



Wealth Strategy 2014

Special Issue (Dec 2013-Jan 2014)

○ ภาพรวมการลงทุนในปี 2013

ตลาดหุ้นโดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว (DM Equities) ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่น ส่วนการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ยังถูกกดดันจากแนวโน้มการปรับตัวในลักษณะชันขึ้นของ Yield Curve ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์ ในขณะที่ราคาน้ำมันทรงตัว

○ มุมมองการลงทุนในปี 2014

เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มทรงตัว ซึ่งส่งผลให้เงินเฟ้อทรงตัวอยู่ในระดับต่ำและทิศทางการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางยังคงเป็นไปในแนวทางที่ผ่อนคลาย ในขณะที่ปัจจัยเสี่ยงเชิงโครงสร้าง (Systematic Risks) ของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มคลี่คลายลงเรายังคงแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น Underweight ตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์

Wealth Strategy 2014

Special Issue (Dec 2013-Jan 2014)



Contents

○ Executive Summary	3
○ Investment Outlook	5
○ ตลาดหุ้น	10
○ ตลาดตราสารหนี้	15
○ การลงทุนทางเลือก	17

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ

คมศร ประกอบผล

เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย

ศรันดี สุนันท์สถาพร

ธนวัฒน์ รื่นบันเทิง

วี โกวิทยา

อภิัญญา ชนุนทอง

สิริกัญญา เลิศศักดิ์วิมาน

ธนาคารกสิกร จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารกสิกรทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ในปี 2013 ที่กำลังจะผ่านไป ตลาดหุ้นโดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว (DM Equities) ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่น ในขณะที่ตลาดหุ้นในกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ (EM Equities) ได้รับผลกระทบจากเงินทุนไหลออกจากความกังวลต่อการชะลอ QE ในช่วงครึ่งหลังของปี ส่วนการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ยังถูกกดดันจากแนวโน้มการปรับตัวในลักษณะชันขึ้นของ Yield Curve (Bearish Steepening) ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์ ในขณะที่ราคาน้ำมันทรงตัว

มองไปในช่วง 1 ปีข้างหน้า เรายังคงมุมมองว่าเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มทรงตัว ซึ่งส่งผลให้เงินเฟ้อทรงตัวอยู่ในระดับต่ำและทิศทางการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางยังคงเป็นไปในแนวทางที่ผ่อนคลาย ในขณะที่ปัจจัยเสี่ยงเชิงโครงสร้าง (Systematic Risks) ของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มคลี่คลายลง

โดยปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตามองในปี 2014 ได้แก่

- 1. การชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ** ซึ่งเริ่มขึ้นในเดือน ธ.ค. 2013 เราเชื่อว่าการชะลอมาตรการ QE จะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นในระยะยาว เนื่องจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตลาดตราสารหนี้มาลงทุนในหุ้น (Great Rotation)
- 2. ความคืบหน้าในการแก้ไขปัญหาในภาคธนาคารของยุโรป** โดยเฉพาะในอิตาลีและสเปน อาจไม่ผ่านการทดสอบและทำให้ต้องมีการเพิ่มทุน ซึ่งอาจส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกมีความผันผวนมากขึ้นในช่วงดังกล่าว
- 3. ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีน** ความคืบหน้าในทางปฏิบัติที่จะช่วยเพิ่มแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะเศรษฐกิจเอเชียซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับจีนอย่างมาก
- 4. การฟื้นตัวของการส่งออกจากประเทศในเอเชีย** การขยายตัวของการส่งออกจะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางของตลาดหุ้นเอเชียในช่วงปีหน้า
- 5. ความขัดแย้งทางการเมืองในประเทศ** ความขัดแย้งทางการเมืองที่ยืดเยื้อเป็นเวลานาน และมีความเสี่ยงที่จะเกิดความรุนแรงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยมากกว่าในอดีต
- 6. การเลือกตั้ง Mid-Term ของสหรัฐฯ** ซึ่งจะถูกจัดขึ้นในวันที่ 4 พ.ย. อาจนำไปสู่การเปลี่ยนผู้อำนวยการเมืองอย่างมีนัยสำคัญ
- 7. เสถียรภาพของรัฐบาลในยุโรป** โดยเฉพาะในอิตาลีและโปรตุเกส ซึ่งบริหารประเทศโดยรัฐบาลผสมหลายพรรค ซึ่งยังมี ความขัดแย้งภายในรัฐบาลอยู่มาก

ด้วยมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจ และปัจจัยการลงทุนที่กล่าวมา เรายังคงเชื่อว่าหุ้นจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุดในปี 2014 และยังคงแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น เนื่องจากแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกยังคงสนับสนุนการขยายตัวของกำไร ในขณะที่ Valuation ที่ยังอยู่ในระดับที่ไม่แพงจนเกินไป

ส่วนในตลาดตราสารหนี้ เรายังคงแนะนำ Underweight และหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวต่อไป เนื่องจากเชื่อว่าแนวโน้มอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะยังเป็นขาขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการชะลอ/ยกเลิก มาตรการ QE ในที่สุด

ด้านสินค้าโภคภัณฑ์ เรายังคงคำแนะนำ Underweight การลงทุนในทองคำและน้ำมัน เนื่องจาก Upside ที่จำกัด และไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงในการลงทุน

Asset Allocation & Investment Themes

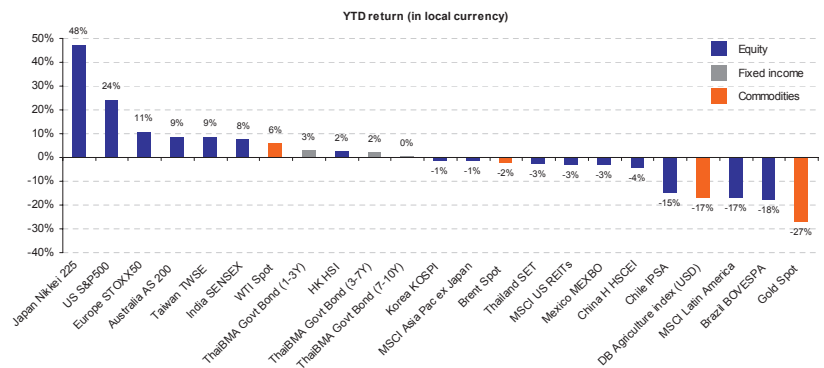
Asset Class	Weighting						Themes
	Underweight	Neutral	Overweight				
ตราสารหนี้	■	■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> - ดอกเบี้ยระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงปรับตัวสูงขึ้นตามดอกเบี้ยในสหรัฐฯ - แนะนำขายตราสารหนี้ระยะยาว และลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 3 ปี
ตราสารทุน							
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจยังสนับสนุนการขยายตัวของกำไร - P/E ใกล้เคียงกับระดับ +1 Standard Deviation ซึ่งยังอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นไทย		■	■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> - ความขัดแย้งทางการเมืองยังไม่มีทางออกในระยะสั้น - Valuation แพงกว่าหุ้นในกลุ่ม APxJ - ปรับลดคำแนะนำจาก Neutral เป็น Underweight
ตลาดหุ้นจีน				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - ระดับ Valuation ในปัจจุบัน (P/E 7.3x, P/B 1x ในปี 2014) - สะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายไปมากแล้ว - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น)				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - แนวโน้มเริ่มมีเสถียรภาพตามการเติบโตของเศรษฐกิจจีนและการฟื้นตัวของการส่งออก - ระดับ P/E ที่ 13 เท่า ถูกที่สุดเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - ผลการดำเนินงานจะขยายตัวขึ้นอย่างโดดเด่น จากการส่งออกที่ฟื้นตัว - Upside ระยะยาวจากนโยบายปฏิรูปภาษีและกระตุ้นการบริโภค - คงคำแนะนำซื้อ
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 - มาตรการควบคุมเงินเพื่อ ทำให้อัตรากำไร (Profit Margin) ลดลงเป็นอย่างมาก - คงคำแนะนำขาย
การลงทุนทางเลือก							
ทองคำ		■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำยังคงถูกกดดันจากความตึงเครียดในการลงทุนที่ลดลง - ความต้องการทองคำจากชาติเอเชีย อาจยังไม่สามารถทดแทนความต้องการทองคำเพื่อการลงทุนของชาติตะวันตกได้ - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน		■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> - Supply Disruption ของกลุ่มประเทศ OPEC ที่จะกลับเข้าสู่ระบบ - ความเป็นไปได้ในการยุติการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของอิหร่านในช่วงครึ่งหลังของปี 2014 - ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs				■	■		<ul style="list-style-type: none"> - ดัชนีชี้วัดด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯยังคงแข็งแกร่ง - เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ - ปรับลดคำแนะนำเป็นถือ หลังจากคำแนะนำซื้อสะสมอย่างต่อเนื่องมาก่อน - หน้านี้ เนื่องจากราคาเริ่ม Rebound ขึ้นหลังการประกาศชะลอ QE

Investment Outlook

ภาพรวมการลงทุนในปี 2013:

ตลาดหุ้นโดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว (DM Equities) ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่น ภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ประกอบกับทิศทางเงินเฟ้อที่ทรงตัวในระดับต่ำ ส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นโดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว (DM Equities) ซึ่งปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่นในปีที่ผ่านมา อาทิ ตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งปรับตัวขึ้น 48% สหรัฐฯ +24% และยุโรป +11%

แผนภาพที่ 1: ผลตอบแทนการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ ในปี 2013 (ถึงวันที่ 13 ธ.ค.)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

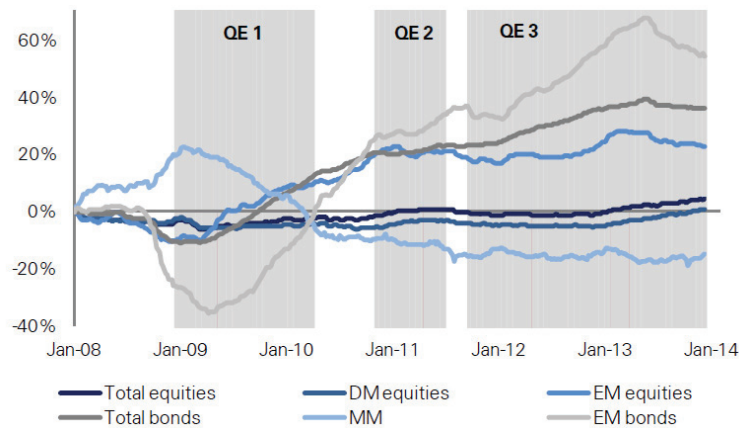
ตลาดหุ้นในกลุ่มเศรษฐกิจเกิดใหม่ (EM Equities) ได้รับผลกระทบจากเงินทุนไหลออก

เนื่องจากความกังวลต่อการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ (QE Tapering) ซึ่งส่งผลให้ตลาดหุ้นเกิดใหม่หลายตลาดปรับตัวลดลงแรงในช่วงครึ่งหลังของปี

กระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย (Fund Flow) มีทิศทางไหลเข้าตลาดหุ้นพัฒนาแล้วอย่างต่อเนื่อง

ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2012 และเริ่มเห็นสัญญาณกระแสเงินทุนไหลออกจากตราสารหนี้ โดยเฉพาะตราสารหนี้ในตลาดเกิดใหม่ตั้งแต่ช่วงกลางปี 2013 ที่ประธาน Fed เริ่มออกมาพูดถึงการชะลอมาตรการ QE

แผนภาพที่ 2: กระแสเงินทุนเข้า/ออกสะสมในประเภทสินทรัพย์ต่างๆ (% of NAV)



ที่มา: EPFR, Deutsche Bank

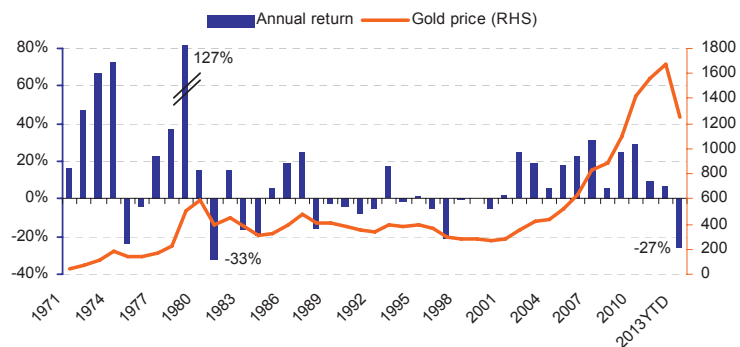
ตลาดตราสารหนี้ ยังถูกกดดันจากแนวโน้มการปรับตัวในลักษณะชันขึ้นของ Yield Curve (Bearish Steepening)

โดยผลตอบแทน (Yield) พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯอายุ 10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 112bps ในช่วงปีที่ผ่านมา เช่นเดียวกับ Yield ของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปีที่มีการปรับตัวขึ้น 53bps ในขณะที่ Yield พันธบัตรระยะสั้น (อายุ 1 ปี) ปรับตัวลดลง 38bps ตามการลดดอกเบี้ยนโยบายของกนง. 2 ครั้ง ในการประชุมเดือน พ.ค. และ พ.ย. ที่ผ่านมา ซึ่งส่งผลให้การลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าตราสารหนี้ระยะยาวในช่วงปีที่ผ่านมา

ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์

ราคาทองคำปรับตัวลดลงถึง 27% ซึ่งนับเป็นปีที่ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์หลังจากประธานาธิบดี Nixon ได้ประกาศยกเลิกการใช้ Gold Standard ในการกำหนดค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ส.ค. 1971 โดยปีที่ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดในประวัติศาสตร์ (-33%) คือปี 1981 เนื่องจากนาย Paul Volcker ซึ่งดำรงตำแหน่งประธาน Fed ในขณะนั้นได้มีการประกาศขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds Rate) อย่างต่อเนื่อง จาก 11% ในปี 1979 เป็น 20% ในช่วงกลางปี 1981 เพื่อควบคุมเงินเฟ้อซึ่งสูงถึง 13.5% ในช่วงนั้น

แผนภาพที่ 3: ความเคลื่อนไหวของราคาทองคำเป็นรายปี (ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ราคาน้ำมันในตลาดโลกทรงตัว

โดยราคาน้ำมัน Brent ทะเลเหนือซึ่งสะท้อนระดับอุปสงค์/อุปทานในตลาดโลก ปรับตัวลดลง 2% แม้เศรษฐกิจโลกจะมีทิศทางขยายตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องมาจากการเติบโตของอุปทานน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ซึ่งเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจากเทคโนโลยีการขุดเจาะ Shale Oil ซึ่งส่งผลต่อเนื่องให้ปริมาณการนำเข้าน้ำมันของสหรัฐฯ ลดลงเป็นอย่างมาก ในขณะที่ราคาน้ำมัน WTI ในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6% ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างพื้นฐานในการขนส่งน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ให้สามารถใช้ประโยชน์จากอุปทานที่เพิ่มขึ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และโรงกลั่นในสหรัฐฯ มีการปรับตัวเพื่อส่งออกน้ำมันกลับสำเร็จออกสู่ตลาดโลกได้เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้ราคาน้ำมัน WTI ปรับตัวเข้าใกล้ราคาในตลาดโลกมากขึ้น โดยส่วนต่างราคาน้ำมันระหว่างน้ำมัน Brent และ WTI ปรับตัวลดลงจากราว 20 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี เป็น 11 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในปัจจุบัน

มุมมองการลงทุนในปี 2014:

เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง

โดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว เช่น ญี่ปุ่น ซึ่งได้รับแรงส่งจากนโยบาย Abenomics ที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจที่ซบเซามานาน ผ่านนโยบายการเงินและการคลังขนาดใหญ่ ด้านเศรษฐกิจสหรัฐฯ ก็มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของการทำงาน และตลาดอสังหาริมทรัพย์ ส่วนในยุโรปความเสี่ยงทางการคลังที่ลดลงจากความคืบหน้าในการแก้ปัญหาหนี้ของประเทศกลุ่ม PIIGS และกลไกความช่วยเหลือจาก ECB ช่วยสร้างความมั่นใจต่อภาคเอกชน และจุดให้เศรษฐกิจยุโรปหลุดพ้นจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ในปี 2013

ราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีแนวโน้มทรงตัว

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในรอบนี้ เป็นการฟื้นตัวที่นำโดยเศรษฐกิจในประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งมีโครงสร้างเศรษฐกิจหลักเป็นภาคบริการ ดังนั้นการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงนี้ จึงส่งผลบวกที่จำกัดต่ออุปสงค์ในตลาดสินค้าน้ำมันดิบ ซึ่งต่างกับในช่วงปี 2009-2010 ที่การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกนั้นนำโดยจีนและเอเชีย และทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

เงินเฟ้อยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ

เราคาดว่าเงินเฟ้อจะอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องจากปีนี้ไปถึงปี 2014 เนื่องจาก 1) ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีแนวโน้มทรงตัว เช่น น้ำมันที่ได้รับแรงกดดันจากอุปทานในสหรัฐฯ ยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และสินค้าเกษตรที่ราคาปรับตัวลดลงต่อเนื่องตลอดปีที่ผ่านมา และ 2) กำลังการผลิตส่วนเกินของโลกยังอยู่ในระดับสูง จึงทำให้กิจการสามารถเพิ่มปริมาณการผลิตเพื่อตอบสนองอุปสงค์ที่ฟื้นตัวขึ้นได้ โดยไม่มีต้นทุนเพิ่มมากนัก

ทิศทางการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางยังคงเป็นไปในแนวทางที่ผ่อนคลาย

ด้วยมุมมองของเราที่เชื่อว่าเงินเฟ้อจะยังคงอยู่ในระดับต่ำ ทำให้เราเชื่อว่าธนาคารกลางในประเทศหลักๆ ทั่วโลก จะยังคงดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับต่ำต่อไป เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและลดอัตราการว่างงานซึ่งยังคงเป็นปัญหาหลักของเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

ปัจจัยเสี่ยงเชิงโครงสร้าง (Systematic Risks) ของเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มคลี่คลายลง

ในช่วงปีที่ผ่านมาพัฒนาการทางเศรษฐกิจและการเมือง ได้ช่วยลดความเสี่ยงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจโลก ในหลายด้าน เช่น 1) ความคืบหน้าของการแก้ไขปัญหาหนี้สาธารณะในยุโรป 2) การอนุมัติร่างงบประมาณของสหรัฐฯ ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงด้านการคลังและการพิชิตหนี้สาธารณะของรัฐบาลสหรัฐฯ รวมถึงป้องกันการเกิดวิกฤตการหยุดทำการชั่วคราวของรัฐบาลในปีหน้าอีกด้วย 3) การประกาศมาตรการปฏิรูปเศรษฐกิจจีน ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรและลดความเสี่ยงด้านฟองสบู่จากการลงทุนอันไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ของรัฐบาลท้องถิ่น และ 4) การบรรลุข้อตกลงเบื้องต้นระหว่างอิหร่านและประเทศตะวันตก ซึ่งช่วยลดความขัดแย้งทางการเมืองในภูมิภาคตะวันออกกลาง เป็นต้น

ปัจจัยที่ต้องจับตามองในปี 2014

1. การชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ซึ่งเริ่มขึ้นในเดือน ธ.ค. 2013 อาจสร้างความกังวลต่อตลาดหุ้นในระยะสั้น แต่ในระยะยาว เราเชื่อว่าหลังจากที่ Fed มีความชัดเจนในการชะลอและยกเลิก QE ในที่สุด ทิศทางการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นทั่วโลกจะถูกขับเคลื่อนด้วยการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตลาดตราสารหนี้มาลงทุนในหุ้น (Great Rotation) เพื่อลดผลขาดทุนในส่วนของตราสารหนี้จากการปรับตัวขึ้นของ Yield นอกจากนี้ การเริ่มถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของ Fed ยังช่วยสร้างความมั่นใจต่อตลาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ นั้นแข็งแกร่งเพียงพอ จนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจแบบพิเศษนั้นไม่มีความจำเป็นอีกต่อไป

2. ความคืบหน้าในการแก้ไขปัญหาในภาคธนาคารของยุโรป แม้ในปีที่ผ่านมาปัญหานี้ภาครัฐในยุโรปจะบรรเทาลงไปอย่างมาก แต่การแก้ไขปัญหาในภาคธนาคารนั้นยังคงไม่มีความคืบหน้ามากนัก เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาดังกล่าว ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้จัดให้มีการวิเคราะห์ที่คุณภาพสินทรัพย์ (Asset Quality Review) และ การทดสอบภาวะวิกฤต (Stress Test) ของธนาคารในยุโรป โดยผลการทดสอบจะถูกประกาศในช่วงเดือน พ.ย. 2014 เราเชื่อว่าหลายธนาคารใหญ่ โดยเฉพาะในอิตาลีและสเปน อาจไม่ผ่านการทดสอบและทำให้ต้องมีการเพิ่มทุน ซึ่งอาจส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกมีความผันผวนมากขึ้นในช่วงดังกล่าว

3. ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีน ในการประชุมสมัชชาผู้แทนพรรคคอมมิวนิสต์จีน ซึ่งจัดขึ้นในเดือน พ.ย. ที่ผ่านมา ทางพรรคได้แถลงนโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจในแผนพัฒนา 10 ปีของประเทศ ซึ่งเป็นนโยบายที่ก้าวหน้าและเพิ่มเสถียรภาพในการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในระยะยาว ซึ่งหากการบังคับใช้มาตรการดังกล่าวมีความคืบหน้าในทางปฏิบัติก็จะช่วยเพิ่มแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลก โดยเฉพาะเศรษฐกิจเอเชียซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับจีนอย่างมาก

4. การฟื้นตัวของการส่งออกจากประเทศในเอเชีย การบริโภคในประเทศของกลุ่มประเทศในเอเชียเริ่มมีทิศทางชะลอตัวลงในปีนี้อย่างเห็นได้ชัดต่อเนื่องมาเป็นเวลาหลายปี เนื่องจากระดับหนี้ครัวเรือนที่เพิ่มสูงขึ้น และแนวโน้มการไหลออกของเงินทุนในช่วงที่ตลาดมีความกังวลต่อการชะลอ QE ซึ่งส่งผลให้ค่าเงินสกุลเอเชียอ่อนค่าลง และอัตราดอกเบี้ยก็ยังมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น นับจากนี้การขยายตัวของเศรษฐกิจเอเชียจะขึ้นอยู่กับฟื้นตัวของการส่งออกเป็นหลัก เราเชื่อว่า การขยายตัวของการส่งออกจะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางของตลาดหุ้นเอเชียในช่วงปีหน้า

5. ความขัดแย้งทางการเมืองในประเทศ ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาความขัดแย้งทางการเมืองของไทย อาจไม่อาจส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยมากนัก เนื่องจาก Valuation ของหุ้นไทยที่ถูกกว่าตลาดเอเชียโดยเฉลี่ยนั้นได้สะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเมืองไปแล้ว แต่ในปัจจุบันที่ตลาดหุ้นไทยกำลังซื้อขายที่ระดับ P/E และ P/B ที่สูงกว่าเอเชียโดยเฉลี่ย ความขัดแย้งทางการเมืองที่ยืดเยื้อเป็นเวลานาน และมีความเสี่ยงที่จะเกิดความรุนแรงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยมากกว่าในอดีต


6. การเลือกตั้ง Mid-Term ของสหรัฐฯ ซึ่งจะถูกจัดขึ้นในวันที่ 4 พ.ย. อาจนำไปสู่การเปลี่ยนผู้อำนวยการเมืองอย่างมีนัยสำคัญ โดยพรรครีพับลิกัน ซึ่งปัจจุบันกุมเสียงข้างมากในสภาล่างเพียงสภาเดียว อาจมีโอกาที่ได้ที่นั่งเพิ่มและได้เสียงส่วนใหญ่ในวุฒิสภา ซึ่งจะทำให้รีพับลิกันกุมเสียงส่วนใหญ่ในทั้งสองสภา และอาจส่งผลให้การผ่านร่างกฎหมายและการบริหารประเทศของประธานาธิบดีโอบามา ซึ่งเป็นตัวแทนของพรรคเดโมแครต อาจมีอุปสรรคมากขึ้น

7. เสถียรภาพของรัฐบาลในยุโรป ปัญหาหลักของหลายรัฐบาลในยุโรปคือคะแนนนิยมของประชาชนที่ลดลง เนื่องจากต้องบังคับใช้นโยบายรัดเข็มขัด ตามเงื่อนไขการให้เงินกู้ฉุกเฉินของทางสหภาพยุโรป และ IMF ซึ่งส่งผลให้หลายประเทศมีปัญหาด้านเสถียรภาพทางการเมืองและไม่สามารถผลักดันนโยบายปฏิรูปเพื่อแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจในระยะยาวได้ โดยเฉพาะในอิตาลีและโปรตุเกส ซึ่งบริหารประเทศโดยรัฐบาลผสมหลายพรรค ซึ่งยังมีความขัดแย้งภายในรัฐบาลอยู่มาก

ยังคงแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น Underweight ตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์

ด้วยมุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจ และปัจจัยการลงทุนที่กล่าวมา เรายังคงเชื่อว่าหุ้นจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุดในปี 2014 และยังคงแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น เนื่องจากแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกยังคงสนับสนุนการขยายตัวของกำไร ในขณะที่ Valuation ที่ยังอยู่ในระดับที่ไม่แพงจนเกินไป

ส่วนในตลาดตราสารหนี้ เรายังคงแนะนำ Underweight และหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวต่อไป เนื่องจาก เชื่อว่าแนวโน้มอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะยังเป็นขาขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการชะลอ/ยกเลิกมาตรการ QE ในที่สุด

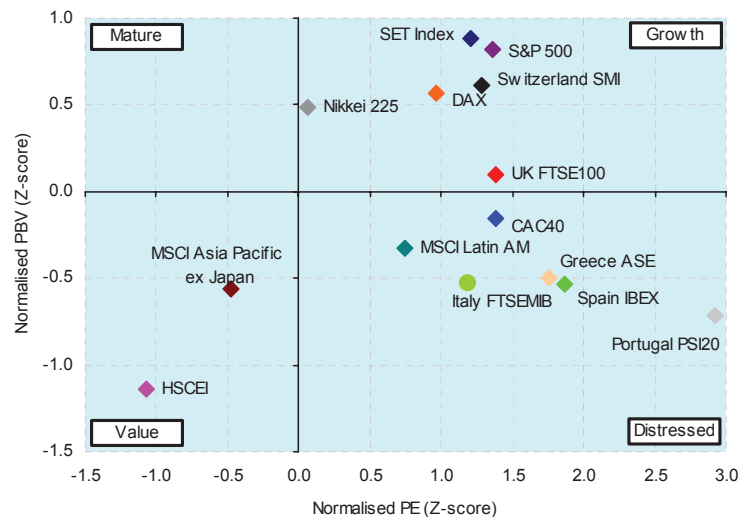
ด้านสินค้าโภคภัณฑ์ เรายังคงแนะนำ Underweight การลงทุนในทองคำและน้ำมัน เนื่องจาก Upside ที่จำกัด และไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงในการลงทุน 

ตลาดหุ้น

เราปรับลดคำแนะนำการลงทุนในหุ้นไทยจาก Neutral เป็น Underweight เนื่องจากความขัดแย้งทางการเมืองที่ยังยืดเยื้อน่าจะส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วง 4Q13-1Q14 และทำให้คาดการณ์ผลกำไรของหุ้นไทยในปีหน้ามีความเสี่ยงถูกปรับลดลงอีก ส่วนในตลาดอื่นๆ เรายังคงคำแนะนำ Overweight หุ้นญี่ปุ่น สหรัฐฯ จีน และเอเชียเหนือ; Selective Buy ในกลุ่มประเทศ Core Europe; และ Underweight ในอินเดีย และ ละตินอเมริกา

เราแสดงภาพระดับ Valuation ของตลาดหุ้นทั่วโลก โดยใช้ค่า Forward P/B และ Forward P/E เทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว (Z-Score) เพื่อแสดงให้เห็นถึงความคาดหวังของนักลงทุนต่อการเปลี่ยนแปลงปัจจัยพื้นฐานของตลาดหุ้นที่แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ กล่าวคือ ตลาดที่ซื้อขายที่ระดับ P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต แสดงถึงความคาดหวังของนักลงทุนต่อการขยายตัวของผลกำไร (Earnings Growth) ที่เร่งตัวขึ้นจากแนวโน้มในอดีต ส่วนตลาดที่ซื้อขายที่ระดับ P/B สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต คือตลาดที่สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อการขยายตัวของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE)

แผนภาพที่ 4: Normalised forward P/B and P/E ratios (NTM)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

จากแผนภาพข้างต้น เราสามารถแบ่งตลาดหุ้นได้เป็น 3 กลุ่ม ตามความคาดหวังของนักลงทุนต่อการเปลี่ยนแปลงปัจจัยพื้นฐาน ดังนี้

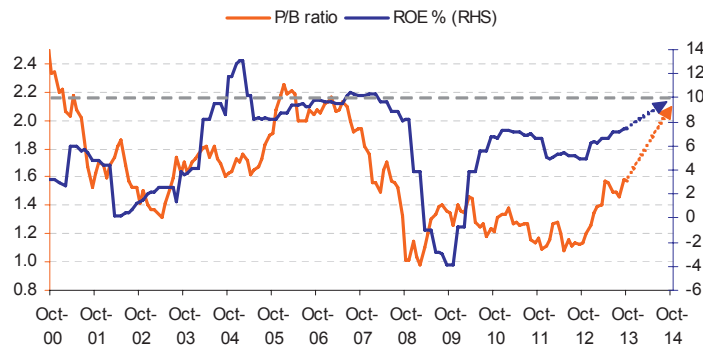
1. กลุ่มชาว-บน ซึ่งประกอบไปด้วยตลาดหุ้นสหรัฐฯ, กลุ่มประเทศ Core Europe (เยอรมนี, สวิสเซอร์แลนด์, อังกฤษ), ไทย, และ ญี่ปุ่น โดยตลาดหุ้นในกลุ่มนี้ซื้อขายที่ Forward P/E และ P/B แพงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงคาดหวังเชิงบวกของนักลงทุนต่อทั้ง Earnings Growth และ ROE ซึ่งจำเป็นต้องพึ่งการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่สูงเพียงพอเพื่อสนับสนุนการเติบโตของยอดขาย เงินเพื่อต้องอยู่ในระดับพอเหมาะเพื่อให้ธุรกิจสามารถขึ้นราคาหรือลดต้นทุนเพื่อขยายอัตรากำไรได้ (Profit Margin) ในขณะที่ธุรกิจต้องมีบุคคลที่แข็งแกร่งและสถาบันการเงินต้องมีความสามารถในการปล่อยกู้เพื่อขยายกิจการ และรองรับการขยายตัวของ ROE ได้

เนื่องจาก Valuation ที่แพงกว่าในอดีต ตลาดหุ้นในกลุ่มนี้จึงมี Upside ที่จำกัดจากการขยายตัว (Re-Rate) ของ Valuation ดังนั้น Upside ของตลาดจึงจะถูกจำกัดอยู่ที่อัตราการขยายตัวของกำไร (Earnings Growth) เป็นหลัก ในทางกลับกัน Earning Growth หรือ ROE ของตลาด มีแนวโน้มแย่งและต่ำกว่าความคาดหวังของนักลงทุน หุ้นในตลาดเหล่านี้ ก็มีความเสี่ยงที่จะถูกลดระดับ (De-Rate) Valuation เพื่อสะท้อนความคาดหวังที่ลดลง

เราเชื่อว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯและกลุ่ม Core Europe นั้นมีปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่งเพียงพอที่จะรักษาระดับ Valuation ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยได้ โดยที่ความเสี่ยงในการถูกปรับลดแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจมีจำกัด ทำให้เราคาดหวัง Upside ตามแนวโน้มการเติบโตของผลกำไรในปี 2014 ซึ่งอยู่ในระดับ 10-15% และทำให้เรายังคงคำแนะนำ Overweight ในหุ้นสหรัฐฯ และ Selective Buy ในกลุ่มประเทศ Core Europe

ด้านตลาดหุ้นญี่ปุ่น แนวโน้มการเติบโตของกำไรในปี 2013 และ 2014 ที่สูงถึง 56% และ 14% ตามลำดับ (จากคาดการณ์ของ Bloomberg Consensus) ประกอบกับ P/B ที่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว ทำให้เราเชื่อว่าตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังมี Upside มากกว่า 20% ในปี 2014 และยังคงแนะนำให้ Overweight หุ้นญี่ปุ่นต่อไป

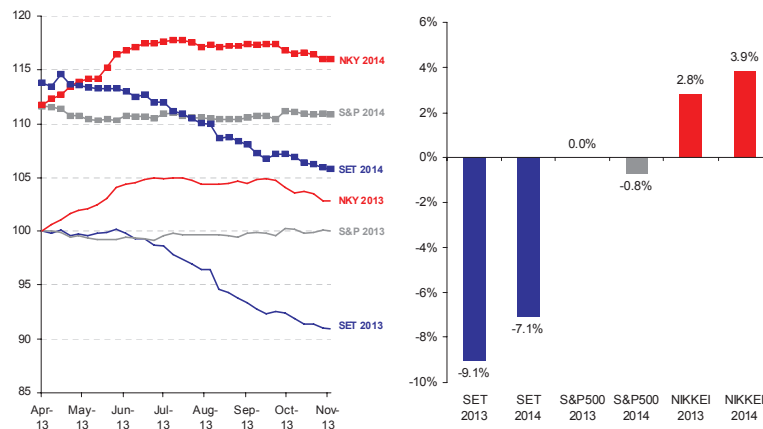
แผนภาพที่ 5: ROE มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

ส่วนตลาดหุ้นไทย แนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ประกอบกับความเสี่ยงทางเมืองที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ตลาดหุ้นไทยมีความเสี่ยงที่จะถูกลดระดับ (De-Rate) Valuation ให้กลับมาอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย ซึ่งทำให้เราปรับลดคำแนะนำการลงทุนในหุ้นไทย จาก Neutral เป็น Underweight

แผนภาพที่ 6: คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นไทยถูกปรับลดลงอย่างต่อเนื่องในปีที่ผ่านมา

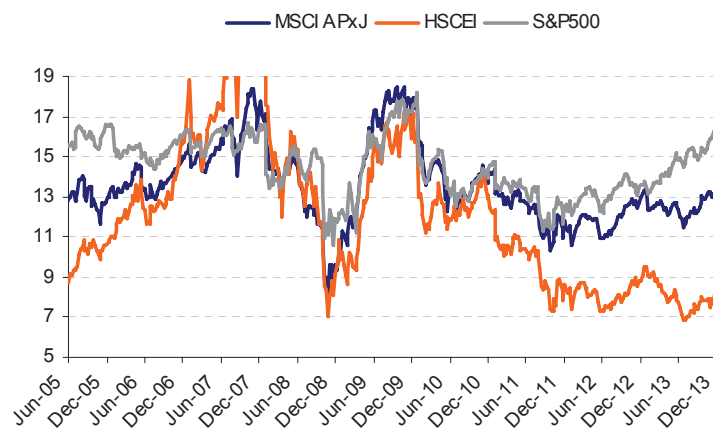


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

2. กลุ่มขาย-ล่าง ซึ่งประกอบไปด้วยตลาดหุ้น Asia Pacific ex Japan และ จีน โดยตลาดหุ้นในกลุ่มนี้ซื้อขายที่ Forward P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงคาดหวังเชิงลบของนักลงทุนต่อทั้ง Earnings Growth และ ROE ซึ่งสอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจเอเชียที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา

อย่างไรก็ดีเนื่องจาก Valuation ที่ต่ำกว่าในอดีต ทำให้เราเชื่อว่าปัจจัยเสี่ยงในการชะลอตัวของการบริโภคในประเทศ และการไหลออกของเงินทุนจากการชะลอมาตรการ QE ของ Fed นั้นได้สะท้อนอยู่ในมูลค่าหุ้นแล้ว ดังนั้นตลาดหุ้นในกลุ่มนี้จึงมี Downside ที่จำกัดจากการถูกลดระดับ (De-Rate) Valuation และในทางกลับกัน หากแนวโน้มเศรษฐกิจมีพัฒนาการที่ดีกว่าที่นักลงทุนคาด ตลาดหุ้นเหล่านี้ก็จะมี Upside จากการ Re-Rate Valuation เพิ่มขึ้น นอกเหนือจาก Upside จากการเติบโตของกำไรตามปกติ

แผนภาพที่ 7: P/E (Current Year) ของตลาดหุ้น APxJ และจีน ซื้อขายที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวและได้สะท้อนภาพเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงไปมากแล้ว

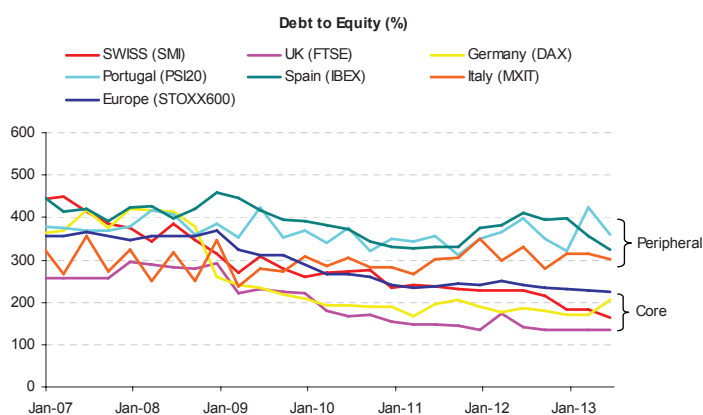


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

เราเชื่อว่าความคืบหน้าของการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนน่าจะช่วยลดปัจจัยเสี่ยงและเพิ่มแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจจีน ซึ่งจะส่งผลบวกต่อ Valuation ของหุ้น และทำให้หุ้นจีนสามารถกลับมาซื้อขายที่ระดับ P/E สูงขึ้นได้ ส่วนในกลุ่มประเทศเอเชีย โดยเฉพาะ เอเชียเหนือ (ไต้หวัน, จีน และเกาหลีใต้) การขยายตัวของส่งออกที่มีสัญญาณดีขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ G3 และแนวโน้มการอ่อนค่าลงของเงินสกุลเอเชีย จากการชะลอมาตรการ QE ของ Fed จะส่งผลบวกต่อคาดการณ์ผลกำไรของหุ้น Asia Pacific ex Japan ในช่วงปีข้างหน้า และทำให้เรายังคงคำแนะนำ Overweight ในหุ้นกลุ่ม Asia Pacific ex Japan และจีน

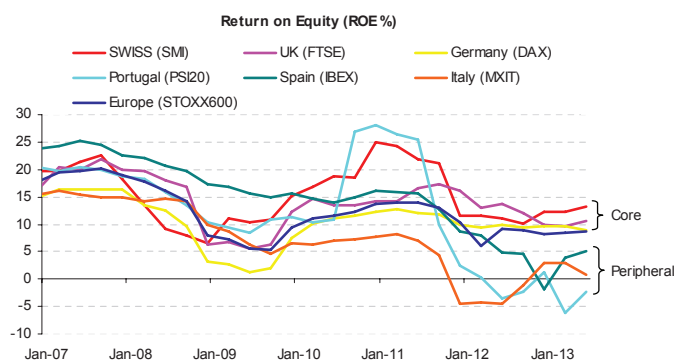
3. กลุ่มขวา-ล่าง ซึ่งประกอบไปด้วยกลุ่มประเทศ Peripheral Europe และ ละตินอเมริกา โดยตลาดหุ้นในกลุ่มนี้ซื้อขายที่ Forward P/E สูงกว่าในอดีต แต่ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงคาดหวังของนักลงทุนต่อการขยายตัวของกำไรกลับสู่ภาวะปกติ ซึ่งฟื้นตัวขึ้นหลังจากที่ประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจ ที่ทำให้กำไรหดตัวอย่างรุนแรงในช่วงก่อนหน้านี้ แต่ด้วยปัจจัยพื้นฐานและโครงสร้างเศรษฐกิจที่ยังมีปัญหา เช่น ความอ่อนแอของภาคธนาคาร และปัญหาการว่างงานในระดับสูงใน Peripheral Europe และปัญหาเงินเฟ้อและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในละตินอเมริกา ทำให้โอกาสที่ ROE จะขยายตัวขึ้นนั้นมีค่อนข้างจำกัด

แผนภาพที่ 8: สัดส่วนหนี้ของกลุ่ม Peripheral ยังทรงตัวในระดับสูง



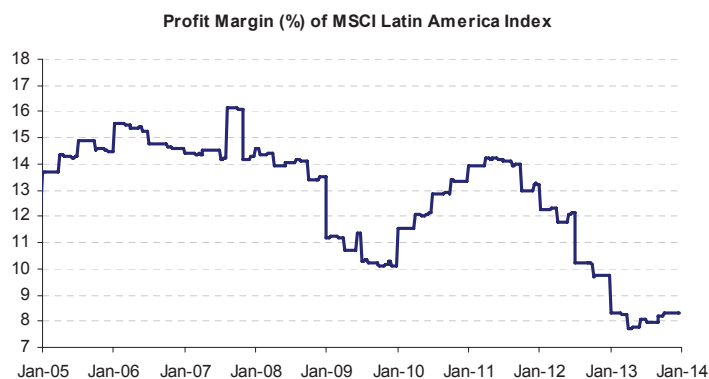
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 9: อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ของกลุ่ม Peripheral ยังอยู่ในระดับต่ำ และจะยังคงถูกกดดันจากการชำระคืนหนี้ในอนาคต



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 10: อัตราผลกำไรของตลาดหุ้นละตินอเมริกาหดตัวอย่างต่อเนื่อง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อการลงทุนในกลุ่มประเทศ Peripheral Europe และ ละตินอเมริกา เนื่องจากเชื่อว่าการเติบโตของกำไรนั้นยังไม่สามารถเป็นไปอย่างยั่งยืนได้ เพราะปัญหาเชิงโครงสร้างที่ได้กล่าวมาข้างต้นนั้น เป็นปัญหาที่สั่งสมมาเป็นเวลานานและยังคงไม่ได้รับการแก้ไข โดยการแก้ไขปัญหาดังกล่าว จำเป็นต้องอาศัยเสถียรภาพทางการเมืองที่เข้มแข็ง เพื่อดำเนินนโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจ เช่นที่จีน และญี่ปุ่น กำลังดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน แต่เสถียรภาพของรัฐบาลยังคงเป็นสิ่งที่กลุ่มประเทศ Peripheral Europe และ ละตินอเมริกา ยังขาดอยู่

เราคาดว่าตลาดหุ้นในกลุ่มนี้จะซื้อขายที่ระดับ Valuation ต่ำลงในปีหน้า เนื่องจากปัญหาโครงสร้างที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข จะยังกดดันศักยภาพการเติบโตของกำไรในระยะยาว

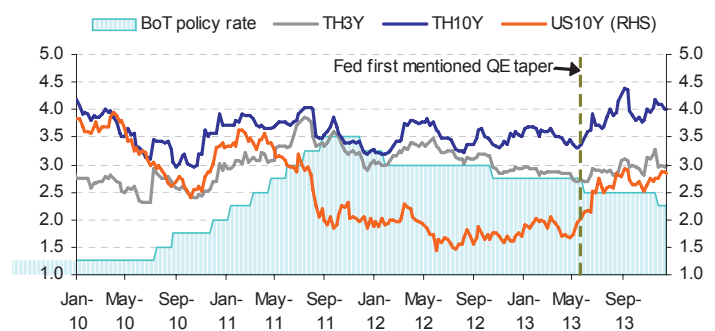
ตลาดตราสารหนี้

ยังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว และเน้นลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

ตราสารหนี้ระยะสั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าตราสารหนี้ระยะยาวในปี 2013

ในปี 2013 ผลตอบแทน (Yield) พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 112bps ตามการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและความคาดหวังของนักลงทุนต่อการชะลอ QE ของ Fed ซึ่งส่งผลต่อเนื่องมาสู่ Yield ของพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ให้มีการปรับตัวขึ้น 53bps แม้ กนง. จะมีการประกาศลดดอกเบี้ยนโยบายถึง 2 ครั้ง (ครั้งละ 25bps รวมเป็นการลด 50bps) ในการประชุมเดือน พ.ค. และ พ.ย. ในปีที่ผ่านมา ในขณะที่ Yield พันธบัตรระยะสั้น (อายุ 1 ปี) ปรับตัวลดลง 38bps ตามการลดดอกเบี้ยนโยบาย และส่งผลให้การลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าตราสารหนี้ระยะยาวในปี 2013

แผนภาพที่ 11: Yield ระยะยาวของไทยปรับตัวขึ้นตามสหรัฐฯ หลัง Fed เริ่มพูดถึงการชะลอ QE



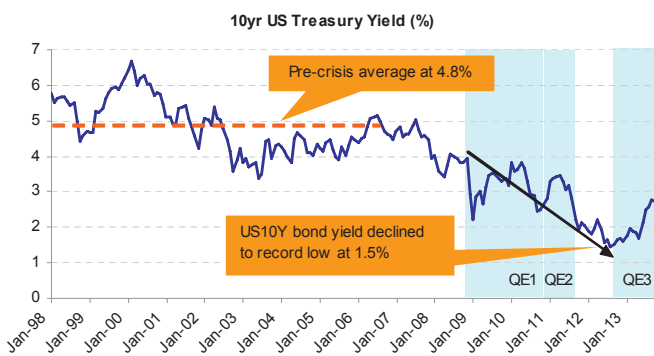
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยยังเป็นขาขึ้น ตามการเคลื่อนไหวของ Yield ในสหรัฐฯ

ในปี 2014 เราเชื่อว่าการประกาศชะลอมาตรการ QE ของ Fed จะส่งผลให้ Yield พันธบัตร 10 ปี ของสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นในปีหน้า

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% ณ สิ้นปี 2014

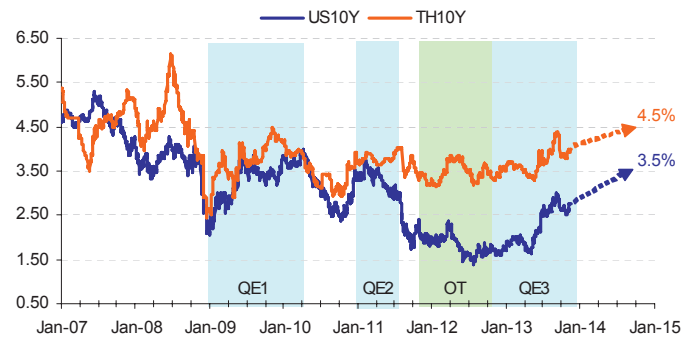
แผนภาพที่ 12: อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นละตินอเมริกาหดตัวลงอย่างต่อเนื่อง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ส่วน Yield พันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นตามพันธบัตรสหรัฐฯ เช่นกัน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เราคาดว่าส่วนต่างของ Yield พันธบัตรไทยและสหรัฐฯ จะหดแคบลงเนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เร่งตัวขึ้น ในขณะที่ไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลง เราคาดว่าส่วนต่างของ Yield จะหดแคบลงจากปัจจุบันที่ 1.2% เป็น 1% ในปีหน้า และทำให้เราคาดว่า Yield พันธบัตร 10 ปี ของไทยจะปรับตัวสูงขึ้นจากปัจจุบันที่ราว 4% เป็น 4.5% ณ สิ้นปี 2014

แผนภาพที่ 13: เราคาดว่า Yield พันธบัตร 10 ปีของไทยจะปรับตัวขึ้นเป็น 4.5% ในปีหน้า

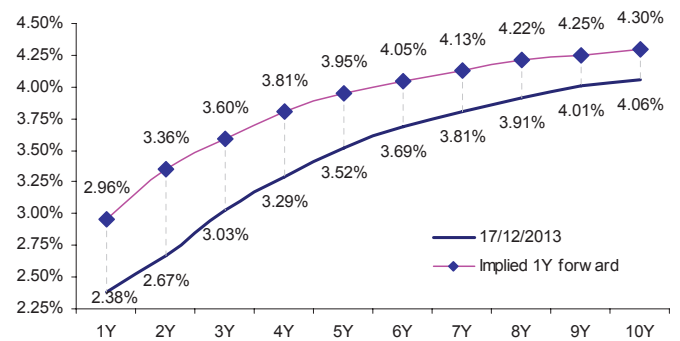


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว และเน้นลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

จากการคำนวณ Implied 1-Year Forward Yield Curve ด้วยวิธี Bootstrapping เราพบว่า Yield Curve ของไทยในปัจจุบันในช่วงอายุ 1-3 ปี ซึ่งมีความชันค่อนข้างมาก ได้สะท้อนภาพการขึ้นดอกเบี้ยราว 50-70bps ในช่วง 1 ปีข้างหน้า ในขณะที่เราคาดการณ์ว่าดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ 2.25% ทำให้เรายังคงคำแนะนำให้เน้นลงทุนในพันธบัตรช่วงอายุไม่เกิน 3 ปี และหลีกเลี่ยงพันธบัตรระยะยาว

แผนภาพที่ 14: Yield Curve ของไทยในปัจจุบัน ในช่วงอายุ 1-3 ปี สะท้อนภาพการขึ้นดอกเบี้ยราว 50-70bps



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การลงทุนทางเลือก

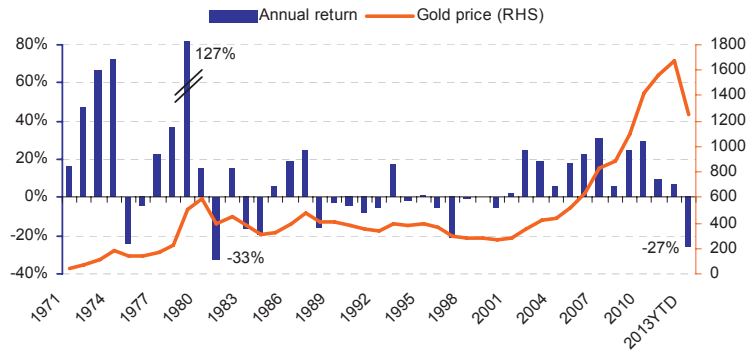
ทองคำ

ปี 2013 ทองคำสูญเสียความเป็น Safe Haven ในช่วงการเจรจาขยายเขตแดนหนี้ของสหรัฐฯ สำหรับปี 2014 ราคาทองคำจะยังคงถูกกดดันจากอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนที่ลดลงโดยเฉพาะจากชาติตะวันตก ในขณะที่อุปสงค์ทองคำเพื่อใช้เป็นเครื่องประดับจากชาติเอเชียที่เพิ่มขึ้น อาจยังไม่สามารถทดแทนอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนได้

ในปี 2013 ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์

ราคาทองคำปรับตัวลดลงถึง 27% ซึ่งนับเป็นปีที่ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดเป็นอันดับ 2 ในประวัติศาสตร์หลังจากประธานาธิบดี Nixon ได้ประกาศยกเลิกการใช้ Gold Standard ในการกำหนดค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน ส.ค. 1971 โดยปีที่ราคาทองคำปรับตัวลดลงมากที่สุดในประวัติศาสตร์คือปี 1981 ซึ่งราคาทองคำปรับตัวลดลง 33% เนื่องจากนาย Paul Volcker ซึ่งดำรงตำแหน่งประธาน Fed ในขณะนั้นได้มีการประกาศขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds Rate) อย่างต่อเนื่อง จาก 11% ในปี 1979 เป็น 20% ในช่วงกลางปี 1981 เพื่อควบคุมเงินเฟ้อซึ่งสูงถึง 13.5% ในช่วงนั้น

แผนภาพที่ 15: ความเคลื่อนไหวของราคาทองคำเป็นรายปี (ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ)



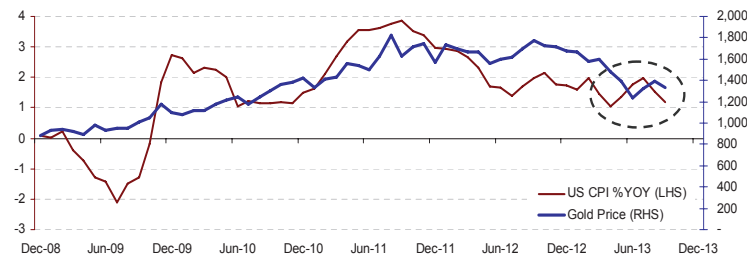
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในปี 2014 ราคาทองคำจะยังคงถูกกดดันจากอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนที่ลดลง

อุปสงค์ทองคำเพื่อใช้เป็นสินทรัพย์เพื่อการลงทุนนั้นมักแปรผันตาม 1)การคาดการณ์เงินเฟ้อ 2)ความเสี่ยงของเสถียรภาพในระบบการเงินและการเมืองในภูมิภาคต่างๆของโลก และ 3)ปริมาณการอัดฉีดสภาพคล่องในระบบการเงินของโลก เรามองว่าทั้ง 3 ประเด็นข้างต้น ยังคงไม่สนับสนุนการลงทุนในทองคำปี 2014

1) การคาดการณ์เงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ แรงกดดันทางด้านเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากกำลังการผลิตส่วนเกินในประเทศพัฒนาแล้วที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง การปฏิรูปเศรษฐกิจของรัฐบาลจีนซึ่งสนับสนุนให้มีการใช้พลังงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นจะส่งผลให้แรงกดดันด้านอุปสงค์ฟ่อนคลายลงโดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ นอกจากนี้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการค้นพบก๊าซธรรมชาติและน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Shale Gas / Shale Oil) ยังคงเป็นปัจจัยกดดันต่อการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานในอนาคต

แผนภาพที่ 16: ราคาทองคำมักแปรผันตามอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

2.1) ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพในระบบการเงินทั้งในสหรัฐฯ และยุโรป จะมีพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 2014 จากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศ G3 (สหรัฐฯ ญี่ปุ่น และ ยุโรป) โดยความเสี่ยงด้านการคลังของสหรัฐฯ คลี่คลายลงหลังจากการเจรจาว่างงบประมาณสำหรับปี 2014 และ 2015 ที่ผ่านไปได้ด้วยดีในเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา โดยข้อตกลงว่างงบนี้จะไม่เกิดการ Shutdown ของรัฐบาลได้ในวันที่ 15 ม.ค. 2014 ส่วนในยุโรปการแก้ไขปัญหาหนี้ภาครัฐที่ดำเนินมาอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยุโรปในปีหน้าได้ช่วยให้ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ลดลงอย่างมาก

2.2) ความเสี่ยงด้านความขัดแย้งทางการเมืองในภูมิภาคต่างๆ ที่จะส่งผลให้เกิดภาวะสงครามฟ่อนคลายลง ท่าทีที่ฟ่อนคลายระหว่างชาติตะวันตกต่อประเทศในตะวันออกกลาง ที่เห็นได้จากสถานการณ์ซีเรียที่คลี่คลายลงได้ด้วยการเจรจาในเดือน ก.ย. 2013 และ การบรรลุข้อตกลงขั้นแรกในการจำกัดกิจกรรมนิวเคลียร์ของอิหร่านเพื่อแลกเปลี่ยนกับการฟ่อนคลายการคว่ำบาตรต่ออิหร่านในช่วงต้นเดือน ธ.ค. 2013 เราเชื่อว่าการดำเนินนโยบายต่างประเทศของสหรัฐฯ ในปัจจุบันที่มีท่าทีที่ฟ่อนคลาย รวมถึงสหรัฐฯ จะมีการเลือกตั้งใหญ่ในปี 2014 น่าจะส่งผลให้ความเสี่ยงด้านความขัดแย้งทางการเมืองในภูมิภาคต่างๆ ของโลกปรับตัวลดลง

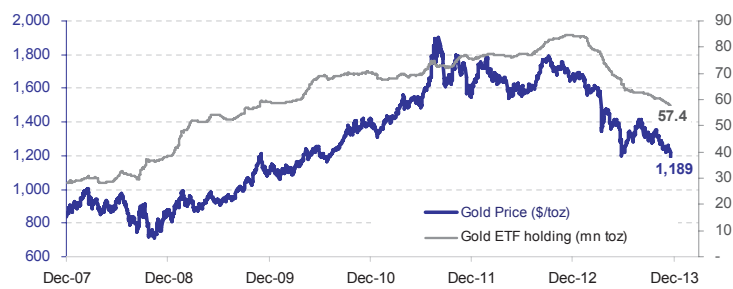
3) สภาพคล่องในระบบการเงินของโลกไม่ได้เป็นปัจจัยสนับสนุนราคาทองคำอีกต่อไป การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของเศรษฐกิจสหรัฐฯ นำมาซึ่งการตัดสินใจของ Fed ที่จะชะลอการใช้มาตรการ QE3 ลง 1 หมื่นล้านดอลลาร์ ในการประชุมเดือน ธ.ค. 2013 ที่ผ่านมา โดยจะเริ่มชะลอ QE ในเดือน ม.ค. 2014 และการประกาศชะลอมาตรการ QE ตลอดปีจนยุติมาตรการ QE ในช่วงสิ้นปี 2014 จะส่งผลให้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นำมาซึ่งต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือครองทองคำที่เพิ่มขึ้น รวมถึงแนวโน้มที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะแข็งค่าขึ้นจากกระแสเงินทุนที่ไหลกลับเข้าไปลงทุนในสหรัฐฯ จะยังคงกดดันราคาทองคำและทำให้การลงทุนในทองคำมี Upside ที่จำกัด

สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง

อุปสงค์ทองคำในกลุ่มชาติตะวันตก อาทิเช่น สหรัฐฯ และ ยุโรป เกิดจากอุปสงค์ทองคำเพื่อใช้เป็นสินทรัพย์เพื่อการลงทุนเป็นหลัก สะท้อนให้เห็นได้จากสถานะการถือครองทองคำที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2008 ผ่านกองทุน ETF หลังจากที่มีการประกาศใช้มาตรการ QE 1 ของ Fed แต่นับจากต้นปี 2013 การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งผลให้อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนลดลงรวมทั้งราคาทองคำที่ปรับตัวลงอย่างต่อเนื่องทำจุดต่ำสุดในเดือน มิ.ย. 2013

แม้ราคาทองคำจะปรับตัวขึ้นมาจากระดับต่ำสุด แต่ปริมาณการถือครองทองคำเพื่อการลงทุนผ่านกองทุน ETF ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสะท้อนถึงอุปสงค์การลงทุนในทองคำที่ยังอ่อนแอ และเราเชื่อว่าอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนของกลุ่มชาติตะวันตกยังคงลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2014

แผนภาพที่ 17: สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อุปสงค์ทองคำของโลกย้ายจาก West ไป East

ขณะที่อุปสงค์ทองคำของกลุ่มประเทศเอเชีย (อินเดีย จีน และกลุ่มประเทศตะวันออกกลาง) เกิดจากอุปสงค์ทองคำเพื่อใช้เป็นเครื่องประดับและป้องกันความเสี่ยงทางด้านเงินเฟ้อ การที่ราคาทองคำปรับตัวลงจะส่งผลให้อุปสงค์ทองคำในกลุ่มประเทศเอเชีย ปรับตัวเพิ่มขึ้น มาชดเชยอุปสงค์ที่ลดลงจากชาติตะวันตก

อุปสงค์ทองคำของโลกจากชาติเอเชียที่เพิ่มขึ้น อาจยังไม่สามารถทดแทนอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนของชาติตะวันตกได้ และจะยังไม่สามารถสนับสนุนราคาทองคำในระยะสั้น

การตัดสินใจที่จะชะลอ QE ของ Fed จะส่งผลให้เกิดภาวะเงินทุนไหลออกในประเทศที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงส่งผลให้ค่าเงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว รวมถึงมาตรการของภาครัฐที่เพิ่มอัตราภาษีการนำเข้าทองคำของอินเดีย มีผลให้ราคาทองคำในรูปสกุลเงินท้องถิ่นปรับตัวสูงขึ้น ทำให้ในไตรมาส 3 การนำเข้าทองคำของอินเดียลดลง 75% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า โดยเราเชื่อว่าค่าเงินที่อ่อนค่าและมาตรการของภาครัฐจะยังเป็นปัจจัยกดดันต่ออุปสงค์ทองคำของอินเดียต่อเนื่องในปี 2014

อุปสงค์ทองคำเพื่อใช้เป็นเครื่องประดับของกลุ่มชาติเอเชีย จะยังไม่สามารถทดแทนอุปสงค์ทองคำเพื่อใช้เป็นสินทรัพย์การลงทุนในกลุ่มชาติตะวันตกได้ เห็นได้จากราคาทองคำที่ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่องพร้อมกับการลดลงของสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าราคาทองคำยังคงถูกกดดันในปี 2014 ต่อไป

ในปี 2014 เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากราคาทองคำจะยังคงถูกกดดันจากอุปสงค์ในการลงทุนที่ลดลง ในขณะที่อุปสงค์ทองคำจากชาติเอเชีย อาจยังไม่สามารถทดแทนอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนของชาติตะวันตกได้

น้ำมัน

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน เนื่องจากภาวะตลาดน้ำมันดิบของโลกในปี 2014 คาดว่าจะอยู่ในสถานะ Oversupplied เล็กน้อยจากปัจจัยดังต่อไปนี้ 1) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่หยุดชะงักไป (Crude Oil Supply Disruption) ของกลุ่มประเทศ OPEC ที่จะกลับเข้าสู่ระบบ 2) ความเป็นไปได้ในการยุติการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของอิหร่านในช่วงครึ่งหลังของปี 2014 และ 3) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของสหรัฐฯ

คาดการณ์อุปสงค์น้ำมันดิบของโลก (Global Crude Oil Demand) ในปี 2014 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ใกล้เคียงการเพิ่มขึ้นในปี 2013

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2014 ที่นำโดยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (กลุ่มประเทศ G3) เช่น สหรัฐฯ ญี่ปุ่น และเศรษฐกิจหลักในกลุ่มประเทศยุโรป (European Core Countries) ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศที่มีการใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ และเศรษฐกิจที่ถูกขับเคลื่อนหลักโดยภาคบริการ มากกว่าภาคอุตสาหกรรม จะยังคงไม่สนับสนุนอุปสงค์น้ำมันดิบให้เติบโตขึ้นมากนัก โดยเราคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันดิบของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Countries) ในปี 2014 จะทรงตัวอยู่ในระดับเดียวกับปี 2013

ในขณะที่กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Developing Countries) ที่เคยเป็นกลุ่มประเทศหลักในการบริโภคพลังงานในหลายปีที่ผ่านมา มีอุปสงค์เติบโตในทิศทางที่ชะลอตัวลง จากเศรษฐกิจที่เน้นการปฏิรูปมากกว่าการกระตุ้นในจีน การอ่อนค่าของเงินสกุลท้องถิ่นในกลุ่มประเทศที่ขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง (อาทิเช่น อินเดีย บราซิล ตุรกี อินโดนีเซีย และ แอฟริกาใต้) นำมาซึ่งราคาพลังงานในรูปสกุลเงินท้องถิ่นที่ปรับตัวสูงขึ้น ล้วนส่งผลต่ออุปสงค์ที่เติบโตลดลงในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา

EIA คาดการณ์ว่าอุปสงค์น้ำมันดิบของโลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2013 และ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 โดยการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์น้ำมันส่วนใหญ่มาจากกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา (Developing Countries)

อุปทานน้ำมันดิบของโลก (Global Crude Oil Supply) ในปี 2014 ยังคงปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil/Shale Oil) ในสหรัฐฯ

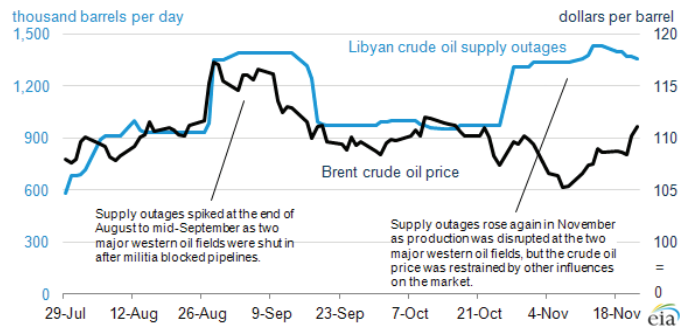
EIA คาดการณ์ว่าอุปทานน้ำมันดิบของโลกในปี 2014 จะเพิ่มขึ้นจากปี 2013 อย่างต่อเนื่องโดยเฉลี่ย 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งการเพิ่มขึ้นของอุปทานส่วนใหญ่มาจากกลุ่มประเทศ Non-OPEC ที่จะเพิ่มขึ้น 1.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในขณะที่อุปทานจากกลุ่มประเทศ OPEC จะลดลง 0.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน การเพิ่มขึ้นของอุปทานในกลุ่มประเทศ Non-OPEC นำโดยการเพิ่มขึ้นจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil/Shale Oil) ในสหรัฐฯ กว่า 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบ 25 ปี ที่ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเฉลี่ย 7.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2013 และจะปรับตัวเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 8.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014

น้ำมันดิบ Brent

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่จะกลับเข้าสู่ระบบจากลิเบีย และกลุ่มประเทศ OPEC รวมถึงการกลับมาส่งออกน้ำมันดิบจากการยุติการคว่ำบาตรอิหร่านจากชาติตะวันตก จะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ Brent ในปี 2014

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของโลกที่หยุดชะงักไป (Global Crude Oil Supply Disruption) ในเดือน พ.ย. 2013 อยู่ที่ระดับ 2.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับใกล้เคียงระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี โดยครั้งหนึ่งเป็นปริมาณการผลิตที่หายไปจากลิเบีย จากปัญหาการประท้วงปิดท่าเรือส่งออกน้ำมันดิบของคองงานในภาคตะวันออกของลิเบีย ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อราคาน้ำมันดิบ Brent ตามแผนภาพที่ 18 ซึ่งเป็นปัจจัยที่สนับสนุนราคาน้ำมันดิบ Brent ให้ทรงตัวอยู่ได้ในระดับ 105-120 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงครึ่งหลังของปี 2013

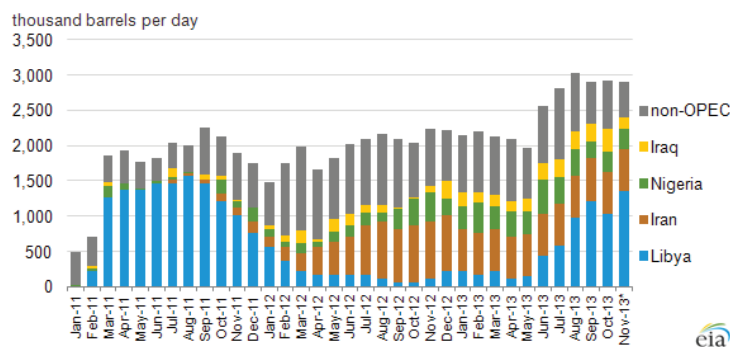
แผนภาพที่ 18: ปริมาณการผลิตที่หายไปจากลิเบียส่งผลโดยตรงต่อราคาน้ำมันดิบ Brent



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

เราคาดว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่หยุดชะงักไป (Global Crude Oil Supply Disruption) (ปริมาณดังกล่าวไม่รวมปริมาณการส่งออกของอิหร่านที่ถูกคว่ำบาตรจากชาติตะวันตก) จะกลับเข้าสู่ระบบจากกลุ่มประเทศ OPEC อาทิเช่นปริมาณการผลิตจากลิเบียประมาณ 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน จะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ Brent ในปี 2014

แผนภาพที่ 19: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่หยุดชะงักไปอยู่ระดับเกือบสูงสุดในรอบ 3 ปี



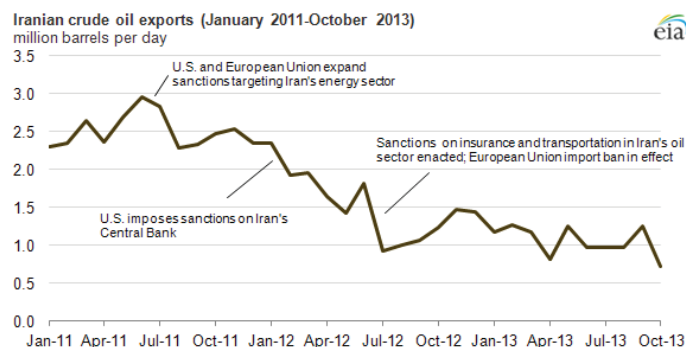
ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA)

การกลับมาส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านอีกครั้งจากการยุติมาตรการคว่ำบาตรจากชาติตะวันตก จะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ Brent ในช่วงครึ่งหลังของปี 2014

อิหร่านถูกคว่ำบาตรจากสหรัฐฯ และสหภาพยุโรปตั้งแต่ปลายปี 2011 เนื่องจากโครงการพัฒนานิวเคลียร์ ส่งผลให้ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบเฉลี่ยของอิหร่านลดลงจาก 2.51 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2011 มาอยู่ที่ระดับ 1.53 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2012 การบรรลุข้อตกลงดังกล่าวอาจนำมาซึ่งปริมาณอุปทานน้ำมันดิบจากอิหร่านประมาณ 1 ล้านบาร์เรล ในช่วงครึ่งหลังของปี 2014 หากอิหร่านสามารถปฏิบัติตามข้อตกลงที่ให้ไว้กับกลุ่มประเทศตะวันตก

แผนภาพที่ 20: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านตั้งแต่เดือน ม.ค. 2011

– ต.ค. 2013



ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA), International Energy Agency (IEA)

ถึงแม้ว่าการบรรลุข้อตกลงครั้งแรกในการจำกัดกิจกรรมนิวเคลียร์ของอิหร่านเพื่อแลกเปลี่ยนกับการผ่อนคลายการคว่ำบาตรต่ออิหร่านในช่วงต้นเดือน ธ.ค. 2013 ที่ผ่านมามีผลต่อการยุติการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของอิหร่านในช่วง 6 เดือนนับจากนี้ แต่กลุ่ม P5+1 (อังกฤษ จีน ฝรั่งเศส รัสเซีย สหรัฐฯ และเยอรมนี) จะไม่เพิ่มมาตรการคว่ำบาตรใหม่เป็นเวลา 6 เดือน ซึ่งการบรรลุข้อตกลงขั้นต้นดังกล่าวก็เป็นสัญญาณที่ดีและเป็นความคืบหน้าที่สำคัญที่จะทำให้กลุ่ม P5+1 ยุติการคว่ำบาตรอิหร่านในอนาคต และคาดว่าอิหร่านจะสามารถกลับมาส่งออกน้ำมันดิบได้เพิ่มมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2014

ในปี 2014 เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ Brent น่าจะอ่อนตัวลงมาเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 90-110 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล จากสภาพตลาดน้ำมันของโลกที่อยู่ในภาวะอุปทานส่วนเกิน (Oversupplied) เล็กน้อยเนื่องจากเหตุผลดังต่อไปนี้

1) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่หยุดชะงักไป (Global Crude Oil Supply Disruption) ของกลุ่มประเทศ OPEC ที่จะกลับเข้าสู่ระบบในปี 2014 จากสถานการณ์การประท้วงในลิเบียที่จะคลี่คลายลง และ ความเป็นไปได้ในการยุติการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของอิหร่านในช่วงครึ่งหลังของปี 2014

2) กำลังการผลิตน้ำมันดิบสำรองของโลก (Crude Oil Spare Capacity) จะปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากซาอุดีอาระเบียจำเป็นต้องลดกำลังการผลิตน้ำมันดิบของตัวเองเพื่อรักษาโควตาปริมาณการผลิตของกลุ่มประเทศ OPEC ไว้ที่ระดับ 30 ล้านบาร์เรลต่อวันเพื่อเป็นการพยุงราคาน้ำมันดิบ Brent ไม่ให้ลดลงต่ำกว่าระดับ 100 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ถึงแม้ว่าการที่ซาอุดีอาระเบียลดกำลังการผลิตลงจะส่งผลให้อุปทานน้ำมันดิบจากกลุ่มประเทศ OPEC ไม่เพิ่มขึ้น แต่กำลังการผลิตที่ลดลงของซาอุดีอาระเบียก็ยังคงจะสะท้อนไปที่ กำลังการผลิตน้ำมันดิบสำรองของโลก (Crude Oil Spare Capacity) ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในที่สุด

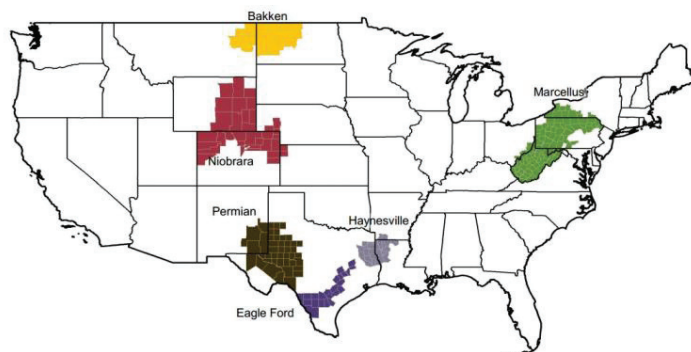
3) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของสหรัฐฯ

ทั้ง 3 ปัจจัยจะส่งผลให้ภาวะอุปทานและอุปสงค์น้ำมันดิบของโลกที่สมดุลในช่วงปี 2013 จะเริ่มเปลี่ยนไปในทิศทางที่ตลาดน้ำมันดิบจะมากอยู่ในภาวะ Oversupplied เล็กน้อยในปี 2014 ซึ่งจะเจ็บบ้างกดดันราคาน้ำมันดิบ Brent ต่อไป

น้ำมันดิบ WTI

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2013 เมื่อเทียบกับปี 2012 อีก 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน มาอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 7.5 ล้านบาร์เรลต่อวันซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 25 ปี ในขณะที่ EIA คาดการณ์ว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นไปสู่ระดับ 8.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2014 และจะเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 9.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2016 ซึ่งปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2011 เกิดจากการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil / Shale Oil) ที่ใช้เทคโนโลยีการผลิตแบบ Horizontal Drilling และ Hydraulic Fracturing โดยมีแหล่งน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานที่สำคัญทางตอนกลางของประเทศในรัฐ West Texas (แหล่ง Permian แหล่ง Eagle Ford) และ ทางตอนเหนือของประเทศในรัฐ North Dakota (แหล่ง Bakken) ตามแผนภาพที่ 21

แผนภาพที่ 21: แหล่งผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานที่สำคัญในสหรัฐฯ

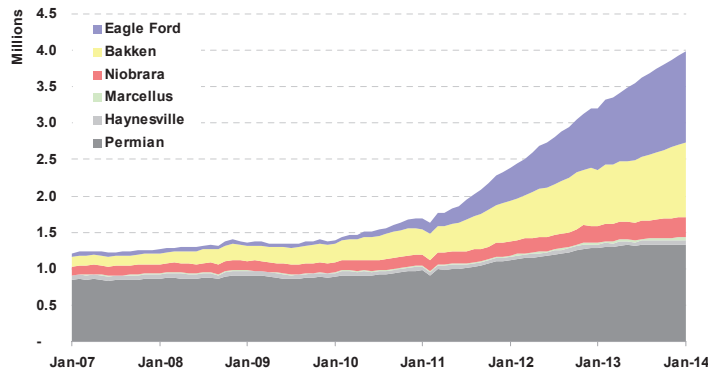


ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA)

น้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil / Shale Oil) คืออะไร และมีผลอย่างไรในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางพลังงานของสหรัฐฯ?

น้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil / Shale Oil / Shale Gas) คือน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติที่ถูกกักและแทรกซึมอยู่ในชั้นหินดินดาน (Shale Formations) ในทศวรรษที่ผ่านมาการค้นพบเทคโนโลยีที่สำคัญ 2 ประการในสหรัฐฯ ซึ่งประกอบด้วย Horizontal Drilling และ Hydraulic Fracturing ทำให้การผลิตก๊าซธรรมชาติและน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานมีความคุ้มค่าในเชิงเศรษฐศาสตร์ และสามารถผลิตได้ในเชิงพาณิชย์ ส่งผลให้ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบภายในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดด ตามแผนภาพที่ 22

แผนภาพที่ 22: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Shale Oil) ในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นในอัตราเร่งในปี 2011 - 2013

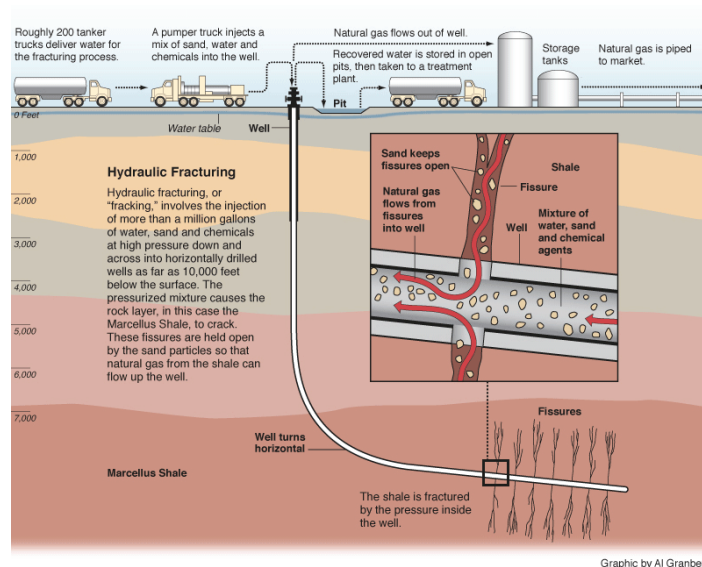


ที่มา: U.S. Energy Information Administration (EIA) TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

1) การขุดเจาะในแนวราบ (Horizontal Drilling) เป็นเทคโนโลยีที่สำคัญที่เปลี่ยนรูปแบบการขุดเจาะในอดีตที่ทำได้เพียงการขุดแนวตั้ง (Vertical Drilling) ทำให้ไม่สามารถขุดเจาะแทรกซึมไปได้ในชั้นหินดินดานที่วางตัวอยู่ในแนวนอน (Horizontal) ซึ่งการวางตัวของชั้นหินมีลักษณะคล้ายขนมเค้กแต่งงาน ดังนั้นการขุดเจาะในแนวราบนี้ทำให้การขุดเจาะของหัวเจาะสามารถเคลื่อนที่ไปได้ในระยะทางไกลๆ ตามแนวการวางตัวของชั้นหินดินดานตามแผนภาพที่ 23

2.) การทำให้ชั้นหินดินดานแตกตัวหรือร้าว ด้วยน้ำแรงดันสูงผสมสารเคมีและทราย (Hydraulic Fracturing) ด้วยเทคโนโลยีดังกล่าวทำให้ชั้นหินดินดานแตกตัวหรือร้าว ส่งผลให้ก๊าซธรรมชาติและน้ำมันดิบที่ถูกกักอยู่ในชั้นหินดินดานสามารถแทรกซึมผ่านออกมาได้

แผนภาพที่ 23: กระบวนการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานด้วยเทคโนโลยี Horizontal Drilling และ Hydraulic Fracturing



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

คุณสมบัติน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil / Shale Oil)

น้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานมีคุณสมบัติเป็นน้ำมันดิบชนิดเบา (Light Crude Oil) ซึ่งมีคุณสมบัติคล้ายน้ำมันดิบ Brent การเพิ่มขึ้นของปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานในสหรัฐฯ เป็นสาเหตุที่ทำให้การนำเข้าน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยส่วนใหญ่เป็นการลดการนำเข้าน้ำมันดิบชนิดเบาจากต่างประเทศทั้งน้ำมันดิบ Brent และ น้ำมันดิบชนิดเบาจากทวีปแอฟริกา

ปริมาณการนำเข้าน้ำมันสุทธิของสหรัฐฯ ลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 12.5 บาร์เรลต่อวันในปี 2005 และจะเหลือเพียง 5.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014

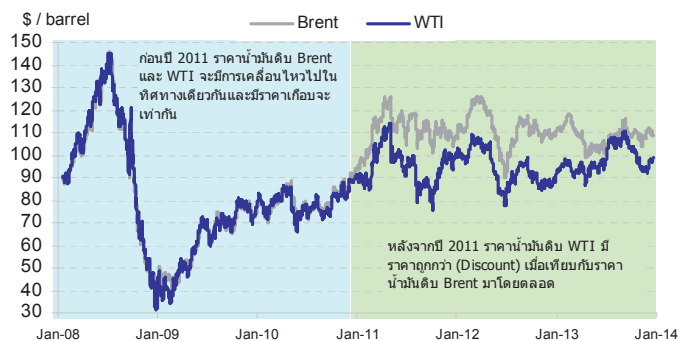
การผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน มีบทบาทสำคัญที่ทำให้ปริมาณการนำเข้าน้ำมันสุทธิของสหรัฐฯ ลดลงอย่างต่อเนื่อง จากปริมาณการนำเข้าน้ำมันสุทธิสูงสุดที่ 12.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2005 ลดลงมาอยู่ที่ 7.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2012 โดย EIA คาดว่าปริมาณการนำเข้าน้ำมันสุทธิของสหรัฐฯ จะลดลงต่อเนื่องเหลือเพียง 5.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเพียง 28% ของปริมาณการบริโภคน้ำมันของสหรัฐฯ ลดลงจากปี 2005 ที่อัตราส่วนการนำเข้าน้ำมันสุทธิคิดเป็นสัดส่วนถึง 60% ของปริมาณการบริโภคน้ำมันของสหรัฐฯ การนำเข้าน้ำมันที่ลดลงอย่างต่อเนื่องของสหรัฐฯ จะส่งผลให้ภาวะอุปทานน้ำมันดิบของโลกมีปริมาณเพิ่มมากขึ้น และจะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันในตลาดโลกต่อไป

ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent เกิดจาก 1) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานในสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นในอัตราเร่ง 2) ข้อจำกัดในการขนส่งจากแหล่งผลิตมายังโรงกลั่นในสหรัฐฯ (Infrastructure Bottleneck) และ 3) โรงกลั่นส่วนใหญ่ในสหรัฐฯ ยังคงต้องการน้ำมันดิบชนิดหนัก (Heavy Crude Oil) มากกว่าน้ำมันดิบชนิดเบา (Light Crude Oil)

ในอดีตก่อนปี 2011 (ซึ่งเป็นปีที่การผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil / Shale Oil) เริ่มมีบทบาทสำคัญในการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ นั้น) ราคาน้ำมันดิบ Brent และ WTI จะมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันและมีราคาเกือบจะเท่ากัน แต่หลังจากปี 2011 ราคาน้ำมันดิบ WTI มีราคาถูกกว่า (Discount) เมื่อเทียบกับราคาน้ำมันดิบ Brent มาเกือบตลอด ซึ่งสาเหตุหลักเกิดจาก 1) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานที่ส่วนใหญ่มีแหล่งผลิตได้จากทางตอนเหนือและทางตอนกลางของประเทศ (Midcontinent) ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และ 2) Pipeline Bottleneck ความไม่เพียงพอของท่อส่งน้ำมันดิบที่จะส่งน้ำมันดิบจากแหล่งผลิตมายังโรงกลั่นที่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่บริเวณอ่าวเม็กซิโก (US Gulf Coast – USGC) ส่งผลให้เกิดภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบ WTI ที่เป็นราคาน้ำมันดิบอ้างอิงบริเวณจุดส่งมอบน้ำมันดิบ (Cushing) ในรัฐโอกลาโฮมา 3) โรงกลั่น

ส่วนใหญ่ในสหรัฐฯ ยังคงต้องการน้ำมันดิบชนิดหนัก (Heavy Crude Oil) มากกว่าน้ำมันดิบชนิดเบา (Light Crude Oil) โรงกลั่นส่วนใหญ่ในสหรัฐฯ กว่า 50% ตั้งอยู่บริเวณอ่าวเม็กซิโก (US Gulf Coast – USGC) ซึ่งโรงกลั่นกว่า 70% บริเวณอ่าวเม็กซิโก (US Gulf Coast – USGC) นี้ ถูกออกแบบและสร้างขึ้นเพื่อให้เหมาะที่จะกลั่นน้ำมันดิบชนิดหนัก (Heavy Crude Oil) ที่เมื่อกลั่นออกมาผลิตภัณฑ์ที่ได้จะได้ผลิตภัณฑ์หลักคือ Distillates (น้ำมันดีเซล และน้ำมันเตา) ซึ่งมีความต้องการใช้ในภาคอุตสาหกรรมมากกว่าน้ำมันเบนซิน (Gasoline) ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ที่ได้จากการกลั่นน้ำมันดิบชนิดเบา (Light Crude Oil)

แผนภาพที่ 24: การเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันดิบ Brent และ WTI



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil / Shale Oil) ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องยังคงทำให้เกิดภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบในสหรัฐฯ

เราเชื่อว่าภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะยังคงอยู่ เนื่องจากกฎหมายของสหรัฐฯ ในปัจจุบันไม่อนุญาตให้ส่งออกน้ำมันดิบ (ยกเว้นการส่งออกไปยังประเทศแคนาดาเพียงประเทศเดียว) ดังนั้นน้ำมันดิบชนิดเบาที่ได้จากชั้นหินดินดานที่ส่วนใหญ่ผลิตจากทางตอนกลางของประเทศ (Midcontinent) ก็จะต้องส่งผ่านท่อส่งน้ำมันดิบมายังโรงกลั่นบริเวณ USGC เพื่อกลั่นเป็นผลิตภัณฑ์และส่งออกต่อไป และส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของอุปทานน้ำมันสำเร็จรูป ที่มีมากขึ้นในตลาดโลกจากการส่งออกของสหรัฐฯ

Pipeline debottleneck ช่วยลดส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent ได้เพียงช่วงเวลาหนึ่ง

ในช่วงต้นเดือน ธ.ค. 2013 บริษัท TransCanada ประกาศว่าจะเริ่มส่งน้ำมันดิบผ่านท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone ในวันที่ 3 ม.ค. 2014 โดยท่อส่งน้ำมันดิบดังกล่าวสามารถส่งน้ำมันดิบได้ 7 แสนบาร์เรลต่อวัน จากจุดส่งมอบที่ Cushing รัฐโอกลาโฮมา มายังโรงกลั่นที่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในรัฐเท็กซัส บริเวณอ่าวเม็กซิโก (USGC) เพื่อกลั่นเป็นผลิตภัณฑ์และส่งออกต่อไป ซึ่งจะช่วยให้สต็อกน้ำมันดิบ

ในสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงในช่วงสั้น และจะส่งผลทำให้ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent หดแคบลงในปี 2014 เมื่อเทียบกับปีนี้ โดย EIA ประมาณการส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent จะเฉลี่ยอยู่ที่ 9 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในปี 2014 จากปัจจุบันที่ 11 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 25: ท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone จากจุดส่งมอบที่ Cushing รัฐโอกลาโฮมา มายังโรงกลั่นที่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในรัฐเท็กซัส บริเวณอ่าวเม็กซิโก (USGC)



ที่มา: wikipedia

คงแนะนำการลงทุนให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน

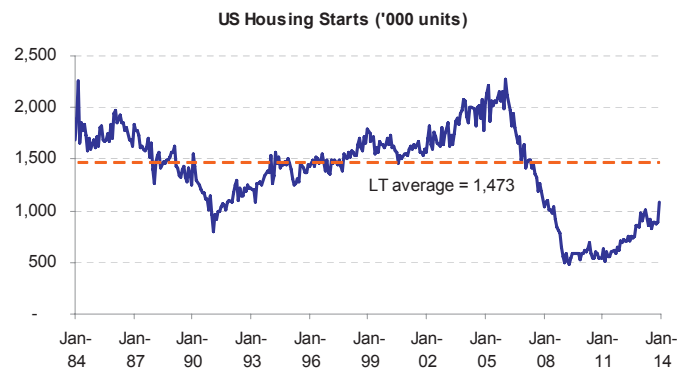
ภาวะตลาดน้ำมันดิบของโลกในปี 2014 คาดว่าจะอยู่ในสภาวะ Oversupplied เล็กน้อย โดยในปี 2014 เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ Brent จะเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 90 - 110 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ 104 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล สำหรับราคาน้ำมันดิบ WTI จะเคลื่อนไหวในกรอบ 80 - 100 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ 95 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

US REITs

US REITs: ปรับลดคำแนะนำจากซื้อสะสมเป็นถือ เนื่องจากการปรับตัวขึ้นของดอกเบี้ยในสหรัฐฯหลัง Fed ประกาศชะลอมาตรการ QE อาจเป็นปัจจัยลบด้าน Sentiment ต่อตลาดตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯยังฟื้นตัวต่อเนื่อง

ปริมาณการก่อสร้างบ้านใหม่ในสหรัฐฯ (US Housing Starts) ในเดือน พ.ย. ยังเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยปรับตัวสูงขึ้น 22.7% เมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า สู่ระดับ 1.091 ล้านหน่วย ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับจากวิกฤต Subprime ในปี 2008 การเร่งตัวของภาคก่อสร้างแสดงให้เห็นถึงความเชื่อมั่นของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ต่อความต้องการที่อยู่อาศัยที่ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 26: ปริมาณการก่อสร้างบ้านใหม่ในสหรัฐฯ (US Housing Starts) เร่งตัวขึ้นในเดือน พ.ย.



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

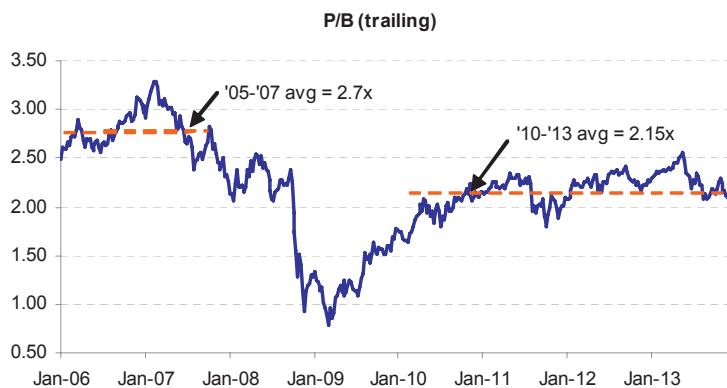
แม้ปริมาณการก่อสร้างบ้านจะมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในปีนี้ แต่ปริมาณบ้านใหม่ที่เข้าสู่ตลาดในปัจจุบัน (1.091 ล้านหน่วย) ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 1.473 ล้านหน่วย ซึ่งหากพิจารณาความต้องการที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้นจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการจ้างงาน เราจึงเชื่อว่าอุปทานอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ จะยังอยู่ในภาวะขาดแคลนต่อไป และจะเป็นปัจจัยหลักในการผลักดันการฟื้นตัวของราคาอสังหาริมทรัพย์ในอนาคต

Valuation อยู่ระดับใกล้เคียงค่าเฉลี่ยระยะยาว

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/B ratio) ของดัชนี MSCI US REITs ในปัจจุบันอยู่ 2.10 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในช่วง 3 ปีย้อนหลัง (ช่วงที่ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ เริ่มฟื้นตัว) ที่ 2.15 เท่า และหากเปรียบเทียบกับช่วงปี 2005-2007 ที่ตลาดอสังหาริมทรัพย์ใน

สหรัฐฯ ตัวอย่างรวดเร็ว ค่าเฉลี่ยของ P/B ratio จะอยู่ที่ 2.7 เท่า เราเชื่อว่า Valuation ของดัชนี MSCI US REITs ยังมีโอกาสที่จะปรับตัวสูงขึ้นจากระดับปัจจุบัน ตามการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์

แผนภาพที่ 27: อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/B ratio) ของดัชนี MSCI US REITs



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปรับลดคำแนะนำเป็นถือ หลังจากที่แนะนำซื้อสะสมอย่างต่อเนื่องมาก่อนหน้านี้

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ และเชื่อว่าดัชนี MSCI US REITs ยังมี Upside สูงจากการปรับตัวขึ้นของ Valuation อย่างไรก็ตาม การปรับตัวขึ้นของดอกเบี้ยในสหรัฐฯ หลัง Fed ประกาศชะลอมาตรการ QE อาจเป็นปัจจัยลบด้าน Sentiment ต่อตลาด และทำให้ดัชนี MSCI US REITs ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยรวมในระยะสั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็นถือ หลังจากที่แนะนำซื้อสะสมอย่างต่อเนื่องมาก่อนหน้านี้

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
สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

เอกชัย บุญยะพงค์ไชย

Strategist

- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซิพาเล่ วิศวกรรมศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: วิศวกร บริษัทด้านพลังงาน กว่า 4 ปี
วานิชธนกิจและที่ปรึกษาการลงทุน 2 ปี

ศรันต์ สุนันท์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

ธนวัฒน์ รินบันเทิง

Economist

- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ สาขาการจัดการ
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ สาขาการจัดการ
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ประสบการณ์: เศรษฐกร สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย
กว่า 5 ปี

วี โกวิทยา

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
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscoverwealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาครในเขตกรุงเทพฯ 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-ราม 3 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	ไอพีเซ็น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141
ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998		
จันทน์ - สุทธิ	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารกคินท์	: 02 633 4333	ศรีนครินทร์	: 02 758 6269
รัตนาธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166	วงจกร	: 02 621 0141
เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220		

สาขานาครในเขตภูมิภาค

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	พิจิตร	: 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	ไผ่สีสุก	: 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 บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ
แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทาง
สื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์
ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว