

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation

SEPTEMBER 2013

▶ **ตลาดหุ้นยังอยู่ภายใต้แรงกดดันจากการชะลอมาตรการ QE**

ซึ่งจุดชนวนให้เกิดการเทขายสินทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน โดยจากข้อมูลการเคลื่อนย้ายเงินทุนล่าสุด พบว่าการไหลออกของเงินทุนจากทั้งตราสารหนี้และหุ้นในตลาดเกิดใหม่นั้นมีความรุนแรงกว่าในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 เสียอีก

▶ **การขยายสินทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่ทำให้ Valuation ของตลาดหุ้นเริ่มกลับมาน่าสนใจ**

โดยเฉพาะตลาดเอเชียแปซิฟิก ไม่รวมญี่ปุ่น (APxJ) ที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งหากพิจารณาถึงการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ยังมีทิศทางขยายตัวดีขึ้นเรื่อยๆ เราเชื่อว่าการไหลออกของเงินทุนจากตลาดเกิดใหม่จะเริ่มชะลอตัวลง และจะมีเงินทุนไหลกลับมาลงทุนในตลาดเกิดใหม่ในที่สุด

▶ **ยังคงคำแนะนำ Overweight หุ้น Underweight ตราสารหนี้และสินค้าโภคภัณฑ์**

ปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น APxJ และหุ้นยุโรป โดยให้เน้นลงทุนใน Core Countries (อังกฤษ, เยอรมนี, สวิตเซอร์แลนด์) ซึ่งผลกำไรมีแนวโน้มขยายตัวได้มากกว่า

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน Global Asset Allocation



ดร.กำพล อติเรกสมบัติ
 คมศร ประกอบผล
 เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย
 ศรันต์ สุนันท์สถาพร
 ธนวัฒน์ รื่นบันเทิง
 วี โกวทิยา
 อภิญญา ขนนทอง
 สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

ธนาคารเกสโกลด์ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารเกสโกลด์ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 นด. 2 นด. 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

Contents

SEPTEMBER 2013

Executive Summary	3
Investment Outlook	6
ตลาดหุ้น	9
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ	9
ตลาดหุ้นไทย	10
ตลาดหุ้นจีน	12
ตลาดหุ้นเอเชียแปซิฟิก (ไม่รวมญี่ปุ่น : APxJ)	13
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น	14
ตลาดหุ้นอินเดีย	16
ตลาดหุ้นยุโรป	17
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	18
การลงทุนทางเลือก	19
ตลาดตราสารหนี้	25

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ตลาดหุ้นยังอยู่ภายใต้แรงกดดันจากความไม่สงบในซีเรีย และความกังวลต่อการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ที่จุดชนวนให้เกิดการเทขายสินทรัพย์ในตลาดการเกิดใหม่ทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน โดยจากข้อมูลการเคลื่อนย้ายเงินทุนล่าสุด พบว่าการไหลออกของเงินทุนจากทั้งตราสารหนี้และหุ้นในตลาดเกิดใหม่ นั้นมีความรุนแรงกว่าในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 เสียอีก

การเทขายสินทรัพย์ในตลาดการเกิดใหม่ทำให้ Valuation ของตลาดหุ้น โดยเฉพาะในเอเชียแปซิฟิก ไม่รวมญี่ปุ่น (APxJ) ปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งหากพิจารณาถึงการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ยังมีทิศทางขยายตัวดีขึ้นเรื่อยๆ เราเชื่อว่าการไหลออกของเงินทุนจากตลาดเกิดใหม่จะเริ่มชะลอตัวลง และจะมีเงินทุนไหลกลับมาลงทุนในตลาดเกิดใหม่ในที่สุด

แม้ในระยะสั้นบรรยากาศการลงทุนในตลาดหุ้นจะยังถูกกดดันจากประเด็นการชะลอ QE ของสหรัฐฯ ในระยะยาว เราเชื่อว่าหลังจากที่ Fed มีความชัดเจนในแผนการชะลอและยกเลิก QE ในที่สุด การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นต่างๆ ทั่วโลกจะถูกขับเคลื่อนด้วยการปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น และลดสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ (The Great Rotation) เพื่อลดผลกระทบของการปรับตัวขึ้นของดอกเบี้ย นอกจากนี้สภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลักๆ ของโลก ที่เริ่มดูชัดเจนขึ้นเรื่อยๆ ทั้งในสหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น และจีน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนาผ่านช่องทางการส่งออกในที่สุด ยังน่าจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหุ้นอีกด้วย

เรายังคงมุมมองเชิงบวก และแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น นอกจากนั้น เราได้มีการปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น APxJ และหุ้นยุโรป โดยให้เน้นลงทุนใน Core Countries (อังกฤษ, เยอรมนี, สวิตเซอร์แลนด์) ซึ่งผลกำไรมีแนวโน้มขยายตัวได้มากกว่า (ดูรายละเอียดใน Special Issue: European Selective Recovery)

ส่วนในตลาดตราสารหนี้ เรายังคงแนะนำ Underweight และหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว เนื่องจากแนวโน้มดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐฯ ที่จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย

ด้านสินค้าโภคภัณฑ์เราแนะนำขายน้ำมัน เนื่องจากเชื่อว่าราคาน้ำมันได้สะท้อนความเสี่ยงของความไม่สงบในวันออกกลางไปมากแล้ว

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,294.30	0.1%	-3.3%	-8.9%	-17.1%	-15.9%	-7.0%	5.4%
Philippines PCOMP	6,075.17	2.2%	-1.0%	-7.0%	-13.5%	-8.5%	4.5%	16.9%
Indonesia JCI	4,195.09	2.2%	0.6%	-9.6%	-17.2%	-12.8%	-2.8%	3.3%
Singapore STI	3,028.94	-0.3%	-1.8%	-6.9%	-8.5%	-7.4%	-4.4%	0.1%
Malaysia KLCI	1,727.58	1.4%	0.3%	-3.1%	-2.4%	5.5%	2.3%	4.9%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	21,731.37	0.1%	-0.6%	-2.1%	-3.0%	-5.0%	-4.1%	11.5%
China H HSCEI	9,825.21	-0.3%	-1.1%	0.9%	-7.3%	-13.4%	-14.1%	5.9%
China A CSI300	2,313.91	-0.2%	1.2%	3.0%	-11.2%	-13.3%	-8.3%	4.9%
Taiwan TWSE	8,005.76	1.3%	1.6%	-1.0%	-2.8%	0.7%	4.2%	8.4%
Korea KOSPI	1,926.38	1.0%	2.0%	0.2%	-3.7%	-4.9%	-3.5%	1.1%
India SENSEX	18,619.72	1.2%	0.5%	-2.8%	-5.8%	-1.6%	-4.2%	6.8%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,177.50	0.8%	0.0%	0.4%	4.2%	1.0%	10.5%	19.0%
Japan TOPIX	1,115.33	-0.9%	-3.0%	-7.5%	-2.6%	12.4%	28.6%	51.2%
Japan Nikkei 225	13,524.43	-0.5%	-1.8%	-7.4%	-2.8%	15.4%	28.8%	51.5%
Europe STOXX600	297.32	-0.9%	-2.4%	-2.2%	-1.2%	2.9%	6.3%	11.7%
US Dow Jones	14,810.31	-0.2%	-1.3%	-5.4%	-2.0%	5.1%	13.0%	13.1%
US S&P500	1,632.97	-0.3%	-1.8%	-4.5%	0.1%	7.6%	14.5%	16.1%
MSCI US REITs	883.95	-0.7%	-2.0%	-6.3%	-8.8%	-7.0%	-2.3%	-3.1%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	50,008.38	0.2%	-4.2%	3.2%	-6.5%	-12.1%	-18.0%	-12.4%
Chile IPSA	3,628.73	2.1%	-0.9%	-5.0%	-13.4%	-20.7%	-15.6%	-12.7%
Mexico MEXBO	39,492.37	0.8%	-3.5%	-6.1%	-5.0%	-10.2%	-9.6%	0.2%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	435.08	0.9%	-0.1%	-1.7%	-5.7%	-9.4%	-6.6%	4.1%
MSCI Latin America	3,047.13	0.5%	-3.1%	-5.2%	-13.1%	-20.1%	-19.8%	-13.9%
MSCI All Country World	363.98	-0.4%	-1.9%	-3.8%	-0.9%	2.9%	7.1%	13.0%
MSCI World	1,472.74	-0.6%	-2.1%	-4.0%	0.1%	5.1%	10.0%	15.1%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	107.65	-1.1%	1.0%	4.4%	15.0%	16.9%	17.2%	13.8%
Brent Spot	115.83	0.1%	5.4%	7.7%	11.8%	2.8%	4.7%	3.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	8.18	1.24	4.83	3.69	-1.77	-12.49	-10.62	-9.64
Gold Spot	1,389.46	-0.9%	-0.7%	6.3%	-1.1%	-11.3%	-16.7%	-17.6%
Gold ETF Holdings (mil.toz)	62.85	0.0%	0.1%	-0.8%	-9.2%	-21.9%	-25.7%	-20.6%
DB Agriculture index (USD)	131.60	-0.4%	0.8%	1.9%	-4.8%	-7.4%	-12.1%	-21.0%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	216.52	0.1%	-0.4%	-1.3%	-3.2%	-1.6%	-1.2%	-0.3%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	176.54	0.0%	-0.3%	-0.1%	0.1%	1.0%	1.6%	3.2%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	228.33	0.2%	-0.3%	-0.5%	-2.0%	-0.4%	0.0%	1.7%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	273.25	0.2%	-0.6%	-2.3%	-4.6%	-3.0%	-2.7%	-1.6%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.56	-1	3	1	-3	-17	-20	-44
2Y	3.06	-2	20	18	37	25	18	-3
5Y	3.72	-3	8	21	71	53	57	49
10Y	4.32	-7	11	40	82	72	80	89
Spread 10Y-2Y	126	-5	-9	22	45	47	62	92
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.78	2	0	19	66	94	103	124
Japan 10Y	0.74	1	-5	-10	-14	6	-7	-8
German 10Y	1.86	0	-8	19	34	40	54	53
Spain 10Y	4.54	0	8	-12	17	-56	-73	-206
Italy 10Y	4.40	0	8	0	29	-33	-10	-139
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	17.01	0.2	3.0	5.0	0.7	1.7	-1.0	-0.5
Dollar index	82.16	0.2%	0.8%	0.2%	-1.5%	-0.3%	2.9%	1.1%
USD/THB	32.17	0.1%	0.5%	2.8%	5.9%	7.8%	5.1%	3.0%
EUR/USD	1.32	-0.1%	-1.1%	-0.4%	1.1%	1.5%	0.2%	5.0%
USD/JPY	98.52	-0.2%	-0.3%	-0.8%	-1.4%	5.0%	13.2%	25.4%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 9/2/2013 7:53:15 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting						Themes
	Underweight		Neutral		Overweight		
ตราสารหนี้	■	■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> - ทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed จะทำให้ทิศทางดอกเบี้ยในสหรัฐฯ เริ่มกลับเป็นขาขึ้นอีกครั้ง และส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย - แนะนำขายตราสารหนี้ระยะยาว และลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 2 ปี
ตราสารทุน							
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - Balance Sheet แข็งแกร่ง ปริมาณการถือครองเงินสดสูง ทำให้ผลกระทบของดอกเบี้ยที่ปรับตัวขึ้นมีจำกัด - P/E ใกล้เคียงกับระดับเฉลี่ย 5 ปี ในขณะที่กำไรมีแนวโน้มขยายตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ - แนะนำซื้อสะสม
ตลาดหุ้นไทย			■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> - การบริโภคภายในประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวลง แต่การส่งออกมีแนวโน้มดีขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลักของโลก - SET index ยังเทรดที่ระดับ P/E ต่ำสุดในกลุ่ม TIP และได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของส่งออกมากกว่า - แนะนำซื้อสะสม
ตลาดหุ้นจีน			■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> - ปัญหาสภาพคล่องคลี่คลายลง และการเริ่มมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจช่วยลดความเสี่ยงของการเกิด Hard Landing ในเศรษฐกิจจีน - ระดับ P/B ที่ 1 เท่าในปัจจุบัน น่าจะสะท้อนข่าวร้ายในตลาดไปมากแล้ว - แนะนำซื้อลงทุนในระยะยาว
ตลาดหุ้นเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น)			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - แนวโน้มเริ่มมีเสถียรภาพตามการเติบโตของเศรษฐกิจจีนและการฟื้นตัวของส่งออก - Downside มีจำกัด เนื่องจาก ระดับ P/E ที่ 12 เท่าในปัจจุบันน่าจะสะท้อนข่าวร้ายไปมากแล้ว - ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อจากถือ
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - ผลการดำเนินงานจะขยายตัวขึ้นอย่างโดดเด่น จากการส่งออกที่ฟื้นตัว - Upside ระยะยาวจากนโยบายปฏิรูปภาษีและกระตุ้นการบริโภค - แนะนำซื้อสะสม
ตลาดหุ้นยุโรป			■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเริ่มมีทิศทางฟื้นตัวดีขึ้น - Valuation ในกลุ่มประเทศ Core Countries เริ่มดูน่าสนใจ - แนะนำ Selective Buy ในกลุ่มประเทศ Core Countries
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	■	■	■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> - กำไรยังถูกกดดันจากแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มาตรการควบคุมเงินเฟ้อ ทำให้อัตรากำไร (Profit Margin) ลดลงเป็นอย่างมาก - แนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุน
สินค้าโภคภัณฑ์							
ทองคำ			■	■			<ul style="list-style-type: none"> - เราเชื่อว่าราคาทองคำได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว - แนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังคงถูกกดดันจากการยุติ QE และดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐฯ - แนะนำถือ
น้ำมัน	■	■	■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> - เราเชื่อว่าราคาน้ำมันได้สะท้อนความเสี่ยงจากความขัดแย้งในซีเรียไปมากแล้ว - การกลับมาส่งออกน้ำมันจากลิเบียยังเป็น Downside ต่อราคาน้ำมัน - แนะนำขาย
US REITs			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - อัตราการจ่ายปันผลที่ 3.7% ในปัจจุบันถือเป็นระดับที่น่าสนใจ - เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาฯ ในสหรัฐฯ - แนะนำซื้อสะสม
สินค้าเกษตร		■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> - คาดราคาน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว - Supply ของสินค้าเกษตรที่ขาดแคลนกลับมาสู่ภาวะปกติ - แนะนำขาย

Investment Outlook

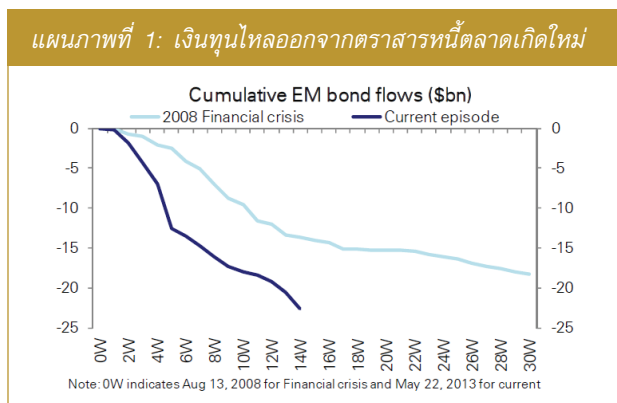
ตลาดหุ้นยังถูกกดดันจากความไม่สงบในซีเรีย

และการชะลอ QE ตลาดหุ้นยังอยู่ภายใต้แรงกดดันจากความไม่สงบในซีเรีย ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาพทางการเมืองของโลก และอาจลุกลามไปสู่ความขัดแย้งในระดับภูมิภาค ประกอบกับความกังวลต่อการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ที่จุดชนวนให้เกิดการเทขายสินทรัพย์ในตลาดการเกิดใหม่ทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน และเกิดกระแสเงินทุนไหลกลับไปลงทุนในตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว เช่น ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และยุโรป ซึ่งส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ และค่าเงินสกุลต่างๆ ของประเทศกำลังพัฒนาปรับตัวลดลงอย่างมาก

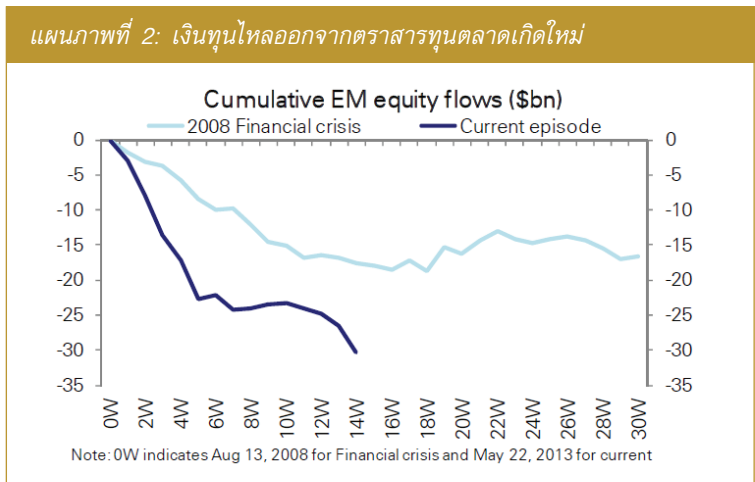
เงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่รุนแรงกว่าในช่วงวิกฤต Subprime ในปี 2008

โดยจากข้อมูลการเคลื่อนย้ายเงินทุนล่าสุด พบว่าการไหลออกของเงินทุนจากทั้งตราสารหนี้และหุ้น ในตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market: EM) ในช่วง 14 สัปดาห์ที่ผ่านมา (นับจากวันที่ 22 พ.ค.) นั้นมีความรุนแรงกว่าในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 เสียอีก

แผนภาพที่ 1: เงินทุนไหลออกจากตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่



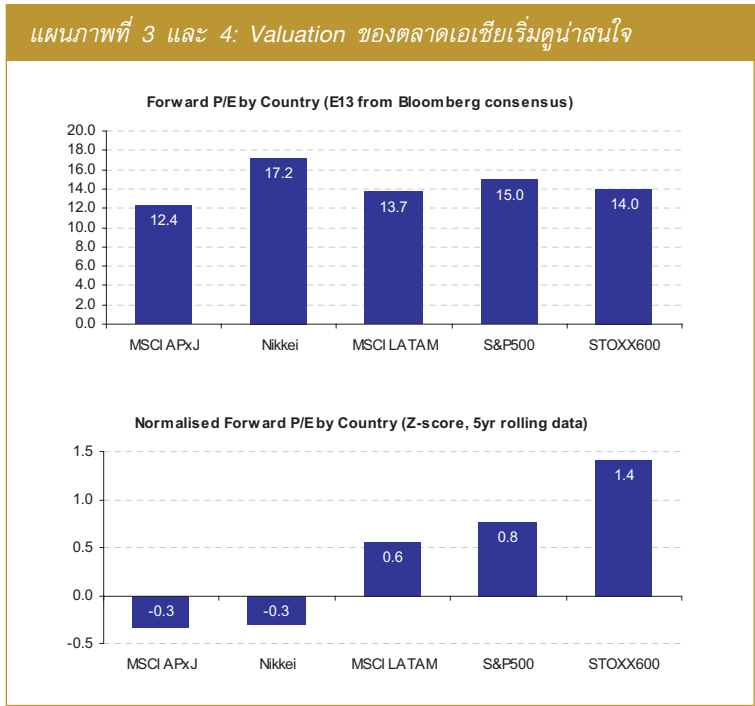
ที่มา: EPFR, HAVER, Deutsche Bank



ที่มา: EPFR, HAVER, Deutsche Bank

Valuation ของตลาดหุ้นเกิดใหม่ โดยเฉพาะในเอเชียเริ่มดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว

การเทขายสินทรัพย์ในตลาดการเกิดใหม่ทำให้ Valuation ของตลาดหุ้น โดยเฉพาะในเอเชียแปซิฟิก ไม่รวมญี่ปุ่น (APxJ) ปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดย Forward P/E ของดัชนี MSCI Asia Pacific ex Japan ในปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 12 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 13 เท่า เปรียบเทียบกับ Forward P/E ของดัชนี S&P500 และ Stoxx600 ที่ 15 เท่า และ 14 เท่าตามลำดับ ซึ่งหากพิจารณาถึงการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ยังมีทิศทางขยายตัวดีขึ้นเรื่อยๆ เราเชื่อว่าการไหลออกของเงินทุนจากตลาดเกิดใหม่จะเริ่มชะลอตัวลง และจะมีเงินทุนไหลกลับมาลงทุนในตลาดเกิดใหม่ในที่สุด



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในระยะกลาง-ยาว เรายังคงเชื่อว่า จะเกิด Great Rotation หลังแผนการยกเลิก QE มีความชัดเจน

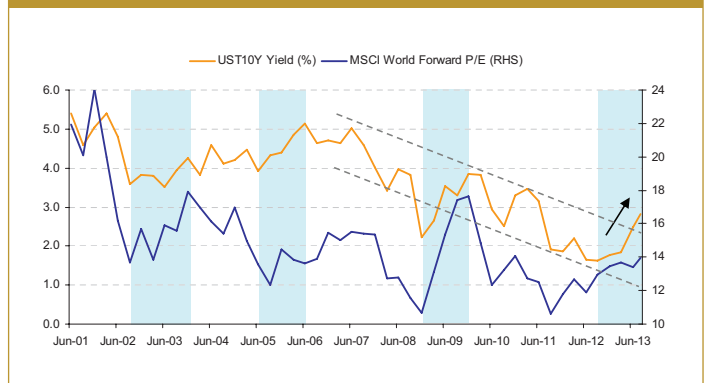
แม้ในระยะสั้นบรรยากาศการลงทุนในตลาดหุ้นจะยังถูกกดดันจากประเด็นการชะลอ QE ของสหรัฐฯ แต่ในระยะยาว เราเชื่อว่าหลังจากที่ Fed มีความชัดเจนในแผนการชะลอและยกเลิก QE ในที่สุด การเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นต่างๆ ทั่วโลกจะถูกขับเคลื่อนด้วยการปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น และลดสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ (The Great Rotation) เพื่อลดผลกระทบของการปรับตัวขึ้นของดอกเบี้ย

ทิศทางดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed ประกอบกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะทำให้ทิศทางดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ที่เป็นขาลงมาตลอดตั้งแต่วิกฤต Subprime ในปี 2008 เริ่มกลับเป็นขาขึ้นอีกครั้ง ซึ่งทำให้ผู้จัดการกองทุนต้องมีการปรับพอร์ตการลงทุนเพื่อลดผลกระทบจากการขาดทุนของตราสารหนี้ โดยการลดสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ และกลับมาเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้นให้มากขึ้น และทำให้หุ้นน่าจะกลับมาสร้างผลตอบแทนที่ดีได้ในระยะยาว โดยจากข้อมูลในอดีตเราพบว่าค่า P/E ของตลาดหุ้นมักปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้น เนื่องจากการปรับสัดส่วนการลงทุนดังกล่าว

ยังแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น และเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้น APxJ และหุ้นยุโรป

เรายังคงมุมมองเชิงบวก และแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น เนื่องจาก 1) แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก 2) การปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น ตามทิศทางดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐฯ (Great Rotation) และ 3) Valuation ของตลาดหุ้นโดยรวมที่ยังดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ นอกจากนี้ เราได้มีการปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น APxJ และหุ้นยุโรป เนื่องจากแนวโน้มการปรับตัวของคาดการณ์ผลกำไรที่เริ่มทรงตัว และมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เรายังแนะนำ Selective Buy สำหรับตลาดหุ้นยุโรป โดยให้เน้นลงทุนใน Core Countries (อังกฤษ, เยอรมนี, สวิสเซอร์แลนด์) ซึ่งผลกำไรมีแนวโน้มขยายตัวได้มากกว่า (ดูรายละเอียดใน Special Issue: European Selective Recovery)

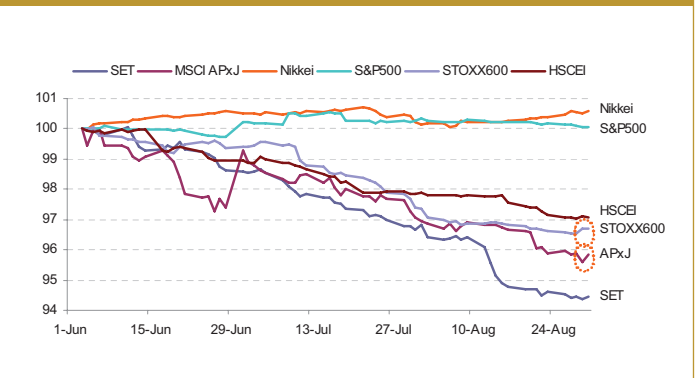
แผนภาพที่ 5: ค่า P/E ของตลาดหุ้นมักปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจากนั้นภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลักๆ ของโลก ที่เริ่มดูชัดเจนขึ้นเรื่อยๆ ทั้งในสหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่นและจีน ซึ่งจะส่งผลบวกทางอ้อมต่อเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนาผ่านช่องทางการส่งออกในที่สุด ยังน่าจะส่งผลบวกต่อการลงทุนในหุ้นอีกด้วย

แผนภาพที่ 6: คาดการณ์ผลกำไรในปี 2013 ของ APxJ และยุโรปเริ่มทรงตัว และมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วนในตลาดตราสารหนี้ เรายังคงแนะนำ Underweight และหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว เนื่องจากแนวโน้มดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐฯ ที่จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย

ด้านสินค้าโภคภัณฑ์เรานำเสนอขายน้ำมัน เนื่องจากเชื่อว่าราคาน้ำมันได้สะท้อนความเสี่ยงของความไม่สงบในตะวันออกกลางไปมากแล้ว

ตลาดหุ้น

เรายังคงมุมมองเชิงบวก และแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น เนื่องจาก 1) แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก 2) การปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น ตามทิศทางดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐฯ (Great Rotation) และ 3) Valuation ของตลาดหุ้นโดยรวมที่ยังดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับตราสารหนี้

ตลาดสหรัฐฯ: แนะนำซื้อลงทุน

ดัชนีชี้นำเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังส่งสัญญาณขยายตัวอย่างต่อเนื่องในทุกภาคของเศรษฐกิจ ทั้งการจ้างงาน อสังหาริมทรัพย์ และการผลิต ประกอบกับรายงานผลกำไรไตรมาส 2 ที่ดีกว่าคาดเล็กน้อย ทำให้เราเชื่อว่าผลกำไรของดัชนี S&P500 มีโอกาสถูกปรับเพิ่มขึ้น ประกอบกับ Valuation ที่ยังอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 10 ปี ทำให้เรายังแนะนำซื้อลงทุน

ผลประกอบการไตรมาส 2 ส่วนใหญ่ออกมาดีกว่าคาด

รายงานผลประกอบการไตรมาส 2 ของบริษัทในดัชนี S&P500 ซึ่งล่าสุด ประกาศออกมาแล้วจำนวน 492 บริษัท มีบริษัทที่ผลกำไรออกมาดีกว่าที่นักวิเคราะห์คาดไว้ 351 บริษัท หรือคิดเป็นสัดส่วน 71% ผลกำไรรวมที่ประกาศออกมาดีกว่าที่นักวิเคราะห์คาดไว้ 2.72% โดยอุตสาหกรรมหลักที่มีผลประกอบการดีกว่าคาด ได้แก่ ธุรกิจการเงิน อสังหาริมทรัพย์ บริการสุขภาพ (Health Care) และค้าปลีก (Consumer Goods)

แผนภาพที่ 7: รายงานผลประกอบการไตรมาส 2 ของบริษัทในสหรัฐฯ

Industry (ICB)	Reported	Sales Surprise				Earnings Surprise			
		Pos	Inline	Neg	%	Pos	Inline	Neg	%
All Securities	492 / 499	269	0	220	0.49%	351	5	134	2.72%
> Oil & Gas	41 / 41	29	0	12	0.18%	27	0	14	-4.28%
> Basic Materials	25 / 25	15	0	10	-0.31%	15	1	9	-1.03%
> Industrials	74 / 75	32	0	42	0.14%	54	1	19	3.28%
> Consumer Goods	58 / 59	26	0	32	0.08%	43	0	15	4.75%
> Health Care	48 / 48	23	0	25	0.18%	35	0	13	4.98%
> Consumer Services	69 / 73	29	0	39	-0.08%	44	1	23	0.13%
> Telecommunications	6 / 6	2	0	4	0.29%	4	0	2	-0.36%
> Utilities	32 / 32	23	0	9	3.92%	17	1	14	0.85%
> Financials	85 / 85	54	0	29	2.69%	67	0	17	8.78%
> Technology	54 / 55	36	0	18	-0.32%	45	1	8	0.02%

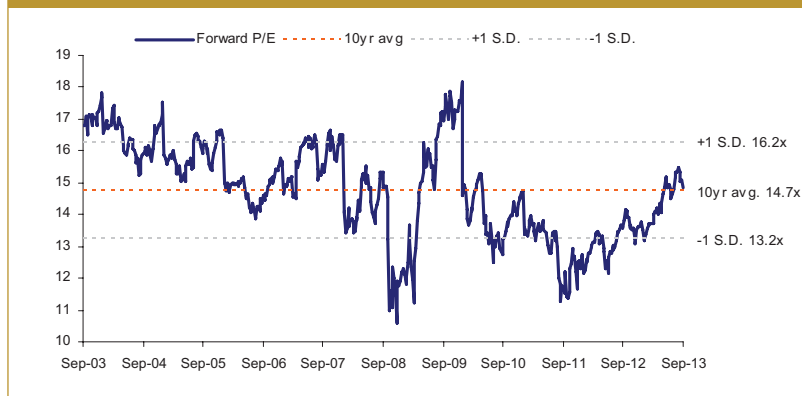
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากผลประกอบการที่ออกมาดีกว่าที่คาดเป็นส่วนใหญ่ในไตรมาสนี้ ซึ่งเป็นการประกาศผลประกอบการที่ดีต่อเนื่องจากไตรมาสแรก ประกอบกับดัชนีชี้แนวโน้มทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ออกมาดีอย่างต่อเนื่อง เราเชื่อว่านักวิเคราะห์ที่อาจเริ่มมีการปรับประมาณการผลกำไรของดัชนี S&P500 เพิ่มขึ้นในช่วงต่อจากนี้

P/E ปัจจุบันที่ 14.8 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 10 ปี

ระดับ P/E ของดัชนี S&P500 เมื่อเทียบกับคาดการณ์กำไรของปี 2013 อยู่ที่ 14.8 เท่าในปัจจุบัน ซึ่งถือเป็นระดับใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในช่วง 10 ปีย้อนหลังที่ 14.7 เท่า ซึ่งถือเป็นระดับที่สมเหตุผลผลเมื่อเทียบกับพื้นฐานเศรษฐกิจที่ยังมีทิศทางขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 8: P/E ของดัชนี S&P500 อยู่ที่ 14.8 เท่าในปัจจุบัน ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลังที่ 14.7 เท่า



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

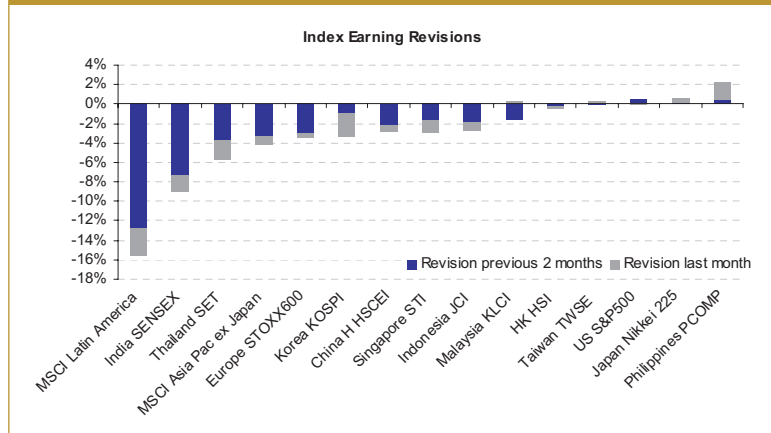
ตลาดหุ้นไทย: แนะนำซื้อสะสม

คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นไทยถูกปรับลดลงราว 5% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา หลังเศรษฐกิจไทยเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวในไตรมาส 2 อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และคาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นไทยจะเริ่มทรงตัวหลังจากนี้ เราเริ่มมีมุมมองเชิงบวกต่อหุ้นไทยมากขึ้น และปรับคำแนะนำจาก “ซื้อเมื่ออ่อนตัว” เป็น “ซื้อสะสม” เนื่องจาก Valuation ที่ปรับตัวลดลงมาใกล้เคียงระดับเดียวกับตลาดหุ้น APxJ

คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นไทยถูกปรับลดลงราว 5% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา

คาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นไทยถูกปรับลดลงราว 5% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งถือเป็นการปรับลดคาดการณ์กำไรที่มากที่สุดรองจากตลาดหุ้นละตินอเมริกา และอินเดีย หลังการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในไตรมาส 2 มีแนวโน้มชะลอตัวลง ตามการชะลอตัวของการบริโภคในประเทศ ซึ่งเป็นผลมาจากมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐ เช่น มาตรการจูงใจนำเข้า และรถคันแรกที่หมดอายุลง รวมถึงความเสี่ยงจากความล่าช้าของโครงการลงทุนของภาครัฐ เช่น โครงการบริหารจัดการน้ำ และโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาท ซึ่งยังคงรอการลงมติอนุมัติจากรัฐสภา

แผนภาพที่ 9: คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นไทยถูกปรับลดราว 5% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

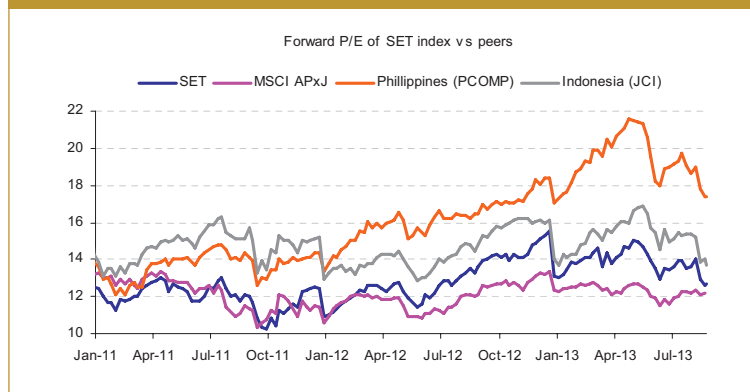
เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2

แม้เศรษฐกิจไทยจะมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะสั้น แต่เราเชื่อว่าการชะลอตัวดังกล่าวเป็นเพียงแค่การปรับตัวกลับไปสู่ระดับปกติหลังจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจหมดอายุลงเท่านั้น ส่วนในระยะยาวเราจึงเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยยังมีศักยภาพในการเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยในช่วงที่เหลือของปีนี้เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น จากการส่งออกที่ได้ประโยชน์จากค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลงอย่างรวดเร็ว และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าสำคัญ เช่น สหรัฐฯ จีน ยุโรป และญี่ปุ่น ซึ่งทำให้เราเชื่อว่าคาดการณ์กำไรของตลาดหุ้นไทยจะเริ่มทรงตัวหลังจากนี้

ปรับคำแนะนำจาก “ซื้อเมื่ออ่อนตัว” เป็น “ซื้อสะสม”

เนื่องจาก Valuation ที่ปรับตัวลดลงมาใกล้เคียงระดับเดียวกับตลาดหุ้น APxJ และมีส่วนลดจากตลาดกลุ่ม TIP (Thai, Indonesia, Philippines) อยู่อีกมาก โดยในปัจจุบันตลาดหุ้นไทย ซื้อขายที่ระดับ P/E ของปี 2013 ที่ 12.6 เท่า ใกล้เคียงกับดัชนี MSCI Asia Pacific ex Japan ที่ 12.4 เท่า และต่ำกว่าตลาดหุ้นฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซีย ที่ P/E 17.3 และ 13.7 เท่า ตามลำดับ

แผนภาพที่ 10: P/E ของตลาดหุ้นไทยปรับลดลงมาใกล้เคียงระดับเดียวกับ APxJ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นจีน: แนวนำซื้อลงทุนระยะยาว

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่เชื่อว่าเศรษฐกิจจีนจะขยายตัวได้ใกล้เคียงกับเป้าที่ 7.5% ในปีนี้ ในขณะที่การประกาศผลการดำเนินงานของหุ้นจีนในไตรมาส 2 ออกมาดีกว่าคาดเป็นอย่างมาก เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในหุ้นจีน เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันที่ดัชนี HSCEI เทอร์ตที่ระดับประมาณ 1.1 เท่าของมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ใกล้เคียงกับจุดต่ำสุดในช่วงปี 2008 ทำให้หุ้นจีนมี Upside ที่สูงจากการฟื้นตัวของ Valuation

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง หลังธนาคารกลางจีนประกาศอัดฉีดสภาพคล่องเพื่อแก้ปัญหาสภาพคล่องตึงตัวในตลาด กุ๋ยี่มระหว่างธนาคาร และรัฐบาลประกาศนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในเดือน ส.ค. ขยายตัวสู่ระดับ 51 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 16 เดือน ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่เชื่อว่าเศรษฐกิจจีนสามารถขยายตัวได้ใกล้เคียงกับเป้าที่ 7.5%

ผลการดำเนินงานของหุ้นจีนในไตรมาส 2 ออกมาดีกว่าคาดเป็นอย่างมาก

รายงานผลประกอบการในไตรมาส 2 ของบริษัทในดัชนี HSCEI จำนวน 36 บริษัท มีจำนวน 26 บริษัทที่ผลกำไรเติบโตขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงไตรมาส 2 ปีที่แล้ว ในขณะที่ผลกำไรรวมมีการเติบโตขึ้น 41.58% โดยอุตสาหกรรมหลักที่มีผลประกอบการเติบโตชัดเจน ได้แก่ กลุ่มธุรกิจสาธารณูปโภค และกลุ่มสื่อสาร ในขณะที่กลุ่ม Basic Materials และ Health Care มีผลการดำเนินงานหดตัว

แผนภาพที่ 11: ผลกำไรในไตรมาส 2 ของดัชนี HSCEI เติบโต 41.6% YoY

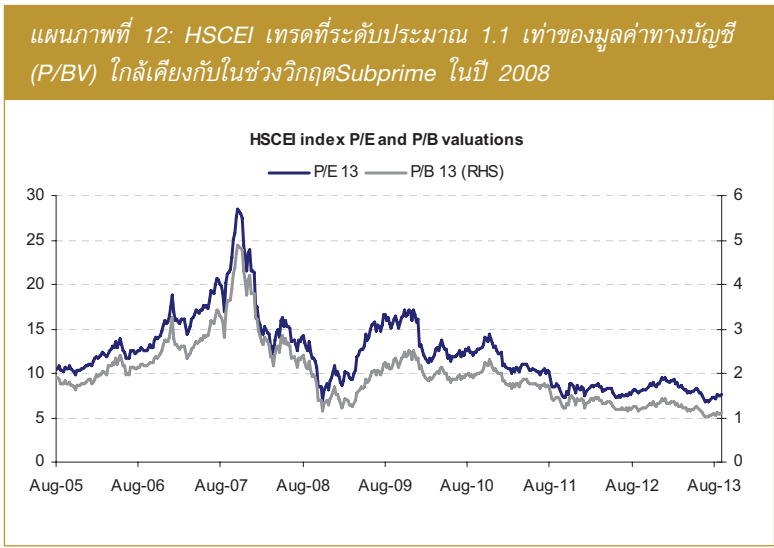
Industry (ICB)	Reported	Pos	Flat	Neg	%	Pos	Flat	Neg	%
All Securities	36 / 36	22	0	13	-8.68%	26	0	10	41.58%
> Oil & Gas	4 / 4	3	0	1	-0.69%	2	0	2	11.16%
> Basic Materials	5 / 5	4	0	1	7.04%	2	0	3	-45.70%
> Industrials	6 / 6	5	0	1	22.79%	4	0	2	73.53%
> Consumer Goods	3 / 3	3	0	0	32.26%	3	0	0	62.36%
> Health Care	1 / 1	1	0	0	13.01%	0	0	1	-28.57%
> Consumer Services	1 / 1	0	0	1	-9.49%	1	0	0	18.93%
> Telecommunications	1 / 1	1	0	0	13.71%	1	0	0	128.07%
> Utilities	1 / 1	0	0	1	-0.20%	1	0	0	166.67%
> Financials	14 / 14	5	0	8	-30.18%	12	0	2	49.33%

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากผลประกอบการที่ออกมาดีกว่าที่คาดเป็นส่วนใหญ่นี้ ซึ่งเป็นการประกาศผลประกอบการที่ดีต่อเนื่องจากไตรมาสแรก เราเชื่อว่านักวิเคราะห์อาจเริ่มมีการปรับประมาณการผลกำไรของดัชนี HSCEI เพิ่มขึ้นในช่วงนี้

ยังมี Upside สูงสำหรับการลงทุนระยะยาว

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในหุ้นจีน เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันที่ดัชนี HSCEI เทอร์ตที่ระดับประมาณ 1.1 เท่าของมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ซึ่งเป็นระดับเดียวกับในช่วงวิกฤต Subprime ในปี 2008 น่าจะสะท้อนปัจจัยลบไปมากแล้ว ในขณะที่ระดับ P/E ของหุ้นจีนในปัจจุบันที่ 7.6 เท่า ยังถือว่าถูกมากเมื่อเทียบกับศักยภาพในการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในระยะยาว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรามองว่ามาตรการปฏิรูปเศรษฐกิจของจีนจะเริ่มมีความชัดเจนมากขึ้นหลังการแถลงนโยบายของพรรคคอมมิวนิสต์ในช่วงเดือน พ.ย. (3rd Plenary Session of the Party Congress) ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุนต่อเสถียรภาพในการเติบโตในระยะยาว และส่งเสริมให้หุ้นจีนกลับมาเทรดที่ระดับ P/E และ P/B ที่สูงขึ้นได้ในอนาคต

ตลาดหุ้นเอเชียแปซิฟิก (ไม่รวมญี่ปุ่น: APxJ): แนะนำซื้อสะสม

ปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น APxJ เนื่องจาก 1) การขยายสินทรัพย์ในตลาดการเกิดใหม่ทำให้ Valuation ของตลาดหุ้น โดยเฉพาะในเอเชียแปซิฟิก ไม่รวมญี่ปุ่น (APxJ) ปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ 2) เศรษฐกิจเอเชียมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นจากการส่งออก และ 3) แนวโน้มการปรับตัวของคาดการณ์ผลกำไรที่เริ่มทรงตัว และมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

Valuation อยู่ในระดับที่น่าสนใจ

การขยายสินทรัพย์ในตลาดการเกิดใหม่ทำให้ Valuation ของตลาดหุ้น โดยเฉพาะในเอเชียแปซิฟิก ไม่รวมญี่ปุ่น (APxJ) ปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดย Forward P/E ของดัชนี MSCI Asia Pacific ex Japan ในปัจจุบันอยู่ที่ระดับ 12 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 13 เท่า เปรียบเทียบกับ Forward P/E ของดัชนี S&P500 และ Stoxx600 ที่ 15 เท่า และ 14 เท่าตามลำดับ (ดูแผนภาพที่ 3)

แนวโน้มการปรับตัวของคาดการณ์ผลกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวตามการส่งออก

ภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลักๆ ของโลก ที่เริ่มชัดเจนขึ้นเรื่อยๆ ทั้งในสหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น และจีน ซึ่งจะส่งผลบวกทางอ้อมต่อเศรษฐกิจในประเทศกำลังพัฒนา โดยเฉพาะเศรษฐกิจเอเชียซึ่งเป็นเศรษฐกิจเปิด และพึ่งพาการส่งออกในระดับสูง ผ่านช่องทางการส่งออกในที่สุด ซึ่งทำให้เราเชื่อว่าการคาดการณ์ผลกำไรของหุ้นในเอเชียได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว (ดูแผนภาพที่ 6) และยังมีโอกาสถูกปรับเพิ่มขึ้นจากการฟื้นตัวของการส่งออก

แผนภาพที่ 13: การส่งออกของประเทศในเอเชียเริ่มมีแนวโน้มเติบโตขึ้นตามการฟื้นตัวของประเทศพัฒนาแล้ว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

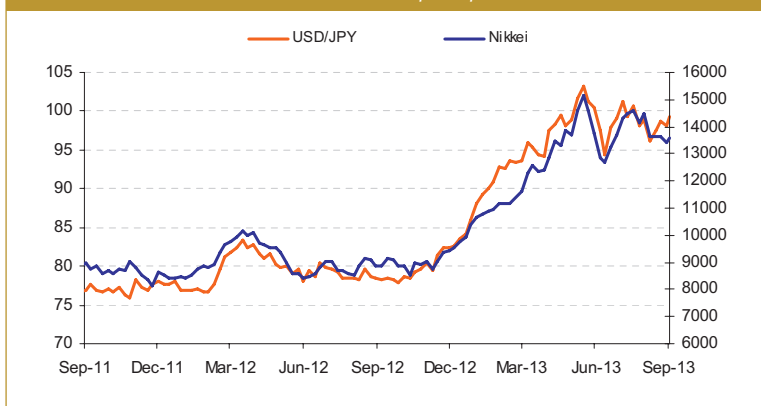
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น: แ่นำซื้อสะสม

เราคาดว่าตลาดหุ้นญี่ปุ่น จะเป็นตลาดที่ได้รับผลดีที่สุดจากการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เนื่องจากทิศทาง การแข็งค่าเงินดอลลาร์เมื่อเทียบกับเงินเยนที่จะช่วยกระตุ้นการส่งออก นอกจากนี้เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังมีความเสี่ยงต่ำที่จะถูกกระทบจากปัญหาเงินทุนไหลออก ซึ่งกำลังเป็นปัญหาหลักของหลายๆ ประเทศในเอเชีย เนื่องจากญี่ปุ่นมีอัตราดอกเบี้ยที่สูง ซึ่งทำให้สัดส่วนหนี้เกือบทั้งหมดเป็นหนี้ในประเทศ นอกจากนี้ดุลบัญชีเดินสะพัดของญี่ปุ่นยังอยู่ในเกณฑ์บวกอีกด้วย

ได้รับผลดีที่สุดจากการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ

ตลาดหุ้นญี่ปุ่น จะเป็นตลาดที่ได้รับผลดีที่สุดจากการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เนื่องจากทิศทาง การแข็งค่าของเงินดอลลาร์ที่ช่วยกระตุ้นการส่งออกและกำไรของบริษัทจดทะเบียนของญี่ปุ่นที่ส่วนใหญ่มีฐานการผลิตอยู่นอกประเทศ โดยในช่วงตั้งแต่กลางเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมาที่ตลาดมีความกังวลต่อการชะลอ QE ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นราว 6% เมื่อเทียบกับค่าเงินเยน และทำให้ดัชนี Nikkei ฟื้นตัวขึ้นราว 4% ในช่วงเดียวกัน

แผนภาพที่ 14: ดัชนี Nikkei ฟื้นตัวขึ้นจากจุดต่ำสุดตามการอ่อนค่าของค่าเงินเยน

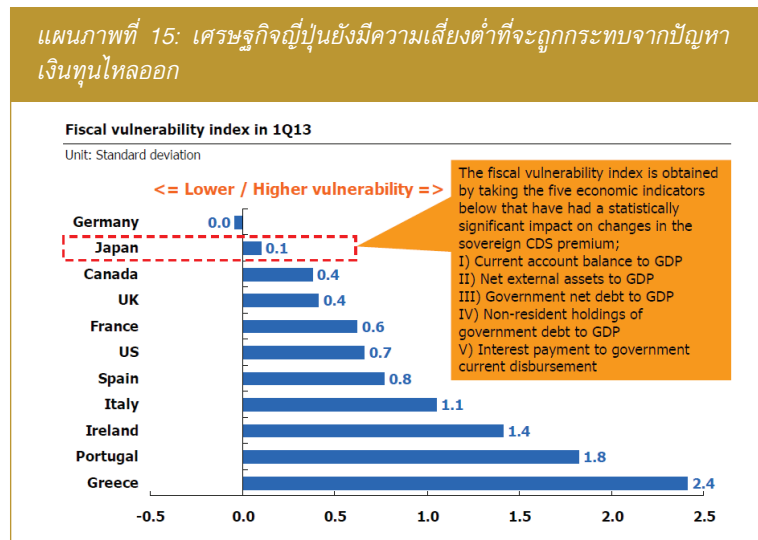


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในช่วงต่อจากนี้แนวโน้มนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น การยุติการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE) และแนวโน้มขาขึ้นของดอกเบี้ยในสหรัฐฯ จะทำให้อัตราการกลางญี่ปุ่นเป็นธนาคารกลางแห่งเดียวที่ยังคงมาตรการการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ และคงแผนการอัดฉีดสภาพคล่องจำนวนมาก ซึ่งน่าจะส่งผลให้ค่าเงินเยนมีทิศทางอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง และเป็นปัจจัยสนับสนุนผลกำไรของบริษัทในญี่ปุ่นต่อไป

ความเสี่ยงต่ำที่จะถูกกระทบจากปัญหาเงินทุนไหลออก

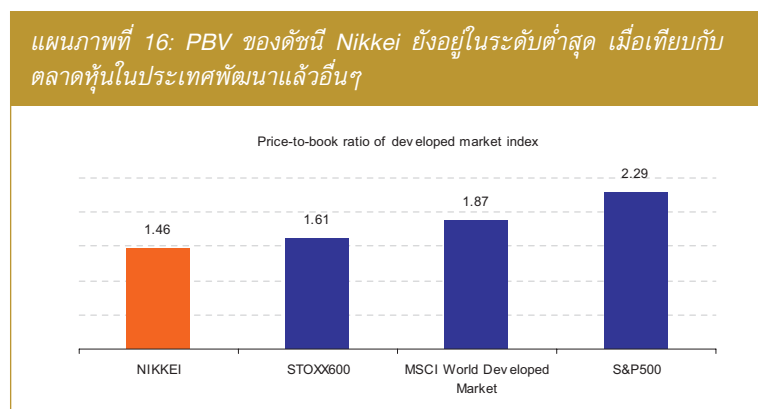
เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังมีความเสี่ยงต่ำที่จะถูกกระทบจากปัญหาเงินทุนไหลออก ซึ่งกำลังเป็นปัญหาหลักของหลายๆ ประเทศในเอเชีย เนื่องจากญี่ปุ่นมีอัตราการออมที่สูง ซึ่งทำให้สัดส่วนหนี้เกือบทั้งหมดเป็นหนี้ในประเทศ นอกจากนี้ดุลบัญชีเดินสะพัดของญี่ปุ่นยังอยู่ในเกณฑ์บวกอย่างต่อเนื่องจากการนำกำไรของบริษัทที่เกิดขึ้นนอกประเทศกลับเข้ามาในประเทศ



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

Valuation ยังอยู่ในระดับที่น่าสนใจ

ราคาหุ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของดัชนี Nikkei ยังอยู่ในระดับต่ำสุด เมื่อเทียบกับดัชนีหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ โดยค่า PBV ของดัชนี Nikkei ในปัจจุบันอยู่ที่ 1.5 เท่า เทียบกับ ดัชนี MSCI Developed Market ที่ 1.9 เท่า นอกจากนี้บริษัทจดทะเบียนในญี่ปุ่นยังมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมีสัดส่วนหนี้ต่อทุน (D/E Ratio) ต่ำที่สุดในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดอินเดีย: แนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุน

แนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในตลาดหุ้นอินเดีย เนื่องจากเศรษฐกิจของอินเดียกำลังประสบปัญหาหลายด้าน เช่น เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและการอ่อนตัวของค่าเงินรูปี ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเป็นปัจจัยกดดันต่อเศรษฐกิจและกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนต่อไป

เศรษฐกิจอินเดียเริ่มชะลอตัวอย่างชัดเจน

เศรษฐกิจอินเดียในไตรมาส 2 ได้ชะลอตัวลง โดยขยายตัวที่ 4.4%YoY (ชะลอตัวลงจาก 4.8% ในไตรมาส 1) ซึ่งถือเป็นไตรมาสที่ 3 ที่เศรษฐกิจได้ขยายตัวต่ำกว่าระดับ 5% (เทียบกับช่วง 10 ปีที่ผ่านมาที่ขยายตัว 6-10% ต่อปี) เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อเศรษฐกิจและการลงทุนในอินเดีย เนื่องจากปัจจัยกดดันต่อเศรษฐกิจดังต่อไปนี้

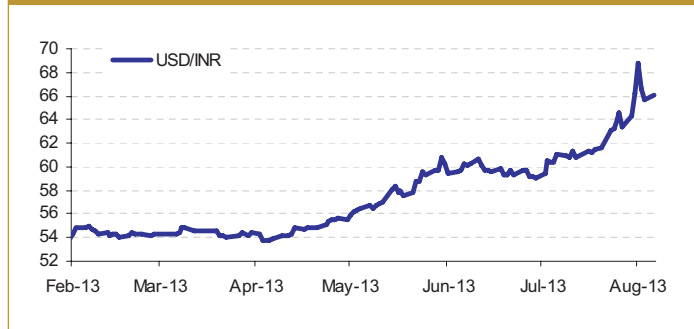
การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด

ในปัจจุบัน อินเดียมีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดมากเป็นอันดับ 3 ของโลก โดยยอดขาดดุลอยู่ที่ 9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปีงบประมาณ 2012-2013 ซึ่งทำให้เศรษฐกิจอินเดียต้องประสบปัญหาเงินทุนไหลออกท่ามกลางแรงเทขายสินทรัพย์ในตลาดเกิดใหม่จากความกังวลต่อการลด QE ของ Fed ซึ่งส่งผลให้ค่าเงินรูปีอ่อนค่าลงราว 20% เมื่อนับจากต้นปี (ปัจจุบัน 68.82 รูปีต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จากต้นปีที่ 54.99 รูปีต่อดอลลาร์สหรัฐฯ)

ผลของค่าเงินรูปีที่อ่อนตัวอย่างรวดเร็ว

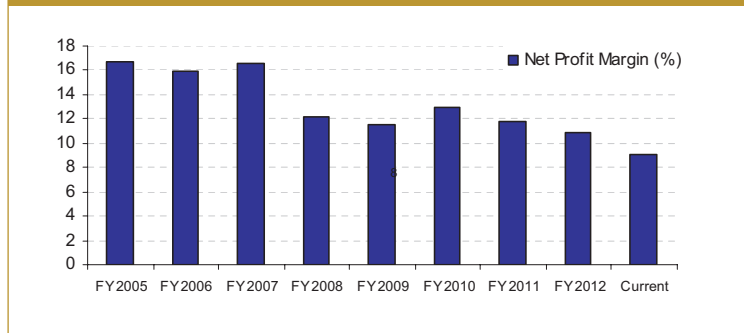
ค่าเงินรูปีที่อ่อนตัวอย่างรวดเร็วส่งผลให้ต้นทุนในการนำเข้าสินค้าและวัตถุดิบปรับสูงขึ้นเร็วกว่าที่บริษัทต่างๆ จะปรับตัวได้ทัน ส่งผลให้มีการขึ้นราคาสินค้าเพื่อคงระดับอัตรากำไรไว้ แม้ว่ากำลังซื้อของประชาชนจะลดลงไปด้วยก็ตาม ซึ่งสร้างแรงกดดันต่อทั้งอัตรากำไรของบริษัทและกำลังซื้อของผู้บริโภคไปพร้อมๆ กัน

แผนภาพที่ 17: ค่าเงินรูปียังคงอ่อนตัวอย่างต่อเนื่องจนถึงระดับต่ำสุดที่ 68.82 ต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ในวันที่ 28 ส.ค. ที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 18: อัตรากำไรสุทธิของในตลาดหุ้นอินเดียได้ลดลงอย่างต่อเนื่องจากเงินเฟ้อที่สูงขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในตลาดหุ้นอินเดียเนื่องจากปัญหาทางเศรษฐกิจที่กล่าวมาข้างต้น บวกกับแนวโน้มการปรับลงของผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนและราคาหุ้นที่ยังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ ที่มี Upside ที่ดีกว่า

แผนภาพที่ 19: ราคาหุ้นในตลาดอินเดียยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ

as of 03/09/13	Last	Earning Revisions		P/E		
		1M	3M	2013	2014	5Yr Avg
ASEAN						
India SENSEX	18,886.13	-2%	-9%	14.35	12.31	15.44
Thailand SET	1,323.70	-2%	-6%	12.90	11.22	11.89
China H HSCEI	10,055.05	-1%	-3%	7.57	6.95	10.58
US S&P500	1,632.97	0%	0%	14.83	13.36	13.87
Europe STOXX600	302.94	0%	-3%	13.81	12.15	11.67

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นยุโรป: Selective Buy โดยเน้นลงทุนเฉพาะกลุ่ม Core Countries

แนะนำเลือกลงทุนเป็นรายประเทศ (Selective Buy) โดยเน้นลงทุนในกลุ่มประเทศ Core Countries และหลีกเลี่ยงกลุ่มประเทศ Peripheral เนื่องจาก 1) แนวโน้มผลกำไรของกลุ่ม Core Countries ที่มีศักยภาพในการขยายตัวได้ดีกว่า ในขณะที่กลุ่ม Peripheral จะยังคงถูกกดดันจากการชำระคืนหนี้ (Deleveraging) 2) Valuation ของหุ้นในกลุ่ม Core Countries ยังอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลและดูน่าสนใจกว่าหุ้นในกลุ่ม Peripheral และ 3) ความเสี่ยงทางการเมืองในกลุ่ม Peripheral เนื่องจากความไม่มั่นคงของรัฐบาลในหลายประเทศ ที่คะแนนความนิยมถดถอยมาอย่างต่อเนื่อง จากการใช้นโยบายรัดเข็มขัด (ดูรายละเอียดใน Special Issue: European Selective Recovery, September 2013)

ตลาดหุ้นละตินอเมริกา: แนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุน

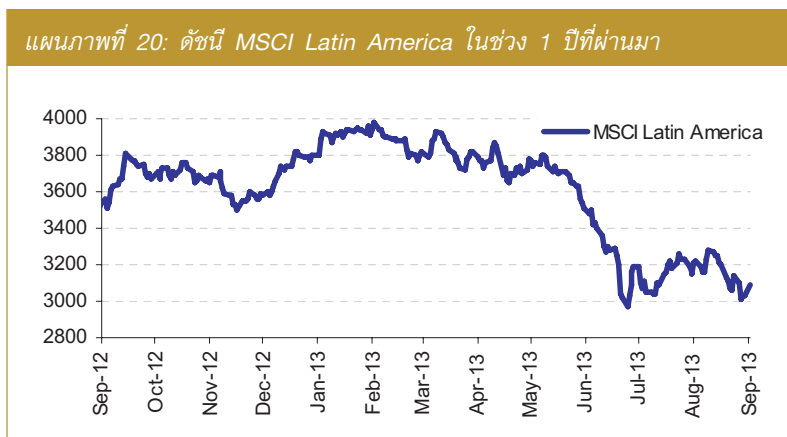
แม้ดัชนี MSCI Latin America จะมีการปรับตัวลงถึง 20% ในรอบ 6 เดือนที่ผ่านมา แต่ราคาหุ้นละตินอเมริกายังไม่อยู่ในระดับที่น่าลงทุน เมื่อเทียบกับตลาดหุ้น Asia ex-Japan ที่มีราคาถูกกว่า (ดูแผนภาพที่ 3) บวกกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังไม่มีการฟื้นตัวที่ชัดเจนและปัญหาเงินเฟ้อที่ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท เราจึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในตลาดละตินอเมริกา

บราซิล

ธนาคารกลางบราซิลได้ปรับอัตราดอกเบี้ย (Selic Rate) ขึ้น 50bps เป็น 9.0% ในเดือน ส.ค. ซึ่งเป็นการปรับขึ้นเป็นครั้งที่ 4 ติดต่อกัน เพื่อควบคุมเงินเฟ้อ โดยมาตรการการเงินที่เข้มงวดประกอบกับปัญหาเงินเฟ้อที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง จะยังคงกดดันให้เศรษฐกิจบราซิลขยายตัวได้ในระดับต่ำต่อไปในอนาคต นอกจากนี้ค่าเงินบราซิลได้อ่อนตัวลงราว 15% ตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา ยังสร้างแรงกดดันต่อเงินเฟ้อเพิ่มเติมจากการนำเข้าที่สินค้าที่แพงขึ้น

เม็กซิโก

เศรษฐกิจของเม็กซิโกในไตรมาส 2 ได้หดตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 4 ปี โดยมีการหดตัวที่ 0.7% QoQ ซึ่งแย่กว่าการคาดการณ์ของตลาด และทำให้ธนาคารกลางเม็กซิโกได้ปรับการคาดการณ์ขยายตัวของ GDP ลง เป็น 2-3% จากเดิมที่ 3-4% อย่างไรก็ตามภาคอุตสาหกรรมน่าจะมีการฟื้นตัวที่ดีขึ้นจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เนื่องจากสหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกที่ใหญ่ที่สุดของเม็กซิโก 📈



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

ทองคำ: แนนำถือเพื่อกระจายความเสี่ยง

เป็นไปตามที่เราคาดว่าราคาทองคำได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว โดยราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นจากความวิตกกังวลว่าจะมีการใช้กำลังทางทหารต่อซีเรีย สำหรับแนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังคงถูกกดดันจากการยุติ QE ความต้องการเพื่อการลงทุนที่ลดลง ส่งผลให้ทองคำมี Upside ที่จำกัด อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เรายังแนะนำถือทองคำเพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน และลดน้ำหนักการลงทุนเมื่อทองคำปรับตัวเข้าใกล้ 1,500 เหรียญสหรัฐต่อออนซ์

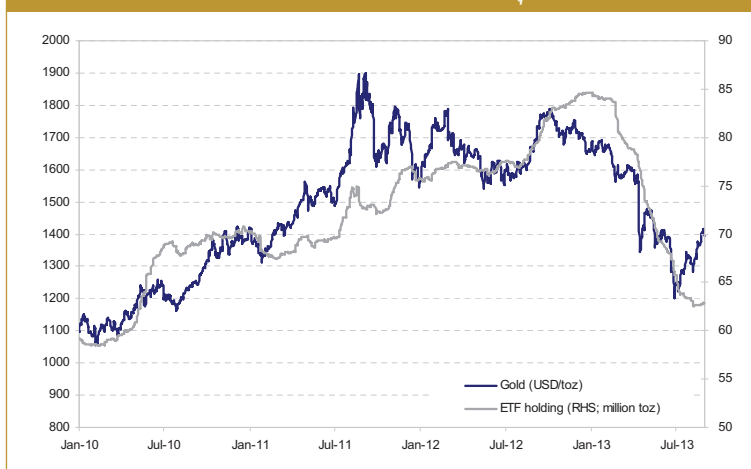
ราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นจากความขัดแย้งในตะวันออกกลาง

ราคาทองคำมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทำจุดสูงสุดใหม่ในรอบ 3 เดือน ที่ระดับ 1,430 เหรียญสหรัฐต่อออนซ์ ในช่วงปลายเดือน ส.ค. จากความกังวลว่า สหรัฐฯ และประเทศพันธมิตรจะใช้กำลังทางทหารต่อซีเรีย เหตุการณ์การประท้วงของกลุ่มกราดรภาพมุสลิมในอียิปต์

ความเสี่ยงขาลงมีจำกัด

การขายทองคำผ่านกองทุน ETF เดือนที่ผ่านมาเริ่มชะลอตัวลง และเริ่มมีสถานะการซื้อทองคำในช่วงปลายเดือน ส.ค. ส่งผลให้การถือครองทองคำ ผ่านกองทุน ETF เริ่มทรงตัวหลังจากลดลงมาต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี ซึ่งเราเชื่อว่าการลดการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ตลาดได้ซึมซับประเด็นการยกเลิก QE ในสหรัฐฯ ไปมากแล้ว และน่าจะช่วยจำกัดความเสี่ยงขาลงของราคาทองคำไม่ให้ลดลงไปต่ำกว่าราคาต่ำสุดของทองคำในช่วงปลายเดือน มิ.ย.

แผนภาพที่ 21 :สถานะการถือครองทองคำ ผ่านกองทุน ETF เริ่มทรงตัว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังคงถูกกดดันจากการยุติ QE และความต้องการเพื่อการลงทุนที่ลดลง

อัตราเงินเฟ้อ ความเสี่ยงของเสถียรภาพในระบบการเงิน และปริมาณการอัดฉีดสภาพคล่องในระบบการเงินของโลก ซึ่งเป็นตัวผลักดันความต้องการทองคำเพื่อใช้เป็นสินทรัพย์เพื่อการลงทุนนั้น ยังไม่สนับสนุนการลงทุนในทองคำในช่วงระยะกลาง-ยาว

แรงกดดันทางด้านเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากกำลังการผลิตส่วนเกินในประเทศพัฒนาแล้วที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ที่กำลังการผลิตน้ำมันในกลุ่มประเทศ Non-OPEC ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากการค้นพบก๊าซและน้ำมันจากชั้นหินดินดาน (Shale Gas/Shale Oil) ในสหรัฐฯ ส่งผลให้กำลังการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นแรงกดดันต่อการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานโลก

ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพในระบบการเงินทั้งในสหรัฐฯ และยุโรป ลดลงอย่างต่อเนื่อง จากภาพการฟื้นตัวอย่างชัดเจนของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่วนในยุโรปการแก้ไขปัญหาหนี้ภาครัฐที่ดำเนินมาต่อเนื่อง ได้ช่วยให้เศรษฐกิจยุโรปในภาพรวมเริ่มส่งสัญญาณหยุดหดตัว และเริ่มเห็นสัญญาณของการขยายตัวของประเทศใหญ่เป็นสำคัญ

การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ซึ่งสนับสนุนให้ Fed ชะลอการใช้มาตรการ QE3 จะส่งผลให้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาทองคำอีกทางหนึ่ง

แนะนำถือทองคำ เพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน และลดน้ำหนักการลงทุนเมื่อทองคำปรับตัวเข้าใกล้ 1,500 เหรียญสหรัฐฯ ต่อออนซ์

ในช่วงต่อจากนี้ เราคาดว่าทองคำจะเคลื่อนไหวผันผวนตามการคาดการณ์ของตลาดเงินเวลาการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ซึ่งแปรผันตามการเติบโตทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่ยังมีความผันผวนและความไม่แน่นอนสูง เราจึงยังแนะนำถือทองคำ เพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน อย่างไรก็ตามเราแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนเมื่อทองคำปรับตัวเข้าใกล้ 1,500 เหรียญสหรัฐฯ ต่อออนซ์ เนื่องจากแนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังคงถูกกดดันจากการยุติ QE และความต้องการเพื่อการลงทุนที่ลดลง

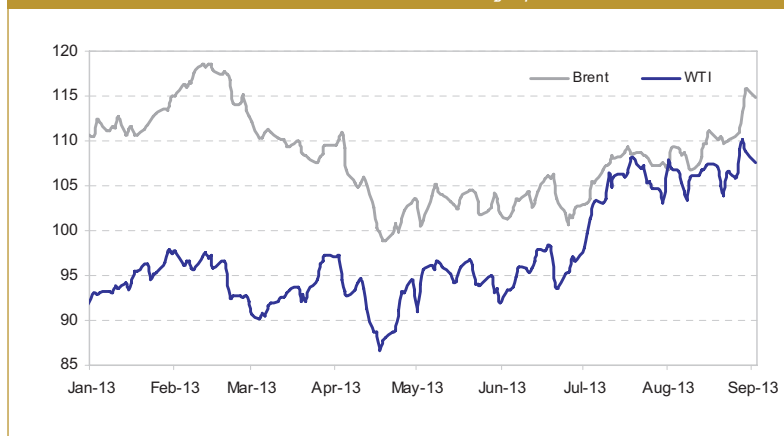
น้ำมัน : แขนงนำให้ลดสัดส่วนการลงทุน

เรามองการขึ้นของราคาน้ำมันในช่วงนี้เป็นเพียงระยะสั้น และยังคงคำแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมันเนื่องจากราคาปรับตัวขึ้นเกินพื้นฐาน จากความวิตกกังวลว่าจะมีการใช้กำลังทางทหารในวงจำกัดต่อซีเรีย ในขณะที่กำลังการผลิตน้ำมันดิบในกลุ่มประเทศ Non-OPEC ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และสต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงทรงตัวในระดับสูง

ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดใหม่ในรอบ 2 ปี ช่วงปลายเดือน ส.ค.

ราคาน้ำมัน WTI และ Brent ปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ในรอบ 2 ปี ที่ระดับ 110 และ 117 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ตามลำดับ ช่วงปลายเดือน ส.ค. จากความวิตกกังวลว่า สหรัฐฯ และประเทศพันธมิตรซึ่งประกอบด้วย อังกฤษ และฝรั่งเศส กำลังตัดสินใจที่จะใช้กำลังทางทหารในวงจำกัดต่อซีเรีย โดยมีเป้าหมายที่จะตอบโต้ซีเรียที่ใช้อาวุธเคมีสังหารประชาชน ท่ามกลางความวิตกกังวลที่ว่าเหตุการณ์ดังกล่าวอาจแพร่กระจายและนำไปสู่ความวุ่นวายในภูมิภาคตะวันออกกลาง ที่มีกำลังการผลิตน้ำมันกว่า 35% เมื่อเทียบกำลังการผลิตน้ำมันดิบของโลกในปัจจุบัน (ไตรมาส 1 /2013; ข้อมูลจาก EIA)

แผนภาพที่ 22: ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดใหม่ในรอบ 2 ปี

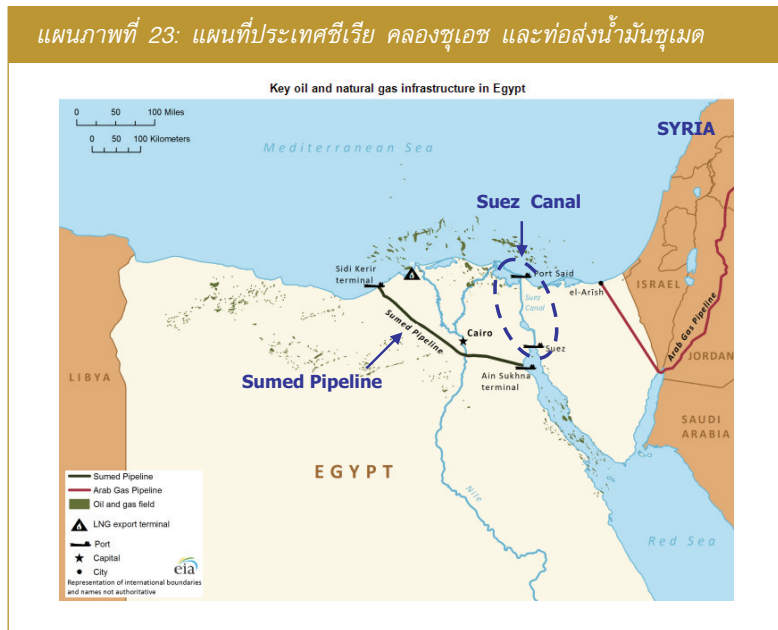


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบต่อปริมาณการผลิตน้ำมันมีจำกัด หากสหรัฐฯ และประเทศพันธมิตรใช้กำลังทางทหารต่อซีเรีย

ในปัจจุบันซีเรียไม่ได้มีการส่งออกน้ำมันซึ่งเป็นผลจากการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป ตั้งแต่ปี 2012 กอปรกับปริมาณการผลิตน้ำมันจากประเทศซีเรียมีปริมาณการผลิตน้ำมันเพียง 153,000 บาร์เรลต่อวัน (ข้อมูล ณ ต.ค. 2012: EIA) แต่ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันเนื่องจากความวิตกกังวลว่าปัญหาในซีเรียอาจส่งผลกระทบต่อเส้นทางขนส่งน้ำมันดิบที่สำคัญของโลก กล่าวคือประเทศซีเรียอยู่ในตำแหน่งที่ใกล้เส้นทางขนส่งน้ำมันที่สำคัญคือ คลองซูเอซ และท่อส่งน้ำมันซุมเมด (Sumed: Suez-Mediterranean Pipeline) ในประเทศอียิปต์ ซึ่งทั้งสองเส้นทางเป็นเส้นทางยุทธศาสตร์ที่สำคัญในการขนส่งน้ำมันระหว่างทะเลเมดิเตอร์เรเนียนและภูมิภาคเอเชีย โดยคลองซูเอซมีปริมาณการขนส่งน้ำมันดิบ 800,000 บาร์เรลต่อวัน และผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน สำหรับท่อส่งน้ำมันซุมเมดมีปริมาณขนส่งน้ำมันดิบ 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ข้อมูลจาก EIA)

แผนภาพที่ 23: แผนที่ประเทศซีเรีย คลองซูเอซ และท่อส่งน้ำมันซุมัด



ที่มา: EIA

ปริมาณการผลิตที่จะกลับมาเมื่อปัญหาในประเทศลิเบียเข้าสู่ภาวะปกติ จะส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันในตลาดโลก

ลิเบียมีศักยภาพในการผลิตน้ำมันดิบอยู่ที่ระดับ 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน แต่ในปีปัจจุบันลิเบียผลิตน้ำมันดิบเพียง 200,000 บาร์เรลต่อวัน จากปัญหาการประท้วงเรื่องคอร์รัปชันในลิเบีย ซึ่งหากลิเบียสามารถเจรจากับผู้ประท้วงได้สำเร็จและกลับมาผลิตน้ำมันได้ตามปกติ ก็จะมีผลกระทบต่อราคาน้ำมันในตลาดโลก

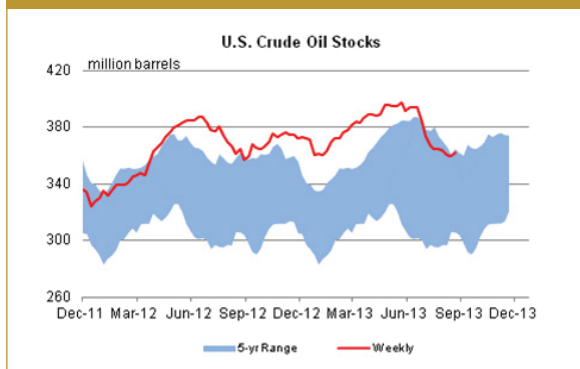
ราคาน้ำมันในตลาด Future เป็นลักษณะ Backwardation (ราคาในน้ำมันในตลาด Future ของสัญญาอายุใกล้ มีราคาสูงกว่าสัญญาที่มีอายุไกล)

ราคาน้ำมันดิบในตลาด Future เป็นลักษณะ Backwardation (ราคาในน้ำมันในตลาด Future ของสัญญาอายุใกล้ มีราคาสูงกว่าสัญญาที่มีอายุไกล) สะท้อนภาพของภาวะอุปทานที่ตึงตัว แต่แนวโน้มระยะยาวยังคงเป็นภาพของราคาน้ำมันที่น่าจะลดลงตามกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของกลุ่มประเทศ Non-OPEC

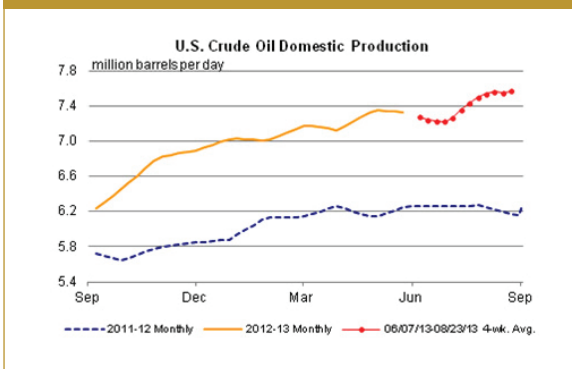
กำลังการผลิตน้ำมันดิบในกลุ่มประเทศ Non-OPEC ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และสต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงทรงตัวในระดับสูง

EIA รายงานกำลังการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมาสู่ระดับ 7.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ส.ค. 2013 เมื่อเทียบกับระดับ 6.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ส.ค. 2012 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1991 จากกำลังการผลิต Shale Oil ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเทคโนโลยีการผลิตแบบ Hydraulic Fracturing และ Horizontal Drilling โดย EIA ประมาณการว่ากำลังการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ เฉลี่ยจะอยู่ที่ระดับ 7.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2013 และจะเพิ่มขึ้นเป็นระดับ 8.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2014 และ สต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯ แม้จะปรับตัวลดลงเนื่องจากผลของฤดูกาล Driving Season ที่ทำให้ปริมาณความต้องการน้ำมันสูงขึ้น และทำให้โรงกลั่นเพิ่มกำลังการผลิตเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามสต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯ เริ่มทรงตัวและมีทิศทางปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงปลายเดือน ส.ค. โดยทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ระดับ 362.0 ล้านบาร์เรล

แผนภาพที่ 24: สต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังทรงตัวในระดับสูง



แผนภาพที่ 25: ปริมาณการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



ที่มา: U.S. Energy Information Administration, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คงคำแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน

เนื่องจากราคาปรับตัวขึ้นเกินพื้นฐาน และได้สะท้อนความเสี่ยงจากการใช้กำลังทางทหารในวงจำกัดต่อซีเรียไปมากแล้ว ในขณะที่กำลังการผลิตน้ำมันดิบในกลุ่มประเทศ Non-OPEC ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และสต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงทรงตัวในระดับสูง

สินค้าเกษตร: แนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุน

ราคาสินค้าเกษตรส่วนใหญ่ได้ปรับตัวลงและสะท้อนถึงผลเก็บเกี่ยวที่ยังดีต่อเนื่องจากสภาพอากาศที่เอื้ออำนวยต่อการเพาะปลูก อย่างไรก็ตาม ปัจจัยทางด้านอุปสงค์ยังไม่เห็นแนวโน้มว่าจะปรับตัวขึ้น เราจึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในกลุ่มสินค้าเกษตร

แผนภาพที่ 26: ราคาสินค้าเกษตรส่วนใหญ่ปรับตัวลงในเดือน ส.ค.

	Current	1 Day	1 Week	1 Month	YTD
Wheat MATIF	188.3	-0.50%	1.60%	1.10%	-24%
Wheat CBOT	654.3	-0.80%	1.00%	-0.40%	-30%
Corn	494.3	0.20%	1.60%	-0.10%	-30%
Soybeans	1368.5	-0.30%	1.90%	12.40%	-4%
Cotton	83.2	-0.60%	-0.70%	-2.00%	11%
Sugar	16.37	-0.20%	-0.90%	-3.50%	-16%
Coffee Arabica	117.7	-0.70%	0.50%	-2.90%	-18%
Cocoa	1647	-0.50%	1.10%	7.20%	15%

ที่มา: ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

as of 30/08/13

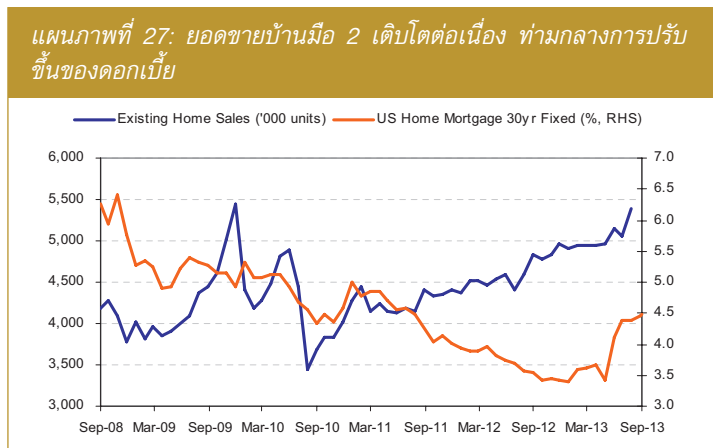
ราคาสินค้าเกษตรส่วนใหญ่มีความผันผวนน้อยลงจากเดือนที่แล้ว เนื่องจากราคาสินค้าเกษตรได้มีสะท้อนการเก็บเกี่ยวไปแล้วส่วนหนึ่ง ยกเว้นราคาถั่วเหลืองและเมล็ดโกโก้ โดยราคาถั่วเหลืองได้ปรับตัวขึ้นสูงถึง 12.4% MoM ในช่วงหนึ่งเดือนที่ผ่านมา หลังจากสภาพอากาศปรับตัวร้อนและแห้งแล้งขึ้นในภาคตะวันออกเฉียงกลางของสหรัฐฯ มีโอกาสที่จะทำให้ผลผลิตเก็บเกี่ยวถั่วเหลืองลดลง ในขณะที่ราคาเมล็ดโกโก้ปรับตัวสูงขึ้น 7.2% MoM จากสภาพอากาศที่แห้งแล้งขึ้นเช่นกัน

US REITs: แนะนำซื้อลงทุน

ตัวเลขภาคอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราว่าการทยอยปรับขึ้นของดอกเบี้ยจะเร่งให้เกิดการกู้ยืมเพื่อ Lock-In ดอกเบี้ยก่อนที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้จะปรับตัวสูงขึ้นไปกว่าในปัจจุบัน เรายังคำแนะนำซื้อ เนื่องจากจ่ายอัตรารับผลที่สูง และแนวโน้มการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ

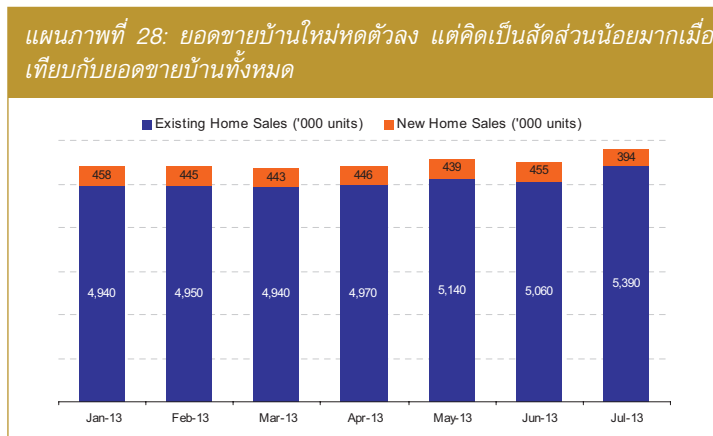
ตัวเลขยอดขายบ้านในสหรัฐฯ ขยายตัวต่อเนื่อง

ตัวเลขยอดขายบ้านมือ 2 ในสหรัฐฯ ยังคงปรับตัวขึ้น 6.5% MoM ในเดือน ก.ค. สู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี แม้อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมเพื่อซื้อบ้านในสหรัฐฯ จะปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่เชื่อว่าการทยอยปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะกระตุ้นความต้องการการซื้อบ้านเพื่อ Lock-In อัตราดอกเบี้ยก่อนที่ปรับตัวสูงขึ้นไปกว่าในปัจจุบัน



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยอดขายบ้านใหม่ในสหรัฐฯ แม้จะมีการหดตัวในเดือน ก.ค. แต่ส่วนหนึ่งนั้นเป็นผลมาจากอุปทานของบ้านสร้างเสร็จพร้อมขายที่ยังอยู่ในภาวะตึงตัว และไม่เพียงพอต่อความต้องการของตลาด นอกจากนั้นยอดการขายบ้านใหม่ยังถือเป็นสัดส่วนเพียง 7% ของยอดขายบ้านทั้งหมด



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ให้ผลตอบแทนที่ดีจากทั้งเงินปันผลในระดับสูงและ Capital Gains

อัตรการจ่ายปันผลโดยเฉลี่ยของ US REITs ในปัจจุบันอยู่ที่ 4% เรามองว่าอัตรการจ่ายปันผลในปัจจุบันถือเป็นระดับที่น่าสนใจลงทุน โดยหากพิจารณาในช่วงปี 2010-2011 จะพบว่าส่วนต่างระหว่างอัตรการจ่ายปันผลของ REITs เทียบกับอัตรผลตอบแทนพันธบัตร 10 ของสหรัฐฯ (Dividend Yield Gap) จะเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 0.5% ซึ่งต่ำกว่าส่วนต่างในปัจจุบันที่ 1.2% และถือเป็น Upside ให้ราคา REITs ในสหรัฐฯ สามารถปรับตัวขึ้นได้อีก เมื่อนักลงทุนเริ่มมั่นใจต่อภาพการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์

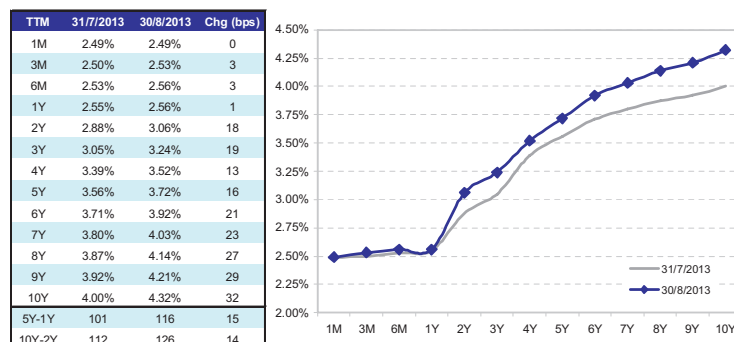
ตลาดตราสารหนี้

ยังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงพันธบัตรระยะยาว และเน้นลงทุนพันธบัตรอายุไม่เกิน 2 ปี เนื่องจากทิศทาง การดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น (Monetary Policy Tightening) ของ Fed จะทำให้ทิศทางดอกเบี้ยในสหรัฐฯ เริ่มกลับเป็นขาขึ้นอีกครั้ง และส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้แนวโน้มการอ่อนค่าของเงินบาท ซึ่งถูกกดดันจากดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลการค้าที่ติดลบยังคงส่งเสริมแรงขายของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารหนี้ไทย

ดอกเบี้ยระยะยาวปรับตัวสูงขึ้นในเดือน ส.ค.

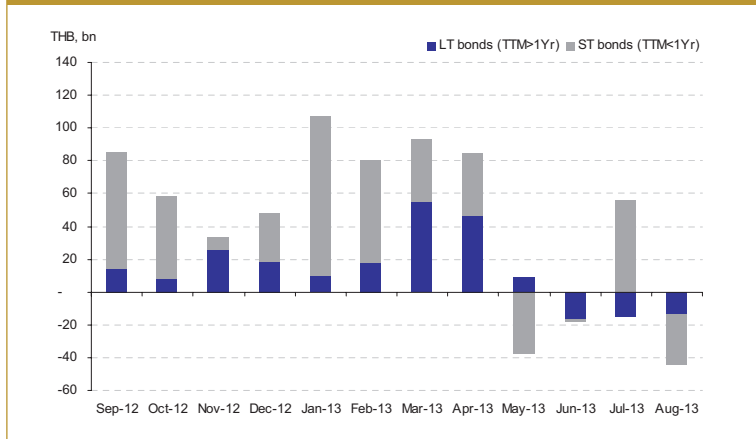
เป็นไปตามที่เราคาดไว้ อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง โดยในเดือน ส.ค. อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีปรับตัวเพิ่มขึ้น 32bps ต่อเนื่องจากเดือน มิ.ย. ที่ปรับตัวขึ้น 17bps ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นอายุต่ำกว่า 1 ปี ทรงตัว

แผนภาพที่ 29: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวขึ้นแรงในเดือน ส.ค.



ที่มา: ThaiBMA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 30: นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิในตลาดตราสารหนี้ไทยในเดือน ส.ค. จำนวน 44.7 พันล้านบาท

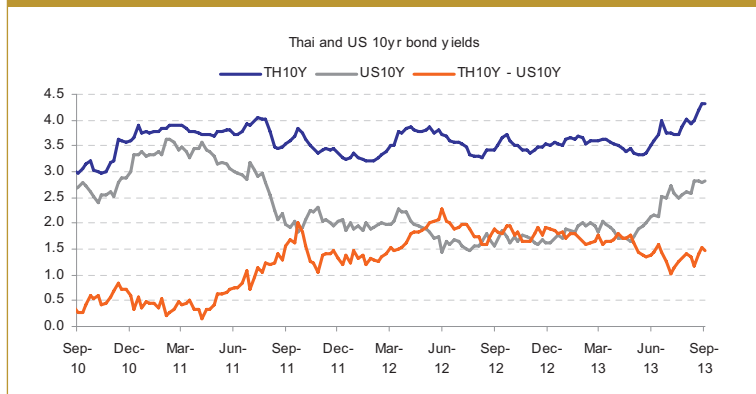


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ดอกเบี๋ยระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะขึ้นต่อ

เรายังคงมุมมองของเรา ว่าอัตราดอกเบี๋ยระยะยาวยังมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวขึ้นอีกหลังจากนี้ เนื่องจากส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ของไทยและสหรัฐฯ ซึ่งอยู่ที่ราว 1.5% ในปัจจุบันนั้น ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 1 ปีย้อนหลังที่ 1.62% เราเชื่อว่ามาตรการ QE ของสหรัฐฯ จะทำให้ส่วนต่างดอกเบี๋ยดังกล่าวปรับเพิ่มขึ้น เนื่องจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นของค่าเงินบาท ซึ่งประสบปัญหาขาดดุลการค้า และดุลบัญชีเดินสะพัดในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 31: ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ยังมีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้นอีก



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Tisco Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินซิพอล เอก เศรษฐศาสตร์
Michigan State University
- ปรินซิพอลโท เศรษฐศาสตร์
National University of Singapore
(ทุน Asian Development Bank)
- ปรินซิพอลตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คมศร ประกอบผล

Senior Strategist

- ปรินซิพอลโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพอลตรี วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

เอกชัย บุญยะพงค์ไชย

Strategist

- ปรินซิพอลโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซิพอลตรี วิศวกรรมศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: วิศวกร บริษัทด้านพลังงาน กว่า 4 ปี
วานิชธนกิจและที่ปรึกษาการลงทุน 2 ปี

ศรันต์ สุนันท์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซิพอลโท เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพอลตรี เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

ธนวัฒน์ รินบันเทิง

Economist

- ปรินซิพอลโท บริหารธุรกิจ สาขาการจัดการ
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซิพอลตรี บริหารธุรกิจ สาขาการจัดการ
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ประสบการณ์: เศรษฐกร สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย
กว่า 5 ปี

วี โกวิทยา

Research Assistant

- ปรินซิพอลตรี บริหารธุรกิจ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อภิญา ขนุนทอง

Research Assistant

- ปรินซิพอลตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

Research Assistant

- ปรินซิพอลตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

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

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ 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 6737017
เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080
เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161	เซ็นทรัลรามอินทรา ชั้น 3	: 02 970 6006	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	แพชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดีไอเอสสยาม ชั้น 1	: 02 623 9141
ฟิวเจอร์พาร์ครังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998		
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารกบินทร์	: 02 633 4333	ศรีนครินทร์	: 02 758 6269
	รัตนาธิเบศร์ : 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166	วงจักร	: 02 621 0141
	เยาวราช : 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

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	พิจายา	: 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	โสตส์โคราช	: 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	สงขลา	: 074 343 111	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว