

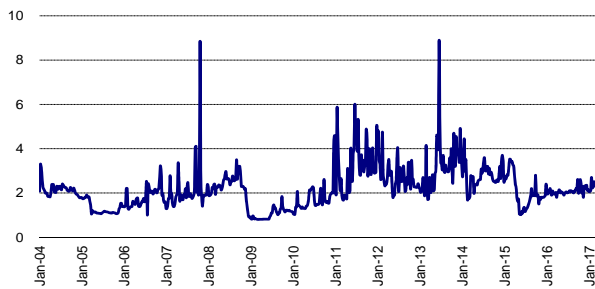
## กลุ่ม ธ.พ. – จีน

(VSI)

การปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดซื้อคืนพันธบัตรของ PBOC ขึ้น 2 ครั้ง นับตั้งแต่เดือน ก.พ.60 ส่งผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินของ ธ.พ.ขนาดเล็กอย่างมาก โดยปริมาณเงินกู้ยืมระหว่างธนาคารของทั้งระบบในเดือน ก.พ.60 สูงถึง 6.4 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ

จากการที่ธนาคารกลางจีน (PBOC) ปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรระยะสั้นขึ้น 2 ครั้ง นับตั้งแต่เดือน ก.พ.60 (การปรับครั้งล่าสุดเกิดขึ้นในช่วงเดือน ต.ค.58) ผลักดันให้ต้นทุนทางการเงินของภาคธนาคารขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบ 2 ปี โดยเฉพาะ ธ.พ.ขนาดเล็ก รวมถึงกลุ่ม non-bank อื่นๆ อาทิ ทรัสต์ กองทุน และบริษัทประกันภัย ซึ่งมีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากตลาดเงินระยะสั้นเป็นจำนวนมาก อีกทั้งยังต้องเผชิญอุปสรรคในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากตลาดเงินด้วย แม้สถานการณ์จะเริ่มผ่อนคลายลงบ้าง แต่อัตราดอกเบี้ยก็ยังอยู่ระดับสูง ทำให้ส่งผลกระทบต่อเนื้อต่อต้นทุนทางการเงินของทั้งระบบ

### อัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรระยะสั้น (RP 7 วัน) ของจีน



ที่มา: Bloomberg

สถานการณ์ตั้งตัวของตลาดเงินในจีนยิ่งสร้างความกังวลต่อระบบเศรษฐกิจมากขึ้น หากสถาบันการเงินชะลอการปล่อยเงินกู้ระหว่างกัน ซึ่งอาจลามไปถึงการปล่อยกู้ให้กับภาคเศรษฐกิจอื่นๆ ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมผ่านตลาด interbank ของจีนอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา เป็นผลเชื่อมโยงจากภาวะวิกฤตการเงินโลกที่เกิดขึ้นในปี 2551 ทำให้จีนกลายเป็นแหล่งสนับสนุนเงินทุนหลักให้กับประเทศหลักๆ ทั้งสหรัฐฯ และยุโรป โดยจีนได้เปลี่ยนแปลงเครื่องมือการดำเนินนโยบายทางการเงินใหม่โดยใช้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น แทนที่กลไกการควบคุมสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ที่ใช้มาแต่เดิม ดังนั้น เมื่อตลาดเงินยังมีอิทธิพลต่อระบบเศรษฐกิจมากขึ้นเท่าใด ก็จะช่วยเพิ่มความเสี่ยงเมื่อเกิดปัญหาด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะการเข้ามามีบทบาทมากขึ้นในตลาดเงินของ ธ.พ.เล็ก และ non-bank ในระยะหลังๆ

จากตัวเลขปริมาณเงินให้สินเชื่อผ่านตลาด interbank (เป็นสินเชื่อที่ไม่มีหลักประกัน) ในปี 2559 ขึ้นทำระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ถึง 34 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นเกือบ 100 เท่าตัวจากปริมาณการให้กู้ยืมในปี 2545 นอกจากนี้ ยังมีการกู้ยืมระยะสั้นผ่านตลาดซื้อคืนพันธบัตร (ใช้พันธบัตรรัฐบาลเป็นหลักประกัน) โดยปริมาณหมุนเวียนของตลาด REPO ในปี 2559 สูงถึง 216 ล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 2559 เพิ่มขึ้นถึง 24 เท่าตัวในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ซึ่งเป็นประเด็นที่สร้างความกังวลต่อ PBOC ว่าสถาบันการเงินจะนำสภาพคล่องที่ระดมผ่านช่องทางนี้ไปเก็งกำไรในสินทรัพย์ต่างๆ ทำให้เกิดปัญหาฟองสบู่ของราคาตามมา

โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ธนาคารเสนอให้แก่ลูกค้าผ่านธุรกิจด้าน wealth-management ที่มีการผูกโยงสินทรัพย์และหนี้สินต่างๆ เข้าไว้ด้วยกัน จากมูลค่าเสนอขายที่พุ่งขึ้นสูงถึง 3.8 ล้านล้าน

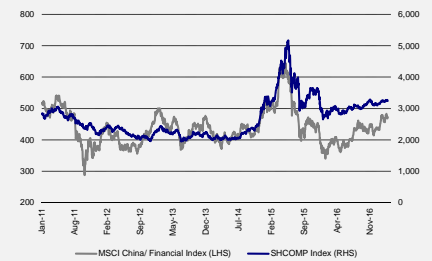
วันพฤหัสบดีที่ 30 มีนาคม พ.ศ. 2560  
MSCI Financial Index: 472.82  
SHCOMP Index: 3241.31



52 Week H/L 486.37/360.42

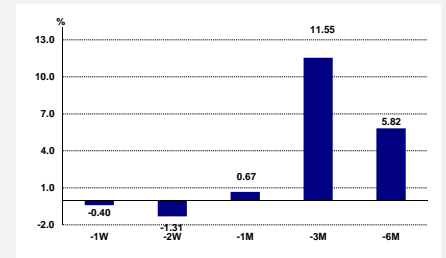
52 Week Beta 0.773

MSCI Fin Index เทียบกับ SHCOMP Index



ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASPS, Bloomberg

### การเปลี่ยนแปลงของ MSCI Fin Index



ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASPS, Bloomberg

อนุณีย์ ลีรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

Usanee.re@asiaplus.co.th

เหรียญสหรัฐฯ เทียบเท่า 35% ของ GDP ของจีน ประเด็นคือ หากราคาสินทรัพย์ลดลง สถาบันการเงิน จะไม่สามารถจ่ายผลตอบแทนคืนแก่นักลงทุน ทำให้จำเป็นต้องเข้าไปกู้ยืมในตลาดเงินระยะสั้น ซึ่งในกรณีที่ตลาดเงินตึงตัว หรืออัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นสูง จะเป็นการยากต่อการจัดหาแหล่งเงินทุนมาชำระคืนให้แก่ผู้ลงทุน

สำหรับผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยที่ปรับเพิ่มขึ้น ต่อภาคเศรษฐกิจที่จะชะลอตัวลง เนื่องจากต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน ในช่วง 1Q60 เริ่มเห็นการชะลอตัวของการออกตราสารหนี้ของภาครัฐกิจจำนวน 104 แห่ง โดยเลื่อนการเสนอขายหุ้นกู้เป็นมูลค่าสูงถึง 1.41 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ นับจากช่วงต้นปี 2560

ดัชนีราคาหุ้น อ.พ.ของจีน ได้แก่ MSCI China/ Financial ตั้งแต่ต้นปี 2560 ถึงปัจจุบัน ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 10.3% สามารถ outperform เมื่อเทียบกับดัชนี SHCOMP ที่เพิ่มขึ้น 4.4% ในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งจากข้อมูลที่รวบรวมจาก Bloomberg consensus จะเห็นว่าหุ้น อ.พ.จีน ที่ได้รับ rating ระดับสูง ได้แก่ ICBC, CCB, CMB, Bank of China และ ABC ซึ่งล้วนมี upside เกิน 10% ขึ้นไป (ยกเว้น CMB, ABC ที่เหลือ upside น้อย) และมี PBV และ PER เฉลี่ยปี 2560 ที่ต่ำกว่ากลุ่ม อ.พ.ไทย สหรัฐฯ และยุโรปมากเช่นเดียวกัน

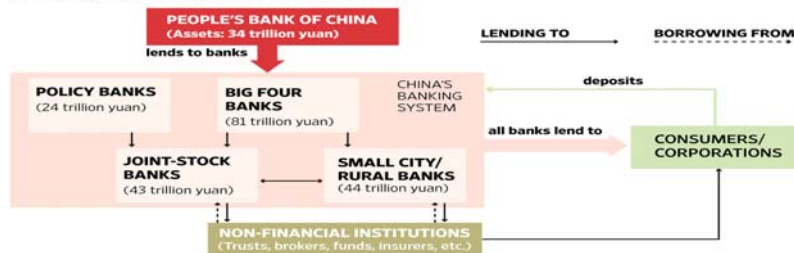
## สรุปคำแนะนำลงทุนในหุ้นกลุ่ม อ.พ. จีน

	Bloomberg Rating	Current Price (L)	Target Price (L)	% Upside	PBV		PER	
					2017F	2018F	2017F	2018F
IND & COMM BK-A	4.50	4.78	5.71	19.5%	0.90	0.81	6.22	6.11
CHINA CONST BA-A	4.48	5.93	6.82	15.1%	0.85	0.78	6.28	6.03
CHINA MERCH BK-A	4.29	19.09	20.22	5.9%	1.07	0.96	7.28	6.83
BANK OF CHINA-A	4.00	3.65	4.42	21.2%	0.81	0.74	6.44	6.37
AGRICULTURAL-A	3.83	3.29	3.36	2.0%	0.77	0.70	5.92	5.75
CHINA CITIC BK-A	3.00	6.60	5.10	-22.8%	0.84	0.77	7.61	7.31
CHINA MINSHENG-A	2.83	8.52	7.28	-14.5%	0.92	0.82	6.64	6.65
BANK OF COMMUN-A	2.77	6.15	5.20	-15.5%	0.74	0.69	6.98	6.79

ที่มา: Bloomberg/ รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

## How Money Flows Through China's Financial System

The complexity of financial linkages in China is rising.

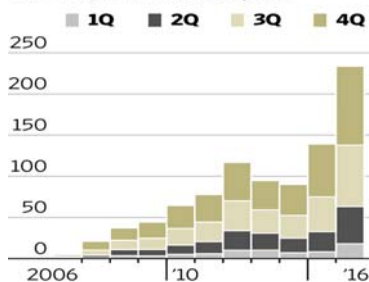


Note: 10 trillion yuan = \$1.455 trillion. Assets as of Dec. 2016 (PBOC, policy banks), 3Q 2016 (big four and joint-stock banks), 2Q 2016 (small city/rural banks)

ที่มา: WSJ

## Higher and Higher

Volume of interbank lending in China, in trillions of yuan



10 trillion yuan = \$1.455 trillion

ที่มา: WSJ