้อยู่ที่ 1.50-1.75%) จะมีส่วนช่วยหนุนยอดขายบ้าน การลงทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และยอดขายรถยนต์ ดังจะเห็นได้จากในรูปด้านล่างว่า การลงทุนและการก่อสร้างในกลุ่มที่อยู่อาศัยและยอดขายสินค้าคงทนได้ขยายตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ
- 2) กระนั้น การส่งออกและการลงทุนภาคเอกชนในกลุ่มอื่นๆ น่าจะยังชะลอตัวลงต่อไป トラบได้ก็ตามที่การเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนยังไม่เสร็จสิ้น ภาคธุรกิจที่ยังไม่มั่นใจในสถานการณ์ อาจจะลดการลงทุน เช่น ตัด Capex และลดสต็อกสินค้า เป็นต้น

ด้วยแรงผลักและแรงฉุดจากปัจจัยที่ได้กล่าวไปข้างต้น น่าจะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯในปี 2020 โตที่ 2.0% ไม่นานจากปี 2019 ซึ่งเรามองว่าจะขยายตัวที่ 2.1% (จากปี 2018 ที่ 2.9%)

■ แนวทางด้านนโยบาย

นโยบายการเงิน คณะกรรมการนโยบายการเงินของ Fed หรือ FOMC ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสามครั้งในระหว่างการประชุมเดือน ส.ค.-ต.ค. เป็นผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันอยู่ที่ 1.50-1.75% เนื่องด้วย Fed ให้ความสำคัญกังวลต่อความเสี่ยงขาดจากภายนอกค่อนข้างมาก และจากสรุปการประชุมในเดือนต.ค. ที่ประธาน Fed ได้เน้นย้ำว่าจะไม่ปรับอัตราดอกเบี้ย (ไม่ว่าจะขึ้นหรือลง) อีกจนกว่าจะเห็นการเปลี่ยนแปลงที่ชัดเจนของอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (Expected Inflation) ขณะที่ Dot Plot ที่ได้จากการประชุมในเดือนธ.ค. ก็เน้นย้ำว่าไปในทิศทางเดียวกัน ทำให้เราคาดว่าในปี 2020 Fed น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 1.50-1.75% อย่างน้อยจนถึงครั้งแรกของปี 2020

สำหรับประเด็นด้านการบริหารจัดการสภาพคล่องในตลาดนั้น คณะกรรมการ FOMC ได้ให้ Fed สาขานิวยอร์ก 1) เข้าไปเสริมสภาพคล่องในตลาด Repo ถึงเดือนม.ค. ปี 2020 ,และให้ 2) เข้าไปซื้อ T-Bill ถึงไตรมาส 2 ปี 2020 ซึ่งแม้ว่า Fed จะให้ความสนใจกับตลาดว่าการเสริมสภาพคล่องในครั้งนี้ไม่ใช่/และไม่นำไปสู่การทำ QE แต่นักลงทุนในตลาดก็ยังคาดการณ์ว่า Fed น่าจะต้องประกาศมาตรการบริหารจัดการสภาพคล่องในตลาดเงินเป็นการถาวร ด้วยการประกาศทำ QE ในที่สุด โดยประเด็นเรื่องการเพิ่มสภาพคล่องนี้จะเป็นประเด็นที่เราต้องติดตามต่อไป

นโยบายการคลัง เมื่อเดือนส.ค. 2019 สภาของเกรสได้ผ่าน Bipartisan Budget Act of 2019 ซึ่งประกอบด้วยสองเรื่องสำคัญคือ 1) เลื่อนเพดานหนี้ไปถึงเดือนก.ค. 2021, 2) เพิ่มวงเงินสำหรับงบประมาณที่เรียกว่า Discretionary Budget ซึ่งคือ งบประมาณที่จะจัดสรรขึ้นในแต่ละปีซึ่งเป็นงบซึ่งไม่ได้มีกฎหมายกำหนดไว้¹ โดยภายใต้ Bipartisan Budget Act of 2019 นี้ สภาของเกรสเห็นชอบที่จะเพิ่มวงเงินให้กับปีงบประมาณ FY2020-21 รวมกัน 3.2 แสนล้านดอลลาร์ฯ (ปี FY2020 เพิ่มวงเงิน 1.7 แสนล้านดอลลาร์ฯ และปี FY2021 เพิ่มวงเงิน 1.5 แสนล้านดอลลาร์ฯ) ดังรายละเอียดด้านล่าง

งบประมาณสหรัฐฯในส่วนของ Discretionary Budget

Discretionary Budget	trn usd	Budget deal increase (trn usd)	Discretionary Budget after Budget Deal (trn usd)
2019	1.24		
2020	1.12	0.17	1.29
2021	1.15	0.15	1.30

ที่มา: [Brookings](#)

การตัดสินใจดังกล่าวนั้นเพื่อสองวัตถุประสงค์คือ เพื่อยุติการปรับลดงบประมาณอัตโนมัติ (Sequestration) ภายใต้ Budget Control Act (2011)²³ และเพื่อหลีกเลี่ยงการปิดรัฐบาลหรือ Government Shutdown ดังที่ได้เกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2018 ถึงต้นปี 2019

อย่างไรก็ดีแม้ว่าสภาของเกรสจะเห็นชอบกับการเพิ่มวงเงินรวม แต่การพิจารณางบประมาณปี FY2020 ก็ยังไม่แล้วเสร็จ สภาของเกรสของสหรัฐฯไม่สามารถบรรลุการจัดสรรงบประมาณได้ทันวันที่ 30 ก.ย. ซึ่งเป็นวันสิ้นปีงบประมาณ FY2019 เป็นผลให้สภาของเกรสจะต้องผ่านข้อมติต่อเนื่อง (Continuing Resolution) อนุญาตจัดสรรเงินเป็นการชั่วคราวถึงวันที่ 20 ธ.ค. 2019 ซึ่งท้ายที่สุดงบประมาณคลังปี 2020 ได้รับการอนุมัติทั้งจากสภาล่าง (17 ธ.ค. 2019) และสภานบน (19 ธ.ค. 2019) ได้ทันเวลา เป็นการปลดล็อกงบประมาณรายจ่ายให้กับสหรัฐฯทั้งสิ้น 1.4 ล้านล้านดอลลาร์ฯ แบ่งเป็นงบด้านกลาโหม 7.38 แสนล้านดอลลาร์ฯ (เพิ่มขึ้นจากปีงบประมาณก่อนที่ 2.2 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ) และเป็นงบสำหรับหน่วยงานอื่นๆอีก 6.32 แสนล้านดอลลาร์ฯ (เพิ่มขึ้นจากปีงบประมาณก่อนที่ 2.7 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ) ทำให้รัฐบาลสหรัฐฯรอดพ้นจากการปิดตัวของหน่วยงานรัฐบาลหรือ Government Shutdown

¹ กระบวนการจัดสรรงบประมาณ (Appropriations Process) ของสหรัฐฯแบ่งงบประมาณเป็นสองประเภท คือ งบประมาณที่ถูกกำหนดไว้แล้วโดยกฎหมาย (Mandatory Spending) และ งบประมาณที่จะจัดสรรขึ้นในแต่ละปีซึ่งไม่ได้มีกฎหมายกำหนดไว้ (Discretionary Spending) จำเป็นต้องได้รับการเห็นชอบจากสภาของเกรส

² Budget Control Act 2011 กำหนดให้รัฐบาลหาแนวทางจัดการหนี้สาธารณะที่มีให้สู่ภาวะงบประมาณสมดุลภายใน 10 ปีข้างหน้า โดยให้จัดตั้งคณะกรรมการชุดหนึ่ง เรียกว่า Joint Committee of Deficit Reduction ในคณะกรรมการประกอบด้วยสมาชิกของทั้งพรรคเดโมแครต และรีพับลิกันหากไม่สามารถตกลงกันได้จะใช้วิธีการตัดงบประมาณโดยอัตโนมัติของทุกภาคส่วนเป็นการล่วงหน้าตั้งแต่ ปี 2013-2021 (พ.ศ. 2556-2564) เรียกการดำเนินการนี้ว่า "Sequestration" โดย Budget Control Act นี้เกิดขึ้นในสมัยประธานาธิบดีโอบามา

³ โดยหาก Budget Deal ไม่เกิดขึ้น Discretionary Budget ในปี 2020-21 จะถูกปรับลงเหลือ 1.12 และ 1.15 ล้านล้านดอลลาร์ฯ ตามลำดับ

■ ความเสี่ยง

การเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญ แต่ ณ ตอนนีตลาดปรับมุมมองต่อสงครามการค้าในทิศทางที่ดีขึ้น โดยล่าสุด (ข้อมูล ณ วันที่ 16 ธ.ค.) สำนักงานคณะผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ได้ประกาศรายละเอียดข้อตกลงการค้าหรือที่เรียกว่า Phase-one Deal เบื้องต้นระหว่างจีนกับสหรัฐฯ เพิ่มเติมรายละเอียดดังนี้;

- 1) สหรัฐฯ จะลดอัตราภาษีลงเป็น 7.5% จากปัจจุบันที่ 15.0% กับสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 1.12 แสนล้านดอลลาร์ที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. ที่ผ่านมา
- 2) สหรัฐฯ ยกเลิกการปรับขึ้นภาษีนำเข้าก่อนสุดท้าย ซึ่งเดิมกำหนดให้เริ่มเก็บในวันที่ 15 ธ.ค. ในอัตรา 15.0% กับสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 1.60 แสนล้านดอลลาร์

ส่วนจีนตกลงจะซื้อสินค้าสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมูลค่ารวม 2 แสนล้านดอลลาร์ ในระยะเวลา 2 ปี ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นการซื้อสินค้าเกษตรราว 5 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อปี และจะเพิ่มความเข้มงวดในเรื่องทรัพย์สินทางปัญญา รวมถึงไม่บิดเบือนค่าเงิน ซึ่งถึงแม้ว่าตลาดได้คลายความกังวลต่อสงครามทางการค้า แต่เราคาดว่าประเด็นนี้ข้อโต้แย้งอาจจะกลับมาใหม่ในช่วงเลือกตั้งสหรัฐฯ

สำหรับการเลือกตั้งของสหรัฐฯ นั้น จะจัดขึ้นในช่วงเดือนพ.ย. 2020 เราคาดว่าตลาดน่าจะเกิดความผันผวนจนกว่าจะถึงวันเลือกตั้ง จาก 1) ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีของพรรคเดโมแครต, 2) นโยบายของทั้งสองพรรค, และ 3) ผลสำรวจการคาดการณ์การเลือกตั้ง และสุดท้ายคือ ผลการเลือกตั้งจริง โดยจากข้อมูลในอดีต ตลาดตราสารหนี้ และตลาดหุ้นมักจะผันผวนมากในช่วงก่อนการเลือกตั้ง

ในช่วงระหว่างการทำเสียง ผู้สมัครจากพรรคเดโมแครตอาจจะมีการชูประเด็นเกี่ยวกับการแก้ไขนโยบายของรัฐบาลทรัมป์ อาทิ การยกเลิกมาตรการการลดภาษีนิติบุคคล ซึ่งจะจุดชนวนให้เกิดความผันผวนในตลาดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม บางนโยบายของฝั่งทรัมป์ก็อาจสร้างความวิตกกังวลให้ตลาดได้เช่นกัน โดยเฉพาะหากทรัมป์ยกระดับการใช้นโยบายกีดกันทางการค้ากับประเทศต่างๆ ให้เข้มข้นขึ้น หรือผลักดันราคายาในสหรัฐฯ ให้ลดลง ซึ่งจะกระทบไปยังอุตสาหกรรม Healthcare รวมถึงประกาศใช้ข้อบังคับเพิ่มเติมเกี่ยวกับธุรกิจด้านเทคโนโลยี หรือ Tech Firms มากขึ้น ทั้งนี้ สิ่งที่เราจะมาขังตั้นนั้น อยู่บนสมมติฐานที่ว่าทรัมป์รอดพ้นจากการถูกถอดถอน (Impeachment) ที่ทำให้ต้องถูกปลดจากตำแหน่งประธานาธิบดี ซึ่งหากผลออกมาในทางตรงกันข้าม ความเสี่ยงเชิงลบในตลาดก็จะยิ่งทวีความรุนแรงมากขึ้นกว่าเดิม

■ BBLAM's View

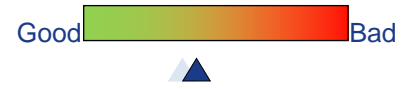
กรอบการใช้นโยบายการเงินเพื่อผ่อนคลายเศรษฐกิจมีจำกัด ประเด็นด้านการเมืองและสงครามการค้าจะเป็นปัจจัยผันผวนสำคัญ ขณะที่การขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2020 น่าจะใกล้เคียงกับปีก่อน

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	1.6	2.4	2.9	2.1	2.0	1.9
Consumer Spending (YoY%)	2.7	2.6	3.0	2.6	2.2	2.0
Government Spending (YoY%)	1.8	0.7	1.7	2.3	1.7	1.1
Private Investment (YoY%)	-1.3	4.4	5.1	2.4	1.1	2.6
Exports (YoY%)	0.0	3.5	3.0	0.1	1.5	2.3
Imports (YoY%)	2.0	4.7	4.4	1.7	2.2	2.7
Industrial Production (YoY %)	-2.0	2.3	4.0	1.0	1.0	1.5
Housing Starts (000s SAAR, monthly avg.)			1261.0	1250.0	1269.0	1276.0
Price Indices						
CPI (YoY%)	1.3	2.1	2.5	1.8	2	2.1
PCE Price Index (YoY%)			1.9	1.5	1.9	2
Core PCE (yoy%)	1.6	1.6	2	1.6	1.9	2
Labor Market						
Unemployment (%)	4.9	4.4	3.9	3.6	3.5	3.6
Non Farm Payrolls (000s SA, monthly chg.)			204.0	157.0	122.0	113.0
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	-2.3	-2.3	-2.4	-2.5	-2.6	-2.6
Financial Balances						
Budget (% of GDP)	-3.1	-3.4	-4.2	-4.5	-4.7	-4.8
Government Debt (% of GDP)	76.4	76.1	77.8	78.5	79.9	81.4
Interest Rates						
Central Bank Rate (%) Upper	0.75	1.50	2.50	1.75	1.50	1.50
3-Month Rate (%)	1.00	1.69	2.81	1.50	1.72	1.70
2-Year Note (%)	1.19	1.89	2.49	1.60	1.60	1.90
10-Year Note (%)	2.45	2.41	2.69	1.80	1.86	2.41
Exchange Rates						
EURUSD	1.05	1.20	1.15	1.10	1.15	1.19

ที่มา: Bloomberg, IMF, FED, กองทุนบัวหลวง

Europe



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

เศรษฐกิจยูโรโซนในไตรมาส 3/2019 ขยายตัว 0.2% QoQ sa เท่ากับตัวเลขในไตรมาสก่อนหน้า แต่เมื่อเทียบรายปีขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1.2% YoY เท่ากับไตรมาสก่อน ในรายองค์ประกอบ การใช้จ่ายภาคเอกชนเป็นปัจจัยสำคัญของการขยายตัวทางเศรษฐกิจในไตรมาสนี้ โดยส่งผลต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (Contribution to Growth) 0.3% ตามมาด้วยการใช้จ่ายภาครัฐและการลงทุนที่ 0.1% อย่างไรก็ตาม สถานการณ์การค้าโลกยังคงเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจยูโรโซนอย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ยังคงไม่ได้ข้อสรุป ด้านเศรษฐกิจเยอรมนีขยายตัวดีกว่าคาดที่ 0.1% QoQ sa หลังจากที่ยกก่อนหน้ามีการคาดการณ์ว่าจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในไตรมาส 3 เนื่องจากตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจหดตัว -0.2% ในไตรมาส 2 ส่งผลให้สามารถหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยไปได้ ส่วนเศรษฐกิจฝรั่งเศส และอิตาลีมีการขยายตัว 0.3% QoQ sa และ 0.1% QoQ sa ตามลำดับ ทั้งนี้ ท่ามกลางการชะลอตัวของภาคการผลิตในยูโรโซนที่สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ หรือ PMI อันเป็นผลจากนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ และการชะลอตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์ในยูโรโซน แต่เมื่อพิจารณาดัชนี PMI ด้านภาคบริการจะพบว่ายังสามารถขยายตัวได้ดี โดยดัชนียังยืนอยู่เหนือระดับ 50 นอกจากนี้ อัตราการว่างงานในยูโรโซนต่ำสุดในเดือนต.ค. อยู่ที่ 7.5% ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือนก.ค. 2008 อย่างไรก็ดี ถึงตลาดแรงงานจะส่งสัญญาณดีอย่างต่อเนื่อง ซึ่งน่าจะช่วยให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย แต่อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนในเดือนพ.ย. ยังขยายตัวเพียง 1.0% YoY ห่างไกลจากเป้าหมายของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ที่ระดับใกล้เคียง 2.0%

■ ทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

ในปี 2020 เราคาดว่า เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัวที่ 1.1% ใกล้เคียงกับการเติบโตในปี 2019 ที่ 1.2% จากภาคการส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่องตามภาวะเศรษฐกิจโลก และส่งผลต่อเนื่องไปถึงการลงทุนภาคเอกชนที่เราคาดว่าจะเติบโตในอัตราที่ลดลงเมื่อเทียบกับปี 2019 โดยอุตสาหกรรมยานยนต์น่าจะยังไม่ฟื้นตัวอย่างชัดเจนในปี 2020 ส่วนการบริโภคภาคเอกชน เรามองว่าจะขยายตัวได้ต่อเนื่องในระดับที่ใกล้เคียงกับปี 2019 ตามภาพตลาดแรงงานที่ยังคงแข็งแกร่ง แม้การจ้างงานมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง และค่าจ้างแรงงานอาจเติบโตอย่างช้าๆ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ และความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่ส่งผลต่อการตัดสินใจของธุรกิจ ทั้งนี้ สำหรับอัตราเงินเฟ้อ เราคาดว่าจะยังไม่เห็นภาพการกลับทิศทางมาเป็นแนวโน้มขาขึ้น โดยในอีก 2-3 ปีข้างหน้าน่าจะอยู่ในระดับต่ำกว่า 2.0% สวนทางกับความพยายามของ ECB ในการใช้นโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นอัตราเงินเฟ้อ

■ แนวทางด้านนโยบาย

ด้วยภาพเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ประกอบกับความเสี่ยงต่างๆ ของเศรษฐกิจโลกที่ยังมีความไม่แน่นอนสูง และอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง ทำให้ ECB หันกลับมาใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นอีกครั้งในเดือนก.ย. 2019 โดยประกาศปรับลดอัตราดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ลงเหลือ -0.5% จาก -0.4% และกลับมาซื้อสินทรัพย์ทางการเงิน (Asset Purchase Program – APP) ครั้งใหม่ตามมาตรการผ่อนคลายเป็นปริมาณ (Quantitative Easing: QE) จำนวน 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน ตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. 2020 ซึ่ง ECB คาดว่า จะยังคงใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำเช่นนี้ หรือต่ำกว่านั้นในอนาคตไปจนกว่าอัตราเงินเฟ้อจะขยายตัวตามเป้าหมายที่ 2.0% นอกจากนี้ ECB ได้มีการเปลี่ยนเงื่อนไขโครงการปล่อยเงินกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำแก่ธนาคารพาณิชย์รอบที่ 3 (Targeted Longer-Term Refinancing Operations: TLTRO III) ให้ผ่อนคลายเป็นพิเศษ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ต่ำลงมาเป็นเท่ากับอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของ Deposit Facility Rate จากเดิมที่ใช้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของ Main Refinancing Operations และได้ขยายระยะเวลาการครบกำหนดไถ่ถอนจาก 2 ปี เป็น 3 ปี นอกจากนี้ ECB ได้นำเสนอระบบ Two-tier System เพื่อสนับสนุนการส่งผ่านมาตรการทางการเงินของ ECB และลดผลกระทบที่มีต่อธนาคารพาณิชย์จากการใช้นโยบายอัตราดอกเบี้ยนโยบายติดลบ อาทิ เงินสำรองส่วนที่เกินกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำจะได้รับการยกเว้นจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากติดลบ ทั้งนี้ ในการประชุมล่าสุดเดือนธ.ค. 2019 ECB ประกาศคงนโยบายการเงินไว้ตามเดิม และเราคาดว่าในปี 2020 ECB น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ตามเดิม แต่อาจมีการทำ QE เพิ่มเติมหากจำเป็น เนื่องจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปติดลบมากกว่านี้ จะทำให้เกิดผลเสียที่รุนแรงขึ้นต่อภาคธนาคาร ขณะที่การทำ QE ต้องเผชิญข้อจำกัดของวงเงินการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลแต่ละประเทศ (Issuer Limit)

จากประสิทธิภาพที่ลดลงของนโยบายการเงิน ทำให้นโยบายการคลังจะต้องเข้ามามีบทบาทมากขึ้นในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจระยะข้างหน้า โดยประเทศที่มีศักยภาพในการใช้นโยบายการคลังมากที่สุด ณ ยูโรโซนคือ เยอรมนี เนื่องจากมีหนี้สาธารณะต่อ GDP ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ และขนาดเศรษฐกิจใหญ่ที่สุดซึ่งจะช่วยหนุนการเติบโตของยูโรโซนโดยรวมได้ อย่างไรก็ตาม รัฐบาลเยอรมนียังไม่มีท่าทีที่ชัดเจนว่าจะหันมาใช้งบประมาณการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจหรือไม่ หลังจากเพิ่งหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยในไตรมาสล่าสุดไปได้ บวกกับการตั้งธงก่อนหน้านี้ว่าจะใช้นโยบายรัดเข็มขัดเป็นหลัก นอกจากนี้ ความยากลำบากในการใช้นโยบายการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจอีกประการ คือ ความล่าช้าในการดำเนินนโยบาย เนื่องจากกว่าสภาจะลงมติเห็นชอบมาตรการดังกล่าวก็มักจะถูกลดทอนประสิทธิภาพในการกระตุ้นลง

■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงของยูโรโซนในปี 2020 จะเกี่ยวข้องกับปัจจัยภายนอกเป็นหลัก นอกเหนือไปจากนโยบายกีดกันทางระหว่างสหรัฐฯ และจีนแล้ว ความเสี่ยงจากการที่สหรัฐฯ อาจขึ้นภาษีกับสินค้าจากอียูก็เป็นสิ่งที่ต้องจับตาในปี 2020 โดยเฉพาะการขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีความสำคัญกับยูโรโซน ซึ่งจะส่งผล

กระทบเชื่อมโยงไปหลายภาคส่วน ทั้งนี้ ถ้าหากภาคการผลิตยังคงอ่อนแออย่างต่อเนื่อง จนในที่สุดลามไปกระทบภาคบริการ และการบริโภคภาคเอกชน อาจทำให้เศรษฐกิจยูโรโซนเข้าสู่ภาวะถดถอยได้ในที่สุด แม้ว่าในปัจจุบันภาคการบริการของยูโรโซนยังถือว่าแข็งแกร่งอยู่ ส่วนด้านประเด็นการเมืองในบางประเทศอย่างฝรั่งเศส อิตาลี และสเปน นับเป็นอีกปัจจัยที่จะส่งผลให้เกิดความผันผวนในปี 2020 แม้ว่าความเสี่ยงเชิงลบจากประเด็น Brexit เริ่มน้อยลงเมื่อเทียบกับปี 2019 ที่ผ่านมา

■ **BBLAM's View**

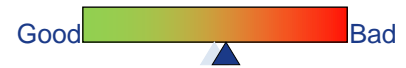
เศรษฐกิจยังเผชิญความเสี่ยงหลายด้านที่อาจนำไปสู่ภาวะถดถอย ในขณะที่นโยบายการเงินมีข้อจำกัด ทุกฝ่ายจึงต่างให้ความหวังกับนโยบายการคลัง

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	1.9	2.5	1.9	1.2	1.1	1.4
Household Consumption (YoY%)			1.4	1.3	1.3	1.3
Government Consumption (YoY%)			1.1	1.5	1.5	1.4
Gross Fixed Investment (YoY%)			3.5	3.1	1.9	2.1
Exports (YoY%)			2.8	2.3	2.4	3.0
Imports (YoY%)			2.7	2.6	3.1	3.4
Industrial Production (YoY%)			1.5	-1.1	0.7	1.4
Price Indices						
CPI (YoY%)	0.2	1.5	1.8	1.2	1.1	1.4
Labor Market						
Unemployment (%)	10.0	9.1	8.2	7.6	7.5	7.3
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	3.3	3.2	3.1	2.6	2.4	2.3
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-1.4	-0.9	-0.5	-0.9	-1.0	-1.2
Interest Rates						
ECB Refinancing Rate (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ECB Deposit Rate (%)	-0.40	-0.40	-0.40	-0.50	-0.60	-0.70
3-Month Rate (%)	-0.32	-0.33	-0.31	-0.48	-0.49	-0.30
2-Year Note (%)	-0.80	-0.64	-0.62	-0.82	-0.68	-0.53
10-Year Note (%)	0.20	0.42	0.24	-0.61	-0.37	-0.03
Exchange Rates						
EURUSD	1.05	1.20	1.15	1.10	1.15	1.19

ที่มา: Bloomberg, IMF, ECB, กองทุนบัวหลวง

Japan



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

เศรษฐกิจญี่ปุ่นไตรมาส 3/2019 ขยายตัว 0.4% QoQ sa (1.8% QoQ saar) ซึ่งเป็นการเติบโตติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 4 จากการลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนที่มีการลงทุนขยายตัวมากขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า โดยเฉพาะการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโตถึง 1.8% QoQ sa ในส่วนของการบริโภคภาคเอกชนขยายตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากไตรมาสก่อนหน้าที่ 0.5% QoQ sa ขณะที่ การส่งออกหดตัวจากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนบวกกับอุปสงค์ในตลาดโลกที่ชะลอตัวต่อเนื่อง ด้านผลของการขึ้นภาษีบริโภคในเดือนต.ค. ที่ผ่านมานั้น ส่งผลให้มีความผันผวนของการใช้จ่ายของประชาชนตามคาด คือ ยอดตัวเลขค้าปลีกในเดือนก.ย. ขยายตัวแรงแตะ 9.1% YoY จากการเร่งใช้จ่ายก่อนการขึ้นภาษี และพลิกกลับลงมาหดตัว -7.1% YoY ในเดือนต.ค. (และ -2.1% YoY ในเดือนพ.ย.) สอดคล้องกับตัวเลข PMI ภาคบริการที่ลดลงมาต่ำกว่าระดับ 50 ในเดือนต.ค. เป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี (ก่อนที่จะยืนเหนือ 50 เล็กน้อยในเดือน พ.ย.-ธ.ค. ที่ 50.3 และ 50.6 ตามลำดับ) ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากพายุไต้ฝุ่นในช่วงเวลาดังกล่าวด้วย ด้านอัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังเติบโตอย่างช้าๆ อยู่ในกรอบ 0.2-0.9% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2019 ห่างจากเป้าหมายของธนาคารกลางญี่ปุ่น หรือ BoJ ที่ 2.0%

■ ทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2020 มีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงจากปี 2019 ที่ 0.7% มาอยู่ที่ 0.4% โดยปัจจัยลบอย่างนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ และอุปสงค์โลกที่ซบเซา น่าจะกระทบการส่งออกของญี่ปุ่นต่อเนื่องจากปี 2019 ขณะที่การบริโภคในประเทศมีทิศทางชะลอตัวจากผลของการขึ้นภาษีมูลค่าเพิ่ม (Consumption Tax) อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ประเด็นที่ต้องติดตามคือ ระยะเวลาในการฟื้นตัวของบริโภคภาคเอกชนหลังจากนี้ แม้ผลอาจไม่รุนแรงเท่าการขึ้นภาษีครั้งก่อนในปี 2014 ที่ส่งผลกระทบให้การใช้จ่ายใช้สอยในประเทศใช้เวลานานในการฟื้นตัว และเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้รัฐบาลล้มและเลื่อนการปรับภาษีขึ้นในเวลาต่อมา 2 ครั้ง ทั้งนี้ การเป็นเจ้าภาพโอลิมปิก ณ กรุงโตเกียว ระหว่างวันที่ 24 ก.ค. ถึง 9 ส.ค. 2020 นั้น น่าจะมีส่วนช่วยกระตุ้นการบริโภคในประเทศในไตรมาส 3 ได้เป็นอย่างดี แต่เรามองว่า จะเป็นเพียงผลบวกในระยะสั้นๆ เท่านั้น ในแง่ของภาคการท่องเที่ยวเป็นหลัก โดยคาดว่าตัวเลขนักท่องเที่ยวน่าจะทะลุเป้าหมาย 20 ล้านคนต่อปี ด้านการลงทุนในปี 2020 เรา มองว่า มีแนวโน้มชะลอตัวหลังจากผ่านจุดสูงสุดไปในช่วงการลงทุนก่อสร้างเตรียมความพร้อมการเป็นเจ้าภาพโอลิมปิก แต่น่าจะได้แรงหนุนส่วนหนึ่งจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานมูลค่า 7 ล้านล้านเยน จากงบประมาณฉุกเฉิน 3 ปี (2018-2021)

■ แนวทางด้านนโยบาย

ตลอดทั้งปี 2019 ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินใดๆ โดยคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ -0.1% และคงมูลค่าวงเงินสูงสุดต่อปีในการเข้าซื้อสินทรัพย์ต่างๆ ไว้ตามเดิม แต่ได้มีเปลี่ยนแปลงสัญญาณชี้นำล่วงหน้าในรายงานการประชุม (Forward Guidance) ในบางเดือน เพื่อสะท้อนให้ตลาดรับรู้ได้ว่า BoJ มีความพร้อมที่จะใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นเพิ่มเติมหากเห็นว่าจำเป็น เพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจ ท่ามกลางความผันผวนของเศรษฐกิจโลก อาทิ การปรับเปลี่ยนกรอบระยะเวลาในการคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และมุมมองของ BoJ ต่อพัฒนาการการขยายตัวของอัตราเงินเฟ้อ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ตลาดไม่ได้มีความกังวลว่า BoJ ควรจะใช้นโยบายการเงินเพิ่มเติมหรือไม่ แต่มุ่งความสนใจไปที่ว่า BoJ มีพื้นที่เหลือให้ผ่อนคลายเป็นอีกเท่าใด เนื่องจาก BoJ ยังเผชิญความยากลำบากในการแก้ปัญหาเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมายของ BoJ อย่างมากอยู่ แต่ในอีกแง่หนึ่ง ผลเชิงลบจากการใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นเพิ่มเติมก็มีหลายด้าน เช่น ผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของภาคธนาคารในประเทศ และผลต่อตลาดการเงินในระยะข้างหน้า จากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของงบดุล (Balance Sheet) ของ BoJ เป็นต้น สำหรับในปี 2020 เราคาดว่า BoJ น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ตามเดิม นอกเสียจากว่าเศรษฐกิจจะหดตัวจนเข้าสู่ภาวะถดถอยหรือค่าเงินเยนแข็งค่าทะลุ 100 เยนต่อดอลลาร์ฯ แต่อาจมีการปรับกรอบการควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีให้กว้างขึ้นเพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในการดำเนินนโยบายการเงิน

ด้านนโยบายภาครัฐ เพื่อลดผลกระทบจากการปรับภาษีมูลค่าเพิ่มจาก 8.0% เป็น 10.0% ในเดือนต.ค. 2019 และหนุนการฟื้นตัวของภาคบริโภคเอกชน รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกนโยบายชั่วคราวในช่วงหลังการปรับภาษีขึ้น ได้แก่ อาหารและเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์บางส่วนจะได้รับยกเว้นจากการขึ้นภาษีครั้งนี้ การสำรองเงิน 2 ล้านล้านเยนสำหรับการให้เงินคืนกับผู้บริโภคที่ชำระเงินผ่านระบบ Cashless การให้คูปองส่วนลดในการใช้จ่ายใช้สอย และอีก 3 แสนล้านเยนจะถูกใช้กับการลดหย่อนภาษีสำหรับการซื้อที่อยู่อาศัยและรถยนต์ ขณะที่ รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการเก็บภาษีนี้ รัฐบาลระบุว่า เม็ดเงินกว่า 83.0% จะถูกนำกลับไปใช้จ่ายเพื่อสนับสนุนการดูแลเด็กและผู้สูงอายุในสังคม ซึ่งเรามองว่าจะส่งผลดีต่อภาพรวมเศรษฐกิจในระยะยาว นอกจากนี้ รัฐบาลยังเตรียมใช้งบประมาณพิเศษเพิ่มเติมปี 2019 เพื่อลงทุนก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานหลังพายุไต้ฝุ่นฮาเกบิต โดยอาจมีเม็ดเงินสูงถึง 10 ล้านล้านเยน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเม็ดเงินอาจไม่สามารถสูงเท่าที่รัฐบาลคาดหวังไว้ เนื่องจากงบประมาณจำเป็นต้องมาจากการก่อหนี้เพิ่มเติม ท่ามกลางระดับหนี้ภาครัฐของญี่ปุ่นที่อยู่ในระดับสูงถึง 238.2% ต่อ GDP ในปี 2018

■ ความเสี่ยง

การขึ้นภาษีในเดือนต.ค. ที่ผ่านมา และนโยบายกีดกันทางการค้า นับเป็นความท้าทายหลักของเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2020 โดยนโยบายกีดกันทางการค้า มีได้หมายถึงเพียงระหว่างสหรัฐฯ และจีนเท่านั้น แต่รวมถึงความเป็นไปได้ที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์จากญี่ปุ่น แม้ว่าทั้งสองประเทศจะมีความคืบหน้าในการเจรจาข้อตกลงการค้า

เสรีแล้วก็ตาม ซึ่งตามข้อตกลงฯ ญี่ปุ่นจะปรับลดภาษีนำเข้าสินค้าเกษตรหลายรายการจากสหรัฐฯ ส่วนสหรัฐฯ ก็
จะลดภาษีนำเข้าสินค้าอุตสาหกรรมบางรายการจากญี่ปุ่นลง แต่ภาษีนำเข้ารถยนต์ไม่ได้ถูกรวมอยู่ในการเจรจา
ครั้งนี้ ทำให้ความเสี่ยงที่สหรัฐฯ จะขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ยังมีอยู่ ทั้งนี้ แม้เราคาดว่า ท้ายที่สุดสหรัฐฯ น่าจะไม่ปรับ
ภาษีนำเข้ารถยนต์ขึ้นก็ตาม เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อเป็นวงกว้าง และกระทบเศรษฐกิจสหรัฐฯ เอง แต่ในระยะสั้น
น่าจะสร้างความผันผวนให้กับอุตสาหกรรมรถยนต์ได้ในช่วงที่นโยบายยังไม่มี ความชัดเจน นอกจากนี้ ความเสี่ยง
สำคัญอีกประการของเศรษฐกิจญี่ปุ่น คือค่าเงินเยนที่มีโอกาสแข็งค่าขึ้น หากความเสี่ยงเชิงลบในตลาดโลก
เพิ่มขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมองว่าเยนเป็น Safe Haven โดยการแข็งค่าของเยนจะยิ่งกระทบการส่งออก และกดดัน
การขยายตัวของเงินเพื่อ ท่ามกลางข้อจำกัดของ BoJ ในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

■ BBLAM's View

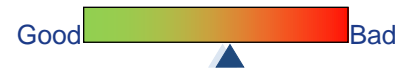
ติดตามผลกระทบจากการปรับขึ้น Consumption Tax และความเสี่ยงต่างๆ ของโลกที่มักจะถูกกดดันให้เยนแข็งค่า
ด้านแนวทางด้านนโยบายการเงินมีแนวโน้มผ่อนคลายต่อไป

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	0.6	2.0	0.8	0.7	0.4	1.0
Consumer Spending (YoY%)			0.4	0.4	0.0	0.7
Public Consumption (YoY%)			0.8	1.5	1.0	0.5
Private Investment (YoY%)			3.8	1.6	0.8	1.8
Exports (YoY%)			3.1	-4.5	0.9	1.7
Imports (YoY%)			3.2	-2.0	1.3	1.8
Industrial Production (YoY %)			0.9	-1.8	0.3	0.9
Housing Starts (Mil, annualized)			0.9	0.9	0.9	0.9
Price Indices						
CPI (YoY%)	-0.1	0.5	1.0	0.6	1.0	0.9
Core CPI (YoY%)			0.8	1.0	1.1	1.5
Labor Market						
Unemployment (%)	3.1	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	4.0	4.2	3.5	3.3	3.2	3.2
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-3.5	-3.0	-2.5	-3.5	-3.0	-2.8
Interest Rates						
Central Bank Rate (%)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.20
3-Month Rate (%)	-0.05	-0.02	-0.07	-0.09	-0.10	-0.15
2-Year Note (%)	-0.18	-0.13	-0.14	-0.29	-0.30	-0.32
10-Year Note (%)	0.05	0.05	0.00	-0.21	-0.25	-0.35
Exchange Rates						
USDJPY	116.96	112.69	109.69	106.00	105.00	107.50
EURJPY	122.97	135.28	125.83	117.00	120.50	127.50

ที่มา: Bloomberg, IMF, BoJ, กองทุนบัวหลวง

China



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

กิจกรรมในประเทศของจีนชะลอตัวลงต่อเนื่องสะท้อนจากทั้งการผลิตภาคอุตสาหกรรม (จากกลุ่มอุตสาหกรรมขั้นกลางและขั้นปลาย โดยอุตสาหกรรมที่หดตัวมากที่สุดคือกลุ่มยานยนต์⁴) และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (โดยเฉพาะจากกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และได้ส่งต่อไปยังการบริโภคภาคเอกชนที่ไม่ได้เติบโตแรงเท่าอดีต จากข้อมูล GDP ล่าสุดของจีนในไตรมาส 3/2019 ชะลอตัวลงเป็น 6.0% YoY ต่ำสุดในรอบ 27 ปี

ในช่วงปี 2019 รัฐบาลได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งการเงินและการคลัง อาทิ การลดภาษีมูลค่าเพิ่มจาก 16.0% เป็น 13.0% การเพิ่มวงเงินการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นจาก 1.35 ล้านล้านหยวนเป็น 2.15 ล้านล้านหยวน การลดอัตราเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ หรือ RRR และมาตรการปฏิรูปกลไกกำหนดอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น

มาตรการทางการเงินและการคลังที่ทางการจีนนำออกมาใช้ในปี 2019

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ	รายละเอียด
มาตรการการเงิน	- การปรับลดการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง (Required Reserve Ratio, RRR) - เพิ่มสภาพคล่องในตลาดผ่านตลาดการเงิน (Open Market Operations, OMOs) - ปฏิรูปกลไกกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Loan Prime Rate, LPR) ให้สะท้อนต้นทุนที่แท้จริงเพื่อกระตุ้นการใช้สินเชื่อ - ผ่อนคลายนโยบายการถือสินทรัพย์ประเภท Asset Management Products (AMPs)
มาตรการการคลัง	- ปรับลดภาษี (ภาษีมูลค่าเพิ่ม จาก 16.0% เป็น 13.0%, ปรับลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา, ปรับลดภาษีประกันสังคม, รวมทั้งค่าธรรมเนียมจากทางการ) คิดเป็นเม็ดเงินกระตุ้นเศรษฐกิจราว 2 ล้านล้านหยวน - เพิ่มโควตาการออกพันธบัตรท้องถิ่นจากเดิม 8 แสนล้านหยวนเป็น 2.15 ล้านล้านหยวน - ผ่อนคลายนโยบายการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน, การปฏิรูปในเชิงโครงสร้างเพื่อรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจในระยะยาว

⁴ อุตสาหกรรมยานยนต์ในจีนหดตัวจากสามสาเหตุหลักได้แก่ 1) แคมเปญซื้อรถยนต์แล้วคืนภาษีสิ้นสุดลงตั้งแต่ปี 2018, 2) ทางการจีนได้เปลี่ยนมาตรฐานควบคุมมลพิษจากแหล่งกำเนิด (Emission Standard) เป็นระยะ 6 (Stage VI) ตั้งแต่เดือน ก.ค. 2019 ในบางพื้นที่ และมีผลบังคับใช้ทั่วประเทศตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. 2020 เป็นต้นไป การเปลี่ยนแปลงของมาตรฐานอาจจะมีผลให้อุตสาหกรรมต้องใช้เวลาปรับตัว, และ 3) กลุ่มยานยนต์ได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน และความไม่แน่นอนจากสงครามการค้า

เราเชื่อว่า นโยบายต่างๆ เหล่านี้จะช่วยประคับประคองเศรษฐกิจจีนให้เติบโตได้ 6.0% ในปี 2019-2020 จากปี 2018 ที่ 6.6% แต่ถ้าเกิดกรณีที่ทั้งสองประเทศไม่สามารถหาข้อสรุปทางการค้าได้ ก็มีโอกาสที่ GDP จีนในปี 2020 อาจจะต่ำกว่า 6.0%

■ แนวทางด้านนโยบาย

หากมองย้อนไปถึงถ้อยแถลงของนายกรัฐมนตรีจีนที่ได้กล่าวในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ หรือ NPC⁵ เมื่อวันที่ 5 มี.ค. ที่ได้กล่าวว่า “จะไม่ใช้นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจมากเกินไปและจะใช้นโยบายทางการเงินในทิศทางที่เหมาะสม (ไม่ตึงไป ไม่หย่อนไป) เพื่อให้เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจขยายตัวตามกรอบเป้าหมาย”) ดังนั้น กรอบนโยบายในปี 2019 จึงไม่ใช่กรอบนโยบายที่มีไว้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเท่าในอดีต และ จากการที่เครื่องชี้ทางเศรษฐกิจในปี 2019 ปรากฏผลสัมฤทธิ์เฉพาะในส่วนของภาวะการระดมทุนโดยรวม (โดยที่สินเชื่อธนาคารพาณิชย์เป็นกลุ่มที่ขยายตัวได้ดีหนุนโดยสินเชื่อภาคธุรกิจ) ขณะที่เครื่องชี้เศรษฐกิจด้านอื่นๆ (เช่นการผลิต การลงทุน การใช้จ่ายใช้สอย) ยังคงเปราะบาง เป็นเครื่องสะท้อนว่ากรอบนโยบายที่ใช้อยู่อาจไม่เพียงพอ เราจึงคาดว่าในการประชุม NPC ของปี 2020 นี้ นายกรัฐมนตรีของจีนน่าจะมีท่าทีที่ผ่อนคลายลงและจะเป็นการเปิดทางให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องสามารถใช้นโยบายในเชิงกระตุ้นทางเศรษฐกิจได้มากกว่าในปี 2019 แนวนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจที่น่าจะยังประกอบไปด้วยสองส่วนได้แก่

นโยบายการเงิน เราคาดว่าธนาคารกลางจีนหรือ PBoC ยังน่าจะใช้เครื่องมือทางการเงินคล้ายคลึงกับปีก่อน เช่น 1) เพิ่มสภาพคล่องในตลาดเงินผ่าน OMOs, 2) ลดอัตรากันสำรองของธนาคารพาณิชย์ หรือ RRR ,และ 3) ปฏิรูปกลไกกำหนดอัตราดอกเบี้ยหรือ LPR

นโยบายการคลังนั้นเราคาดว่ารัฐบาลน่าจะเลือกที่จะเพิ่มวงเงินงบการใช้จ่ายในงบทั่วไป (General Budget) โดยรัฐบาลจีนน่าจะตั้งขนาดดุลการคลังที่ -3.0% ของ GDP จากปี 2019 ที่ได้ตั้งขนาดดุลไว้ -2.8% ของ GDP และนอกจากนี้ รัฐบาลกลางของจีนได้สั่งการให้รัฐบาลท้องถิ่นเร่งออกขายพันธบัตรมูลค่า 1 ล้านล้านหยวน (Front-loading) ซึ่งเป็นโควตาพันธบัตรของปี 2020 มาขายก่อนที่จะปิดปี 2019 เพื่อที่จะนำเม็ดเงินไปลงทุนในปี 2020 ทั้งนี้วงเงินการออกพันธบัตรทั้งหมดของปี 2020 น่าจะอยู่ที่ 3 ล้านล้านหยวน (เพิ่มจากปีก่อนซึ่งอยู่ที่ 2 ล้านล้านหยวน)

■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงในระยะสั้นคือสงครามการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯที่สามารถกลับมาประทุได้ทุกเมื่อ ส่วนความเสี่ยงอื่นๆได้แก่ 1) การลงทุนเกินตัวและการก่อหนี้ของธุรกิจและรัฐบาลท้องถิ่น ก่อให้เกิดความเสี่ยงในระบบการเงิน

⁵ การประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ หรือ National People Congress (NPC) เป็นการประชุมระดับชาติที่จัดขึ้นทุกปี โดยในการประชุมนี้ นายกรัฐมนตรีจะรายงานผลการบริหารงานในช่วงที่ผ่านมารวมทั้งจะแถลงเป้าหมายเชิงเศรษฐกิจและทิศทางด้านนโยบายของช่วงที่เหลือของปี โดยปกติการประชุมดังกล่าวจะจัดขึ้นในเดือนมี.ค. ของทุกปี

, ขณะที่ 2) ภาคธนาคารยังคงเปราะบาง ผลจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและความเข้มงวดของธนาคารกลาง จะทำให้สถาบันการเงินต้องระมัดระวังการปล่อยกู้ , และ 3) การผิดนัดชำระหนี้เพิ่มสูงขึ้น โดยในปี 2018 มีพันธบัตรที่ผิดนัดชำระหนี้ (Bond Defaults) 1.22 แสนล้านบาท และในปี 2019 (ข้อมูลถึงเดือนพ.ย.) ได้ผิดนัดชำระหนี้ 1.20 แสนล้านบาท โดยมูลค่าพันธบัตรที่ผิดนัดชำระหนี้จะยังอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับมูลค่าพันธบัตรทั้งหมดที่ 4.1 ล้านล้านบาท แต่ก็มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นจากปี 2016-17 ที่มีการผิดนัดชำระหนี้ 2 หมื่นล้านบาท ซึ่งแสดงให้เห็นถึงปัญหาความอ่อนแอของภาคธุรกิจเอกชน (อาทิ อสังหาริมทรัพย์ เหล็ก พลังงาน และซอฟต์แวร์) และรัฐบาลท้องถิ่น

■ BBLAM's View

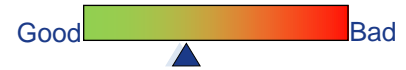
ทางการจีนน่าจะสามารถระดมเศรษฐกิจให้ขยายตัวได้ที่ 6.0% ผ่านการใช้นโยบายกระตุ้นการลงทุนในโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ ส่วน PBoC น่าจะใช้เครื่องมือทางการเงินในทิศทางที่ผ่อนคลายไม่ต่างจากปี 2019 แม้ว่าอัตราเงินเฟ้อของจีนจะมีแนวโน้มที่เร่งตัวขึ้นจากราคาหมูก็ตาม

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	6.7	6.9	6.6	6.0	6.0	6.0
Fixed Asset Investment (YoY%)			6.0	5.5	5.4	5.4
Industrial Production (YoY%)	6.2	6.6	6.1	5.5	5.1	5.0
Retail Sales (YoY%)			9.2	8.1	7.9	7.6
Price Indices						
CPI (YoY%)	2.0	1.6	2.1	2.3	2.4	2.8
PPI (YoY%)			3.6	-0.2	0.1	0.3
Labor Market						
Unemployment (%)	4	3.9	3.8	3.9	4.0	4.0
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	1.8	1.6	0.4	1.0	1.0	1.0
Export Trade (YoY%)			11.2	0.0	-0.2	4.5
Import Trade (YoY%)			18	-3.4	0.8	5.0
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-3.8	-3.7	-4.2	-4.5	-4.5	-4.2
Monetary Sector						
Money Supply (M2, YoY%)			8.3	8.4	8.2	8.1
Interest Rates						
1-Year Best lending (%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
3-Month Rate (%)	3.27	4.91	3.35	2.62	2.54	2.41
2-Year Note (%)	2.40	2.75	2.76	2.71	2.52	2.42
10-Year Note (%)	3.06	3.90	3.31	3.05	2.84	3.03
Exchange Rates						
USDCNY	6.95	6.51	6.88	7.16	7.11	7.00

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง

Indonesia



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

เศรษฐกิจอินโดนีเซียปี 2019 นับว่ามีเสถียรภาพมากขึ้นเมื่อเทียบกับในช่วงปี 2018 ในแง่ของค่าเงินรูเปียท์ เงินเพื่อและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะอินโดนีเซียจะเป็นหนึ่งในประเทศที่พึ่งพาการส่งออกน้อยที่สุดในเอเชีย แต่ก็ไม่สามารถหลีกเลี่ยงผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และการกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ผ่านการลดลงของราคาน้ำมันปาล์มและถ่านหิน ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกสำคัญของประเทศ กดดันรายได้เกษตรกร และกระทบการใช้จ่ายในประเทศ ขณะที่ภาคการผลิตเพื่อการส่งออกก็ได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน ส่วนด้านการลงทุนภาครัฐเพื่อก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานในปีที่ชะลอตัวลงนั้น เป็นผลจากความพยายามของรัฐบาลในการลดการนำเข้า เพื่อลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด และพยุงค่าเงิน ดังนั้น เราจึงเห็นภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจของอินโดนีเซียที่ชะลอตัวลงจากปีที่แล้วตั้งแต่ต้นปี 2019 ที่ผ่านมา โดยล่าสุด GDP ไตรมาส 3/2019 เติบโต 5.02% YoY ลดลงจาก 5.05% ในไตรมาสก่อนหน้า จากการชะลอตัวอย่างรุนแรงของการใช้จ่ายภาครัฐจาก 8.2% YoY ในไตรมาส 2/2019 มาเป็น 1.0% ประกอบกับการบริโภคในประเทศ ซึ่งเป็นตัวขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจอินโดนีเซียก็เติบโตชะลอตัวลงเป็น 5.0% YoY จาก 5.2% อย่างไรก็ตาม การส่งออกสุทธิกลับเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจในไตรมาส 3 นี้ จากการนำเข้าที่หดตัวมากกว่าการส่งออก ส่งผลให้การส่งออกสุทธิ (การส่งออกลบการนำเข้า) เป็นบวก

■ ทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

สำหรับในปี 2020 เราคาดว่า เศรษฐกิจอินโดนีเซียจะกลับมาเติบโตได้ดีขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปี 2019 จาก 5.0% เป็น 5.1% โดยเราเริ่มเห็นสัญญาณการกลับมาของวัฏจักรการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน หลังจากชะลอตัวไปในปี 2019 รวมทั้งมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลที่ทยอยออกมาหลังจากนาย Joko Widodo หรือ "Jokowi" เข้ารับตำแหน่งประธานาธิบดีเป็นสมัยที่ 2 ในช่วงปลายเดือนต.ค. 2019 ซึ่งเรามองว่าไม่เมินต์มีการเติบโตน่าจะต่อเนื่องไปจนถึงปี 2021 ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ด้านเงินเฟ้อ สำหรับในปี 2020 มีแนวโน้มที่อัตราเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นจากปัจจัยด้านต้นทุน (Cost-Push Inflation) อาทิ การลดการอุดหนุนราคาพลังงาน การเพิ่มภาษีสรรพสามิตบุหรี่ และการเพิ่มเบี้ยประกันสุขภาพถ้วนหน้า เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ด้วยราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ยังอยู่ในระดับต่ำ และการใช้จ่ายใช้สอยในประเทศที่ไม่ได้เติบโตร้อนแรง ทำให้เราคาดว่า อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของอินโดนีเซียในปี 2020 น่าจะขยายตัวอยู่ในกรอบของธนาคารกลางที่ 2.0-4.0%

■ แนวทางด้านนโยบาย

หลังจากปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นไปทั้งหมด 175bps ในปี 2018 ธนาคารกลางอินโดนีเซีย (Bank Indonesia: BI) กลับมาใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายนี้อีกครั้งในปี 2019 โดยนับตั้งแต่เดือนก.ค. ที่ผ่านมา BI มีมติลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปแล้วถึง 4 ครั้งติดต่อกันรวม 100bps จาก 6.0% เหลือ 5.0% ทั้งนี้ เรามองว่า ในปี 2020 BI อาจปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อ หากภาพเศรษฐกิจโลกยังชะลอตัว และธนาคารกลางหลักของโลกมีท่าทีผ่อนคลายนี้อีก แต่ที่น่าจะเป็นการปรับลงอย่างช้าๆ กว่าในปี 2019 เนื่องจากในระยะสั้น เรามองว่า BI ให้ความสำคัญกับการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นสำคัญ โดยหากขาดดุลมากจะแปลว่ามีเงินไหลออกนอกประเทศเพิ่มขึ้น และทำให้ค่าเงินรูเบียอ่อนค่าลง ทั้งนี้ เพื่อป้องกันไม่ให้เงินไหลออก รักษาเสถียรภาพค่าเงิน และลดการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด BI จึงต้องจับตาไม่ให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (อัตราดอกเบี้ยหักลบกับอัตราเงินเฟ้อ) ของอินโดนีเซียต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค เนื่องจากจะกระตุ้นให้เงินไหลออกนอกประเทศ และยังทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุลมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ หากในปี 2020 รัฐบาลมีการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มขึ้นตามที่เราคาดนั้น สิ่งที่จะตามมาคือการนำเข้าสินค้าทุนจะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น และกดดันการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอีกทาง จึงมีแนวโน้มที่ BI จะปรับอัตราดอกเบี้ยลงเพียง 25bps ในปี 2020 และเราคาดว่า BI จะยังไม่ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง ถ้าตัวเลขขาดดุลบัญชีเดินสะพัดรายไตรมาสขาดดุลเกิน 3.0%

ด้านนโยบายภาครัฐ รัฐบาลวางเป้าหมายขาดดุลงบประมาณทางการคลัง (เมื่อเทียบกับ GDP) ในปี 2020 ไว้ที่ขาดดุล -1.8% ลดลงจากปีนี้ที่คาดว่าจะขาดดุล -2.0 ถึง -2.2% (เพิ่มขึ้นจากเป้าหมายขาดดุลของรัฐบาลที่ -1.9% จากการเก็บรายได้รัฐที่ต่ำกว่าเป้าหมาย) อย่างไรก็ตาม เรามองว่า มีแนวโน้มสูงที่ในปี 2020 รัฐบาลอาจมีการใช้จ่ายมากขึ้น หรือการเก็บรายได้ได้น้อยกว่าเป้าหมาย และทำให้การขาดดุลสูงกว่า -1.8% โดยในแผนงบประมาณในปี 2020 นี้ รัฐบาลให้ความสำคัญกับการศึกษา การสาธารณสุข และการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่รายจ่ายเพื่อการอุดหนุนลดลง แสดงให้เห็นว่ารัฐบาลมีแผนจะลดการอุดหนุนราคาเชื้อเพลิง และค่าไฟฟ้าในปี 2020 ลง

■ ความเสี่ยง

การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะเศรษฐกิจจีน และความตึงเครียดด้านการค้ายังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญของเศรษฐกิจอินโดนีเซีย เนื่องจากจีนเป็นตลาดส่งออกอันดับหนึ่งของอินโดนีเซีย หรือคิดเป็นประมาณ 14.0% ของการส่งออก ขณะที่ ความเสี่ยงเชิงลบจากปัจจัยภายในประเทศ ได้แก่ 1) การยกเลิกการอุดหนุนราคาเชื้อเพลิงและค่าไฟฟ้าของรัฐบาล ซึ่งจะกระทบต่อการใช้จ่ายในประเทศ, 2) การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานอาจไม่ได้ขยายตัวมากเท่าที่คาด เนื่องจากนโยบายของรัฐบาล Jokowi ในสมัยที่ 2 นี้ให้ความสำคัญกับการลงทุนในทรัพยากรมนุษย์ และการศึกษาเป็นหลัก ต่างจากในสมัยแรกที่ชูนโยบายเร่งก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานทั่วประเทศ, และ 3) การปฏิรูปของ Jokowi เพื่อดึงดูดการลงทุนจากต่างชาติอาจเผชิญอุปสรรคหลายด้านทั้งจากฝั่งภาครัฐ และการเมือง ซึ่งจะทำให้ตัวเลขการลงทุนขยายตัวชะลอลง

- BBLAM's View

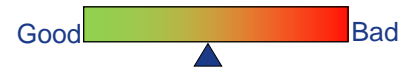
ธนาคารกลางอินโดนีเซียอาจปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อในปี 2020 หากภาพเศรษฐกิจโลกยังชะลอตัว แต่น่าจะเป็นการปรับลงอย่างช้าๆ กว่าในปี 2019

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	5.0	5.1	5.2	5.0	5.1	5.4
CPI (YoY%)	3.5	3.8	3.2	3.2	3.5	3.5
Unemployment (%)	5.6	5.4	5.4	5.3	5.2	5.0
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	-1.8	-1.6	-3.0	-2.8	-2.5	-2.4
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-2.5	-2.5	-2.2	-2.0	-1.8	-2.0
Interest Rates						
Central Bank Rate (%)	4.75	4.25	6.00	5.00	4.75	4.75
3-Month Rate (%)	7.46	5.48	7.70	6.21	6.24	6.31
2-Year Note (%)	7.47	5.54	7.29	6.77	6.69	6.43
10-Year Note (%)	7.97	6.32	8.03	7.07	6.98	7.22
Exchange Rates						
USDIDR	13473	13555.00	14390.00	14275.00	14075.00	14000.00

ที่มา: Bloomberg, IMF, BI, กองทุนบัวหลวง

Malaysia



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

เศรษฐกิจมาเลเซียในไตรมาส 3/2019 เติบโต 4.4% YoY ชะลอลงจากไตรมาสก่อนหน้าที่เติบโตสูงถึง 4.9% YoY จากการลงทุนภาครัฐที่หดตัวถึง -14.1% YoY ซึ่งเป็นการหดตัวเป็นไตรมาสที่ 8 ติดต่อกัน จากการชะลอและลดมูลค่าโครงการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานในประเทศหลายโครงการให้ช่วงก่อนหน้า หลังจากการเลือกตั้งและเปลี่ยนพรรครัฐบาล ประกอบกับการบริโภคในประเทศที่เป็นเครื่องยนต์ขับเคลื่อนเศรษฐกิจหลักตั้งแต่ปี 2018 ขยายตัวลดลงมาอยู่ที่ 7.0% YoY จาก 7.7% ในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2019 ด้านการส่งออกหดตัว -1.4% YoY จากผลของความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ที่ทำให้ภาคการผลิตเติบโตชะลอลงตามไปด้วย ขณะที่ภาคการก่อสร้างเติบโตติดลบทั้งการก่อสร้างที่อยู่อาศัยและมิใช่ที่อยู่อาศัย เช่นเดียวกับภาคเหมืองแร่ที่หดตัว จากปัญหาอุปทานน้ำมันดิบที่ลดลง (Supply Disruption) ชั่วคราว เนื่องจากการปิดท่อส่งน้ำมันเพื่อบำรุงรักษา

■ ทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

กองทุนบัวหลวงมองว่า ในปี 2020 เศรษฐกิจมาเลเซียน่าจะเติบโต 4.4% ใกล้เคียงกับตัวเลขปี 2019 ท่ามกลางผลกระทบจากการค้าโลกที่ความผันผวนมีแนวโน้มดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้การส่งออกชะลอตัว ขณะที่การนำเข้าน่าจะกลับมาขยายตัวหลังจากที่หดตัวไปในปี 2019 โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากการลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนที่เราคาดว่าจะมีแนวโน้มกลับมาขยายตัวในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2020 จากอันนิสงค์ของนโยบายการเงินและนโยบายรัฐบาล รวมไปถึงการเติบโตของการลงทุนจากต่างชาติที่ย้ายฐานการผลิต ผ่านการส่งออกทดแทน (Trade Diversion) และการย้ายฐานการผลิตมายังมาเลเซีย ด้านอัตราเงินเฟ้อ เราคาดว่าจะขยายตัว 2.1% ในปี 2020 เพิ่มขึ้นจากในปี 2019 ที่ 1.0% หลังจากผลของฐานต่ำจากการเปลี่ยนระบบภาษีจาก GST เป็น SST หดลง ประกอบกับตั้งแต่ 1 ม.ค. 2020 เป็นต้นไป รัฐบาลประกาศจะปรับภาษี Digital Service ขึ้นเป็น 6.0% และจะลดการอุดหนุนราคาน้ำมันลง ซึ่งส่งผลให้ราคาน้ำมันขายปลีกมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น

■ แนวทางด้านนโยบาย

ในช่วงครึ่งหลังของปี 2019 ธนาคารกลางมาเลเซีย (BNM) ได้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 3.0% หลังจากปรับลดไป 25bps ในเดือนพ.ค. ที่ผ่านมา ปรับลดอัตราเงินสำรองตามกฎหมาย (Statutory Reserve Requirement : SRR) ของธนาคารพาณิชย์ลง 50bps เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในระบบโดยมีผลบังคับใช้วันที่ 16 พ.ย. สำหรับในปี 2020 เราคาดว่า BNM จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 1 ครั้ง จาก 3.0% เป็น 2.75% โดย Statement ล่าสุดของ BNM ได้ระบุว่าความเสี่ยงทั้งจากปัจจัยภายนอก และภายในประเทศมีมากขึ้น อาทิ ปัญหาความขัดแย้งระหว่าง

ประเทศ และความไม่แน่นอนของนโยบาย เป็นต้น ซึ่งสะท้อนท่าทีของ BNM ที่จะดำเนินนโยบายการเงินเชิงผ่อนคลายเพิ่มเติม

ด้านนโยบายภาครัฐ แม้ว่ารัฐบาลชุดปัจจุบันจะมีแนวโน้มลดการใช้จ่ายภาครัฐ เพื่อลดภาระหนี้ลง แต่เราคาดว่านโยบายการคลังจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยประคับประคองเศรษฐกิจในปี 2020 เห็นได้จากงบประมาณประจำปี 2020 ที่ขยายตัวมากกว่าที่รัฐบาลตั้งไว้ในตอนแรกจากขาดดุล -3.0% ของ GDP เป็น -3.2% โดยโครงการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานหลายโครงการที่โดนระงับ หรือชะลอการก่อสร้างออกไปในปี 2019 มีแนวโน้มเริ่มกลับมาดำเนินการก่อสร้างอีกครั้งในปี 2020 ซึ่งเรามองว่าจะช่วยกระตุ้นภาคการก่อสร้าง และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม นอกจากนี้แล้ว รัฐบาลมาเลเซียยังได้ออกมาตรการเพื่อส่งเสริมการลงทุนภาคเอกชน โดยมุ่งเน้นไปที่บางอุตสาหกรรมที่รัฐบาลให้ความสำคัญ เช่น การท่องเที่ยว อิเล็กทรอนิกส์ อุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีระดับสูง และพลังงานทดแทน เป็นต้น

■ ความเสี่ยง

ความผันผวนของทิศทางนโยบายการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ ที่ส่งผลกระทบต่อการค้าโลก ยังเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญของมาเลเซียจากการเป็นประเทศที่พึ่งพาการส่งออกสูง ด้านปัจจัยภายในประเทศ แม้ว่าแนวโน้มการลงทุนในปี 2020 น่าจะดีขึ้นกว่าในปี 2019 แต่ยังมีความเสี่ยงหากการส่งออกหดตัวมากกว่าที่คาด จนส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ และการจ้างงานในประเทศ ส่วนประเด็นการเมือง ความเสี่ยงหลักคือการเปลี่ยนผ่านอำนาจจากดร. มหาเธร์ไปยังนายกรัฐมนตรีคนใหม่ อันวาร์ อิบราฮิม หัวหน้าพรรค PKR ซึ่งดร. มหาเธร์ได้กล่าวไว้ก่อนการเลือกตั้งว่าจะดำรงตำแหน่งเป็นเวลาทั้งสิ้น 2 ปีก่อนโอนให้อันวาร์มารับหน้าที่ต่อ ซึ่งหมายความว่าจำเป็นต้องมีการเปลี่ยนผ่านนายกรัฐมนตรีของมาเลเซียในเดือนพ.ค. ที่จะถึงนี้ อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีความแน่ชัดว่าดร. มหาเธร์จะอยู่ในตำแหน่งนานกว่าที่กำหนดไว้หรือไม่ หลังจากดร. มหาเธร์ออกมากล่าวว่าอาจอยู่ในตำแหน่งนานถึง 3 ปี ซึ่งความไม่แน่นอนนี้จะสร้างความผันผวนให้ตลาด และอาจทำให้ภาคธุรกิจเข้าสู่ภาวะ Wait and See ได้ รวมไปถึงความเสี่ยงจากประเด็นความนิยมของพรรครัฐบาลที่กำลังลดน้อยถอยลง เนื่องจากมีหลายนโยบายที่ไม่สามารถดำเนินการได้ตามที่หาเสียงไว้ก่อนการเลือกตั้ง

■ BBLAM's View

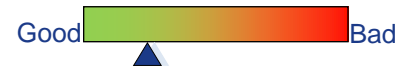
วัฏจักรการลงทุนในประเทศมีแนวโน้มกลับมาเติบโตในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2020 โดยนโยบายการคลังจะเป็นปัจจัยสำคัญในการประคับประคองเศรษฐกิจ

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	4.5	5.7	4.7	4.5	4.4	4.5
CPI (YoY%)	2.1	3.9	1.0	1.0	2.1	2.2
Unemployment (%)	3.4	3.4	3.3	3.4	3.5	3.3
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	2.0	3.0	2.3	2.5	2.5	2.5
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-3.1	-2.9	-3.7	-3.4	-3.2	-3.0
Interest Rates						
Central Bank Rate (%)	3.00	3.00	3.25	3.00	2.75	3.00
3-Month Rate (%)	3.41	3.44	3.69	3.33	3.17	3.45
2-Year Note (%)	3.42	3.14	3.53			
10-Year Note (%)	4.23	3.91	4.08	3.45	3.50	
Exchange Rates						
USDMYR	4.49	4.05	4.13	4.21	4.10	4.05

ที่มา: Bloomberg, IMF, BNM, กองทุนบัวหลวง

The Philippines



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

เศรษฐกิจฟิลิปปินส์ในปี 2019 ถูกกระทบจากการลงทุน/เบิกจ่ายภาครัฐเป็นหลัก เนื่องด้วยการพิจารณางบประมาณคลังมีความล่าช้าประกอบกับมีการเลือกตั้งกลางเทอมในช่วงเดือนพ.ค. เป็นผลให้รัฐบาลฟิลิปปินส์ไม่สามารถเปิดโครงการก่อสร้างใหม่ได้ เป็นผลให้การลงทุนหดตัวลงในไตรมาส 2-3 ของปี และน่าจะมีส่วนให้ GDP ปี 2019 ของฟิลิปปินส์จะขยับลงมาอยู่ที่ 5.8% ในปี 2019 (จากปี 2018 ที่ 6.2%)

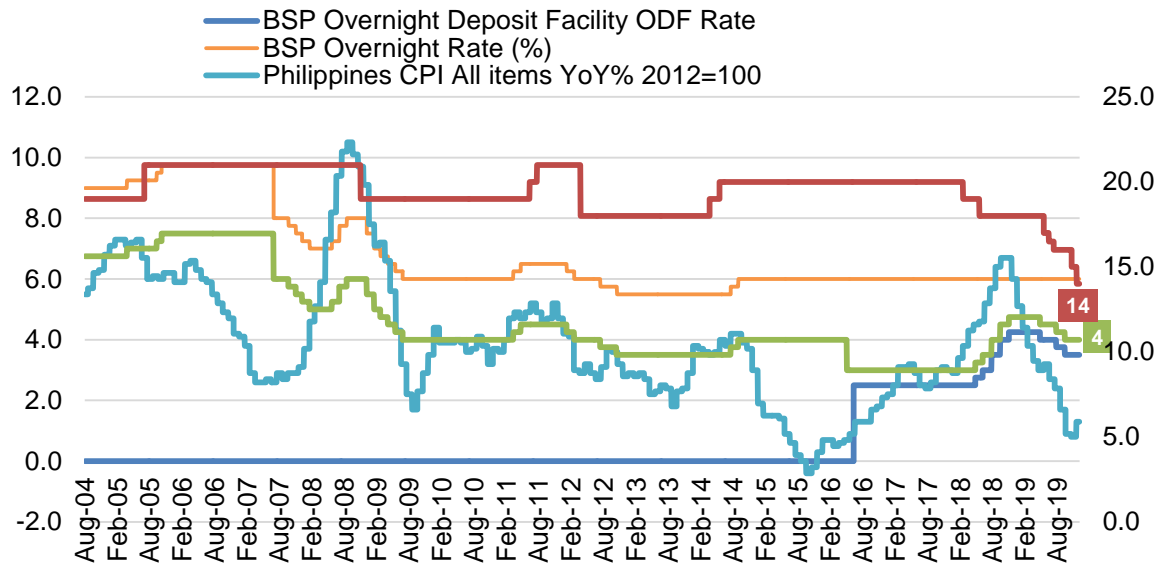
ด้านอัตราเงินเฟ้อฟิลิปปินส์ได้ชะลอลงตั้งแต่ต้นปี (อัตราเงินเฟ้อเดือนม.ค.อยู่ที่ 4.4% YoY ก่อนที่ปรับตัวลงมาที่ 1.3% YoY ในเดือนพ.ย.) เป็นผลจากราคาอาหารและพลังงานได้ปรับลดลง ด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานขยับลงมาต่ำกว่า 3.0% YoY เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อของฟิลิปปินส์น่าจะยืนอยู่ที่ 2.4% ทั้งปี 2019 นี้ก่อนที่จะขยับขึ้นเล็กน้อยที่ 2.9% ในปี 2020

สำหรับ GDP ในปี 2020 เรามองว่าเศรษฐกิจฟิลิปปินส์จะขยายตัวกลับมาที่ 6.0% หนุนโดยการบริโภคและการใช้จ่ายภาครัฐ(ที่ไม่ใช่การลงทุน) ยังสามารถขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง ขณะที่นโยบายเศรษฐกิจมหภาคที่อยู่ในทิศทางที่ผ่อนคลายทั้งฝั่ง 1) นโยบายการเงินที่ดอกเบี้ยนโยบายและ RRR ได้ปรับลดต่อเนื่อง ,และ 2) นโยบายการคลังได้เริ่ม Turn Around ตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2019

■ แนวทางด้านนโยบาย

นโยบายทางการเงิน ธนาคารกลางฟิลิปปินส์ (BSP) ได้ปรับลดดอกเบี้ยนโยบายและอัตราส่วนสินทรัพย์สภาพคล่อง (Required Reserve Ratio: RRR) ตั้งแต่เดือนพ.ค. (BSP ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปทั้งสิ้น 75 bps สู่ 4.0% ขณะที่ได้ปรับลด RRR ทั้งสิ้น 400 bps สู่ 14.0%) ซึ่งเมื่อพิจารณาจากถ้อยแถลงของผู้ว่าการธนาคารกลางเราคิดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายน่าจะยืนที่ 4.0%ในปี 2019 สำหรับทิศทางดอกเบี้ยในปี 2020 นั้นเราคิดว่า BSP ยังมีกรอบ (Policy Space) ที่สามารถปรับลดดอกเบี้ยลงได้อีก โดยเรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่ดอกเบี้ยนโยบายจะแตะ 3.75% และสำหรับ RRR นั้น (หากเทียบกับประเทศอื่นๆในอาเซียน อาทิ ประเทศไทยมีสัดส่วน RRR ที่ 1.0% ขณะที่มาเลเซียอยู่ที่ 3.0%) ฟิลิปปินส์มีกรอบเหลืออีกมากที่จะปรับลด RRR ลงอีก เรามองว่าในปี 2020 BSP จะลด RRR ลงราว 200-300 bps เป็นผลให้ RRR อาจขยับลงมาอยู่ในกรอบ 11.0-12.0%

อัตราดอกเบี้ยของฟิลิปปินส์



ที่มา: Bloomberg

นโยบายการคลัง การพิจารณางบประมาณคลังในปี 2019 (ปีงบประมาณเริ่มตรงกับปีปฏิทิน) มีความล่าช้าและไม่สามารถผ่านงบประมาณได้ภายในเดือนม.ค. 2019 เป็นผลให้รัฐบาลต้องใช้งบตามแผนในปีงบประมาณ 2019 ไปก่อน ซึ่งกว่าสภาจะเห็นชอบในร่างงบประมาณคลังประจำปีงบประมาณ 2019 เวลาที่ล่วงเลยมาถึงเดือนพ.ค. ดังนั้นทางการจึงต้องเร่งเบิกจ่ายงบประมาณในช่วงครึ่งหลังของปี โดยการเบิกจ่ายด้านการคลังได้เร่งตัวขึ้นมากในเดือน ก.ย. ที่ 39.0% YoY เป็นเม็ดเงินเบิกจ่ายทั้งสิ้น 415 แสนล้านเปโซ ก้าวกระโดดจากเดือนก.ย.ปีก่อนที่เบิกจ่ายที่ 298.6 แสนล้านเปโซ หรือได้เบิกจ่ายไปแล้วราว 92.0% ของงบประมาณปี 2019 เป็นการส่งสัญญาณการ Turn around ของเม็ดเงินใช้จ่ายจากรัฐบาล

ส่วนงบประมาณปี 2020 ทางการได้เร่งดำเนินการพิจารณาให้เสร็จสิ้นก่อนสิ้นปี 2019 เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความล่าช้าดังที่เคยได้เกิดขึ้นในปีก่อนนี้ โดยวุฒิสภาได้ผ่านงบประมาณไปแล้วเมื่อวันที่ 10 ธ.ค. ที่ผ่านมานี้ งบประมาณประจำปี 2020 นั้นได้ตั้งบรายจ่ายทั้งสิ้น 4.1 ล้านล้านเปโซ (จากปี 2019 ที่ 3.8 ล้านล้านเปโซ) เป็นการขาดดุลทางการคลัง -6.8 แสนล้านเปโซ (จากปี 2019 ที่ขาดดุล -6.2 แสนล้านเปโซ) หรือราว -3.2% ของ GDP (ไม่แตกต่างจากปีก่อน) ทั้งนี้ทางการได้จัดสรรงบประมาณเป็นเม็ดเงินราว 1.1 ล้านล้านเปโซหรือราว 5.3% ของ GDP (เมื่อเทียบกับปี 2019 ที่ 1 ล้านล้านเปโซ หรือราว 5.2% ของ GDP)

นอกจากนี้สภากลางได้ลงมติร่วมกันที่จะให้เพิ่มกรอบระยะเวลาการเบิกจ่าย งบบางส่วนของปี FY2019 (ประกอบไปด้วย งบ OPEX และงบลงทุน) ไปถึงเดือนธ.ค. 2020 ซึ่งภายหลังก็ได้รับการอนุมัติจากวุฒิสภาในวันที่ 20 พ.ย. 2019 นั้นหมายความว่าในปี FY2020 ฟิลิปปินส์จะสามารถใช้งบประมาณได้ทั้งจากงบจากปี FY2019 (ที่เบิกจ่ายไม่ทัน) และงบที่ได้รับการจัดสรรของปี FY2020 เองด้วย

สำหรับมาตรการทางภาษี รัฐบาลกำลังอยู่ในระหว่างการนำเสนอมาตรการปฏิรูปภาษีทั้งสิ้น 3 ฉบับให้รัฐสภาพิจารณาอนุมัติ⁶ โดยมาตรการภาษีทั้ง 3 ฉบับนี้ประกอบไปด้วย

มาตรการภาษีของฟิลิปปินส์

มาตรการภาษี	รายละเอียด
Package 2-the Corporate Income Tax and Incentives Rationalization Act (CITIRA)	ปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจาก 30.0% สู่ 20.0% ภายใน 10 ปีเริ่มปรับลดตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นไป พร้อมทั้งปรับการลดหย่อน/กระตุ้นทางการคลัง
Package 2+ Excise taxes	ปรับเพิ่มภาษีสรรพสามิตบุหรี่และเครื่องดื่มประเภทแอลกอฮอล์ เพื่อนำรายได้เข้าโครงการสุขภาพดีถ้วนหน้าของฟิลิปปินส์ (The Philippines Universal Health Care Program)
Package 4 the Passive Income and Financial Intermediary Act (PIFITA)	ปรับโครงสร้าง/ลดความซับซ้อน ของภาษีดอกเบี้ยจากการลงทุนเชิงรับ (Passive Interest Income) ลดค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการ เช่นจะปรับลดภาษีหัก ณ ที่จ่ายสำหรับรายได้จากการถือพันธบัตรลงสู่ 15.0% จากเดิมที่ 20.0%

ที่มา: ING

ทั้งนี้มาตรการดังกล่าวไปแล้วข้างต้นน่าจะพิจารณาเสร็จสิ้นพร้อมบังคับใช้ภายในเดือนมิ.ย. 2020

รัฐบาลปรับปรุงโครงการ “Build Build Build” ให้สามารถดำเนินการได้เร็ว และมีความเป็นไปได้ที่จะนำโครงการเข้า PPP มากขึ้น

รัฐบาลฟิลิปปินส์ได้ออกโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการลงทุนในเมกะโปรเจกต์ภายใต้ชื่อว่า “ Build Build Build” เมื่อปี 2017 โดย Build Build Build นี้เป็น Master Plan ของรัฐบาลฟิลิปปินส์ที่มีเป้าประสงค์หลักเพื่อกระตุ้นการก่อสร้างและเป็นการ Jump start ให้กับธุรกิจในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ด้วย ซึ่งแม้ว่าในแง่ของแนวคิดของโครงการถือเป็นโครงการที่ดี แต่ในแง่ของผลลัพธ์ในเชิงปฏิบัติกลับปรากฏว่า (ข้อมูล ณ เดือนต.ค. 2019) จากโครงการทั้งหมด 75 โครงการก่อสร้างภายใต้ Build Build Build มีเพียง 2 โครงการที่สามารถดำเนินงานได้เสร็จสิ้น ประกอบไปด้วย 1) โครงการพัฒนาบริเวณแม่น้ำ Delpan ไปถึงร่องน้ำ Napindan ,และ 2) โครงการขุดลอกแม่น้ำ Pulangi สะท้อนให้เห็นถึงความล่าช้าของ Build Build Build

รัฐบาลได้เล็งเห็นถึงปัญหาดังกล่าว และได้นำ Build Build Build เข้ามาพิจารณาใหม่ โดยได้เพิ่มจำนวนโครงการจากเดิม 75 โครงการเป็น 100 โครงการ และได้ผลักดันให้เป็น PPP มากขึ้น (จากเดิมเป็น PPP 9 โครงการ จะเพิ่มขึ้นเป็น 26 โครงการ) และใน 100 โครงการก่อสร้างแบ่งเป็น 5 กลุ่มและได้รับการจัดสรรงบประมาณดังนี้

⁶ ทั้งนี้มาตรการปฏิรูปภาษีฉบับแรก (Tax Reform for Acceleration and Inclusion, or TRAIN) ได้อนุมัติและบังคับใช้ไปเมื่อปี 2019

โครงการ Build Build Build ของฟิลิปปินส์

โครงการ Build Build Build ของฟิลิปปินส์	จำนวนโครงการ	มูลค่าโครงการ (ล้านเปโซ)
1. ขนส่ง	71	3,900,000
2. บริหารจัดการน้ำ	11	167,400
3. การพัฒนาเมือง	9	133,400
4. ICT	7	71,000
5. การผลิตไฟฟ้า	2	20,000
รวมการลงทุนภายใต้โครงการ Build Build Build ที่จะเกิดขึ้นในปี 2020	100	4,291,000

ที่มา: MKET

■ ความเสี่ยง

การพิจารณาเบิกจ่ายงบประมาณคลังเคยเป็นความเสี่ยงหลักต่อเศรษฐกิจฟิลิปปินส์ในช่วงครึ่งแรกของปี FY2019 อย่างไรก็ตามภายหลังจากที่งบประมาณได้ผ่านสภาและมีผลบังคับใช้ในช่วงไตรมาส 2 อีกทั้งยังได้มีการออกกฎหมายเพื่อยืดระยะเวลาการเบิกจ่ายงบประมาณปี FY2019 ได้ถึงเดือนธ.ค. 2020 ขณะที่รัฐบาลได้ปลดล็อกการผ่านร่างงบประมาณสำหรับปี FY2020 ไปแล้วทำให้ประเด็นเรื่องของการเบิกจ่ายงบประมาณไม่น่าจะเป็นความเสี่ยงขาดต่อเศรษฐกิจฟิลิปปินส์อีกต่อไป

นอกจากนี้ ฟิลิปปินส์เป็นหนึ่งในไม่กี่ประเทศที่ได้รับผลกระทบสงครามทางการค้าที่จำกัด ทั้งนี้เนื่องจากสินค้าส่งออกหลักของฟิลิปปินส์ในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งฟิลิปปินส์ได้รับขอเดอริที่เพิ่มขึ้นทั้งจากสหรัฐฯและจีน ส่งผลให้มูลค่าการส่งออก 10 เดือนแรกของฟิลิปปินส์ในปี 2019 อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า ในขณะที่การส่งออกของประเทศอื่นในอาเซียน อาทิ ประเทศไทย และมาเลเซีย หดตัว -2.0% YTD YoY และ -1.1%YTD YoY ตามลำดับ

ด้านยอดเงินโอนกลับของแรงงานฟิลิปปินส์จากต่างประเทศ (Overseas Filipino Worker: OFW) ในภาพรวมค่อนข้างมีเสถียรภาพและน่าจะสามารถขยายตัวได้ในกรอบ 3.3-3.5% ในปี 2019-20 ผนวกกับเม็ดเงินลงทุนที่เป็นบวกสุทธิ ก็เป็นส่วนช่วยหนุนให้เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของฟิลิปปินส์เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (ข้อมูลล่าสุดเดือนพ.ย. อยู่ที่ 8.63 หมื่นล้านดอลลาร์ฯแตะระดับสูงสุด All-time High) ทำให้โดยภาพรวมแล้วเราประเมินความเสี่ยงขาดของฟิลิปปินส์อยู่ในกรอบที่จำกัด

■ BBLAM's View

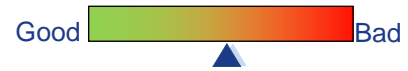
จากการประเมินประเทศในกลุ่มอาเซียนทั้งหมด เรามองว่าปัจจัยด้านเศรษฐกิจของฟิลิปปินส์ดูดีขึ้นในปี 2020

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	6.9	6.7	6.2	5.8	6.0	6.4
CPI (YoY%)	1.3	2.9	5.2	2.4	2.9	3.1
Unemployment (%)	5.5	5.7	5.3	5.2	5.1	4.8
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	0.2	-0.8	-2.4	-2.0	-2.3	-1.0
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-2.4	-2.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.1
Interest Rates						
Central Bank Rate (%)	3.00	3.00	4.75	4.0	3.75	3.10
3-Month Rate (%)	3.41	3.44	3.69			
2-Year Note (%)						
10-Year Note (%)				4.77	4.92	3.77
Exchange Rates						
USDPHP	49.6	49.85	52.56	52.25	51.50	52.75

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง

Singapore



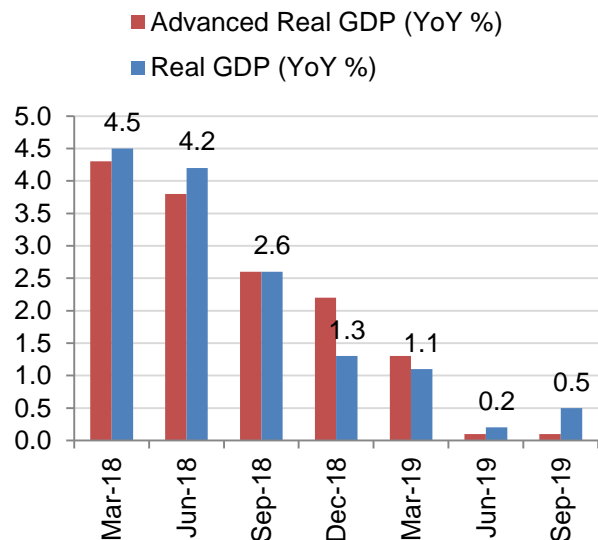
ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2020

สิงคโปร์เป็นประเทศที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าค่อนข้างหนักเมื่อเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค GDP ไตรมาสทั้งสามไตรมาสที่ผ่านมาลดลงต่ำกว่าในช่วงปี 2017-2018 โดยในรายองค์ประกอบพบว่า แรงจูงใจหลักมาจากการผลิตภาคอุตสาหกรรม โดยเฉพาะในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ เช่น เซมิคอนดักเตอร์ และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ในการผลิตกลุ่ม Precision Engineering โดยสินค้ากลุ่มนี้เป็นกลุ่มที่อยู่ใน Tariff List ที่สหรัฐฯปรับขึ้นภาษีนำเข้ากับจีน (เป็นกลุ่ม 2 แสนล้านดอลลาร์ที่ปรับภาษีขึ้นเป็น 10.0% เมื่อเดือนก.ย. 2018) และเนื่องด้วยสิงคโปร์มีส่วนแบ่งการตลาดในสินค้ากลุ่มนี้คิดเป็น 11.0% ของมูลค่าการตลาดทั่วโลก จึงทำให้สิงคโปร์ได้รับแรงกระแทกค่อนข้างแรง ทั้งจากกำลังการผลิตที่ลดลง ยอดคำสั่งซื้อต่างประเทศที่หดตัวต่อเนื่อง ทำให้เศรษฐกิจสิงคโปร์แทบจะไม่ขยายตัวเลยในปี 2019

GDP Growth

	3Q1	4Q1	1Q19	2Q1	3Q1	2018	2019	2020
%YoY Change								
Total	2.6	1.3	1.1	0.2	0.5	3.1	0.9	1.6
Goods Producing	2.5	3.5	0.1	-2.4	-0.9	5.0		
Manufacturing	3.5	4.6	-0.4	-3.3	-1.7	7.0		
Construction	-2.6	-1.2	2.7	2.8	2.9	-3.7		
Services Industries	2.8	1.5	1.2	1.2	0.9	2.9		
Wholesale & Retail Trade	2.4	-0.8	-2.5	-3.5	-3.3	1.7		
Transportation & Storage	1.6	0.5	1.0	2.4	0.0	1.3		
Accomm & Food Services	3.4	3.5	2.2	1.2	2.0	2.8		
Info & Communications	5.1	5.0	5.0	4.1	3.4	5.4		
Finance & Insurance	3.9	3.7	3.2	5.1	4.3	5.8		
Business Services	3.0	2.6	1.5	0.8	0.9	2.8		
Other Services Industries	1.8	0.3	2.6	2.7	2.8	1.6		
Annualised QoQ Growth % (SA)								
Total	0.8	-0.8	3.6	-2.7	2.1	3.1	0.9	1.6
Goods Producing	1.0	-3.0	-3.1	-4.0	6.4	5.0		
Manufacturing	1.1	-3.4	-6.5	-4.2	7.6	7.0		
Construction	0.2	5.3	13.2	-5.5	-0.1	-3.7		
Services Industries	1.7	0.4	4.2	-1.4	0.4	2.9		
Wholesale & Retail Trade	-2.7	-5.0	3.2	-9.2	-1.7	1.7		
Transportation & Storage	4.5	0.4	-1.3	6.5	-5.8	1.3		
Accomm & Food Services	2.9	3.9	-4.6	2.7	6.2	2.8		
Info & Communications	6.5	7.2	2.0	1.3	3.0	5.4		
Finance & Insurance	2.9	5.5	4.7	7.5	-0.5	5.8		
Business Services	2.7	1.8	0.3	-1.6	3.2	2.8		
Other Services Industries	2.7	-0.5	15.3	-5.5	3.4	1.6		

ที่มา: MKET และ Bloomberg



หากภาคการผลิตยังคงอ่อนแออย่างต่อเนื่อง ก็อาจจะมีความเป็นไปได้ที่จะเห็นเศรษฐกิจสิงคโปร์เข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเชิงเทคนิค (Technical Recession⁷) ในช่วงท้ายปี 2019 และต้นปี 2020 อย่างไรก็ตาม เรายังไม่เชื่อว่า GDP ทั้งปี 2020 จะหดตัวเนื่องด้วย 1) เราเห็นว่าธุรกิจในประเทศเช่น ธุรกิจการก่อสร้างและการก่อสร้างเริ่มมีสัญญาณ Bottom Out ,ขณะที่ 2) เหตุการณ์ความไม่สงบที่ยืดเยื้อในฮ่องกงเป็นอีกปัจจัยที่ทำให้ธุรกิจ

⁷ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเชิงเทคนิค คือภาวะที่เศรษฐกิจหดตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า (QoQ%) ติดลบสองไตรมาสต่อเนื่อง

บางส่วนเลือกมาใช้บริการที่สิงคโปร์ เช่นกลุ่มธุรกิจบริการทางการเงิน สำหรับเศรษฐกิจในปี 2019-2020 นั้นเรามองว่าสิงคโปร์จะขยายตัวที่ 0.6% และ 1.0% ตามลำดับเป็นทิศทางที่ชะลอลงจากปี 2018 ที่ 3.2%

อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2019 ขยายตัวต่ำกว่า 1.0% มาโดยตลอด หลักๆมาจากราคาน้ำมันและพลังงานที่ปรับตัวลง เช่นเดียวกับค่าไฟฟ้าที่ถูกลงเนื่องจากทางการสิงคโปร์ได้อนุญาตให้ครัวเรือนสามารถเลือกผู้ให้บริการไฟฟ้าได้เองผ่านโครงการ Open Electricity Market Scheme (OEM) ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ที่ไม่รวมผลจากราคาอาหาร พลังงาน และค่าไฟฟ้า ก็ขยับลงมาต่ำกว่า 1.0% เช่นเดียวกัน เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อในสิงคโปร์ในปี 2020 น่าจะทรงตัวต่อไป

■ แนวทางด้านนโยบาย

นโยบายการเงิน เนื่องด้วยเศรษฐกิจของสิงคโปร์ได้รับผลกระทบค่อนข้างมากจากสงครามการค้า เป็นผลให้ธนาคารกลางสิงคโปร์ (MAS) ได้ปรับลดความชันของค่าเงินสิงคโปร์หรือ SGDNEER ลงสู่ 0.5% ในระหว่างการประชุมเมื่อเดือนต.ค. 2019 มองไปข้างหน้าเราคาดว่าเศรษฐกิจของสิงคโปร์ยังน่าจะเปราะบางอยู่ และอาจเป็นเหตุให้ MAS จะต้องปรับลดความชันของค่าเงินอีกครั้งในปี 2020 โดยเราคาดว่าความชันของ SGDNEER จะอยู่ที่ 0% เท่ากับในช่วงก่อนปี 2018

นโยบายการคลัง สำหรับแนวทางด้านนโยบายทางการคลังนั้น เราคาดว่ารัฐบาลสิงคโปร์จะอัดฉีดเม็ดเงินการคลังครั้งใหญ่ในงบประมาณ FY2020 และจะเป็นการใช้งบประมาณครั้งสุดท้ายก่อนที่จะมีการประกาศเลือกตั้ง⁸ ณ ข้อมูลล่าสุด รัฐบาลสิงคโปร์ได้ดำเนินนโยบายการคลังแบบเกินดุลในช่วงปีงบประมาณ FY2017-18 ก่อนที่จะมาตั้งบขาดดุลที่ -0.7% ของ GDP ในปี FY 2019 ปัจจุบันรัฐบาลสิงคโปร์มีเม็ดเงินเหลือสะสมจากการที่ตั้งบเกินดุล ทั้งสิ้น 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สิงคโปร์ ซึ่งเป็นเม็ดเงินที่สิงคโปร์สามารถนำออกมาเพื่อการใช้จ่ายได้ และเมื่อผนวกจากการคาดการณ์ว่ารัฐบาลสิงคโปร์จะตั้งบคลังในปีงบประมาณ FY 2020 ให้ขาดดุล -1.3% ของ GDP ทำให้เราคาดการณ์ว่าเม็ดเงินใช้จ่ายจาก 1) เงินออมของรัฐบาล ,และ 2) จากงบประมาณคลังแบบขาดดุลในปี FY2020 จะส่งผลให้ เม็ดเงินอัดฉีดทางการคลังน่าจะอยู่ที่ราว 1.5-2.0% ของ GDP โดยที่เม็ดเงินอัดฉีดทางการคลังนี้น่าจะอยู่ในรูปของโครงการกระตุ้นการบริโภคในประเทศ

กระนั้นก็ตาม รัฐบาลมีแผนที่จะปรับขึ้นภาษี GST (จาก 7.0% เป็น 9.0%) โดยที่ยังไม่ได้ระบุรอบเวลาที่แน่ชัดแต่น่าจะอยู่ในช่วงปี 2021-25 ซึ่งหากมองย้อนไปเมื่อปี 2007 ที่รัฐบาลได้ปรับภาษี GST ขึ้นจาก 5.0% เป็น 7.0% นั้น รัฐบาลได้ออกมาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพให้กับประชาชนเป็นระยะเวลา 5ปีเป็นวงเงิน 4 พันล้านดอลลาร์สิงคโปร์ ดังนั้นในรอบของการปรับขึ้นภาษีครั้งนี้ รัฐบาลสิงคโปร์ก็น่าจะต้องออกมาตรการบรรเทาผลกระทบเช่นเดียวกัน

⁸ หมายเหตุ: การเลือกตั้งทั่วไปของสิงคโปร์ได้กำหนดไว้ในวันที่ 15 เม.ย. 2021 แต่นักลงทุนส่วนใหญ่เชื่อว่าการเลือกตั้งจะถูกเลื่อนเร็วขึ้นเป็นปี 2020

- ความเสี่ยง

หากเปรียบเทียบระหว่างประเทศในกลุ่ม ASEAN-5 ด้วยกัน สิงคโปร์เป็นประเทศที่อ่อนไหวต่อความขัดแย้งด้านการค้ามากที่สุด (สะท้อนจากยอดการส่งออกของสิงคโปร์ที่หดตัวต่อเนื่อง -4.8% YTD YoY จากที่ขยายตัว 7.9% ในปี 2018) ทั้งนี้จากข้อมูลวันที่ 16 ธ.ค. สำนักงานคณะผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ได้ประกาศรายละเอียดข้อตกลงการค้าหรือที่เรียกว่า Phase-one Deal เบื้องต้นระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ทำให้ตลาดคลายความกังวลต่อประเด็นดังกล่าวทำให้ความเสี่ยงเชิงลบ (Downside Risks) ณ ขณะนี้ไม่มากเท่าในช่วงที่ผ่านมา

ขณะเดียวกันสิงคโปร์อาจจะมี Upside Risks จากการที่รัฐบาลสิงคโปร์เตรียมที่จะออกใบอนุญาต (License) 5G ทั้งสิ้น 4 ใบอนุญาตน่าจะมีส่วนช่วยหนุนการลงทุนและธุรกิจที่เกี่ยวข้องในปี 2020 นี้

- BBLAM's View

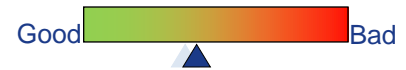
MAS จะปรับลดความชันของ SGDNEER ในการประชุมเดือนเม.ย. ส่วนรัฐบาลสิงคโปร์มีกรอบนโยบายทางการคลังที่มากพอที่จะใช้กระตุ้นเศรษฐกิจ

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	3	3.7	3.2	0.6	1.0	2.1
CPI (YoY%)	-0.5	0.6	0.4	0.7	1.0	1.1
Unemployment (%)	2.1	2.2	2.1	2.2	2.2	2.0
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	18.5	16.4	17.9	17.2	16.6	15.7
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-1.2	0.3	0.4	-0.7	-1.3	-1.7
Interest Rates						
3-Month Rate (%)	0.97	1.5	1.89	1.74	1.66	1.45
2-Year Note (%)	1.28	1.64	1.87	1.68	1.61	1.52
10-Year Note (%)	2.46	2	2.03	1.72	1.58	1.63
Exchange Rates						
USDSGD	1.45	1.34	1.36	1.40	1.38	1.36

ที่มา: Bloomberg, IMF, MAS, กองทุนบัวหลวง

Thailand



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาและทิศทางเศรษฐกิจในปี 2020

เศรษฐกิจไทยในปี 2019 เติบโตช้าลงต่อเนื่องจากปี 2018 ซึ่งเมื่อเราประเมินเศรษฐกิจไทยจากด้านอุปสงค์ (Expenditure Approach เป็นการวัดการขยายตัวของเศรษฐกิจผ่านการใช้จ่าย) จะพบว่า การขยายตัวของอุปสงค์ภายในอันได้แก่การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนต่างขยายตัวช้าลง และหนุนเศรษฐกิจในสัดส่วนที่น้อยลง เมื่อเทียบกับหลายไตรมาสที่ผ่านมา ขณะที่ด้านอุปสงค์จากภายนอก ทั้งการส่งออก และการนำเข้าก็กลับมาหดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2015 เป็นผลให้ GDP ล่าสุดสะท้อนโมเมนตัมที่ชะลอลงในทุกองค์ประกอบ ซึ่งก็เป็นไปในทิศทางเดียวกับการประเมินเศรษฐกิจไทยจากด้านการผลิต (Income Approach เป็นการวัดการขยายตัวของเศรษฐกิจผ่านรายได้ของกลุ่มธุรกิจต่างๆ) ก็พบว่าภาคอุตสาหกรรมและภาคการเกษตรของไทยหดตัว (ทั้งคู่คิดเป็น 32% ของ GDP) ขณะที่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เช่น โรงแรมและร้านอาหารขยายตัวได้ไม่เท่ากับในอดีต

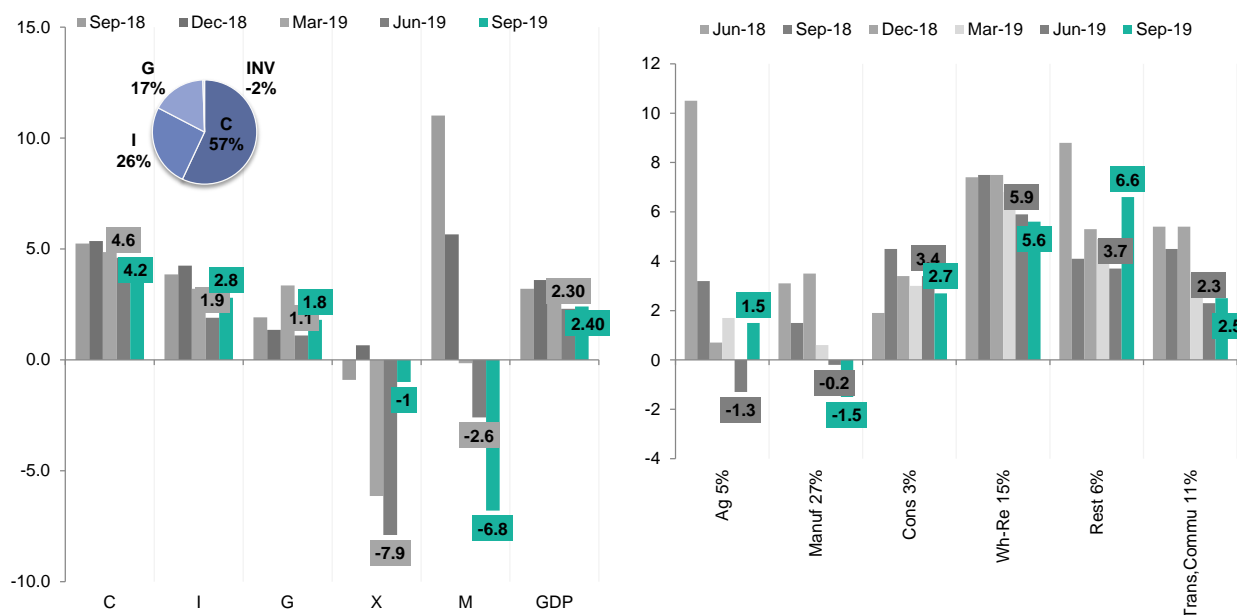
สำหรับตัวเลขล่าสุด GDP ของไทยในไตรมาสที่ 3/2019 ขยายตัว 2.4% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 2.7% YoY แต่เร่งขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้าเล็กน้อยที่ 2.3% YoY

ในรายองค์ประกอบด้านการใช้จ่ายพบว่า การใช้จ่ายภาครัฐและการลงทุนขยายตัวได้ดีกว่าไตรมาสก่อน ขณะที่การส่งออกสุทธิให้ผลบวกกับ GDP แต่เนื่องด้วย GDP ปีก่อนขยายตัวในเกณฑ์สูง (ไตรมาส 3/2018 ขยายตัว 3.2% YoY) เป็นผลให้ GDP ล่าสุดอยู่ในอัตราต่ำกว่า 3.0%

ในรายองค์ประกอบด้านอุตสาหกรรม ภาคเกษตรฟื้นขึ้นได้จากไตรมาสก่อน (1.5% YoY vs prev -1.3% YoY) จากที่ราคาผัก ผลไม้ ข้าว หมู ไก่ขยับดีขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่อง (-1.5% YoY vs -0.2% YoY) จากผลกระทบเรื่อง Trade Tension สำหรับภาคธุรกิจในกลุ่มบริการที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวขยายตัวได้ดี เช่น กลุ่มร้านอาหารที่โต 6.6% YoY จากไตรมาสก่อนที่ 3.7% YoY

มองไปข้างหน้าเราคาดว่าเศรษฐกิจไทยยังเผชิญความท้าทายรอบด้านทั้งจาก 1) ภัยธรรมชาติที่คาดเดาได้ยาก (ยกตัวอย่างเช่นเมื่อต้นปี 2019 ประเทศไทยประสบภาวะภัยแล้ง ก่อนที่จะเกิดอุทกภัยในช่วงครึ่งหลังของปี) ส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าและสินค้าเกษตร 2) ความไม่แน่นอนของสถานการณ์ความขัดแย้งด้านการค้าระหว่างประเทศมีผลให้โรงงานอุตสาหกรรมในประเทศต้องปิดตัวลงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย (เช่นเดียวกับการส่งออก) เศรษฐกิจโลกที่เติบโตช้าลงก็มีส่วนกดดันเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า เราจึงได้ปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยลงเป็น 2.5% สำหรับในปี 2019 และ 3.0% ในปี 2020 จากปีก่อนที่ขยายตัว 4.1%

GDP Growth



ที่มา: NESDB, Bloomberg

■ แนวทางด้านนโยบาย

นโยบายการเงินจากภาพเศรษฐกิจไทยที่มีทิศทางชะลอลงดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้นเป็นผลให้คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทยหรือ กนง. ได้ตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ 1.5% ไปเมื่อเดือนส.ค. และ 1.25% ในเดือนต.ค. เข้าสู่อัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำที่สุดตั้งแต่ที่ธปท. ใช้ดอกเบี้ย 1-day RP เป็นดอกเบี้ยนโยบาย เราคิดว่าธปท. น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับนี้ไปถึงปี 2020 และนอกเหนือจากดอกเบี้ยนโยบาย ธปท. ได้อยู่ในระหว่างการพิจารณากรอบเงินเพื่อเป้าหมาย เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อในช่วงปี 2019 ที่ผ่านมา ไม่เป็นไปตามกรอบเป้าหมาย เงินเฟ้อซึ่งกำหนดไว้ที่ 1.0-4.0% ต่อปี ทางธปท. จึงจะได้ออกมาตรการคลั่งเพื่อ ปรับกรอบเงินเพื่อ ปี 2020 ให้สอดคล้องกับความเป็นจริงมากขึ้น โดยได้ปรับให้ช่วงเงินเพื่อเป้าหมายให้แคบลงมาที่ 1.0-3.0% และมุ่งเน้นเป็นการมองเป้าหมายระยะปานกลาง ไม่ใช่เป้าหมายรายปี

นอกจากนี้ ธปท. ได้ออกเกณฑ์การกำกับดูแลเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินอื่นๆด้วย อาทิ;

เกณฑ์กำกับดูแลของ ธปท. ในปี 2019

เกณฑ์กำกับดูแล	สำหรับ
สินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยใหม่ (กำหนดสัดส่วนการวางเงินดาวน์)	ลดแรงจูงใจการเก็งกำไร
ให้ธุรกิจสินเชื่อที่มีรถเป็นประกันมาอยู่ภายใต้การกำกับของรัฐ	สร้างความเป็นธรรม/มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อ
มาตรการเฝ้าระวังเงินทุนไหลเข้าระยะสั้น (ลดยอดคงค้างบัญชีเงินฝากสกุลบาทของต่างชาติ)	ลดแรงกดดันค่าเงินบาท
ผ่อนคลายเกณฑ์เงินทุนไหลออก	

ที่มา: ธปท.

โดยมาตรการข้างต้นนี้เป็นไปเพื่อช่วยดูแลความเปราะบางในระบบการเงิน ซึ่งประเด็นที่ ธปท. มีความกังวลได้แก่ 1) พฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้นในภาวะดอกเบี้ยต่ำ, 2) พฤติกรรมการก่อหนี้, 3) ความสามารถในการชำระหนี้ของภาคครัวเรือนและธุรกิจ SMEs, 4) การขยายสินทรัพย์และความเชื่อมโยงภายในของสหกรณ์ออมทรัพย์, รวมถึง 5) การก่อหนี้ของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ที่อาจนำไปสู่การประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควร (Underpricing of Risks) เรามองว่าหากความเสี่ยงต่อระบบเหล่านี้ยังคงอยู่ ธปท. น่าจะต้องออกมาตรการเข้าดูแลเพิ่มเติมทั้งส่วนของมาตรการกำกับดูแลสถาบันการเงิน (Microprudential Policies) และมาตรการดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน (Macroprudential Policies) โดยในปี 2020 นี้ ธปท. น่าจะออกเกณฑ์การกำกับดูแลสหกรณ์ออมทรัพย์และมาตรการบริหารจัดการดูแลค่าเงินบาทเพิ่มเติมหากแรงกดดันจากค่าเงินยังมีอยู่

นโยบายทางการคลัง การจัดตั้งงบประมาณปี 2563 (2020) มีความล่าช้าและไม่สามารถเบิกจ่ายได้ตามปกติ (ซึ่งควรจะเป็นวันที่ 1 ต.ค. 2019⁹) โดยที่ประชุมสภาผู้แทนราษฎรเพิ่งจะลงมติรับหลักการร่าง พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี FY2020 ในวาระแรก ไปเมื่อวันที่ 19 ต.ค. 2019

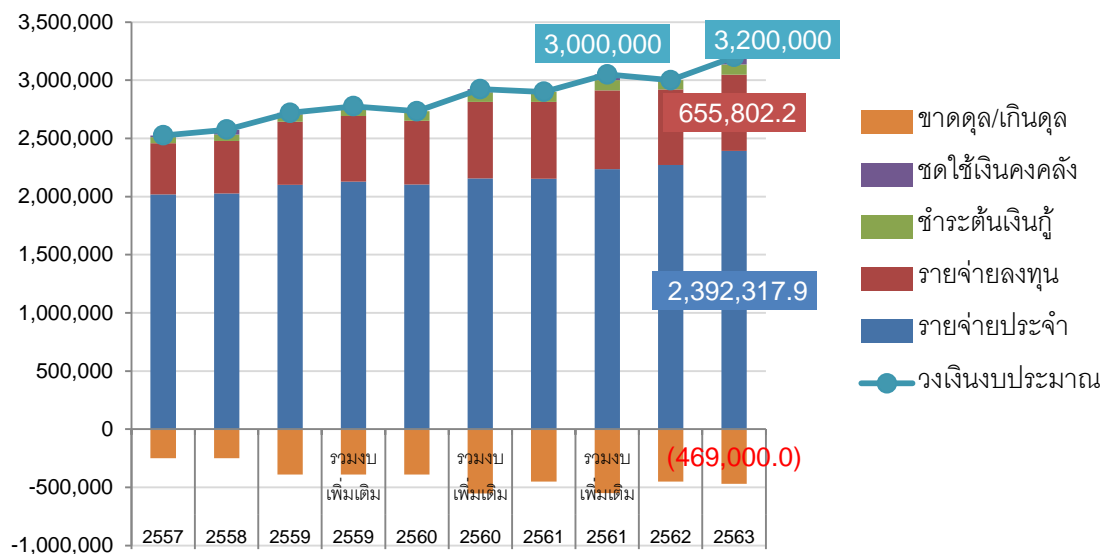
ทั้งนี้ ร่าง พ.ร.บ. งบประมาณฯ ปี FY2020 เป็นวงเงิน 3.2 ล้านล้านบาท (เทียบกับงบประมาณรายจ่ายปี FY2019 อยู่ที่ 3.0 ล้านล้านบาท) แบ่งออกเป็นงบประจำ 2.39 ล้านล้านบาท (สัดส่วน 74.8%) งบลงทุน 6.56 แสนล้านบาท (สัดส่วน 20.5%) รายจ่ายชำระต้นเงินกู้ 8.92 หมื่นล้านบาท (สัดส่วน 2.8%) และรายจ่ายเพื่อชดใช้เงินคงคลัง 6.27 หมื่นล้านบาท (สัดส่วน 2.0%) โดยรัฐบาลคาดว่าจะเป็นการขาดดุลงบประมาณ -4.69 แสนล้านบาท (เทียบกับงบประมาณรายจ่ายปี FY2019 ที่ขาดดุล -4.5 แสนล้านบาท)

ตามกำหนดการของสำนักงบประมาณ จะสามารถนำเสนอให้สภาผู้แทนราษฎรเพื่อพิจารณาวาระที่ 2 และ 3 ในช่วงวันที่ 8-9 ม.ค. 2020 จากนั้นจึงเสนอวุฒิสภาเพื่อพิจารณาในวันที่ 20 ม.ค. 2020 และนำร่าง พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี FY2020 ขึ้นทูลเกล้าฯ ถวาย เพื่อประกาศบังคับใช้เป็นกฎหมายต่อไป ในวันที่ 27 ม.ค. 2020

⁹ การเบิกจ่ายงบประมาณในปีงบประมาณ 2020 (เริ่มปีงบประมาณใหม่ตั้งแต่เดือนต.ค. 2019) มีความล่าช้าเป็นผลให้ต้องใช้เม็ดเงินจากปีงบประมาณ 2019 ไปก่อน และใช้ได้เฉพาะงบที่ผูกพันไปแล้ว เป็นผลให้การผลักดันโครงการลงทุนใหม่คงยังไม่ออกมาในช่วงปลายปี

ดังนั้นในระหว่างที่งบประมาณคลังในปี FY2020 มีความล่าช้า หน่วยงานต่างๆ จะสามารถใช้งบประมาณชั่วคราวไปก่อนเป็นเวลา 4 เดือน (คือตั้งแต่เดือน ต.ค. 2019- ม.ค. 2020)¹⁰ แต่ต้องไม่เกิน 50.0% ของงบรายจ่ายประจำของปี FY2019 (หรือ 1.5 ล้านล้านบาท) ส่วนโครงการลงทุนใหม่ที่ยังไม่ได้ก่อหนี้ผูกพัน จะยังไม่สามารถเบิกจ่ายได้จนกว่า พรบ.ในปี FY2020 จะผ่าน เรายังจะเริ่มเห็นเม็ดเงินคลังเข้าระบบเศรษฐกิจในช่วงปลายไตรมาส 1/2020 เป็นต้นไป (หมายความว่าเราจะไม่ได้เห็นแรงส่งจากภาคการคลังจนกว่างบประมาณจะได้รับการอนุมัติและมีการเริ่มเบิกจ่าย)

งบประมาณคลังของไทย



ที่มา: สศค.

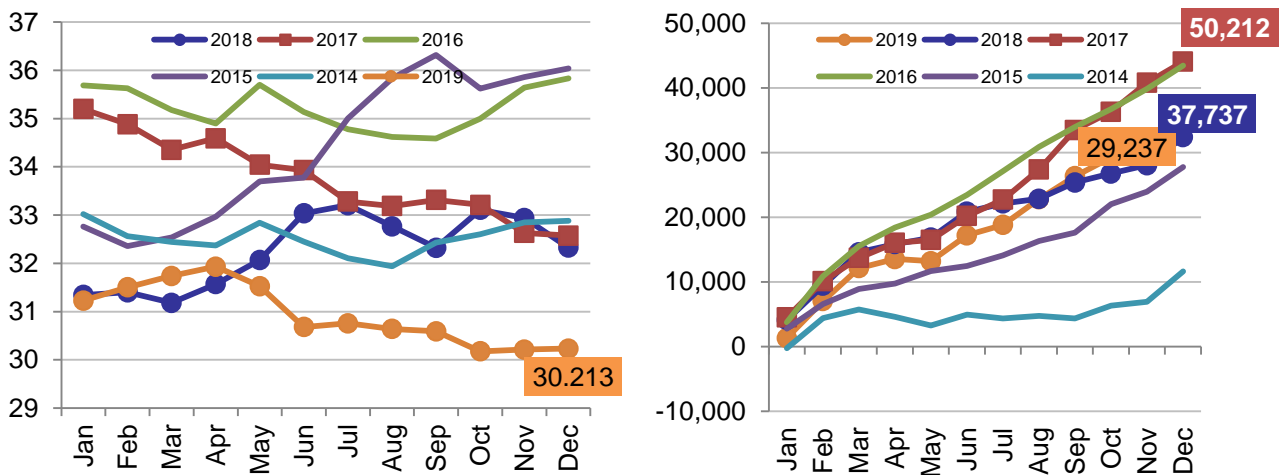
■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงหลักต่อเศรษฐกิจไทยในปี 2020 เป็นความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก เช่น ความขัดแย้งด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯและจีน และวิกฤตราคาของกลูเมียนอนต์และเซมิคอนดักเตอร์ ปัจจัยภายนอกดังกล่าวข้างต้นมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยโดยตรงซึ่งแม้ว่าไทยจะได้รับอานิสงส์จากคู่ค้าที่เลือกจะมาสั่งซื้อสินค้าหรือย้ายฐานการลงทุนมายังประเทศไทย แต่ผลบวกเหล่านั้นไม่มากพอที่จะหักล้างผลกระทบทางลบจากยอดออเดอร์ส่งออก (ที่หดตัวอย่างต่อเนื่อง) ได้ นอกจากนี้ข้อมูลรายเดือนหลายตัวเช่น การบริโภคภาคเอกชน, ยอดขายรถยนต์, รายได้ภาคเกษตรต่างสะท้อนว่าการบริโภคภายในประเทศอ่อนแอกว่าปีก่อนๆ และเมื่อผนวกกับตัวเลขการจ้างงานที่ลดลง การคุมเข้มการปล่อยสินเชื่อ อาจส่งผลให้การจับจ่ายใช้สอยสำหรับการอุปโภคบริโภคในประเทศไทยในปี 2020 ไม่สดใสนัก

¹⁰ เป็นไปตามหลักเกณฑ์และเงื่อนไข การใช้งบประมาณ รายจ่ายประจำปีงบประมาณ FY2019 ไปพลางก่อน

นอกเหนือจากความเสียดังที่กล่าวข้างต้น ทิศทางของค่าเงินบาทก็เป็นอีกความเสี่ยงหนึ่งที่ต้องติดตาม เนื่องด้วยค่าเงินบาทอยู่ในทิศทางที่แข็งค่าทั้งปี จาก 1) การที่ไทยเกินดุลบัญชีเดินสะพัดค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับประเทศอื่น ,2) การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ ,และ 3) การซื้อขายทองคำ แม้ในปัจจุบันนี้ ธปท. ได้มีความพยายามที่จะลดแรงกดดันของค่าเงินบาทด้วยการออกมาตรการเพื่อเอื้อให้เงินทุนไหลออกง่ายขึ้น (รายละเอียดดังลิงค์ มาตรการที่ออกใน เดือน ก.ค. และ เดือน พ.ย.) แต่ค่าเงินบาทก็ยังคงแข็งค่าอย่างต่อเนื่อง

ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์ฯ (ซ้ายมือ) และ ดุลบัญชีเดินสะพัดไทย (ล้านดอลลาร์ฯ)



ที่มา: Bloomberg

■ BBLAM's View

ติดตามกระบวนการพิจารณางบประมาณปี 2563 (FY2020) ของรัฐสภาในวาระ 2 และ 3 ในเดือนม.ค. ด้านนโยบายการเงินเราคาดว่าธปท.ไม่น่าจะปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลงแล้ว

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	3.4	4.0	4.1	2.5	3.0	3.2
CPI (YoY%)	0.2	0.7	1.1	0.7	0.8	1.0
Unemployment (%)	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	10.5	9.7	5.6	5.9	5.6	5.2
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)	-2.8	-3.6	-3.3	-2.6	-2.6	-2.7
Interest Rates						
Central Bank Rate (%)	1.50	1.50	1.75	1.25	1.25	1.25
3-Month Rate (%)	1.59	1.57	1.86	1.23	1.29	1.08
2-Year Note (%)	1.60	1.46	1.75	1.30	1.29	1.50
10-Year Note (%)	2.65	2.32	2.48	1.69	1.67	1.80
Exchange Rates						
USDTHB	35.84	32.57	32.33	30.0- 32.0	30.5- 32.5	30.5- 32.6

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง

Vietnam



■ ภาพรวมเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในอาเซียน เศรษฐกิจเวียดนามถือว่ายังสามารถขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งในปี 2019 ท่ามกลางความเสี่ยงจากนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ โดยในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2019 เติบโตถึง 6.98% YoY สูงที่สุดในรอบ 9 ปี โดยภาคอุตสาหกรรมซึ่งคิดเป็น 53.0% ของ GDP ยังขยายตัวได้ดีถึง 9.4% YoY เช่นเดียวกับภาคบริการที่เติบโต 6.8% YoY โดยได้อานิสงส์จากการขึ้นค่าจ้างแรงงาน และจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ภาคการเกษตรชะลอตัวจากภาวะภัยแล้งที่ส่งผลกระทบต่อผลผลิตทางการเกษตร บวกกับโรคระบาดในสุกรที่เกิดขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ด้านการลงทุนในประเทศยังเติบโตได้ดีจากตัวเลข FDI ที่ขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่อัตราเงินเฟ้อขยายตัวอยู่ในกรอบของธนาคารกลางที่น้อยกว่า 4.0% แม้ตัวเลขล่าสุดในเดือนพ.ย. จะดึงขึ้นมาแตะระดับ 3.52% หลังจากที่ก่อนหน้านี้ ในช่วง 10 เดือนแรกขยายตัวต่ำกว่า 3.0% มาโดยตลอด โดยเป็นการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าหลายรายการ นอกเหนือจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันในตลาดโลก

■ ทิศทางเศรษฐกิจปี 2020

แม้ว่าเวียดนามจะเป็นประเทศที่ได้ประโยชน์จากประเด็นกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน จากการย้ายฐานการผลิตมายังเวียดนามเพิ่มมากขึ้น แต่ในปี 2020 เราคาดว่า เศรษฐกิจเวียดนามน่าจะได้รับผลกระทบในที่สุดจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนและสหรัฐฯ ซึ่งเป็นคู่ค้าที่สำคัญของเวียดนาม และทำให้เศรษฐกิจขยายตัวลดลงมาเล็กน้อยจาก 6.8% ในปี 2019 เป็น 6.5% โดยดุลการค้าน่าจะยังเกินดุลอยู่ แต่อาจจะเป็นการเกินดุลน้อยลง ด้านการบริโภคในประเทศ หลังจากรัฐบาลประกาศปรับค่าจ้างแรงงานขั้นต่ำเพิ่มขึ้น 5.0% ทำให้เรามองว่ารายได้ที่เพิ่มขึ้นน่าจะช่วยหนุนให้การใช้จ่ายในประเทศเติบโตได้ดีตามไปด้วย เช่นเดียวกับการลงทุนในประเทศที่น่าจะได้อานิสงส์อย่างต่อเนื่องจากการขยายตัวอย่างของเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติ ส่วนอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มขยายตัวเพิ่มขึ้น 3.5% ในปี 2020 จาก 2.7% ในปีนี้ โดยหากผลของโรคระบาดในสุกรเริ่มเบาบางลงน่าจะทำให้อัตราเงินเฟ้อไม่ขยายตัวพุ่งขึ้นสูงเกินเป้าหมายของธนาคารกลาง (SBV) ที่ 4.0%

■ แนวทางด้านนโยบาย

ด้วยภาพเศรษฐกิจที่ยังขยายตัวได้ดี ทำให้เราคาดว่า SBV น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 6.0% ตามเดิมตลอดทั้งปี 2020 โดยไม่มีแรงกดดันจากด้านอัตราเงินเฟ้อ หลังจากที่ก่อนหน้านี้ในการประชุมเดือนก.ย. 2019 ที่ผ่านมา SBV ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps จาก 6.25% เป็น 6.0% ซึ่งเหนือความคาดหมายของตลาด เนื่องจากสวนทางกับตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจเวียดนาม อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี SBV ได้ให้เหตุผลว่าเป็นการปรับ

ลดตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางหลักของโลกอย่าง Fed และ ECB มากกว่าจากปัจจัยภายในประเทศ

สำหรับนโยบายภาครัฐ รัฐบาลเวียดนามประกาศงบประมาณการคลังในปี 2020 ไว้ที่ -3.44% ต่อ GDP ซึ่งเป็นตัวเลขที่ลดลงจาก -3.6% ในปี 2019 โดยรัฐบาลจะเน้นลงทุนเพื่อการพัฒนาประเทศ ขณะเดียวกันก็ลดสัดส่วนค่าใช้จ่ายประจำลง ทั้งนี้ จากความพยายามของรัฐบาลในการลดหนี้สาธารณะลง ทำให้ตัวเลขหนี้สาธารณะต่อ GDP มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง เราคาดว่า จะลดลงเหลือ 54.3% ณ สิ้นปี 2020 (เพดานหนี้สาธารณะอยู่ที่ 65.0% ของ GDP) ซึ่งนับเป็นปัจจัยบวกต่ออันดับความน่าเชื่อถือของเวียดนาม (Credit Rating) และมีส่วนช่วยให้รัฐบาลมีความสามารถในการใช้จ่ายและลงทุนมากขึ้น จาก Fiscal Space ที่เพิ่มขึ้น โดยจะเป็นผลบวกในระยะยาวจากเม็ดเงินในการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานเพื่อรองรับการลงทุนจากต่างชาติ และเป็นการปลดล็อกปัญหาสำคัญของเวียดนามจากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของ FDI

■ ความเสี่ยง

ความเสี่ยงหลักของเวียดนามในปี 2020 เกิดจากสถานการณ์ความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ และจีน ที่ส่งผลให้การค้าโลกชะลอตัว และทำยที่สุดกระทบกับเศรษฐกิจเวียดนามอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ รวมไปถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการไม่กระจายตลาดส่งออก โดยพึ่งพาคู่ค้าหลักอย่างสหรัฐฯ จีน และญี่ปุ่น ในสัดส่วนที่สูงเกินไป หรือราวครึ่งหนึ่งของการส่งออกทั้งหมด ทั้งนี้ นอกจากนโยบายกีดกันทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และประเทศคู่ค้าหลักแล้วยังมีความเป็นไปได้ที่สหรัฐฯ อาจหันมาใช้นโยบายดังกล่าวกับเวียดนามโดยตรง เนื่องจากเห็นว่าเวียดนามมีการเก็งกำไรค่ากับสหรัฐฯ มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง และอาจรวมเวียดนามอยู่ในรายชื่อประเทศที่แทรกแซงค่าเงินเพื่อหวังผลทางการค้ากับสหรัฐฯ (Currency Manipulator) อย่างไรก็ดี รัฐบาลเวียดนามมีการรับมือกับสถานการณ์ดังกล่าวได้อย่างรวดเร็ว โดยการเสนอต่อสหรัฐฯว่าจะนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ มากขึ้น อาทิ ก๊าซธรรมชาติ และเครื่องบินโบอิง เป็นต้น เพื่อลดการเก็งกำไรค่าลง ซึ่งช่วยให้ความเสี่ยงจากการเป็นเป้าหมายการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ ลดน้อยลง

■ BBLAM's View

แม้ที่ผ่านมาจะได้ประโยชน์จากประเด็นกีดกันทางการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ผ่านการส่งออกทดแทน และการย้ายฐานการผลิต แต่เราคาดว่า ทำยที่สุดเศรษฐกิจเวียดนามน่าจะได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ECONOMIC PROJECTION

Indicators	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Economic Activity						
Real GDP (YoY%)	6.2	6.8	7.1	6.8	6.5	6.8
CPI (YoY%)	4.7	2.6	3	2.7	3.5	3.5
Unemployment (%)			2.2			
External Balance						
Curr. Acct. (% of GDP)	2.9	2.1	2.4	2.7	2.2	2.8
Fiscal Balance						
Budget (% of GDP)			-4.6	-3.6	-3.44	
Interest Rates						
Central Bank Rate (%)	6.50	6.25	6.25	6.00	6.00	6.25
3-Month Rate (%)	5.10	4.30	5.25			
10-Year Note (%)	6.38	5.20	5.13			
Exchange Rates						
USDVND	22,761	22,698	23,175	23,240	22,940	22,900

ที่มา: Bloomberg, IMF, กองทุนบัวหลวง