

# Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน  
Global Asset Allocation



OCTOBER 2013

## ▶ เรายังคงมุมมองว่า Fed จะลด QE ภายในปีนี้

เราคาดว่าทิศทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพมากขึ้น ประกอบกับความชัดเจนในการเจรจาเรื่อง Debt Ceiling และงบประมาณของรัฐบาลสหรัฐฯ ซึ่งจะมีข้อสรุปในช่วงเดือน ต.ค. จะทำให้ Fed มีความมั่นใจต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นและทำให้ Fed สามารถลด QE ในเดือน ธ.ค.

## ▶ ภาพเศรษฐกิจยังคงสนับสนุนการเติบโตของผลกำไร

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะเศรษฐกิจในประเทศที่พัฒนาแล้ว และกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ ซึ่งมีดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลอย่างต่อเนื่อง และได้ประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศ G3 ผ่านช่องทางการส่งออก ซึ่งจะได้รับผลดีจากแนวโน้มแข็งค่าของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

## ▶ ความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจากความไม่แน่นอนทางการเมืองในสหรัฐฯ และอิตาลี

แม้ปัจจัยทางเศรษฐกิจและภาพรวมของตลาดยังคงสนับสนุนการลงทุนในหุ้น แต่ในระยะสั้นปัจจัยเสี่ยงด้านการเมืองจากทั้งสหรัฐฯ และยุโรปที่ทวีความรุนแรงขึ้นในเดือน ต.ค. อาจสร้างแรงกดดันและส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นมีความผันผวนสูงขึ้น

# Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตการลงทุน Global Asset Allocation



## Contents

OCTOBER 2013

Executive Summary	3
Investment Outlook	6
ตลาดหุ้น	10
ตลาดตราสารหนี้	14
การลงทุนทางเลือก	16

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ  
 คมศร ประกอบผล  
 เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย  
 ศรันตี 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](http://www.tiscowealth.com)

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

# Executive Summary

เรายังคงแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น และ Underweight ตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์ เนื่องจาก 1) ภาพเศรษฐกิจยังคงสนับสนุนการเติบโตของผลกำไร และ 2) การชะลอ/ยุติ QE จะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจากพันธบัตรมาลงทุนในหุ้น (Great Rotation)

## เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจโลก

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะเศรษฐกิจในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐฯ และญี่ปุ่น ซึ่งมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อเนื่องในปีหน้า ด้านเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่หลายประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวลง และประสบปัญหาเงินทุนไหลออกอย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางความกังวลของตลาดต่อการชะลอ/ยกเลิก QE อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศเอเชีย โดยเฉพาะกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ เช่น เกาหลีใต้ ไต้หวัน ฮองกง และจีน ซึ่งได้ประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศ G3 (สหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น) ผ่านช่องทางการส่งออก


## เรายังคงมุมมองว่า Fed จะลด QE ภายในปีนี้

เราคาดว่าทิศทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพมากขึ้น ประกอบกับความชัดเจนในการเจรจาเรื่อง Debt Ceiling และงบประมาณของรัฐบาลสหรัฐฯ ซึ่งจะมีข้อสรุปในช่วงเดือน ต.ค. จะทำให้ Fed มีความมั่นใจต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น และทำให้ Fed สามารถลด QE ได้ภายในสิ้นปีนี้

## ตลาดหุ้นยังมี Upside แม้ Fed จะยกเลิก QE

การยกเลิก QE ในที่สุดจะทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและดอกเบี้ยกลับเป็นปกติอีกครั้ง (คือราคาหุ้นและดอกเบี้ยเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน) โดยเราเชื่อว่าเมื่อ Fed เริ่มประกาศลด QE ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นภายในปีนี้ จะทำให้ดอกเบี้ยในสหรัฐฯ เริ่มทยอยปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งในระยะยาวการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ประกอบกับทิศทางของเศรษฐกิจโลกที่ยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง จะส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจากพันธบัตรมาลงทุนในหุ้น (Great Rotation) ซึ่งก็น่าจะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นต่อไปอีกในช่วงอย่างน้อย 1 ปีข้างหน้าต่อดอกเบี้ยยังคงเป็นขาขึ้นอย่างชัดเจน

## แนะนำให้ใช้ความผันผวนของตลาด เป็นโอกาสในการทยอยซื้อหุ้น

ในระยะสั้นตลาดหุ้นคงมีความผันผวนเพิ่มขึ้นจนกว่าจะมีความชัดเจนในการลด QE เรายังแนะนำให้ใช้ความผันผวนของตลาดในช่วง 1-3 เดือนนี้ เป็นโอกาสในการทยอยซื้อหุ้น เนื่องจากเชื่อว่าในระยะยาวผลตอบแทนของตลาดหุ้นจะถูกผลักดันด้วย 1) การเติบโตของกำไรที่เร่งตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะกลุ่มประเทศ G3 ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องไปยังการขยายตัวของการส่งออกจากประเทศในเอเชียเหนือด้วยในที่สุด และ 2) การเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจากพันธบัตรมาลงทุนในหุ้น (Great Rotation) ตามการขึ้นของอัตราดอกเบี้ยหลัง Fed ประกาศชะลอ/ยกเลิก QE 

## Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,398.62	-2.4%	-2.4%	6.9%	-4.7%	-10.7%	-0.6%	6.4%
Philippines PCOMP	6,207.48	-2.9%	-4.2%	1.9%	-5.1%	-9.5%	6.5%	16.6%
Indonesia JCI	4,372.58	-2.4%	-3.2%	2.9%	-9.7%	-12.6%	0.0%	1.9%
Singapore STI	3,179.33	-1.3%	-1.4%	4.6%	0.9%	-4.2%	0.0%	3.6%
Malaysia KLCI	1,765.75	-0.4%	-1.3%	2.4%	-0.4%	6.1%	-4.7%	7.6%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	22,859.86	-1.5%	-2.2%	5.2%	9.9%	2.5%	0.9%	9.7%
China H HSCEI	10,316.12	-1.7%	-3.7%	5.0%	10.8%	-5.3%	-9.8%	4.9%
China A CSI300	2,409.04	0.6%	-2.6%	4.1%	8.8%	-3.4%	-4.5%	5.1%
Taiwan TWSE	8,187.02	-0.7%	-1.5%	1.9%	1.7%	3.5%	6.2%	6.5%
Korea KOSPI	1,998.87	-0.7%	-0.5%	3.7%	7.6%	0.0%	0.0%	0.0%
India SENSEX	19,467.22	-1.8%	-2.7%	4.1%	-1.0%	2.7%	-0.2%	3.0%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,206.80	-1.7%	-0.3%	1.6%	10.8%	5.1%	12.3%	18.9%
Japan TOPIX	1,193.44	-1.9%	-1.7%	8.0%	3.8%	19.3%	38.9%	63.1%
Japan Nikkei 225	14,484.72	-2.1%	-1.9%	8.0%	4.4%	19.1%	39.1%	64.3%
Europe STOXX600	310.46	-0.6%	-0.7%	4.4%	7.7%	5.7%	11.0%	14.0%
US Dow Jones	15,129.67	-0.8%	-1.8%	2.2%	1.0%	3.8%	15.5%	11.9%
US S&P500	1,681.55	-0.6%	-1.2%	3.0%	4.1%	7.6%	17.9%	16.4%
MSCI US REITs	908.51	-1.1%	-1.7%	2.8%	-3.6%	-6.5%	0.4%	2.6%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	52,338.19	-2.6%	-4.1%	4.7%	10.8%	-6.4%	-14.1%	-12.1%
Chile IPSA	3,823.85	-1.3%	-3.2%	5.4%	-3.3%	-13.4%	-11.1%	-9.6%
Mexico MEXBO	40,185.23	-1.8%	-2.7%	1.8%	-2.4%	-8.5%	-8.1%	-2.3%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	459.31	-1.4%	-1.5%	5.6%	6.6%	-2.6%	-1.4%	4.2%
MSCI Latin America	3,303.10	-1.0%	-3.8%	8.4%	3.5%	-12.8%	-13.0%	-10.7%
MSCI All Country World	382.07	-0.8%	-0.9%	5.0%	6.6%	6.6%	12.5%	14.6%
MSCI World	1,543.67	-0.7%	-0.8%	4.8%	6.9%	8.1%	15.3%	17.1%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	102.33	-0.5%	-1.3%	-4.9%	6.0%	5.2%	11.4%	11.0%
Brent Spot	108.96	-0.1%	-0.3%	-5.9%	6.2%	-0.5%	-1.5%	-2.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.63	0.47	1.00	-1.55	0.62	-5.65	-12.17	-12.71
Gold Spot	1,336.51	-0.6%	0.4%	-4.4%	6.1%	-16.9%	-20.7%	-25.1%
Gold ETF Holdings (mil.toz)	62.06	-0.2%	-0.1%	-1.2%	-5.8%	-21.2%	-26.7%	-24.1%
DB Agriculture index (USD)	130.92	-0.7%	0.2%	-0.5%	-1.1%	-5.7%	-12.5%	-18.3%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	220.49	0.1%	0.5%	1.8%	0.4%	-0.3%	0.6%	2.1%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	177.34	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	1.2%	2.1%	3.5%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	230.98	0.0%	0.1%	1.2%	0.5%	0.4%	1.2%	3.1%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	280.47	0.0%	0.9%	2.6%	-0.1%	-1.1%	-0.1%	1.8%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.61	1	1	5	4	-13	-15	-41
2Y	2.96	0	-1	-10	8	14	8	-21
5Y	3.54	-1	-7	-18	11	36	39	21
10Y	3.94	-1	-13	-38	19	41	42	35
Spread 10Y-2Y	98	-1	-12	-28	11	27	34	56
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.64	-1	-5	-17	13	78	85	99
Japan 10Y	0.67	0	1	-3	-21	12	-11	-8
German 10Y	1.79	0	-7	-8	6	49	46	33
Spain 10Y	4.30	-6	2	-24	-31	-76	-97	-158
Italy 10Y	4.58	1	19	3	2	-33	-7	-65
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.60	1.1	2.3	-0.4	0.2	3.0	-1.4	0.3
Dollar index	79.96	-0.1%	-0.4%	-2.3%	-3.4%	-3.0%	0.6%	0.5%
USD/THB	31.14	-0.3%	-0.2%	-2.5%	1.0%	6.6%	2.1%	1.6%
EUR/USD	1.36	0.0%	0.4%	2.5%	3.5%	5.3%	2.5%	5.0%
USD/JPY	97.97	0.0%	-0.5%	-1.1%	-1.4%	5.4%	13.3%	26.0%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 10/1/2013 1:28:01 PM

### Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting						Themes
	Underweight		Neutral		Overweight		
ตราสารหนี้	■	■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- แม้ สบ.น. จะประกาศปริมาณประมูลพันธบัตรต่ำกว่าที่คาดแต่เราคาดว่า การประมูลพันธบัตรจะเพิ่มขึ้นในไตรมาสถัดไป หลังความชัดเจนใน พ.ร.บ. งบประมาณปี 2014 และ พ.ร.บ. เงินกู้ 2 ล้านล้านมีมากขึ้น</li> <li>- ทิศทางนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นของ Fed จะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย</li> <li>- แนะนำขายตราสารหนี้ระยะยาว และลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 3 ปี</li> </ul>
ตราสารทุน							
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Balance Sheet แข็งแกร่ง ปริมาณการถือครองเงินสดสูง ทำให้ผลกระทบของดอกเบี้ยที่ปรับตัวขึ้นมีจำกัด</li> <li>- P/E ใกล้เคียงกับระดับเฉลี่ยระยะยาว ในขณะที่กำไรมีแนวโน้มขยายตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ</li> <li>- คงคำแนะนำซื้อ</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย			■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- การบริโภคภายในประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวลง แต่การส่งออกมีแนวโน้มดีขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลักของโลก</li> <li>- Valuation แพงกว่าหุ้นในกลุ่ม APxJ</li> <li>- ปรับลดคำแนะนำจากซื้อ เป็นซื้อเมื่ออ่อนตัว</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน			■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง ตามแนวโน้มฟื้นตัวของประเทศ G3</li> <li>- ระดับ P/B ที่ 1.2 เท่าในปัจจุบัน น่าจะสะท้อนข่าวร้ายในตลาดไปมากแล้ว</li> <li>- คงคำแนะนำซื้อ</li> </ul>
ตลาดหุ้นเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น)			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>- แนวโน้มเริ่มมีเสถียรภาพตามการเติบโตของเศรษฐกิจจีนและการฟื้นตัวของการส่งออก</li> <li>- Downside มีจำกัด เนื่องจาก ระดับ P/E ที่ 12 เท่าในปัจจุบันน่าจะสะท้อนข่าวร้ายไปมากแล้ว</li> <li>- ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อจากถือ</li> </ul>
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผลการดำเนินงานจะขยายตัวขึ้นอย่างโดดเด่น จากการส่งออกที่ฟื้นตัว</li> <li>- Upside ระยะยาวจากนโยบายปฏิรูปภาษีและกระตุ้นการบริโภค</li> <li>- คงคำแนะนำซื้อ</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป			■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจเริ่มมีทิศทางฟื้นตัวดีขึ้น</li> <li>- Valuation ในกลุ่มประเทศ Core Countries เริ่มดูน่าสนใจ</li> <li>- แนะนำ Selective Buy ในกลุ่มประเทศ Core Countries</li> </ul>
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	■	■	■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- กำไรยังถูกกดดันจากแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว</li> <li>- มาตรการควบคุมเงินเฟ้อ ทำให้อัตรากำไร (Profit Margin) ลดลงเป็นอย่างมาก</li> <li>- คงคำแนะนำขาย</li> </ul>
สินค้าโภคภัณฑ์							
ทองคำ			■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- แนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังคงถูกกดดันจากการยุติ QE และดอกเบี้ยขาขึ้นในสหรัฐฯ</li> <li>- Upside ในระยะสั้นจากประเด็น Debt Ceiling ในสหรัฐฯ</li> <li>- คงคำแนะนำถือ</li> </ul>
น้ำมัน	■	■	■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ความขัดแย้งในซีเรียคลี่คลายลง</li> <li>- ลิเบียเริ่มกลับมาผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้น หลังการเจรจาประสบความสำเร็จ</li> <li>- คงคำแนะนำขาย</li> </ul>
US REITs			■	■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ดัชนีชี้วัดด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง</li> <li>- เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาฯ ในสหรัฐฯ</li> <li>- คงคำแนะนำซื้อ</li> </ul>



# Investment Outlook

## Fed ประกาศ QE เซอร์ไพรส์ตลาด

ในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางสหรัฐฯ หรือ Fed ประกาศปริมาณการซื้อสินทรัพย์ (QE) โดยให้เหตุผลว่าดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงที่ผ่านมา ยังไม่แข็งแกร่งพอที่จะลดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ หลังการประกาศ QE ที่เซอร์ไพรส์ตลาด ตลาดหุ้นทั่วโลกก็ปรับตัวขึ้นตอบรับข่าวดีดังกล่าว อย่างไรก็ตามหลังประกาศ QE ไปได้เพียงไม่กี่วัน ท่าทีของ Fed สาขาต่างๆ ที่มีทั้งในเชิงสนับสนุนและคัดค้านการใช้มาตรการ QE ได้สร้างความสับสนต่อนักลงทุน และทำให้ตลาดกลับมาผันผวนอีกครั้งหนึ่ง

## เรายังคงมุมมองว่า Fed จะลด QE ภายในปีนี้

เราคาดว่าทิศทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพมากขึ้น ประกอบกับความชัดเจนในการเจรจาเรื่อง Debt Ceiling และงบประมาณของรัฐบาลสหรัฐฯ ซึ่งจะมีข้อสรุปในช่วงเดือน ต.ค. จะทำให้ Fed มีความมั่นใจต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นและทำให้ Fed สามารถลด QE ในเดือน ธ.ค.

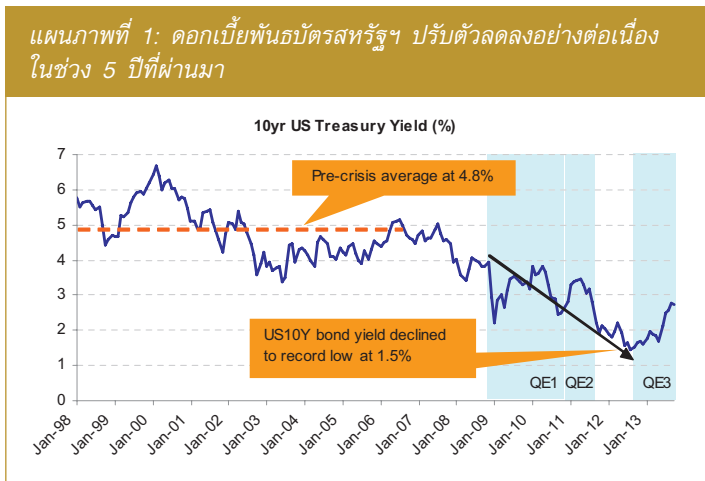
## ที่ผ่านมา QE ส่งผลกระทบต่อตลาดทุนทั่วโลกอย่างไรบ้าง?

มาตรการ QE ของสหรัฐฯ ที่ประกาศใช้ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ได้ส่งผลกระทบเป็นวงกว้างต่อราคาสินทรัพย์และตลาดทุนทั่วโลก เราจะย้อนกลับไปสรุปผลกระทบของ QE ที่มีต่อราคาสินทรัพย์ต่างๆ ก่อนจะวิเคราะห์ถึงแนวโน้มของตลาดหลังมีการชะลอ/ยกเลิก QE ในหัวข้อถัดไป

QE คือมาตรการการเงินแบบพิเศษ ที่ใช้กระตุ้นเศรษฐกิจในยามที่นโยบายการเงินแบบปกติ เช่น การลดดอกเบี้ยนโยบายนั้น ไม่สามารถให้ได้ผลอีกต่อไป ในการทำ QE ธนาคารกลางจะตั้งวงเงินรับซื้อสินทรัพย์ทางการเงินจากธนาคารพาณิชย์ โดยหวังผลให้ 1) อัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลง (ดอกเบี้ยจะแปรผกผันกับราคาสินทรัพย์ ดังนั้น เมื่อธนาคารกลางรับซื้อสินทรัพย์ในราคาสูง จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง) และ 2) เพิ่มสภาพคล่องในระบบธนาคารพาณิชย์ (เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ได้รับเงินสดจากการขายสินทรัพย์ให้ธนาคารกลาง) ซึ่งจะส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์มีสภาพคล่องคงเหลือเพื่อการปล่อยกู้มากขึ้น ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในที่สุด

Fed เริ่มใช้นโยบาย QE เป็นครั้งแรกในเดือน พ.ย. ปี 2008 หลังจากนั้น Fed ก็มีการต่ออายุ และขยายวงเงินการรับซื้อสินทรัพย์เรื่อยมาในช่วงเกือบ 5 ปีที่ผ่านมา จะมีก็แต่ในช่วงเดือน ก.ย. 2011- ก.ย. 2012 เท่านั้นที่ Fed มีการเว้นวรรคมาตรการ QE

ผลกระทบทางตรงของมาตรการ QE ประการแรกคือ การกดดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ให้อยู่ในระดับต่ำ ดอกเบี้ยพันธบัตรอายุ 10 ของสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากระดับเฉลี่ยที่ราว 5% ในช่วงก่อนเกิดวิกฤต Subprime ในปี 2008 มาทำจุดต่ำสุดที่ราว 1.5% ในช่วงกลางปีที่ผ่านมา ก่อนที่จะปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ 2.7% ในปัจจุบัน หลัง Fed เริ่มมีการกล่าวถึงการชะลอมาตรการ QE ในปีนี้



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

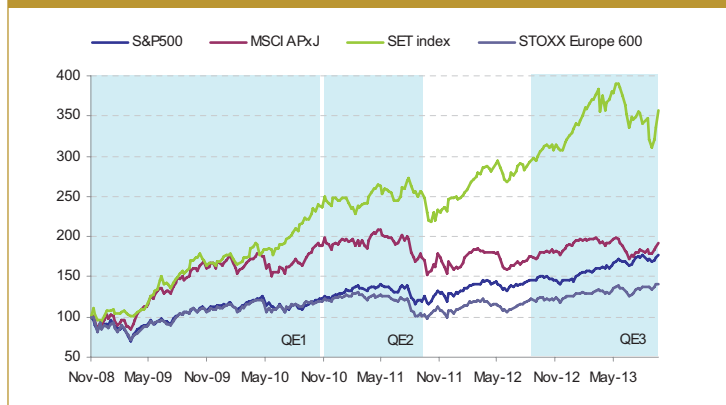
การปรับตัวลดลงของดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ทำให้เกิดการ Carry Trade จากการกู้เงินดอลลาร์ที่ดอกเบี้ยต่ำ มาลงทุนนอกประเทศที่ให้ดอกเบี้ยสูงกว่าโดยเฉพาะในเอเชีย ที่เศรษฐกิจยังเติบโตได้ดีและมีหนี้ต่ำ ซึ่งส่งผลให้ 1) ค่าเงินสกุลเอเชียแข็งค่าขึ้นเทียบดอลลาร์ และ 2) ดอกเบี้ยในเอเชียปรับลดลงตามดอกเบี้ยในสหรัฐฯ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวขึ้นแรงติดต่อกันหลายปี โดยดัชนี SET Index ปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 250% ในช่วงนับตั้งแต่สหรัฐฯ เริ่มใช้มาตรการ QE มาจนถึงปัจจุบัน แต่การจะสรุปว่าหุ้นปรับตัวขึ้นมาสูงที่ระดับปัจจุบันเป็นผลมาจาก QE แต่เพียงอย่างเดียวนั้นก็คงจะไม่ถูกนัก เพราะหากเราดูผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็จะพบว่ามีการเติบโตขึ้นถึง 40% ในช่วงเดียวกัน และ SET Index ก็ปรับตัวขึ้นมาจากระดับ P/E ที่ต่ำมากเพียง 7 เท่า มาอยู่ที่ 14 เท่าในปัจจุบัน ซึ่งยังนับว่าต่ำกว่าค่า P/E ในช่วงปี 2007 ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดวิกฤตเสียอีก

แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นตัวขึ้นจากวิกฤต Subprime ในปี 2008



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 4: ตลาดหุ้นทั่วโลกยังเทรดอยู่ที่ระดับ P/E ต่ำกว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตในปี 2008



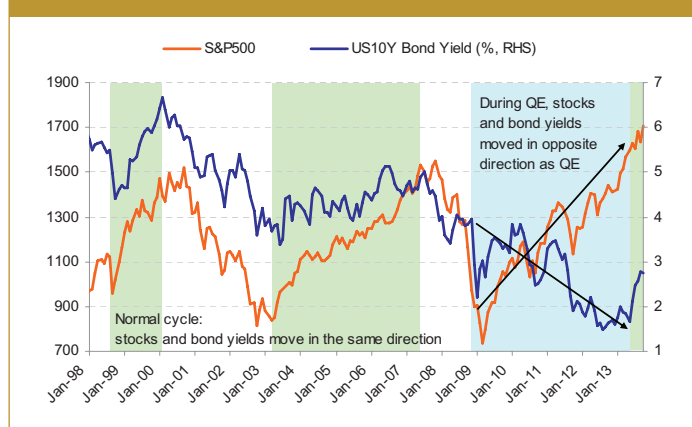
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ผลกระทบอีกหนึ่งอย่างที่มีความสำคัญของการทำ QE ของสหรัฐฯ ก็คือการทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและดอกเบี้ยพันธบัตร ผิดเพี้ยนไปจากในช่วงปกติ กล่าวคือ ในวัฏจักรปกติของเศรษฐกิจนั้น ราคาหุ้นและอัตราดอกเบี้ยมักเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน ตัวอย่าง เช่น เมื่อทิศทางเศรษฐกิจมีความเสี่ยงที่จะชะลอตัวลง นักลงทุนก็จะโยกย้ายเงินลงทุนด้วยการขายหุ้นและซื้อพันธบัตร เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน ซึ่งทำให้ราคาหุ้นและดอกเบี้ยปรับตัวลดลงเป็นทิศทางเดียวกัน จนเมื่อดอกเบี้ยต่ำมากเพียงพอที่จะกระตุ้นการใช้จ่ายและการลงทุนอีกครั้ง เศรษฐกิจก็จะเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้น นักลงทุนก็จะเริ่มโยกย้ายเงินลงทุนจากพันธบัตรกลับไปสู่หุ้น ซึ่งทำให้ราคาหุ้นและดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้นในทิศทางเดียวกัน ซ้ำแบบนี้ไปเป็นวัฏจักร

แต่การอัดฉีดสภาพคล่องจากการทำ QE นั้นทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวผิดเพี้ยนไป เนื่องจากสภาพคล่องจาก QE นั้น “Inflate” ราคาของสินทรัพย์ทางการเงินทุกอย่างทั่วโลก และทำให้เงินทุนไหลเข้าทั้งหุ้นและพันธบัตรพร้อมกัน จนเกิดการเคลื่อนไหวที่สวนทางกันของราคาหุ้นและดอกเบี้ย ซึ่งทำให้เราเห็นราคาหุ้นที่พุ่งขึ้นตลอด สวนทางกับดอกเบี้ยพันธบัตรที่ลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา



แผนภาพที่ 5: ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและดอกเบี้ยพันธบัตร  
ผิดเพี้ยนไปจากช่วงปกติ เนื่องจากการทำ QE



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ตลาดหุ้นยังเป็นขาขึ้นแม้ Fed จะยกเลิก QE ในขณะที่การลงทุนในตราสารหนี้จะถูกกดดันจากดอกเบี้ยขาขึ้น

การยกเลิก QE ในที่สุดจะทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นและดอกเบี้ยกลับเป็นปกติอีกครั้ง (คือราคาหุ้นและดอกเบี้ยเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน) โดยเราเชื่อว่าเมื่อ Fed เริ่มประกาศลด QE ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นภายในปีนี้ จะทำให้ดอกเบี้ยในสหรัฐฯ เริ่มทยอยปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งในระยะยาวการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ย ประกอบกับทิศทางของเศรษฐกิจโลกที่ยังเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง จะส่งผลให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจากพันธบัตรมาลงทุนในหุ้น (Great Rotation) ซึ่งก็น่าจะส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นต่อไปอีกในช่วงอย่างน้อย 1 ปีข้างหน้าที่ยังคงดูเป็นขาขึ้นอย่างชัดเจน

### ภาพเศรษฐกิจยังคงสนับสนุนการเติบโตของผลกำไร

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะเศรษฐกิจในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐฯ และญี่ปุ่น ซึ่งมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อเนื่องในปีหน้า จากความมั่นใจที่เพิ่มขึ้นและงบดุลของทั้งภาครัฐและภาคครัวเรือนที่แข็งแกร่งขึ้นมากในสหรัฐฯ หลังจากความพยายามในการแก้ปัญหาหนี้ในช่วงตลอด 5 ปีที่ผ่านมา ส่วนในญี่ปุ่นความพยายามในการแก้ปัญหาเชิงโครงสร้างหลายๆ ด้าน รวมทั้งนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายยังน่าจะส่งผลให้เศรษฐกิจ รวมถึงผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนขยายตัวต่อเนื่อง

ด้านเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่หลายประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวลง และประสบปัญหาเงินทุนไหลออกอย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางความกังวลของตลาดต่อการชะลอ/ยกเลิก QE ซึ่งทำให้มีการโยกย้ายเงินทุนออกจากประเทศที่มีปัญหาขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างเรื้อรัง เช่น อินเดีย อินโดนีเซีย และบราซิล

อย่างไรก็ดี เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศเอเชีย โดยเฉพาะกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ เช่น เกาหลีใต้ ไต้หวัน ฮองกง และจีน ซึ่งมีดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลอย่างต่อเนื่อง และได้ประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศ G3 ผ่านช่องทางการส่งออก ซึ่งจะได้รับผลดีจากแนวโน้มแข็งค่าของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากประเด็นการชะลอ/ยกเลิก QE อีกด้วย

### ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากความไม่แน่นอนทางการเมืองในสหรัฐฯ และอิตาลี

แม้ปัจจัยทางเศรษฐกิจและภาพรวมของตลาดยังคงสนับสนุนการลงทุนในหุ้น แต่ในระยะสั้นปัจจัยเสี่ยงด้านการเมืองจากทั้งสหรัฐฯ และยุโรปที่ทวีความรุนแรงขึ้นในเดือน ต.ค. อาจสร้างแรงกดดันและส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นมีความผันผวนสูงขึ้น โดยทางฝั่งสหรัฐฯ ความขัดแย้งในการเจรจาประมาณประจำปีของรัฐบาล อาจนำไปสู่การเผชิญหน้าในการเจรจาขยายเพดานหนี้ ซึ่งจากการประมาณของ Congressional Budget Office (CBO: สำนักงานประมาณของสหรัฐฯ) พบว่าระดับหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ จะถึงเพดานในวันที่ 17 ต.ค. ส่วนในฝั่งยุโรป การลาออกของรัฐมนตรีจำนวน 5 คน ของพรรค PDL ภายใต้การนำของนาย Berlusconi ทำให้เสถียรภาพของรัฐบาลผสมที่อ่อนแออยู่แล้วมีความสั่นคลอนมากขึ้น และอาจนำไปสู่การเลือกตั้งใหม่ในที่สุด

# ตลาดหุ้น

เรายังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้น APxJ, จีน, สหรัฐฯ และญี่ปุ่น ปรับลดคำแนะนำการลงทุนในตลาดหุ้นไทยจากซื้อ เป็นซื้อเมื่ออ่อนตัว และยังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงตลาดหุ้นละตินอเมริกา และอินเดีย

## แนะนำให้ใช้ความผันผวนของตลาดในช่วง 1-3 เดือนนี้ เป็นโอกาสในการทยอยซื้อหุ้น

ในระยะสั้นตลาดหุ้นคงมีความผันผวนเพิ่มขึ้นจนกว่าจะมีความชัดเจนในการลด QE เรายังแนะนำให้ใช้ความผันผวนของตลาดในช่วง 1-3 เดือนนี้ เป็นโอกาสในการทยอยซื้อหุ้น เนื่องจากเชื่อว่าในระยะยาวผลตอบแทนของตลาดหุ้นจะถูกผลักดันด้วย 1) การเติบโตของกำไรที่เร่งตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะกลุ่มประเทศ G3 ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องไปยังการขยายตัวของส่งออกจากประเทศในเอเชียด้วยในที่สุด และ 2) การเคลื่อนย้ายเงินลงทุนจากพันธบัตรมาลงทุนในหุ้น (Great Rotation) ตามการขึ้นของอัตราดอกเบี้ยหลัง Fed ประกาศชะลอ/ยกเลิก QE

## ยังแนะนำหุ้นในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก (ไม่รวมญี่ปุ่น) (APxJ) และจีน

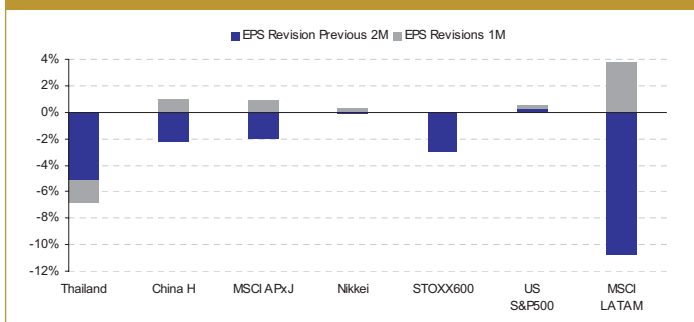
เนื่องจาก Valuation ที่ยังคงค่อนข้างถูก (ค่า P/E 13 เท่า และ 8 เท่า ตามลำดับ) ในขณะที่เศรษฐกิจมีทิศทางขยายตัวดีขึ้นจากการส่งออกที่ฟื้นตัวตามประเทศ G3 ซึ่งทำให้ประมาณการผลกำไรของหุ้นในภูมิภาคเริ่มมีการปรับขึ้น

แผนภาพที่ 6: หุ้นในภูมิภาค APxJ และจีน ยังเทรดที่ Valuation ถูกกว่าภูมิภาคอื่นๆ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 7: คาดการณ์ผลกำไรของหุ้นใน APxJ และจีนเริ่มมีการปรับขึ้นในช่วงเดือนที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ยังคงแนะนำ Overweight ตลาดสหรัฐฯ และญี่ปุ่น

เรายังชอบตลาดหุ้นใน Developed Markets เช่น สหรัฐฯ และญี่ปุ่น ที่การเติบโตของเศรษฐกิจมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในปีหน้า และคาดการณ์ผลกำไรมีความแข็งแกร่ง และมีโอกาสปรับขึ้นได้ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ และ Valuation ที่ยังดูสมเหตุสมผลกับแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจ

### ปรับลดคำแนะนำการลงทุนในตลาดหุ้นไทย จากซื้อเป็นซื้อเมื่ออ่อนตัว

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในระยะยาว และเชื่อว่า GDP ในช่วงครึ่งหลังของปีจะฟื้นตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของส่งออกและการท่องเที่ยวซึ่งเข้าสู่ช่วงฤดูกาล High Season อย่างไรก็ดี การชะลอตัวของภาคธุรกิจในประเทศ และการฟื้นตัวของส่งออกที่เราคาดว่าจะไม่โดดเด่นเท่ากลุ่มประเทศเอเชียเหนือ ประกอบกับ Valuation ที่ยังแพงกว่าหุ้นในตลาด APxJ โดยเฉลี่ย ทำให้เราเชื่อว่าตลาดหุ้นไทยจะเริ่มให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาด APxJ (Underperform) ในช่วง 1 ปีข้างหน้า

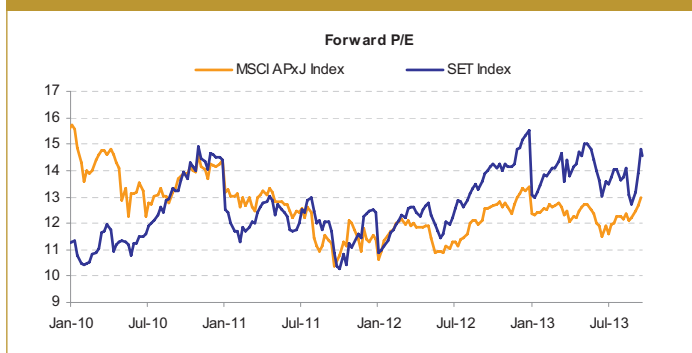
ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาซึ่งแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลกยังไม่มีทิศทางขยายตัวอย่างชัดเจนนัก การบริโภคในประเทศจึงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจไทย และทำให้เศรษฐกิจไทย รวมไปถึงกลุ่มประเทศ TIP (Thailand, Philippines และ Indonesia) ขยายตัวโดดเด่นกว่าประเทศอื่นๆ ในโลก และทำให้ตลาดหุ้นในกลุ่ม TIP ปรับตัวขึ้นแรงต่อเนื่อง และเทรดที่ Valuation ที่สูงกว่าตลาดอื่นๆ ในกลุ่ม APxJ

แผนภาพที่ 8: Forward P/E ของดัชนี S&P500 ยังใกล้เคียงระดับเฉลี่ย 10 ปี



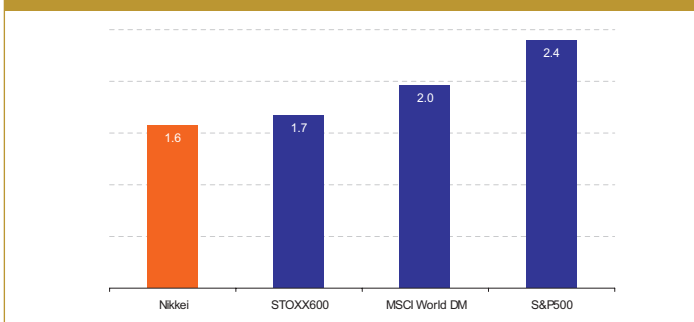
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 10: P/E ของหุ้นไทยเริ่มแพงกว่า APxJ ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากการบริโภคที่แข็งแกร่ง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

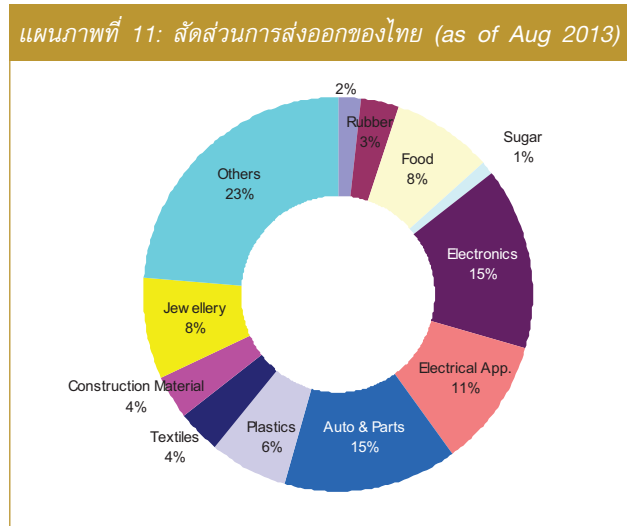
แผนภาพที่ 9: P/B ของดัชนี Nikkei 255 ยังต่ำสุดในกลุ่ม Developed Markets



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

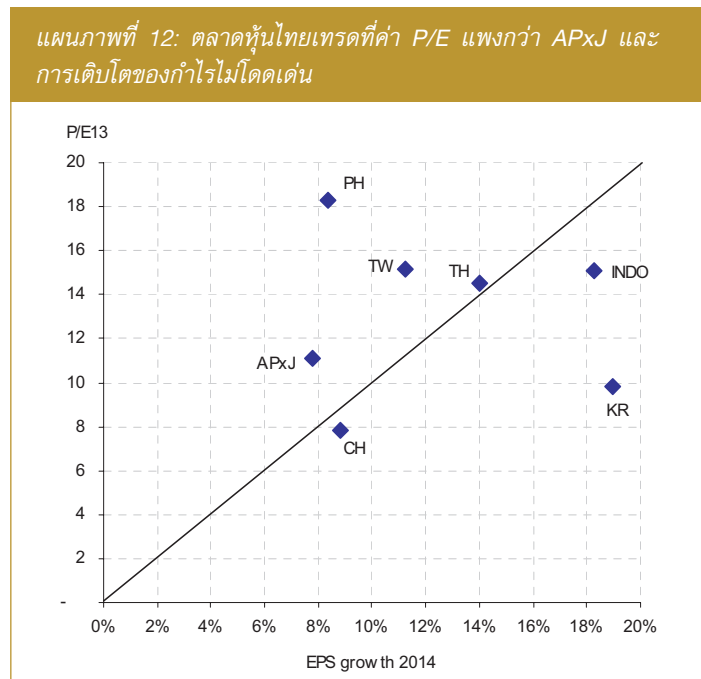
อย่างไรก็ตาม ในปี 2013 นี้ แนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะกลุ่มประเทศ G3 เริ่มมีทิศทางเร่งตัวขึ้น สวนทางกับเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง เนื่องจากมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐ เช่น การคืนภาษีรถคันแรกที่หมดอายุลง และมาตรการจูงใจสินค้าเกษตรที่มีแนวโน้มลดลงในปีหน้า รวมถึงความเสี่ยงจากความล่าช้าของโครงการลงทุนของภาครัฐ เช่น โครงการบริหารจัดการน้ำ และโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาท ซึ่งสร้างความไม่แน่นอนต่อบรรยากาศการลงทุนในประเทศ

ด้านการส่งออกน่าจะได้ผลบวกจากการฟื้นตัวของประเทศในกลุ่ม G3 และค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วในช่วงไตรมาส 2 ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของการบริโภคและการลงทุนได้บางส่วน อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าแนวโน้มการฟื้นตัวของส่งออกของไทย ในปี 2014 จะไม่โดดเด่นเท่ากับประเทศในเอเชียเหนือ เนื่องจากสินค้าส่งออกหลักของไทย เช่น แผงวงจรไฟฟ้า และฮาร์ดดิสก์ไดรฟ์ อาจไม่เป็นที่ต้องการของตลาดมากเท่ากับสินค้าประเภท Tablet และ Smartphone ซึ่งมีการเติบโตสูงและมีฐานการผลิตส่วนใหญ่อยู่ใน จีน ไต้หวัน และเกาหลี



ที่มา: Ministry of Commerce, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

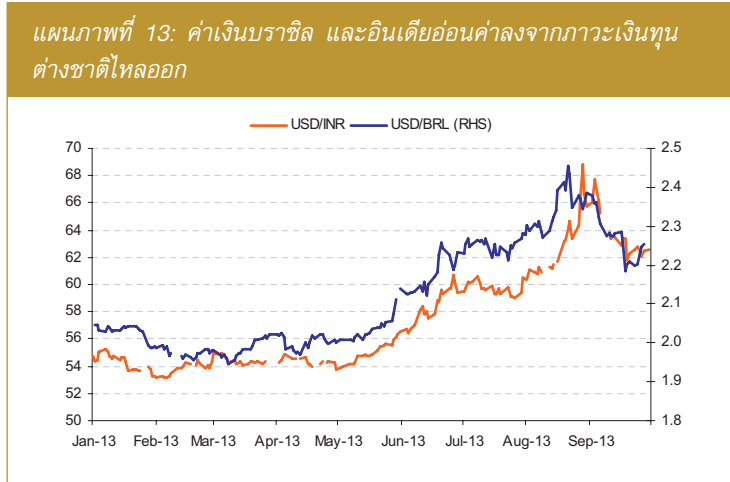
เราเชื่อว่าตลาดหุ้นไทยมี Upside น้อยกว่าตลาด APxJ เนื่องจาก Valuation ที่แพงกว่า และการเติบโตของกำไรที่ไม่โดดเด่นเมื่อเทียบกับภูมิภาค และปรับลดคำแนะนำการลงทุนในตลาดหุ้นไทย จากซื้อเป็นซื้อเมื่ออ่อนตัว โดยแนะนำซื้อหุ้นไทยที่ระดับดัชนีต่ำกว่า 1,400 จุด



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ยังคงแนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุนในตลาดหุ้นละตินอเมริกาและอินเดีย**

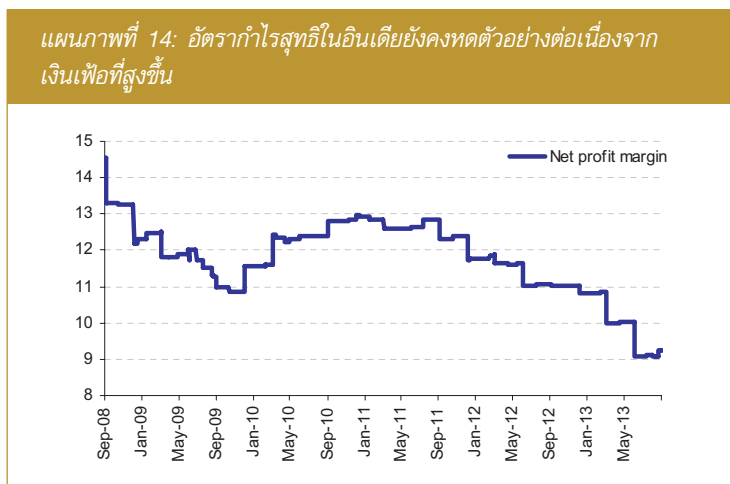
เศรษฐกิจในกลุ่มประเทศละตินอเมริกาและอินเดีย ยังเผชิญกับปัญหาเงินเฟ้อสูง และปัญหาขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้เงินทุนต่างชาติไหลออกและทำให้ค่าเงินอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปัญหาดังกล่าวยังไม่มามีท่าทีที่จะคลี่คลายลง และทำให้เศรษฐกิจมีทิศทางชะลอตัวลงอย่างชัดเจน โดย DB คาดการณ์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของบราซิลในปีที่ 2.5% และชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องในปีหน้าเป็น 2.1% โดยมีปัจจัยกดดันหลักจากแนวโน้มอ่อนตัวของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น เหล็ก น้ำมันดิบ และถั่วเหลือง ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกหลักของประเทศ ส่วนในอินเดีย DB คาดการณ์อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปีที่ 3.7% ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 10 ปี

อัตรากำไรสุทธิยังคงมีแนวโน้มที่หดตัวลง เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่ทรงตัวในระดับสูงทำให้ต้นทุนวัตถุดิบมีการปรับตัวสูงขึ้น นอกจากนี้ค่าเงินที่อ่อนค่ายังส่งผลกดดันให้ต้นทุนสินค้านำเข้ามีการปรับตัวสูงขึ้นอีกด้วย



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงแนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุนในตลาดหุ้นละตินอเมริกาและอินเดีย เนื่องจากปัญหาเศรษฐกิจชะลอตัวและเงินทุนไหลออกยังไม่มีแนวโน้มคลี่คลายลง ในขณะที่ Valuation ยังไม่อยู่ในระดับที่น่าสนใจ (ดูแผนภาพที่ 6)

# ตลาดตราสารหนี้

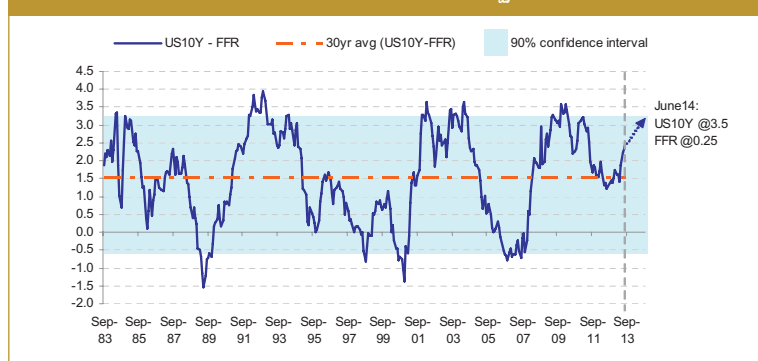
ยังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว และเน้นลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

**ดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ยังเป็นขาขึ้น แต่อัตราการขึ้นจะเป็นไปแบบค่อยเป็นค่อยไปมากขึ้น**

ในระยะสั้น เราคาดว่าตลาดพันธบัตรจะยังมีความผันผวนเช่นเดียวกับตลาดหุ้น แต่เมื่อตลาดมีความชัดเจนจากประเด็นการชะลอ/ยกเลิก QE มากขึ้น ตลาดจะซึมซับข่าวดังกล่าวและทำให้ตลาดตราสารหนี้เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น และดอกเบี้ยจะทยอยขยับขึ้นอย่างช้าๆ ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ

จากข้อมูลการเคลื่อนไหวของดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ในช่วง 30 ปีที่ผ่านมา เราพบว่าความชันของ Yield Curve ในสหรัฐฯ (ดอกเบี้ยพันธบัตร 10 ปี – ดอกเบี้ยนโยบาย) ในช่วงกรอบบนของ 90% Confidence Interval จะอยู่ที่ 3.25% ประกอบกับมุมมองของเราและตลาดที่คาดว่าดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds Rate) จะทรงตัวที่ 0-0.25% ในปี 2014 ทำให้เราเชื่อว่าดอกเบี้ยพันธบัตร 10 ของสหรัฐฯ จะปรับตัวขึ้นเป็น 3.5% ในช่วงกลางปีหน้า ซึ่งหากเทียบกับการปรับตัวขึ้นของดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา ถือว่าเป็นการปรับขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป และไม่พุ่งขึ้นเร็วจนสร้างความกังวลต่อตลาดหุ้นเหมือนในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา

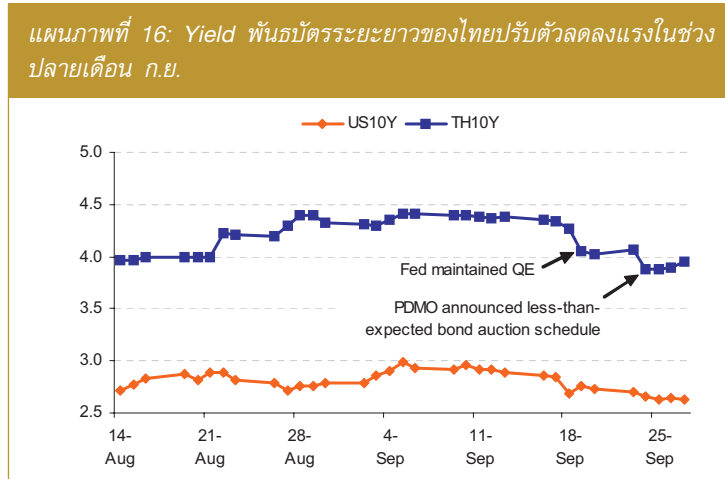
แผนภาพที่ 15: ความชันของ Yield Curve สหรัฐฯ ในรอบ 30 ปีที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ดอกเบี้ยระยะยาวในไทยปรับตัวลงแรงในเดือนที่ผ่านมา แต่ในระยะยาวยังเป็นขาขึ้นตามดอกเบี่ยสหรัฐฯ**

Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวลดลงแรงในช่วงปลายเดือน ก.ย. เนื่องจากสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะประกาศแผนการประมูลพันธบัตรรัฐบาลในไตรมาสหน้า ซึ่งมีปริมาณ (Net Supply) น้อยกว่าที่ตลาดคาด โดยมีการประมูลพันธบัตรใหม่จำนวน 9.5 หมื่นล้านบาท ต่ำกว่าระดับปกติที่มีการประมูลพันธบัตรใหม่ราว 1.25-1.35 แสนล้านบาท ต่อไตรมาส

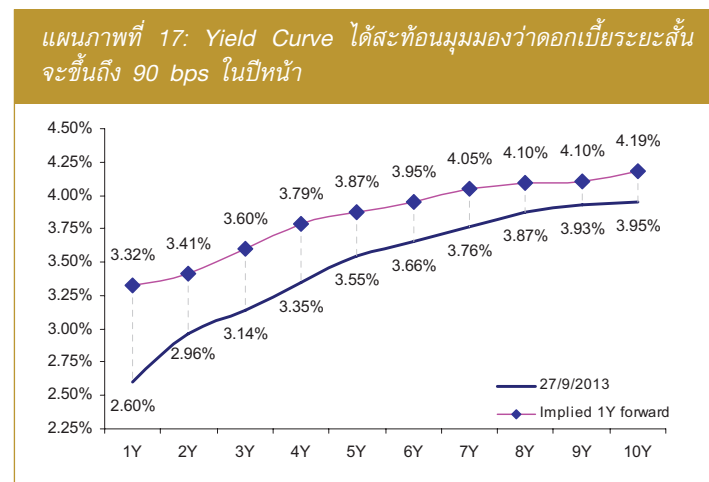


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปริมาณการประมูลพันธบัตรใหม่ที่ต่ำกว่าที่คาดอาจเป็นผลมาจากความล่าช้าในการผ่านร่าง พ.ร.บ. งบประมาณ 2014 ซึ่งยังรอคำตัดสินจากศาลรัฐธรรมนูญ และพ.ร.บ. กู้เงิน 2 ล้านล้าน รอการพิจารณาจากวุฒิสภา อย่างไรก็ตามเรายังคงมองว่าร่าง พ.ร.บ. ดังกล่าวจะผ่านในที่สุด และปริมาณการประมูลพันธบัตรจะกลับมาสูงขึ้นในไตรมาสถัดไป ซึ่งจะกดดันอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวให้ปรับตัวสูงขึ้น

**เรายังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว และเน้นลงทุนในพันธตราอายุไม่เกิน 3 ปี**

เนื่องจาก ความชันของ Yield Curve ในช่วงอายุ 2-3 ปีนั้นมีความชันมาก จากการคำนวณ Forward Yield ด้วยวิธี Bootstrapping พบว่า Yield Curve ได้สะท้อนมุมมองว่าดอกเบี้ยระยะสั้นจะขึ้นถึง 90 bps ในปีหน้า ในขณะที่เราเชื่อว่าดอกเบี้ยระยะสั้นมีโอกาสขึ้นเพียงไม่เกิน 25 bps



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

# การลงทุนทางเลือก

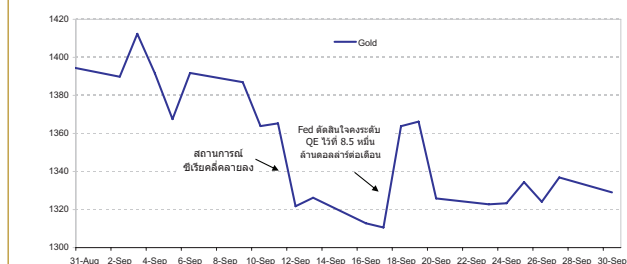
## ทองคำ: แนนำถือเพื่อกระจายความเสี่ยง

ในระยะสั้นเรายังแนะนำถือทองคำเพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน จากความไม่แน่นอนในการเจรจางบประมาณประจำปีและการขยายเพดานหนี้ของสหรัฐฯ สำหรับแนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังคงถูกกดดันจากการยุติ QE ส่งผลให้ทองคำมี Upside ที่จำกัด

ราคาทองคำเคลื่อนไหวผันผวน ตามสถานการณ์ในซีเรีย ทิศทางของ Fed ต่อนโยบาย QE และการเจรจางบประมาณประจำปีของรัฐบาลและการขยายเพดานหนี้ของสหรัฐฯ

ในช่วงต้นเดือน ก.ย. ราคาทองคำปรับตัวลดลงหลังจากสถานการณ์ซีเรียคลี่คลายลง ก่อนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากผลการประชุมของ Fed เมื่อวันที่ 18-19 ก.ย. ที่ Fed ตัดสินใจคงระดับ QE ไว้ที่ 8.5 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือน ซึ่งทำให้ราคาทองคำปรับตัวขึ้น 4.1% จาก 1,309 ดอลลาร์ต่อออนซ์ เป็น 1,362 ดอลลาร์ต่อออนซ์ หลังจากนั้นราคาทองคำเคลื่อนไหวผันผวนตามท่าทีของ Fed ต่อนโยบาย QE และความไม่แน่นอนในการเจรจางบประมาณประจำปีของรัฐบาลและการขยายเพดานหนี้ของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 18 : การเคลื่อนไหวราคาทองคำ เดือน ก.ย.



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



### ในระยะสั้น ราคาทองคำน่าจะได้รับผลบวกจากความเสี่ยงทางการเมืองในสหรัฐฯ

ความยากลำบากในการเจรจางบประมาณประจำปีของรัฐบาล แสดงให้เห็นถึงความขัดแย้งในเชิงนโยบายซึ่งฝังรากลึกของสองพรรคการเมืองใหญ่ในสหรัฐฯ อาจนำไปสู่การเผชิญหน้าในการเจรจาขยายเพดานหนี้ ซึ่งจากการประมาณของ Congressional Budget Office (CBO: สำนักงบประมาณของสหรัฐฯ) พบว่า ระดับหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ จะถึงเพดานในวันที่ 17 ต.ค.

เราคาดว่าในช่วงตั้งแต่ต้นเดือนจนถึงวันที่ 17 ต.ค. ตลาดจะให้ความสำคัญกับการเจรจาขยายเพดานหนี้ ซึ่งทำให้เกิดความกังวลถึงความเสี่ยงในการถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐฯ และเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาทองคำในระยะสั้น อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าการเจรจาขยายเพดานหนี้ น่าจะผ่านไปได้ในที่สุด และหลังจากนั้นราคาทองคำน่าจะปรับตัวลดลงตามความเสี่ยงที่ลดลง

### แนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังมี Upside ที่จำกัด

เราคาดว่าแนวโน้มราคาทองคำในระยะกลาง-ยาว ยังมี Upside ที่จำกัด เนื่องจาก 1) การชะลอ/ยุติมาตรการ QE ของสหรัฐฯ 2) การคาดการณ์เงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ และ 3) ความต้องการทองคำที่อาจชะลอลงจากประเทศอินเดีย

### การชะลอ/ยุติมาตรการ QE ของสหรัฐฯ

ถึงแม้ว่า Fed จะยังคงมาตรการ QE ในการประชุมเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า Fed จะเริ่มชะลอมาตรการ QE ภายในปีนี้ และประเด็นดังกล่าวอาจกลับมาเป็นปัจจัยกดดันราคาทองคำต่อไป

### การคาดการณ์เงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับต่ำ

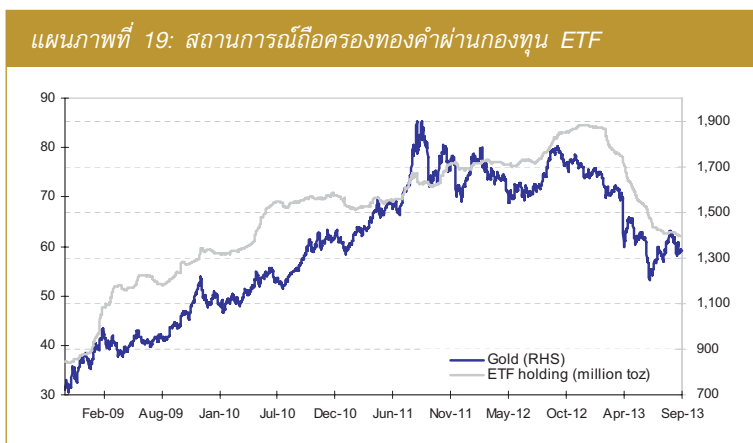
แรงกดดันทางด้านเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากกำลังการผลิตส่วนเกินในประเทศพัฒนาแล้วที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง นอกจากนี้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการค้นพบก๊าซและน้ำมันจากชั้นหินดินดาน (Shale Gas / Shale Oil) ยังคงเป็นปัจจัยกดดันต่อการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานในอนาคต

### ความต้องการทองคำจากอินเดียอาจชะลอลง จากค่าเงินรูปีที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว

ประเทศอินเดียประสบปัญหาขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง กอปรกับภาวะเงินทุนไหลออก ส่งผลให้ค่าเงินรูปีที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว มีผลให้ราคาทองคำในรูปสกุลเงินท้องถิ่นปรับตัวสูงขึ้น อาจเป็นปัจจัยกดดันต่อความต้องการทองคำในอนาคต

### ในระยะสั้นเรายังแนะนำถือทองคำ เพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน และทยอยลดน้ำหนักการลงทุนเมื่อราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงการเจรจาที่จะขยายเพดานหนี้ของสหรัฐฯ

เราแนะนำให้ถือทองคำเพื่อกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนจากประเด็น Debt Ceiling ในสหรัฐฯ และเริ่มทยอยลดน้ำหนักการลงทุน หากทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงการเจรจาที่จะขยายเพดานหนี้ของสหรัฐฯ ที่จะถึงเพดานในวันที่ 17 ต.ค. นี้



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

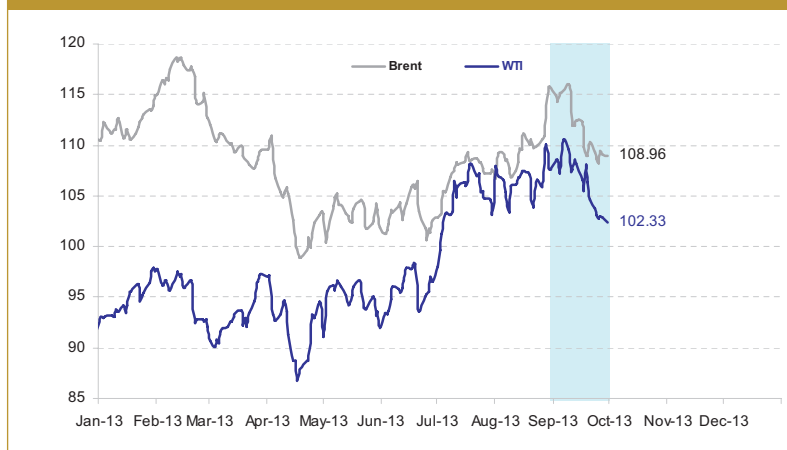
## น้ำมัน

ยังคงคำแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมันเนื่องจาก 1) ภาวะอุปทานตึงตัวจะเริ่มผ่อนคลายจากปริมาณการผลิตที่สูงขึ้นจากลิเบีย 2) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง 3) อุปสงค์ที่ลดลงจากการเข้าสู่ช่วงบำรุงรักษาประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ

ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง หลังจากความกังวลต่อสถานการณ์ซีเรียคลี่คลายลง และภาวะอุปทานตึงตัวที่คลี่คลายลงจากกำลังการผลิตที่กลับมาจากลิเบีย

ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือน ก.ย. โดยราคาน้ำมันดิบ เบรนท์ (Brent) ลดลง 5.9% หรือ 6.87 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล มาอยู่ที่ 108.96 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล น้ำมันดิบ เวสต์เท็กซัส (WTI) ลดลง 4.9% หรือ 5.32 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล มาอยู่ที่ 102.33 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จากสถานการณ์ซีเรียที่คลี่คลายลง หลังจากรัสเซียได้มีการเสนอให้ทางซีเรียส่งมอบอาวุธเคมีให้แก่สหประชาชาติ เพื่อหลีกเลี่ยงการโจมตีของสหรัฐฯ กอปรกับปริมาณการผลิตน้ำมันที่เพิ่มขึ้นของลิเบียจากระดับ 150,000 – 200,000 บาร์เรลต่อวัน ในช่วงสิ้นเดือน ส.ค. มาอยู่ที่ระดับ 800,000 บาร์เรลต่อวันในช่วงปลายเดือน ก.ย. หลังจากปัญหาการประท้วงของคนงานในลิเบียคลี่คลายลง

แผนภาพที่ 20: ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือน ก.ย.

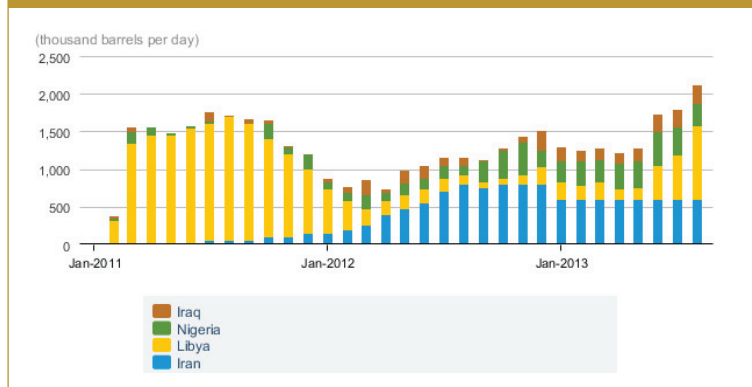


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### ภาวะอุปทานตึงตัวเริ่มผ่อนคลาย เป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันในช่วงต่อไป

ในเดือน ส.ค. ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่ลดลงจากเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดการณ์ล่วงหน้า (Unplanned Production Outages) ของกลุ่มประเทศ OPEC และ non – OPEC อยู่ที่ระดับ 2.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดตั้งแต่เดือน ม.ค. 2011 โดยคิดเป็นปริมาณการผลิตที่ลดลงจากกลุ่มประเทศ OPEC 2.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน และกลุ่มประเทศ non – OPEC 0.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน เราคาดว่าปริมาณการผลิตของกลุ่มประเทศ OPEC จะเริ่มกลับเข้าสู่ภาวะปกติ เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของลิเบียที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับศักยภาพที่ 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน และทำที่ที่ผ่อนคลายระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน อาจจะนำมาซึ่งการผ่อนคลายนโยบายคว่ำบาตรอิหร่านในอนาคต จะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบในช่วงต่อไป

แผนภาพที่ 21: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่ลดลงจากเหตุการณ์ที่ไม่ได้คาดการณ์ล่วงหน้าจากกลุ่มประเทศ OPEC

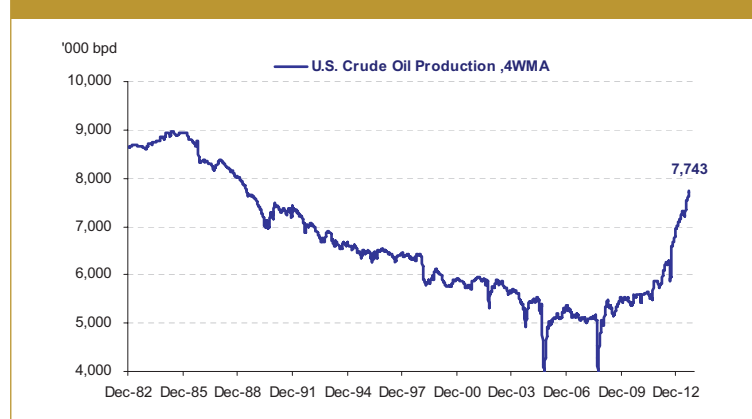


ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA), Short Term Energy Outlook – Sep13

### ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องและทำระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1989

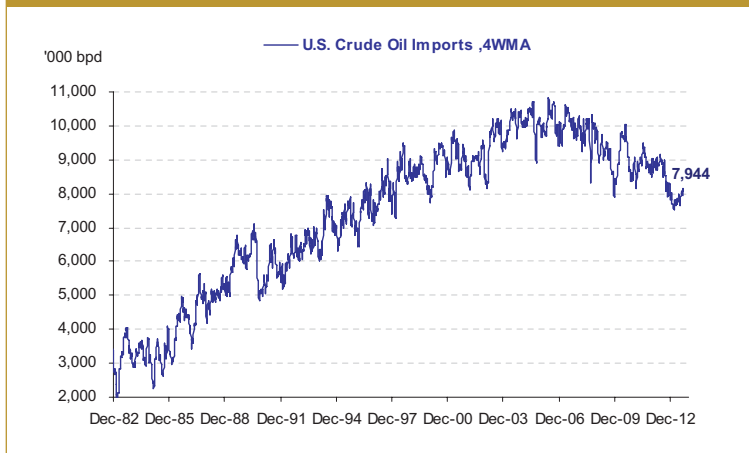
รายงานการคาดการณ์ราคาพลังงาน (Short Term Energy Outlook - STEO) เดือน ก.ย. ที่จัดทำโดย EIA รายงานปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเฉลี่ยของสหรัฐฯ ที่ระดับ 7.6 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ส.ค. ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1989 จากกำลังการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Shale Oil) ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากเทคโนโลยีการผลิตแบบ Hydraulic Fracturing และ Horizontal Drilling ที่มาจากตอนกลางของสหรัฐฯ รวมทั้งจากแหล่ง Bakken ในรัฐ North Dakota และแหล่ง Eagle Ford ในรัฐ Texas โดย EIA ประเมินการว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เฉลี่ยจะอยู่ที่ระดับ 7.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2013 และจะเพิ่มขึ้นเป็นระดับ 8.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 ซึ่งเป็นการปรับเพิ่มประมาณการปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้น 0.1 และ 0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับเมื่อเทียบกับรายงาน STEO ในเดือนก่อนหน้า

แผนภาพที่ 22: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ อยู่ในระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 1989



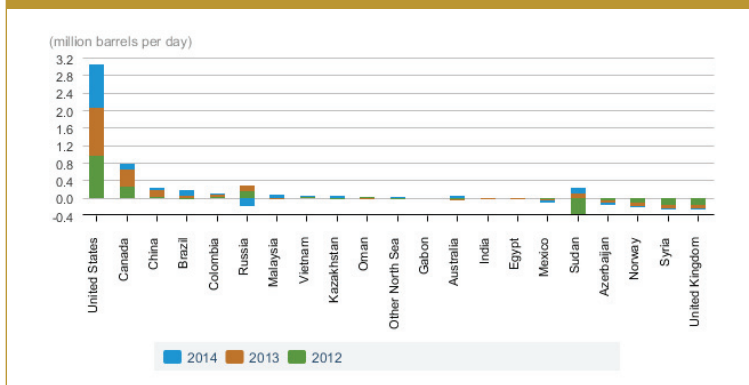
ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 23: ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง



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

แผนภาพที่ 24: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่จะเพิ่มขึ้นจากกลุ่มประเทศ non - OPEC ในปี 2012-2014



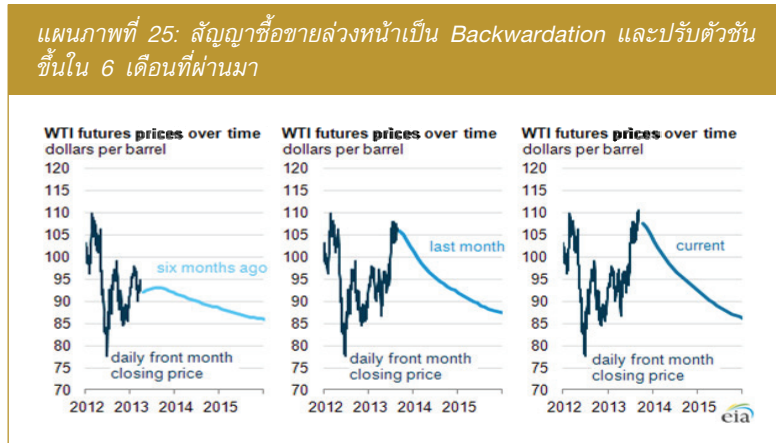
ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA), Short Term Energy Outlook – Sep13

เส้นราคาน้ำมันดิบในตลาดซื้อขายล่วงหน้า (Future) ยังคงเป็นลักษณะ **Backwardation** (ราคาในน้ำมันในตลาดซื้อขายล่วงหน้าของสัญญาอายุใกล้ มีราคาสูงกว่าสัญญาที่มีอายุไกล) และปรับตัวขึ้นขึ้นใน 6 เดือนที่ผ่านมา

สัญญาซื้อขายน้ำมันดิบล่วงหน้าคือ สัญญาที่คู่สัญญาจะมีการตกลงที่จะซื้อหรือขายน้ำมันโดยระยะเวลาส่งมอบในอนาคต อาจจะเป็น 1 เดือน 2 เดือน หรือเป็นปีในอนาคต ซึ่งผู้ซื้อและผู้ขายสามารถกำหนดราคาน้ำมันที่จะส่งมอบในอนาคตด้วยราคาที่ตกลงกัน ณ วันที่มีการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้า โดยราคาน้ำมันดิบในตลาดซื้อขายล่วงหน้าสามารถเป็นเครื่องมือหนึ่งในการบ่งชี้การคาดการณ์อุปสงค์และอุปทานน้ำมันในอนาคต

โดยปกติแล้วราคาน้ำมันในตลาดซื้อขายล่วงหน้าจะสะท้อนต้นทุนในการจัดเก็บน้ำมัน ต้นทุนค่าเสียโอกาส รวมถึงความไม่แน่นอนในตลาด ซึ่งมักส่งผลให้ราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าระยะยาว มีราคาสูงกว่าสัญญาระยะสั้น ซึ่งเราเรียกลักษณะของราคาน้ำมันในตลาดซื้อขายล่วงหน้าดังกล่าวว่า Contango

แต่ในปัจจุบันราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าระยะสั้น มีราคาสูงกว่าสัญญาระยะยาว (Backwardation) ซึ่งสะท้อนสภาวะที่อุปทานตึงตัวในระยะสั้น (จากประเด็นซีเรียและลิเบีย) ซึ่งไม่กระทบต่อแนวโน้มในระยะยาว ที่อุปทานยังมีแนวโน้มเติบโตสูง เนื่องจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของกลุ่มประเทศ non-OPEC



ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA)

#### อุปสงค์ที่ลดลงจากการเข้าสู่ช่วงบำรุงรักษาประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ

ในช่วงปลายไตรมาส 3 เข้าสู่ ไตรมาส 4 จะเข้าสู่ช่วงบำรุงรักษาประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบของโรงกลั่นลดลง โดย EIA คาดว่าโรงกลั่นจะลดกำลังการกลั่นลงสู่ระดับ 14.84 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ต.ค. จากระดับ 16 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ก.ย. และทำให้สต็อกน้ำมันดิบมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาส 4

#### คงคำแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน

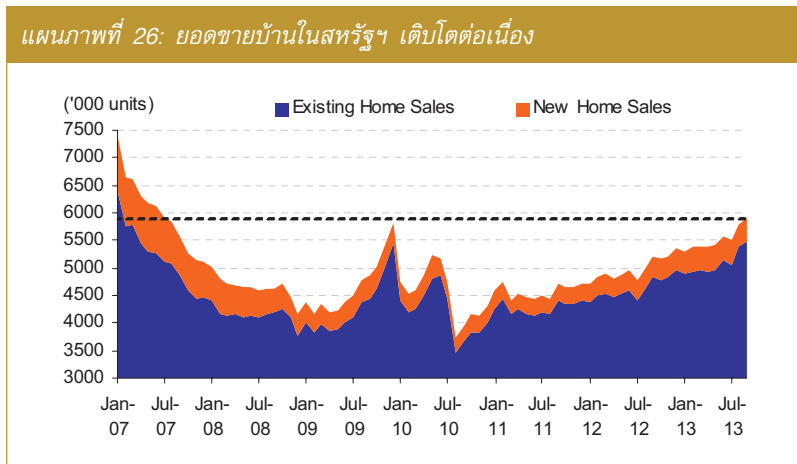
เนื่องจาก 1) ภาวะอุปทานตึงตัวจะเริ่มผ่อนคลาย 2) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง 3) อุปสงค์ที่ลดลงจากการเข้าสู่ช่วงบำรุงรักษาประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ

## US REITs: แนะนำซื้อลงทุน

ในช่วงที่ผ่านมาดัชนี MSCI US REITs ถูกกดดันจากอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว แม้ว่าตัวเลขภาคอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงส่งสัญญาณเติบโตอย่างต่อเนื่อง เราเชื่อว่าอัตราการขึ้นของดอกเบี้ยในสหรัฐฯ จะเริ่มชะลอลงและยังคงแนะนำซื้อเนื่องจากจ่ายอัตราปันผลที่สูง และแนวโน้มการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ที่ยังคงแข็งแกร่ง

### ตัวเลขยอดขายบ้านในสหรัฐฯ ขยายตัวต่อเนื่อง

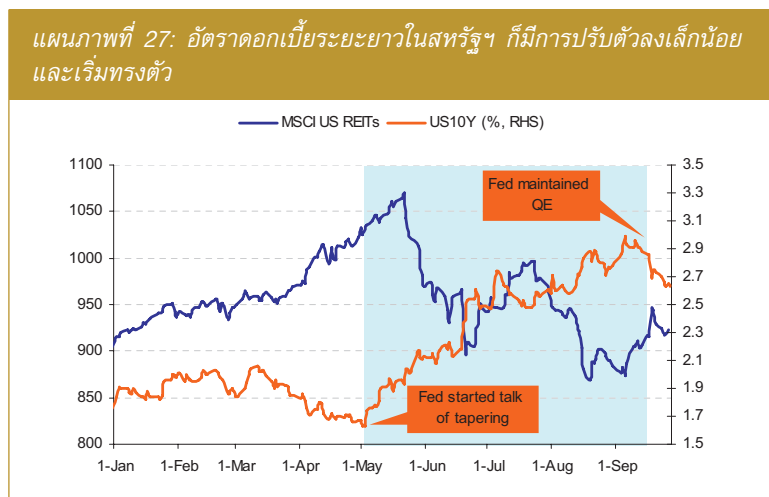
ตัวเลขยอดขายบ้านในสหรัฐฯ ยังคงปรับตัวขึ้น 2.1% MoM ในเดือน ส.ค. สู่ระดับสูงสุดในรอบ 5 ปี ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่เชื่อว่าการทยอยปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะกระตุ้นความต้องการการซื้อบ้านเพื่อ Lock-In อัตราดอกเบี้ยก่อนที่จะปรับตัวสูงขึ้นไปกว่าในปัจจุบัน



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

### แรงกดดันจากดอกเบี้ยขึ้นผ่อนคลายลง

ดัชนี MSCI US REITs ถูกกดดันจากอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ภายหลัง Fed ประกาศคงมาตรการ QE ในช่วงปลายเดือน ก.ย. อัตราดอกเบี้ยระยะยาวในสหรัฐฯ ก็มีการปรับตัวลงเล็กน้อยและเริ่มทรงตัว จากนั้นไป แม้ว่าเรายังเชื่อว่า Fed จะเริ่มประกาศลด QE ภายในปีนี้ แต่เราคาดว่าหลังตลาดมีความชัดเจนต่อแผนการชะลอ/ยุติ QE อัตราดอกเบี้ยน่าจะทยอยปรับขึ้นอย่างช้าๆ และทำให้แรงกดดันต่อดัชนี MSCI US REITs ผ่อนคลายลง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## TISCO Economic Strategy Unit

### ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์  
Michigan State University
- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์  
National University of Singapore  
(ทุน Asian Development Bank)
- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

### คมศร ประกอบผล

Senior Strategist

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

### เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย

Strategist

- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ (การเงิน)  
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซิพาเล่ วิศวกรรมศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: วิศวกร บริษัทด้านพลังงาน กว่า 4 ปี  
วานิชธนกิจและที่ปรึกษาการลงทุน 2 ปี

### ศรินทร์ สุพันธ์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

### ธนวัฒน์ รื่นบันเทิง

Economist

- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ สาขาการจัดการ  
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ สาขาการจัดการ  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ประสบการณ์: เศรษฐกร สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย  
กว่า 5 ปี

### วี ไกรวิทยา

Research Assistant

- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### อภิญา ขนุนทอง

Research Assistant

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

### สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

Research Assistant

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ  
แขวงสาม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : [wealth@tisco.co.th](mailto:wealth@tisco.co.th)

[www.tiscowealth.com](http://www.tiscowealth.com)

## TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป  
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

### สาขานาการในเขตกรุงเทพฯ 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	แพซิอัน ไอส์แลนด์ ชั้น 2 : 02 947 5315	ทีโอเอสสยาม ชั้น 1 : 02 623 9141
	ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B : 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M : 02 108 2998	
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารกสิณท์ : 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	

### สาขานาการในเขตภูมิภาค

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	พักยา : 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	ไลต์ส โคราช : 044 262 326
สุรินทร์ : 044 521 531	อุดรธานี : 042 326 333	อุบลราชธานี : 045 284 633	กระบี่ : 075 632 989
ตรัง : 075 223 277	ภูเก็ต : 076 261 929	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 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว