Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation

FEBRUARY 2014

ตลาดหุ้นโลกถูกกดดันจากปัญหาค่าเงินในตลาดเกิดใหม่

ปัญหาการไหลออกของเงินทุนต่างชาติเกิดจากปัญหาเชิงโครงสร้างซึ่งสั่งสมมาเป็นเวลานาน การประกาศชะลอ QE ของสหรัฐฯ เป็นการจุดชนวนให้ปัญหาดังกล่าวเริ่มปะทุขึ้น อย่างไรก็ดีเราเชื่อว่าปัญหาดังกล่าวจะไม่ลุกลามจนเป็นวิกฤตเศรษฐกิจในวงกว้าง เนื่องจากขนาดเศรษฐกิจของประเทศที่มีปัญหานับเป็นสัดส่วนที่เล็กมากในเศรษฐกิจโลก และเชื่อว่าปัญหาจะจำกัดอยู่แค่เพียงในบางประเทศที่โครงสร้างเศรษฐกิจอ่อนแอเท่านั้น

ยังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้น

แนะนำให้ใช้การปรับฐานของตลาดหุ้นในรอบนี้เป็นโอกาสเข้าลงทุนในตลาดหุ้น โดยเรามีคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ดังนี้

1) แนะนำซื้อสะสมตลาดหุ้นเอเชียเหนือ
2) แนะนำซื้อตลาดหุ้นญี่ปุ่น
3) แนะนำขายทำกำไรตลาดหุ้นสหรัฐฯ
4) คงคำแนะนำ Underweight ตลาดหุ้นไทย

TISCO Economic Strategy Unit

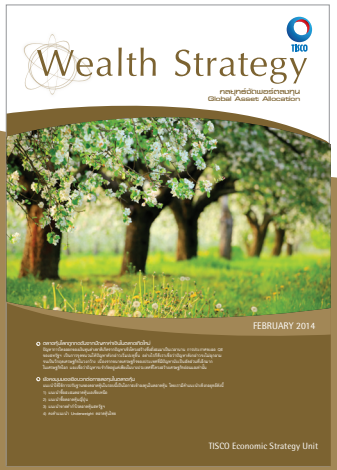
FEBRUARY 2014

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation

Contents

- Executive Summary 3
- Special Topic 6
- ตลาดหุ้น 11
- ตลาดตราสารหนี้ 16
- การลงทุนทางเลือก 18



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ
คมศร ประกอบผล
เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย
ศรันต์ สุนันท์สถาพร
อภิชาติ วิศิษฏ์กิจการ
วี โกวิทยา
อภิญญา ขนุนทอง
สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th
www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ความกังวลของนักลงทุนต่อค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับฐานอย่างรุนแรง ปัญหาการไหลออกของเงินทุนต่างชาติเกิดจากปัญหาเชิงโครงสร้างซึ่งสั่งสมมาเป็นเวลานาน การประกาศชะลอ QE ของสหรัฐฯ เป็นการจุดชนวนให้ปัญหาดังกล่าวเริ่มประทุขึ้น อย่างไรก็ดีเราเชื่อว่าปัญหาดังกล่าวจะไม่ลุกลามจนเป็นวิกฤตเศรษฐกิจในวงกว้าง เนื่องจากขนาดเศรษฐกิจของประเทศที่มีปัญหานับเป็นสัดส่วนที่เล็กมากในเศรษฐกิจโลก (8% ของ GDP โลก) เราจึงเชื่อว่าปัญหาจะจำกัดอยู่แค่เพียงในบางประเทศที่โครงสร้างเศรษฐกิจอ่อนแอเท่านั้น

แนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก และการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯน่าจะทำให้ภาพการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตลาดตราสารหนี้มายังตลาดหุ้น (Great Rotation) ชัดเจนขึ้นในปีนี้ การเคลื่อนย้ายเงินทุนออกจากตลาดตราสารหนี้เริ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปี 2013 ที่ Fed เริ่มมีการกล่าวถึงการชะลอมาตรการ QE โดยในปี 2013 มี Fund Flow ไหลออกจากตราสารหนี้เป็นจำนวน 7.4 หมื่นล้านดอลลาร์ ซึ่งเป็นการไหลออกจากตลาดตราสารหนี้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2009 อย่างไรก็ดียอดเงินทุนไหลออกจำนวนดังกล่าวนับเป็นสัดส่วนที่น้อยมากหากเทียบกับยอดเงินทุนไหลเข้ารวม 1.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้น และแนะนำให้ใช้การปรับฐานของตลาดหุ้นในรอบนี้เป็นโอกาสเข้าลงทุนในตลาดหุ้น โดยเรามีคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ดังนี้ 1) แนะนำซื้อสะสมตลาดหุ้นเอเชียเหนือ 2) แนะนำซื้อตลาดหุ้นญี่ปุ่น 3) แนะนำขายทำกำไรตลาดหุ้นสหรัฐฯ และ 4) คงคำแนะนำ Underweight ตลาดหุ้นไทย

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,274.28	0.8%	-3.1%	4.1%	-10.8%	-10.3%	-1.9%	-15.0%
Philippines PCOMP	6,041.19	-0.5%	-2.1%	2.6%	-8.3%	-9.0%	2.6%	-3.2%
Indonesia JCI	4,418.76	0.0%	-1.7%	3.4%	-2.0%	-4.2%	3.4%	-0.8%
Singapore STI	3,027.22	-0.7%	-2.4%	-4.4%	-5.7%	-6.0%	-4.4%	-7.8%
Malaysia KLCI	1,804.03	0.8%	-0.2%	-3.4%	-0.2%	1.8%	-3.4%	10.8%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	22,035.42	-0.5%	-3.1%	-5.5%	-5.0%	0.7%	-5.5%	-7.1%
China H HSCEI	9,818.36	-0.8%	-2.9%	-9.2%	-7.6%	1.7%	-9.2%	-19.1%
China A CSI300	2,202.45	-1.1%	-1.3%	-5.5%	-7.2%	0.4%	-5.5%	-18.0%
Taiwan TWSE	8,462.57	-1.6%	-1.8%	-0.8%	0.7%	3.8%	-1.7%	9.7%
Korea KOSPI	1,929.66	1.3%	-0.3%	-3.5%	-5.8%	1.3%	-3.5%	-1.2%
India SENSEX	20,513.85	0.1%	-2.9%	-1.6%	-3.4%	7.0%	-3.1%	3.7%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	5,186.90	0.0%	-1.0%	-3.0%	-4.1%	1.4%	-3.0%	5.5%
Japan TOPIX	1,215.74	-0.3%	-0.7%	-6.3%	3.2%	2.0%	-6.3%	29.5%
Japan Nikkei 225	14,823.43	-0.6%	-0.6%	-8.5%	5.0%	3.1%	-8.5%	33.3%
Europe STOXX600	322.52	-0.2%	-0.7%	-1.6%	0.3%	6.0%	-1.7%	11.9%
Europe STOXX50	3,013.96	-0.4%	-0.5%	-2.0%	-1.3%	7.2%	-3.1%	11.2%
US Dow Jones	15,698.85	-0.9%	-1.1%	-4.7%	0.5%	0.3%	-5.3%	12.1%
US S&P500	1,782.59	-0.6%	-0.4%	-2.7%	1.2%	4.3%	-3.6%	17.8%
MSCI US REITs	928.56	0.6%	1.7%	3.5%	-2.5%	-1.6%	4.1%	-1.4%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK	6,510.44	-0.4%	-2.3%	-3.3%	-3.3%	-2.1%	-3.5%	2.6%
Germany	9,306.48	-0.7%	-0.9%	-1.4%	3.3%	10.7%	-2.6%	18.8%
France	4,165.72	-0.3%	0.1%	-1.9%	-2.5%	3.0%	-3.0%	10.4%
Switzerland	8,191.33	-0.2%	-0.1%	-1.0%	-0.4%	2.9%	-0.1%	10.4%
Portugal	6,696.67	-1.0%	-1.1%	-1.1%	7.3%	15.9%	2.1%	7.1%
Spain	9,920.20	-0.4%	0.5%	1.2%	0.8%	15.7%	0.0%	20.5%
Italy	19,418.34	0.0%	0.3%	1.6%	1.3%	15.7%	2.4%	12.1%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	47,638.99	0.8%	-0.3%	-6.6%	-11.8%	-1.7%	-7.5%	-21.1%
Chile IPSA	3,439.41	1.4%	-4.4%	-7.0%	-12.1%	-10.0%	-7.0%	-24.7%
Mexico MEXBO	40,879.75	-0.3%	-0.2%	-2.8%	-0.5%	-2.8%	-4.3%	-10.7%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	444.00	-0.1%	0.3%	-3.5%	-7.4%	0.3%	-5.2%	-7.2%
MSCI Latin America	2,894.20	0.2%	-0.8%	-7.6%	-15.0%	-10.0%	-9.6%	-27.3%
MSCI All Country World	391.92	-0.5%	-0.3%	-3.0%	-1.0%	3.5%	-4.1%	9.5%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	96.98	-0.8%	1.8%	3.8%	3.0%	-8.8%	-0.9%	-0.3%
Brent Spot	106.18	-1.4%	-0.3%	-0.5%	0.5%	-2.3%	-4.0%	-8.9%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	12.83	0.00	-2.06	-4.02	-2.39	6.90	-3.47	-10.08
Gold Spot	1,243.71	0.0%	-1.6%	0.6%	-5.6%	-4.5%	3.3%	-25.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1,739.56	0.0%	0.0%	-1.4%	-7.5%	-11.7%	-1.3%	-33.4%
DB Agriculture index (USD)	120.26	1.1%	0.7%	-1.8%	-6.4%	-7.1%	-1.8%	-19.8%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	224.77	0.0%	-0.1%	0.4%	1.2%	2.7%	0.4%	2.9%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	180.59	0.0%	0.0%	0.5%	1.3%	2.2%	0.5%	3.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	236.54	0.0%	0.0%	0.7%	1.7%	3.2%	0.7%	3.8%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	284.49	0.0%	-0.3%	0.2%	0.8%	2.3%	0.2%	1.9%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	2.26	0	1	-10	-33	-29	-10	-51
2Y	2.48	0	2	-14	-33	-40	-14	-41
5Y	3.36	0	1	-5	-12	-20	-5	11
10Y	4.04	0	4	6	10	4	6	37
Spread 10Y-2Y	156.00	1	2	20	43	44	20	78
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	2.66	-5	-10	-35	2	5	-38	63
Japan 10Y	0.62	0	-2	-12	2	-20	-12	-15
German 10Y	1.66	-6	0	-27	-1	-1	-27	-2
Spain 10Y	3.66	-4	-14	-49	-37	-100	-49	-152
Italy 10Y	3.77	-5	-15	-36	-36	-64	-36	-54
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	18.41	1.1	0.3	4.7	5.1	6.4	4.7	5.5
Dollar index	81.29	0.3%	1.0%	0.6%	0.7%	-0.7%	1.6%	2.8%
USD/THB	33.01	0.1%	0.3%	0.0%	5.6%	5.3%	1.0%	11.0%
EUR/USD	1.35	-0.5%	-1.4%	-0.8%	-0.2%	1.7%	-2.2%	-0.4%
USD/JPY	102.30	-0.7%	-0.3%	-2.7%	3.4%	3.4%	-3.1%	10.2%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) *As of 2/3/2014 7:21:15 AM*

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting	Themes
	Underweight / Neutral / Overweight	
ตราสารหนี้		- ดอกเบี้ยระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงปรับตัวสูงขึ้นตามดอกเบี้ยในสหรัฐฯ - แนะนำลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 3 ปี
ตราสารทุน		
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		- เศรษฐกิจสหรัฐฯยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง - แต่ P/E ของตลาดมีความเสี่ยงปรับลดลง (De-Rate) หลังจากที่ปรับขึ้นอย่างมากในปีที่ผ่านมา - ปรับลดคำแนะนำจาก OW เป็น Neutral เนื่องจาก Upside มีจำกัด
ตลาดหุ้นไทย		- ความขัดแย้งทางการเมืองยังไม่มีทางออกในระยะสั้น - Valuation แพงกว่าหุ้นในกลุ่ม APxJ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน		- ระดับ Valuation ในปัจจุบัน (P/E 7.3x, P/B 1x ในปี 2014) สะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายไปมากแล้ว - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		- แนวโน้มการส่งออกขยายตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯและยุโรป - ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯและเอเชียอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี และยังเทรดที่ P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว - แนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นอินเดียและอาเซียน		- ตลาดหุ้นในภูมิภาคยังถูกกดดันจากความกังวลต่อค่าเงิน EM ที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว - Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย - แนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		- ผลการดำเนินงานจะขยายตัวขึ้นอย่างโดดเด่น จากการส่งออกที่ฟื้นตัว - Upside ระยะยาวจากนโยบายปฏิรูปภาษีและกระตุ้นการบริโภค - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นยุโรป		- เศรษฐกิจเริ่มมีทิศทางฟื้นตัวดีขึ้น - Valuation ในกลุ่มประเทศ Core Countries เริ่มดูน่าสนใจ - แนะนำ Selective Buy ในกลุ่มประเทศ Core Countries
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา		- กำไรยังถูกกดดันจากแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำขาย
การลงทุนทางเลือก		
ทองคำ		- ราคาทองคำยังจะคงถูกกดดันจากความต้องการในการลงทุนที่ลดลง - ความต้องการทองคำจากชาติเอเชีย อาจยังไม่สามารถทดแทนความต้องการทองคำเพื่อการลงทุนของชาติตะวันตกได้ - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน		- Supply Disruption ของกลุ่มประเทศ OPEC ที่จะกลับเข้าสู่ระบบ - ความเป็นไปได้ในการยุติการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของอิหร่านในช่วงครึ่งหลังของปี 2014 - ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง - คงคำแนะนำขาย
US REITs		- ดัชนีชี้วัดด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง - เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาฯ ในสหรัฐฯ - ปรับลดคำแนะเป็นถือ หลังจากที่แนะนำซื้อสะสมอย่างต่อเนื่องมาก่อนหน้านี้ เนื่องจากราคาเริ่ม Rebound ขึ้นหลังการประกาศชะลอ QE

Special Topic

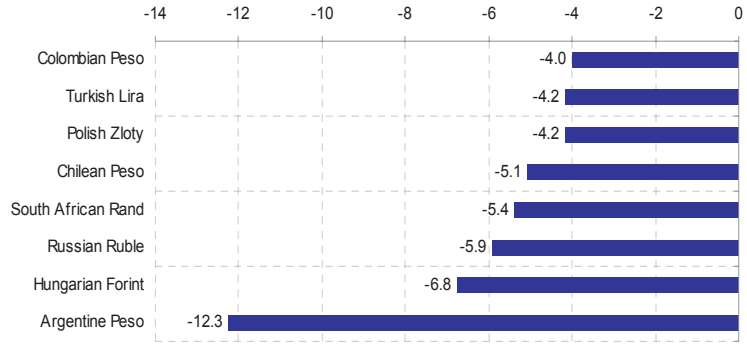
เงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่...จุดเริ่มต้นของวิกฤตเศรษฐกิจโลกหรือโอกาสในการลงทุน?

ความกังวลของนักลงทุนต่อค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับฐานอย่างรุนแรง ปัญหาการไหลออกของเงินทุนต่างชาติเกิดจากปัญหาเชิงโครงสร้างซึ่งสั่งสมมาเป็นเวลานาน การประกาศชะลอ QE ของสหรัฐฯ เป็นการจุดชนวนให้ปัญหาดังกล่าวเริ่มประทุขึ้น อย่างไรก็ดีเราเชื่อว่าปัญหาดังกล่าวจะไม่ลุกลามจนเป็นวิกฤตเศรษฐกิจในวงกว้าง เนื่องจากขนาดเศรษฐกิจของประเทศที่มีปัญหานับเป็นสัดส่วนที่เล็กมากในเศรษฐกิจโลก (8% ของ GDP โลก) เราจึงเชื่อว่าปัญหาจะจำกัดอยู่แค่เพียงในบางประเทศที่โครงสร้างเศรษฐกิจอ่อนแอเท่านั้น ดังนั้นเราจึงยังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้น และแนะนำให้ใช้การปรับฐานในรอบนี้เป็นโอกาสในการเข้าลงทุนในตลาดหุ้น

สินทรัพย์เสี่ยงถูกกดดันจากความผันผวนของค่าเงินในตลาดเกิดใหม่

ความกังวลของนักลงทุนต่อความผันผวนของค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ ที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็วหลัง Fed ประกาศลด QE ต่อเนื่องอีกหนึ่งหมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงปลายเดือน ม.ค. ซึ่งส่งผลให้เกิดแรงเทขายสกุลเงินในตลาดเกิดใหม่หลายประเทศ เช่น เปโซของอาเจนตินา, ลีราของตุรกี, แรนด์ของแอฟริกาใต้, รูเบิ้ลของรัสเซีย

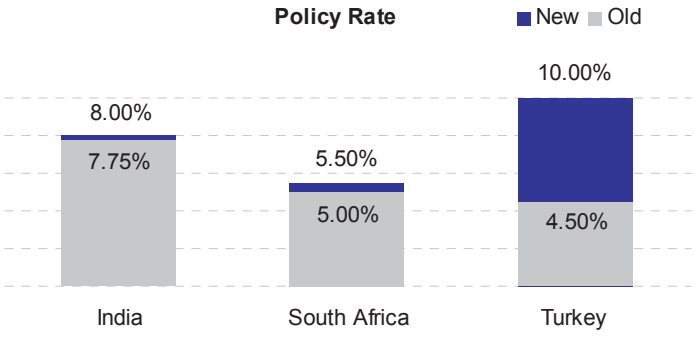
แผนภาพที่ 1: ความเคลื่อนไหวของค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ นับตั้งแต่ต้นปี (Total Return, %YTD)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้พยามสกัดเงินทุนไหลออกด้วยการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เช่น ธนาคารกลางของตุรกี ที่มีการประกาศขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย จาก 4.5% เป็น 10%, อินเดีย จาก 7.75% เป็น 8% และ แอฟริกาใต้ จาก 5% เป็น 5.5% แต่ที่ผ่านมา ความพยามในการพยุงค่าเงินด้วยการขึ้นดอกเบี้ยยังไม่สามารถหยุดการไหลออกของเงินทุนต่างชาติได้ โดยค่าเงินลีราของตุรกีกลับมาอ่อนค่า 3.9% ในหนึ่งวัน หลังจากแข็งค่าขึ้นในช่วงสั้นๆ ภายหลังจากการประกาศขึ้นดอกเบี้ย

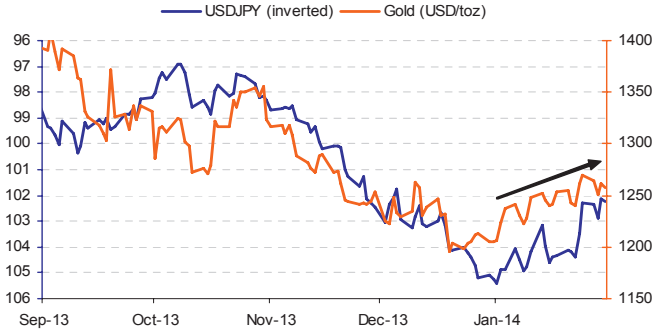
แผนภาพที่ 2: การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางประเทศต่างๆ ในสัปดาห์ที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องมาก่อนหน้านี้กลับมาแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำจุดแข็งค่าสุดในรอบ 2 เดือน เนื่องจากนักลงทุนมองค่าเงินเยนเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย เช่นเดียวกับทองคำซึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้นราว 3% ในช่วงหนึ่งเดือนที่ผ่านมา

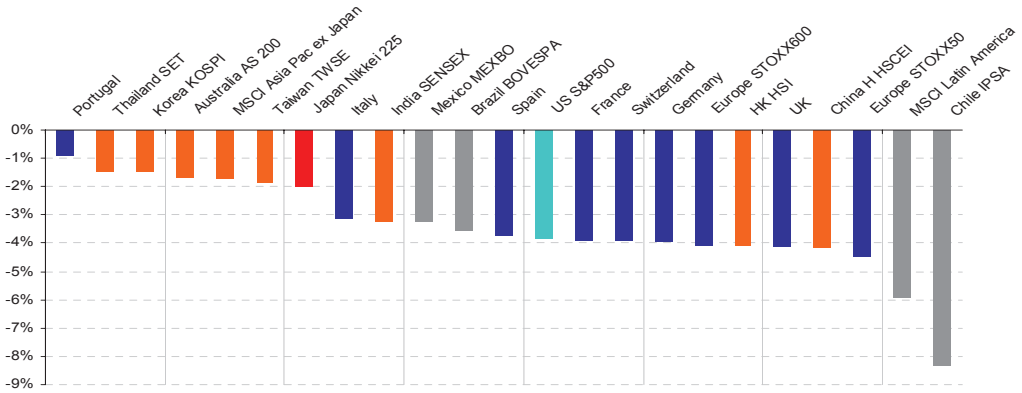
แผนภาพที่ 3: ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นและราคาทองคำปรับตัวขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับฐานอย่างรุนแรง ทั้งในประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets: DM) และประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets: EM) โดยตลาดหุ้นที่ได้รับผลกระทบรุนแรงที่สุดได้แก่ กลุ่มประเทศละตินอเมริกา ซึ่งประสบปัญหาเงินเฟ้อสูง และขาดดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่อง รวมถึงได้รับผลกระทบจากการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ที่ราคาปรับลดลง

แผนภาพที่ 4: ความเคลื่อนไหวของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วง 5 วันทำการที่ผ่านมา (As of 30 Jan 14)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สาเหตุของปัญหา

ปัญหาการไหลออกของเงินทุนต่างชาติ เกิดจากปัญหาเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่บางประเทศ ที่สั่งสมมาเป็นเวลานาน แต่ยังไม่ส่งผลกระทบต่อค่าเงินในช่วงก่อนหน้านี้ เนื่องจากการทำ QE ของสหรัฐฯ ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯมีทิศทางอ่อนค่า และส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้าตลาดเกิดใหม่เป็นจำนวนมาก การประกาศชะลอ QE ของสหรัฐฯในปีนี้ ได้จุดชนวนให้ปัญหาดังกล่าวเริ่มปะทุขึ้น

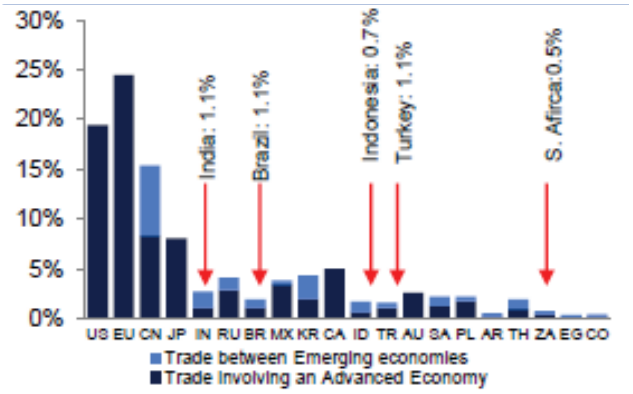
โดยปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อการไหลออกของเงินทุนต่างชาติ ได้แก่

1. การแทรกแซงอัตราแลกเปลี่ยนของธนาคารกลาง
2. โครงสร้างเศรษฐกิจที่อิงกับราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในระดับสูง เช่น เศรษฐกิจที่ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์เป็นสัดส่วนใหญ่ใน GDP
3. มีความจำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนต่างประเทศในระดับสูง โดยความต้องการเงินทุนต่างประเทศเกิดจากสองด้าน ได้แก่ การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account Deficit) เนื่องจากความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกต่ำ และการมีหนี้ต่างประเทศที่ครบกำหนดเป็นจำนวนมาก (Gross External Financing Requirement)
4. ทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ
5. มีปัญหาเงินเฟ้อในระดับสูง

Deutsche Bank ทำการศึกษาโครงสร้างของเศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่ พบว่ามีประเทศที่มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออก 5 ประเทศ ได้แก่ บราซิล อินเดีย อินโดนีเซีย ตุรกี และแอฟริกาใต้ (กลุ่มประเทศ BIITS)

เราเชื่อว่าปัญหาการไหลออกของเงินทุนจากตลาดเกิดใหม่จะไม่ลุกลามจนเป็นวิกฤตเศรษฐกิจในวงกว้าง เนื่องจากขนาดเศรษฐกิจของประเทศที่มีปัญหานับเป็นสัดส่วนที่เล็กมากในเศรษฐกิจโลก โดยกลุ่มประเทศ BIITS มีขนาดเศรษฐกิจรวมกันคิดเป็นเพียง 8% ของ GDP โลก และหากนับเป็นสัดส่วนการค้าในเศรษฐกิจโลก ยอดการค้าของกลุ่มประเทศ BIITS นับเป็นเพียง 4.5% เท่านั้น

แผนภาพที่ 5: ยอดการค้าของกลุ่มประเทศ BIITS นับเป็นเพียง 4.5% ของโลก



Source: IMF, Deutsche Bank

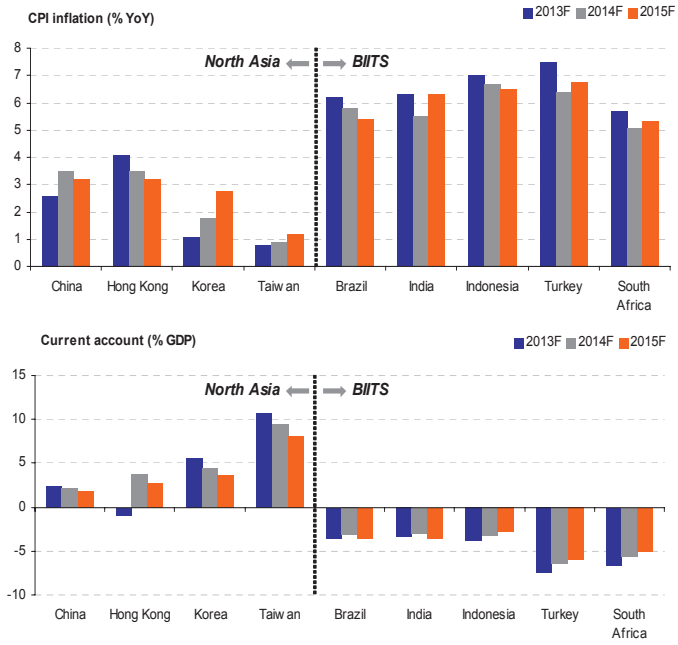
การประกาศชะลอ QE ของ Fed ในวันที่ 29 ม.ค. น่าจะช่วยยืนยันว่า Fed ได้ประเมินผลกระทบจากปัญหาการไหลออกของเงินทุนในตลาดเกิดใหม่ว่ามีความเสี่ยงจำกัดที่จะลุกลาม จนเป็นอุปสรรคในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จึงตัดสินใจเดินหน้าลดปริมาณ QE ต่อไป

เศรษฐกิจในตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ไม่ได้มีปัญหาเชิงโครงสร้างในระดับที่น่ากังวล

นอกเหนือจากประเทศในกลุ่ม BIITS ประเทศในตลาดเกิดใหม่อื่นๆ ไม่ได้มีปัญหาเชิงโครงสร้างในระดับที่น่ากังวล ยิ่งไปกว่านั้นบางประเทศในตลาดเกิดใหม่ เช่น กลุ่มประเทศเอเชียเหนือ (จีน, ฮ่องกง, ไต้หวัน, เกาหลีใต้) ยังมีพื้นฐานเศรษฐกิจแข็งแกร่ง และมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีจากการขยายตัวของการส่งออก ตามการฟื้นตัวของประเทศพัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐฯ และยุโรป เราจึงเชื่อว่าปัญหาการไหลออกของเงินทุนในตลาดเกิดใหม่จะจำกัดอยู่แค่เพียงในบางประเทศที่โครงสร้างเศรษฐกิจอ่อนแอเท่านั้น

ประเทศในกลุ่มเอเชียเหนือ เป็นกลุ่มเศรษฐกิจที่มีดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลอย่างต่อเนื่อง โดยประเทศเหล่านี้เป็นฐานการผลิตและส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ เช่น อุปกรณ์คอมพิวเตอร์ แท็บเล็ต และสมาร์ทโฟน ซึ่งต้องใช้เทคโนโลยีการผลิตในระดับสูง และมีแบรนด์สินค้าที่ได้รับความนิยมจากผู้บริโภคในตลาดโลก ซึ่งทำให้กลุ่มประเทศเอเชียเหนือมีความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกสูงเป็นอันดับต้นๆ ของโลก

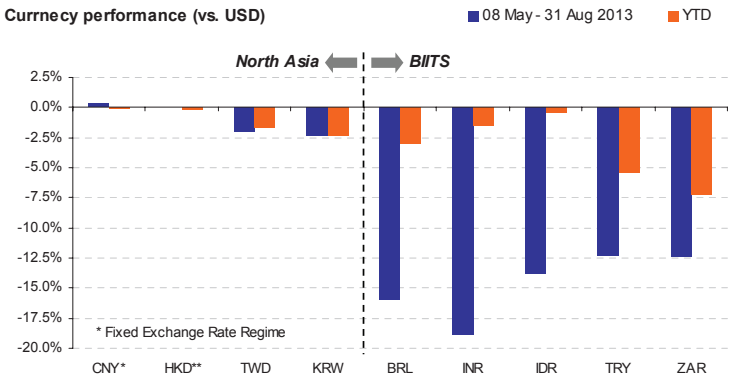
แผนภาพที่ 6: อัตราเงินเฟ้อและดุลบัญชีเดินสะพัดของกลุ่มประเทศเอเชียเหนือเทียบกับกลุ่มประเทศ BIITS



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

อัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ และยอดเกินดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงอย่างต่อเนื่อง จะช่วยจำกัดความเสี่ยงจากการไหลออกของเงินทุนต่างชาติ ดังจะเห็นได้จากความเคลื่อนไหวของค่าเงินเอเชียเหนือในช่วงเดือน พ.ค. ถึงเดือน ส.ค. ในปีที่แล้ว ที่ตลาดมีความกังวลต่อการชะลอ QE ในครั้งแรก ค่าเงินของประเทศเหล่านี้ที่อ่อนค่าเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

แผนภาพที่ 7: ความเคลื่อนไหวของค่าเงินในช่วงเดือน พ.ค. ถึงเดือน ส.ค. 2013



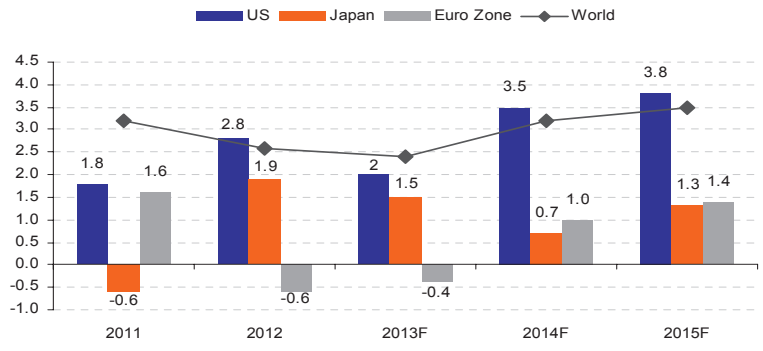
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้น

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้น และแนะนำให้ใช้การปรับฐานของตลาดหุ้นในรอบนี้เป็นโอกาสเข้าลงทุนในตลาดหุ้น โดยเรามีคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ดังนี้ 1) แนะนำซื้อสะสมตลาดหุ้นเอเชียเหนือ 2) แนะนำซื้อตลาดหุ้นญี่ปุ่น 3) แนะนำขายทำกำไรตลาดหุ้นสหรัฐฯ และ 4) คงคำแนะนำ Underweight ตลาดหุ้นไทย

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้นในปีนี้ เนื่องจาก 1) แนวโน้มการเร่งตัวของเศรษฐกิจโลก นำโดยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ G3 2) เงินเฟ้อที่มีทิศทางทรงตัวในระดับต่ำ ตามแนวโน้มราคาพลังงานโลก 3) ทิศทางการดำเนินนโยบายของธนาคารกลางที่ยังผ่อนคลาย และ 4) ปัจจัยเสี่ยงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มคลี่คลายลง (ดูรายละเอียดใน Wealth Strategy ฉบับ Outlook 2014)

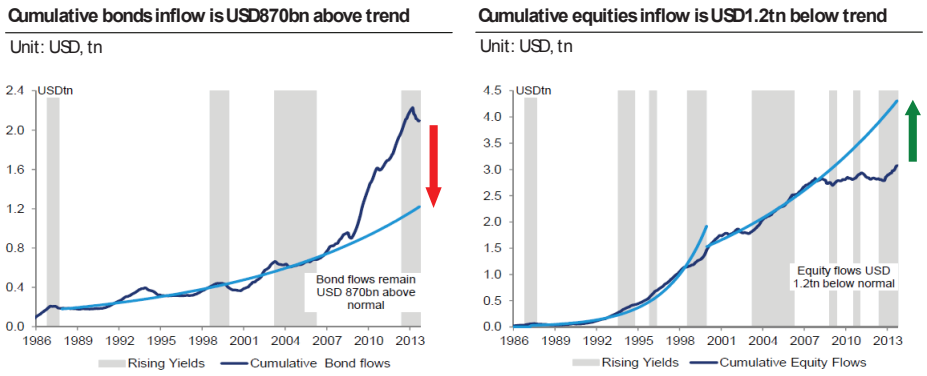
แผนภาพที่ 8: เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น นำโดยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ G3



ที่มา: FocusEconomics, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก และการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯน่าจะทำให้ภาพการเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตลาดตราสารหนี้มายังตลาดหุ้น (Great Rotation) ชัดเจนขึ้นในปีนี้ การเคลื่อนย้ายเงินทุนออกจากตลาดตราสารหนี้เริ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปี 2013 ที่ Fed เริ่มมีการกล่าวถึงการชะลอมาตรการ QE โดยในปี 2013 มี Fund Flow ไหลออกจากตราสารหนี้เป็นจำนวน 7.4 หมื่นล้านดอลลาร์ ซึ่งเป็นการไหลออกจากตลาดตราสารหนี้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2009 อย่างไรก็ดียอดเงินทุนไหลออกจำนวนดังกล่าวนับเป็นสัดส่วนที่น้อยมากหากเทียบกับยอดเงินทุนไหลเข้ารวม 1.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 9: Global Fund Flow เริ่มไหลออกจากตราสารหนี้ในปี 2013 แต่ยังนับเป็นสัดส่วนน้อยมาก เมื่อเทียบกับ Fund Flow ที่ไหลเข้าตั้งแต่ปี 2009



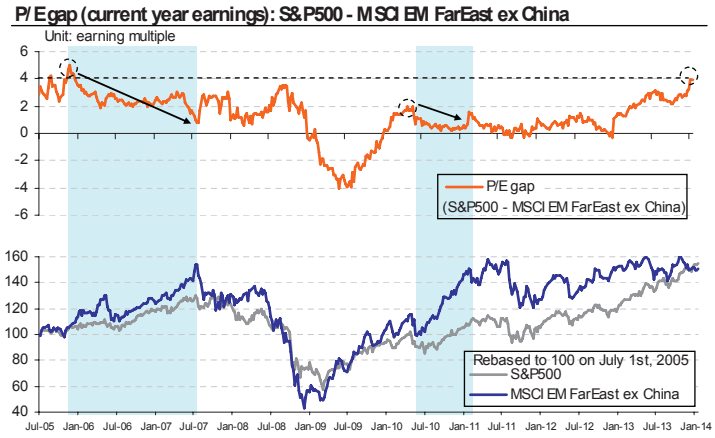
ที่มา: Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit

โดยเรามีคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ดังนี้ 1) แนะนำซื้อสะสมตลาดหุ้นเอเชียเหนือ 2) แนะนำซื้อตลาดหุ้นญี่ปุ่น 3) แนะนำขายทำกำไรตลาดหุ้นสหรัฐฯ และ 4) คงคำแนะนำ Underweight ตลาดหุ้นไทย

แนะนำซื้อสะสมตลาดหุ้นเอเชียเหนือ

ตลาดหุ้นเอเชียเหนือปรับตัวลดลงจากความกังวลต่อความเสี่ยงเงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่ ในขณะที่พื้นฐานเศรษฐกิจยังแข็งแกร่ง เนื่องจาก 1) แนวโน้มการส่งออกยังที่ขยายตัวต่อเนื่อง ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศพัฒนาแล้ว 2) ค่าเงินที่อ่อนลงจากความกังวลในรอบนี้ซึ่งช่วยสนับสนุนกำไรของบริษัทจดทะเบียน และ 3) Valuation ที่น่าสนใจ โดยส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯและเอเชียอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี และยังเทรดที่ P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ในขณะที่ตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วซื้อขายที่ระดับ Valuation ที่ค่อนข้างแพง

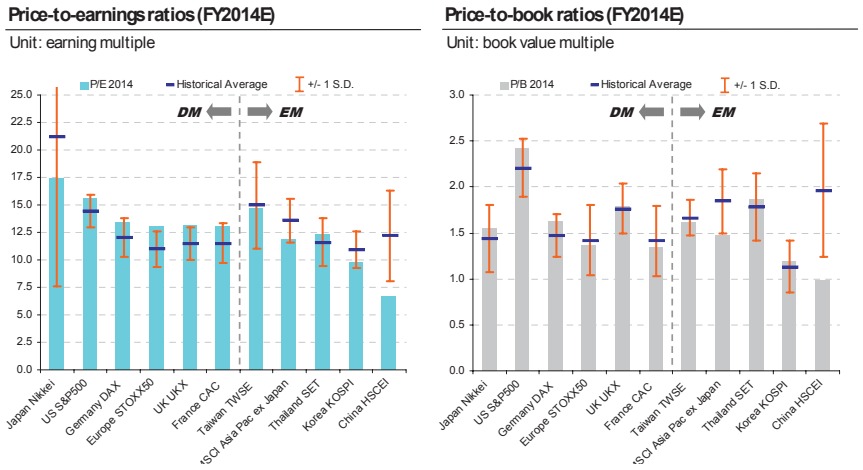
แผนภาพที่ 10: ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯและเอเชียอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

เราเชื่อว่าด้วยแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่ง ประกอบกับ Valuation ที่ยังถูก จะทำให้ตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชียเหนือสามารถดึงดูดเงินลงทุนที่จะไหลออกจากตลาดตราสารหนี้ได้เป็นจำนวนมาก และทำให้ตลาดหุ้นเอเชียเหนือสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าภูมิภาคอื่นๆ ในปีนี้

แผนภาพที่ 11: ตลาดหุ้นเอเชียเหนือซื้อขายที่ระดับ Valuation ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว

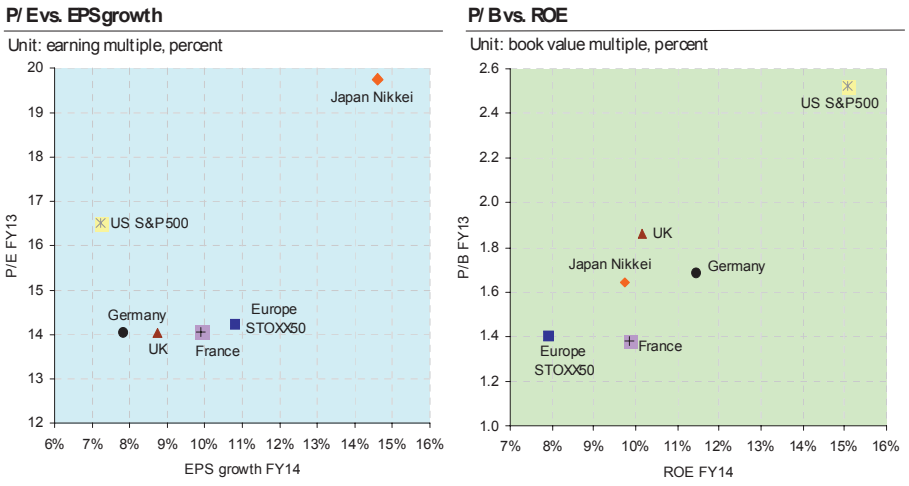


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

คงแนะนำซื้อตลาดหุ้นญี่ปุ่น

ดัชนี Nikkei 225 ปรับฐานอย่างรุนแรงราว 8% นับจากต้นปี เนื่องจากค่าเงินเยนที่แข็งค่าขึ้น จากความกังวลต่อปัญหาเงินทุนไหลออกในตลาดเกิดใหม่ อย่างไรก็ดี เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในญี่ปุ่น เนื่องจากแนวโน้มการขยายตัวของกำไรที่โดดเด่น โดยคาดการณ์ผลกำไรบริษัทจดทะเบียนในดัชนี Nikkei 225 จะเติบโตขึ้นราว 15% ในปี 2014 ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตที่สูงกว่าตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วอื่นๆ เช่น สหรัฐฯและยุโรป ซึ่งแนวโน้มการเติบโตของกำไรอยู่ที่ประมาณ 8-10% เท่านั้น ในขณะที่ P/B ยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว

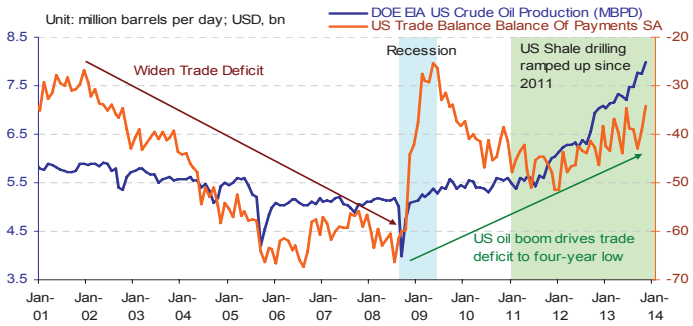
แผนภาพที่ 12: ญี่ปุ่นมีอัตราการเติบโตของกำไรสูงกว่าตลาดหุ้นใน DM ในขณะที่ P/B ยังอยู่ในระดับต่ำ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

ส่วนด้านความกังวลเรื่องค่าเงินเยนที่แข็งค่าขึ้นในช่วงนี้ เราเชื่อว่าประเด็นดังกล่าวน่าจะมีทิศทางผ่อนคลายลงตามลำดับ โดยเราคาดว่าค่าเงินเยนจะกลับมาอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์ในช่วงต่อจากนี้ เนื่องจาก 1) การประกาศชะลอ QE ของสหรัฐอย่างต่อเนื่องตลอดทั้งปีนี้ 2) ยอดการขาดดุลการค้าของสหรัฐที่ลดลง เนื่องจากการผลิต Shale Gas และ Shale Oil ทำให้สหรัฐนำเข้าน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติจากนอกประเทศลดลง 3) เราคาดว่าธนาคารกลางญี่ปุ่นจะมีการใช้นโยบายทางการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในช่วงไตรมาส 2 เพื่อบรรเทาผลกระทบของการขึ้นภาษีการบริโภค (Consumption Tax) ในญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 13: การขาดดุลการค้าของสหรัฐลดลง เนื่องจากการผลิต Shale Gas และ Shale Oil



Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

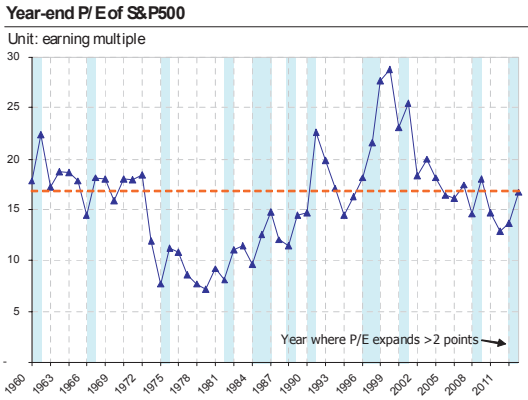
แนะนำขายทำกำไรตลาดหุ้นสหรัฐฯ

แม้ว่าเรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ แต่เราเชื่อว่าภาพการขยายตัวของเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งได้ถูกสะท้อนใน Valuation ของหุ้นไปมากแล้ว โดยในปี 2013 ดัชนี S&P500 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 30% ซึ่งเกิดจากการปรับตัวขึ้นของกำไรราว 6% และอีก 22% เกิดจากการขยายตัวของ P/E (P/E ของดัชนีเพิ่มขึ้นจาก 13.7 เท่าในปี 2012 เป็น 16.7 เท่า ณ สิ้นปี 2013)

เราเชื่อว่า P/E ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลดลงในปีนี้ (De-Rate) โดยได้ศึกษาความเปลี่ยนแปลงของกำไรและ P/E ของตลาดหุ้นสหรัฐฯตั้งแต่ปี 1980 จนถึงปัจจุบัน พบว่า 1) หลังจาก P/E ขยายตัวมากกว่า 2 (เช่น P/E ของตลาดขยายตัวจาก 12 เป็น 14 เท่า) มีโอกาสเพียง 38% ที่ P/E จะขยายตัวต่อในปีถัดมา และค่ากลางของการเปลี่ยนแปลง P/E อยู่ที่ -0.1 และ 2) เมื่อดัชนีซื้อขายอยู่ที่ระดับ P/E มากกว่า 16.7 เท่า (ระดับ P/E ณ สิ้นปี 2013) โอกาสที่ P/E จะขยายตัวต่อในปีถัดมา อยู่ที่ 35% และค่ากลางของการเปลี่ยนแปลง P/E อยู่ที่ -1.0

ความเสี่ยงของการหดตัวของ P/E ประกอบกับคาดการณ์การเติบโตของกำไรที่อยู่ราว 7% ในปีนี้ ทำให้เราเชื่อว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯจะมี Upside ที่ค่อนข้างจำกัด เราจึงแนะนำให้ขายทำกำไรหุ้นสหรัฐฯ เพื่อไปเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดอื่นที่มี Upside มากกว่าเช่น เอเชียเหนือและญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 14: ความเคลื่อนไหวของ P/E ของดัชนี S&P500 ตั้งแต่ปี 1980



When trailing P/E is more than 16.7x (P/E at YE2013)	
Total incedents	26
# of year where P/E expands further	9 (35%)
Max P/E expansion (x)	6.2
Median P/E expansion (x)	-1.3
Average P/E expansion (x)	-1.0
Min P/E expansion (x)	-7.1

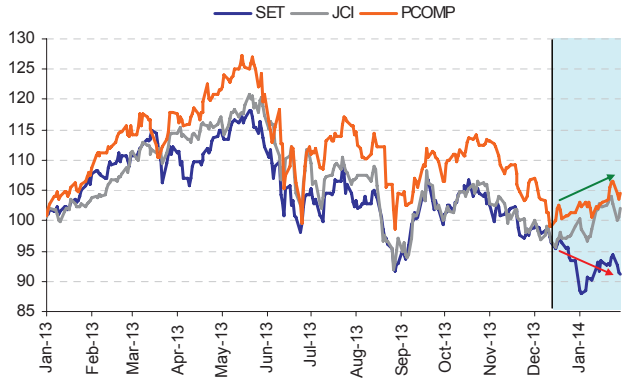
When P/E expanded more than 2 points in previous year (P/E chg in 2013 = 2.9)	
Total incedents	13
# of year where P/E expands further	5 (38%)
Max P/E expansion (x)	6.2
Median P/E expansion (x)	-0.1
Average P/E expansion (x)	-0.9
Min P/E expansion (x)	-7.1

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

คงคำแนะนำ Underweight ในตลาดหุ้นไทย

ตลาดหุ้นไทยเริ่มเห็นผลกระทบของปัญหาการเมืองซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ (เราปรับลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นไทยอย่างต่อเนื่องในช่วง 4Q13 โดยลดจาก Overweight เป็น Neutral ในเดือน ต.ค. และเป็น Underweight ในเดือน ธ.ค.) โดยตลาดหุ้นไทยเริ่ม Underperform ตลาดหุ้นในกลุ่ม TIP (Thailand, Indonesia, Philippines) ตั้งแต่ช่วงที่มีความรุนแรงในการขัดขวางการรับสมัครเลือกตั้งวันที่ 23-27 ธ.ค. และการประกาศปิดกรุงเทพฯ ในวันที่ 13 ม.ค. ที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 15: การเคลื่อนไหวของดัชนีของตลาดหุ้นในกลุ่ม TIP (ทุกดัชนีเริ่มต้นที่ 100 ณ ต้นปี 2013)

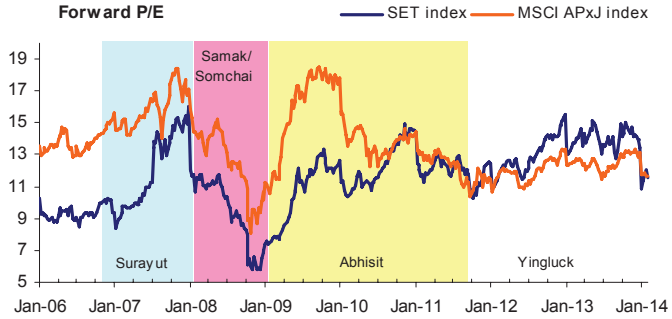


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราเชื่อว่าประเด็นการเมืองและการชุมนุมที่ยืดเยื้อไม่เพียงกระทบเฉพาะความมั่นใจในตลาดทุน แต่จะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจจริง ทั้งในภาคการบริโภค การลงทุน และโดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคการท่องเที่ยวซึ่งน่าจะได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงเนื่องจากเป็นช่วง High Season โดยหากเทียบเคียงกับช่วงเดือน พ.ค. 2010 ที่เกิดเหตุการรุนแรงจากการชุมนุมทางการเมืองได้ส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวลดลงถึง 10.5% เมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า

ในขณะที่ Valuation ของตลาดหุ้นไทยในปัจจุบันอยู่ในระดับใกล้เคียงกับตลาดเพื่อนบ้าน (Fwd P/E 14' ของ SET = 11.5x vs. MSCI Asia ex Japan = 11.6x) เรามองว่าหากปัญหาทางการเมืองยังคงยืดเยื้อต่อไป ตลาดหุ้นไทยอาจได้รับผลกระทบเชิงลบจากสองด้าน ได้แก่ 1) หุ้นไทยมีโอกาสสูงที่จะถูกปรับการคาดการณ์ผลประกอบการลงอีก หลังจากที่มีการปรับลดลงถึง 10% จากต้นปี 2013 2) ตลาดหุ้นไทยมีความเสี่ยงในการถูกปรับลดระดับ Valuation ลง (De-Rate) จากปัจจัยความเสี่ยงทางการเมือง โดยหากเทียบกับช่วงต้นปี 2007- กลางปี 2010 ที่การเมืองไทยมีปัญหาความขัดแย้งและการชุมนุมต่อเนื่อง ตลาดหุ้นไทยจะซื้อขายที่ P/E ต่ำกว่าตลาดเอเชียราว 26% โดยเฉลี่ย ดังนั้นเราจึงยังคงแนะนำ Underweight ในตลาดหุ้นไทยต่อไป

แผนภาพที่ 16: P/E ตลาดหุ้นไทยมีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลง (De-Rate) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงทางการเมือง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดตราสารหนี้

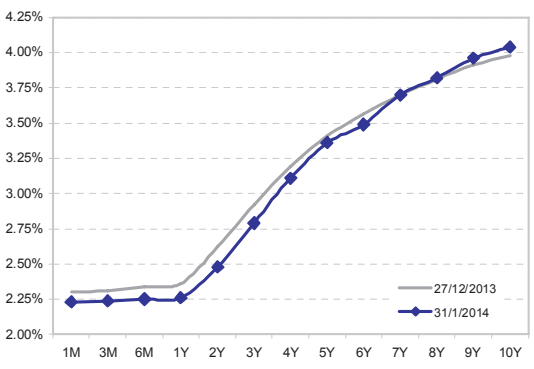
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น-กลางปรับตัวลดลงในเดือน ม.ค. เราคาดว่าธปท.จะลดดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps ในการประชุมวันที่ 12 มี.ค. และยังคงแนะนำเน้นลงทุนในพันธบัตรอายุ 2-3 ปี เนื่องจากเป็นช่วงที่ Yield Curve มีความชันสูงกว่าช่วงอื่น

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น-กลางปรับตัวลดลงในเดือน ม.ค.

โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1-3 ปี ซึ่งผลตอบแทนปรับตัวลดลง 10-14 bps ในขณะที่พันธบัตรระยะยาว (มากกว่า 7 ปี) อัตราผลตอบแทนปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ว่าการเพิ่มขึ้นของ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ จะส่งผลให้ Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย

แผนภาพที่ 17: Yield พันธบัตรระยะสั้น-กลางปรับตัวลดลงในเดือน ม.ค.

TTM	27/12/2013	31/1/2014	Chg (bps)
1M	2.30%	2.23%	-7
3M	2.31%	2.24%	-7
6M	2.34%	2.25%	-9
1Y	2.36%	2.26%	-10
2Y	2.62%	2.48%	-14
3Y	2.92%	2.79%	-13
4Y	3.19%	3.11%	-8
5Y	3.41%	3.36%	-5
6Y	3.56%	3.49%	-7
7Y	3.70%	3.70%	0
8Y	3.81%	3.82%	1
9Y	3.91%	3.96%	5
10Y	3.98%	4.04%	6
5Y-1Y	105	110	5
10Y-2Y	136	156	20



ที่มา: ThaiBMA, TISCO Economic Strategy (ESU)

เราคาดว่าธปท.จะลดดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps ในการประชุมวันที่ 12 มี.ค.

เนื่องจากเราคาดการณ์ GDP ในไตรมาส 4 จะหดตัว 1.2% YoY และ 0.9% QoQ ซึ่งน่าจะทำให้ธปท. ประกาศลดดอกเบี้ยเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและบรรเทาผลกระทบของปัญหาการเมือง

เรายังคงแนะนำเน้นลงทุนในพันธบัตรอายุ 2-3 ปี

เนื่องจากเป็นช่วงที่ Yield Curve มีความชันสูงกว่าช่วงอื่น โดยคาดว่าหากธปท. ตัดสินใจประกาศลดดอกเบี้ยนโยบายลง เราคาดว่า Yield ของพันธบัตรในช่วงอายุดังกล่าวจะปรับตัวลดลงมากกว่าช่วงอายุอื่น นอกจากนั้น Duration ที่ไม่ยาวจนเกินไปยังช่วยจำกัดความเสี่ยงจากประเด็นความกังวลเงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่และความไม่สงบทางการเมือง

การลงทุนทางเลือก

ทองคำ

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากราคาทองคำจะยังคงถูกกดดันจากอุปสงค์ในการลงทุนที่ลดลง ในขณะที่ความต้องการทองคำในเอเชียยังคงไม่สามารถชดเชยความต้องการทองคำเพื่อการลงทุนจากชาติตะวันตกได้ เราจึงเชื่อว่าการฟื้นตัวของราคาทองคำเป็นเพียงการฟื้นตัวระยะสั้น ซึ่งไม่ใช่ภาพการกลับตัวของราคาทองคำให้เป็นทิศทางขาขึ้น

ราคาทองคำได้รับผลบวกจาก 1) การปรับน้ำหนักการลงทุนในทองคำของดัชนีอ้างอิงสินค้าโภคภัณฑ์ 2) การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์จากการอ่อนตัวของตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ และ 3) ความต้องการทองคำในช่วงตรุษจีน ซึ่งเราเชื่อว่าปัจจัยทั้ง 3 เป็นปัจจัยสนับสนุนราคาทองคำเพียงระยะสั้น ในขณะที่สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ที่ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง ยังกดดันภาพการกลับตัวของราคาทองคำเป็นทิศทางขาขึ้น

การปรับน้ำหนักการลงทุน (Rebalancing) ของดัชนีสินค้าโภคภัณฑ์ การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์ และ ความต้องการทองคำในช่วงตรุษจีนเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาทองคำในระยะสั้น

ราคาทองคำปรับตัวขึ้น 3.1% นับตั้งแต่ต้นปี มีปัจจัยสนับสนุนมาจาก 1) การปรับน้ำหนักการลงทุนในทองคำของดัชนีอ้างอิงสินค้าโภคภัณฑ์หลักของโลกใน S&P-Goldman Sachs Commodities Index (S&P GSCI) และ the Dow Jones UBS Commodities Index (DJ –UBS) ในช่วงครึ่งแรกของเดือน ม.ค.

คาดว่าส่งผลให้มีเงินทุนไหลเข้าลงทุนในทองคำประมาณ 1,100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากกองทุนที่มีดัชนีอ้างอิง (Benchmark) เป็นดัชนีสินค้าโภคภัณฑ์ดังกล่าว ซึ่งต้องปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในทองคำตามน้ำหนักการลงทุนใหม่ในดัชนีอ้างอิง 2) การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์จากการอ่อนตัวของตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ซึ่งเป็นผลมาจากสภาพอากาศที่หนาวเย็นกว่าปกติ และ 3) ความต้องการทองคำของจีนในช่วงก่อนหน้าเทศการตรุษจีน ซึ่งใน 5 ปีที่ผ่านมาในช่วง 20 วันก่อนวันตรุษจีนราคาทองคำมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้น (ยกเว้นปี 2013) ซึ่งเราเชื่อว่าปัจจัยสนับสนุนราคาทองคำทั้งสามปัจจัยเป็นเพียงปัจจัยระยะสั้น และจะปรับลดลงในช่วงเดือน ก.พ.

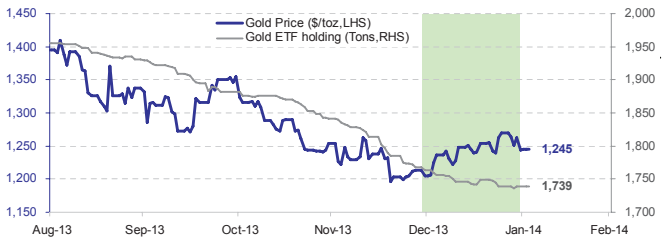
การอ่อนค่าของสกุลเงินท้องถิ่น และมาตรการของภาครัฐเพื่อลดการนำเข้าทองคำจากอินเดีย เพื่อแก้ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด จะยังเป็นปัจจัยกดดันต่ออุปสงค์ ในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2014

มาตรการจำกัดการนำเข้าทองคำของอินเดีย เช่น การเพิ่มอัตราภาษีการนำเข้าทองคำของอินเดีย เพื่อแก้ปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด จะส่งผลให้ความต้องการทองคำจากอินเดียลดลงต่อเนื่องในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ โดยเราเชื่อว่านโยบายดังกล่าวจะยังคงมีผลบังคับใช้อยู่ จนกว่าปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดจะดีขึ้น แม้เจ้าหน้าที่ของทางการอินเดียออกมาให้ความเห็นว่าอาจจะมีการพิจารณาทบทวนผ่อนคลายมาตรการต่างๆ ในช่วงสิ้นเดือน มี.ค. นี้ แต่เราเชื่อว่ามาตรการดังกล่าวจะผ่อนคลายลงอย่างเร็วที่สุดในไตรมาส 2 ของปีนี้ ดังนั้นความต้องการทองคำของอินเดียซึ่งเป็นผู้บริโภคทองคำอันดับ 1 ของโลกจะยังคงปรับตัวลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า

ถึงแม้ราคาทองคำจะฟื้นตัวแต่สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนราคาทองคำยังคงอ่อนแอ และไม่สนับสนุนภาพการกลับตัวของราคาทองคำให้เป็นทิศทางขาขึ้น

ปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนราคาทองคำที่ยังคงอ่อนแอ เนื่องจาก 1) การคาดการณ์เงินเฟ้อของโลกยังอยู่ในระดับต่ำ 2) ความเสี่ยงของเสถียรภาพในระบบการเงินและการเมืองในภูมิภาคต่างๆ ของโลกผ่อนคลายลง 3) ทิศทางการแข็งค่าของเงินดอลลาร์ การปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในสหรัฐฯ จากการชะลอ QE ของ Fed และ 4) การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายระยะสั้น (Fed Fund Rate) ของ Fed ในปี 2015 ปัจจัยดังกล่าวยังคงกดดันการลงทุนในทองคำ ซึ่งส่งผลให้สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมาถึงแม้ราคาทองคำจะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเราเชื่อว่าการฟื้นตัวของราคาทองคำในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมาเป็นการฟื้นตัวในระยะสั้น ไม่ใช่ภาพของการกลับตัวของราคาทองคำให้เป็นทิศทางขาขึ้น

แผนภาพที่ 18: สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การเพิ่มขึ้นของสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF จะเป็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญในภาพการลงทุนระยะยาวของทองคำ

เราเชื่อว่าจุดต่ำสุดของราคาทองคำจะผ่านพ้นไปก็ต่อเมื่อเราเห็นการเริ่มเพิ่มขึ้นของสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ซึ่งจะเป็นตัวบ่งชี้และแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีมุมมองที่เป็นบวกต่อการลงทุนในทองคำ ซึ่งเรายังคงไม่เห็นภาพดังกล่าวในปัจจุบัน

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากราคาทองคำจะยังคงถูกกดดันจากอุปสงค์ในการลงทุนที่ลดลง จากสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ที่ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ต้นปี ในขณะที่ความต้องการทองคำในเอเชียยังคงไม่สามารถชดเชยความต้องการทองคำเพื่อการลงทุนจากชาติตะวันตกได้ เราจึงเชื่อว่าการฟื้นตัวของราคาทองคำเป็นเพียงการฟื้นตัวระยะสั้น ซึ่งไม่ใช่ภาพการกลับตัวของราคาทองคำให้เป็นทิศทางขาขึ้น

น้ำมัน

เรายังแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน ภาวะตลาดน้ำมันดิบโลกอยู่ในสภาวะ Oversupplied จากอุปทานน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์น้ำมันดิบ

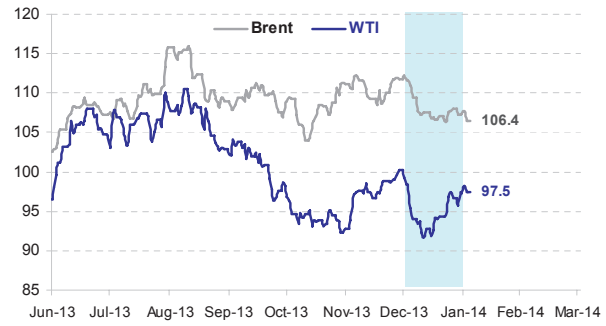
สถานการณ์การประท้วงในลิเบียที่เริ่มคลี่คลาย การเริ่มยุติโครงการนิวเคลียร์อิหร่าน และการเพิ่มขึ้นของอุปทานน้ำมันดิบในสหรัฐฯ กดดันราคาน้ำมันในตลาดโลกให้ปรับตัวลดลงในเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา

ราคาน้ำมันดิบ BRENT ทะเลเหนือซึ่งสะท้อนระดับอุปสงค์และอุปทานในตลาดโลก ปรับตัวลดลง 3% แม้เศรษฐกิจโลกจะมีทิศทางขยายตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เนื่องมาจาก 1) อุปทานน้ำมันดิบลิเบียเริ่มกลับเข้าสู่ระบบจากการเจรจาระหว่างรัฐบาลและกลุ่มผู้ประท้วงมีความคืบหน้า 2) ชาติตะวันตกเริ่มผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรอิหร่าน ตั้งแต่วันที่ 20 ม.ค. 2014 เป็นระยะเวลา 6 เดือน ตามข้อตกลงแลกกับการยุติการเสริมสมรรถนะแร่ยูเรเนียมเป็นพัฒนาการที่สำคัญที่อุปทานจากอิหร่านอาจจะกลับเข้าสู่ระบบในครึ่งหลังของปี 2014 3) การเติบโตของอุปทานน้ำมันดิบในสหรัฐฯ

ซึ่งเพิ่มขึ้นทำสถิติสูงสุดอย่างต่อเนื่องจากการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Shale Oil / Tight Oil) ซึ่งส่งผลให้ปริมาณการนำเข้าน้ำมันของสหรัฐฯลดลงเป็นทำสถิติต่ำสุดเช่นกัน และซึ่งมีส่วนช่วยให้อุปทานน้ำมันดิบในตลาดโลกเพิ่มขึ้น

ในขณะที่***ราคาน้ำมัน WTI ในสหรัฐฯ*** ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของเดือน ม.ค. จากการเปิดท่อส่งน้ำมันดิบ Southern Keystone ซึ่งช่วยเพิ่มปริมาณการขนส่งน้ำมันดิบจากสต็อกที่ Cushing รัฐโอคลาโฮมา ไปถึงโรงกลั่นในแถบชายฝั่งอ่าวเม็กซิโกได้มากขึ้นและโรงกลั่นในสหรัฐฯ มีการเพิ่มอัตราการใช้กำลังการกลั่นน้ำมันดิบเพื่อส่งออกผลิตภัณฑ์ออกสู่ตลาดโลกได้เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้ราคาน้ำมัน WTI ปรับตัวเข้าใกล้ราคาในตลาดโลกมากขึ้น โดยส่วนต่างราคาน้ำมันระหว่างน้ำมัน BRENT และ WTI ปรับตัวลดลงจากราว 20 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรลในช่วงต้นปี 2013 เป็น 11 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในช่วงสิ้นปี 2013 และปรับลดลงต่อเนื่องเหลือเพียง 9 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ในช่วงสิ้นเดือน ม.ค. 2014

แผนภาพที่ 19: ราคาน้ำมันดิบ BRENT ปรับตัวลดลงในขณะที่ราคาน้ำมันดิบ WTI ทรงตัวในเดือน ม.ค.

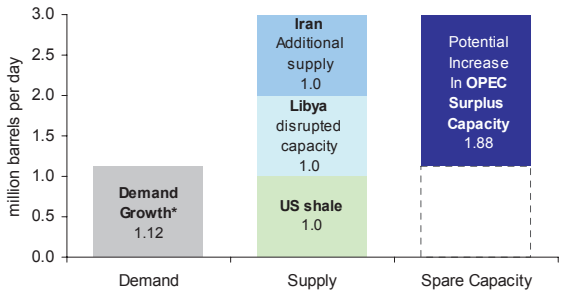


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดน้ำมันดิบโลกอยู่ในสภาวะ Oversupplied เนื่องจากอุปทานเพิ่มขึ้นมากกว่าการอุปสงค์ ซึ่งเป็นปัจจัยที่จำกัด Upside ของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก

จากที่เราแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมันตั้งแต่ต้นปี เนื่องจากเราเชื่อว่าภาวะตลาดน้ำมันดิบของโลกในปี 2014 คาดว่าจะอยู่ในสภาวะ Oversupplied จากปัจจัยดังต่อไปนี้ 1) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบที่หยุดชะงักไป (Crude Oil Supply Disruption) ของกลุ่มประเทศ OPEC ที่จะกลับเข้าสู่ระบบ 2) ความเป็นไปได้ในการยุติการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของอิหร่านในช่วงครึ่งหลังของปี 2014 และ 3) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 20: อุปทานน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์น้ำมันดิบในปี 2014



* Average demand growth forecasts from EIA, IEA, and OPEC

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราเห็นพัฒนาการของทั้ง 3 ปัจจัยที่กดดันราคาน้ำมันดิบในปัจจุบันดังต่อไปนี้

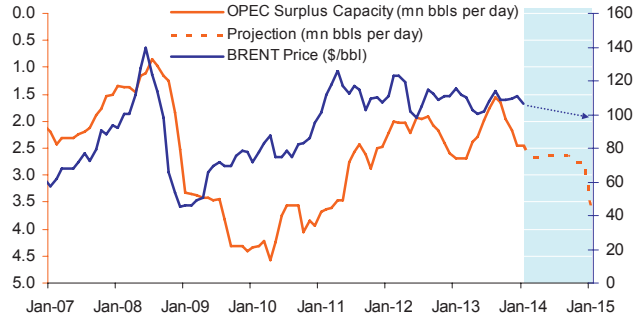
1) ปัญหาการประท้วงในลิเบียคลี่คลายลง ส่งผลให้ปริมาณการผลิตจากลิเบียปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 6 แสนบาร์เรลต่อวันในช่วงสิ้นเดือน ม.ค. 2014 จากระดับ 2 แสนบาร์เรลต่อวัน ในช่วงสิ้นปี 2013 หลังจากทางการลิเบียได้มีการเจรจากับผู้ประท้วงเพื่อให้สามารถกลับมาเปิดท่าเรือและเพิ่มปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบ เรามองว่าปัญหาการประท้วงในลิเบียไม่ได้เป็นปัญหาด้านการผลิตหรือเหตุสุดวิสัย ดังนั้นหากการเจรจาประสบผลสำเร็จ ลิเบียจะสามารถเพิ่มกำลังการผลิตกลับมาที่ระดับศักยภาพ 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวันได้ในระยะเวลาอันสั้น

2) จากข้อตกลงระหว่างอิหร่านและชาติตะวันตกเมื่อเดือน ธ.ค. 13 ที่ผ่านมา นำมาซึ่งการที่สหภาพยุโรปเริ่มผ่อนผันมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านในบางอุตสาหกรรมอาทิเช่น โลหะมีค่า, ปิโตรเคมี และ การประกันภัยเรือขนส่ง ตั้งแต่วันที่ 20 ม.ค. 2014 ตามข้อตกลงแลกกับการยุติการเสริมสมรรถนะแร่ยูเรเนียมตามที่อิหร่านได้ให้ไว้กับชาติตะวันตก สำหรับอุตสาหกรรมการส่งออกน้ำมัน, สถาบันการเงิน และบริษัทที่เกี่ยวเนื่องกับโครงการนิวเคลียร์ยังคงถูกคว่ำบาตรอยู่

การยกเลิกมาตรการคว่ำบาตรในบางอุตสาหกรรมเป็นพัฒนาการที่สำคัญต่อเนื่อง ซึ่งอาจจะส่งผลให้มีการยุติการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของอิหร่านในอนาคต และมีความเป็นไปได้ที่อิหร่านจะสามารถกลับมาส่งออกน้ำมันดิบได้เพิ่มมากขึ้นอีก 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในช่วงครึ่งหลังของปี 2014

ความเป็นไปได้ในการกลับมาส่งออกน้ำมันอีกครั้งของอิหร่านจะส่งผลให้ประเทศอื่นๆในกลุ่ม OPEC จำเป็นที่จะต้องลดกำลังการผลิตลงเพื่อรักษาโควตาการผลิตของกลุ่ม และรักษาเสถียรภาพราคาน้ำมันดิบ BRENT ในขณะที่เรามองว่าแม้ประเทศอื่นๆ ในกลุ่ม OPEC จะลดกำลังการผลิตลงแต่กำลังการผลิตที่ลดลงของกลุ่ม OPEC ก็ยังคงจะสะท้อนไปที่กำลังการผลิตน้ำมันดิบสำรองของกลุ่มประเทศโอเปค (OPEC Surplus Capacity) ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในที่สุด ส่งผลต่อการลดลงของ Risk Premium ในราคาน้ำมันดิบ BRENT ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ BRENT ต่อไป

แผนภาพที่ 21: กำลังการผลิตน้ำมันดิบสำรองของกลุ่มประเทศโอเปค (OPEC Surplus Capacity) ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น



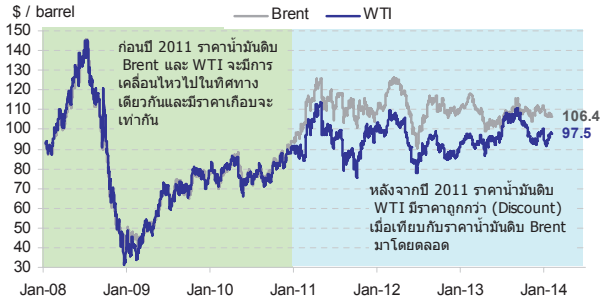
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

3) EIA รายงานปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 8.10 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน ม.ค. 2014 (ข้อมูล ณ 24 ม.ค. 2014) เมื่อเทียบกับระดับเฉลี่ย 7.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2013 โดย EIA คาดว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 8.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2014

ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ BRENT มีแนวโน้มหดแคบลงหลังท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone เริ่มเปิดทำการ แต่เราเชื่อว่าส่วนต่างดังกล่าวจะยังคงอยู่ เนื่องจากสภาวะอิ่มตัวในการกลั่นน้ำมันดิบชนิดเบาของโรงกลั่นในสหรัฐฯ (Saturated Refineries Capacity)

ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ BRENT เกิดจาก 1) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานในสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง 2) ข้อจำกัดในการขนส่งจากแหล่งสำรองน้ำมันดิบมายังโรงกลั่นในสหรัฐฯ(Infrastructure Bottleneck) และ 3) โรงกลั่นส่วนใหญ่ในสหรัฐฯ ยังคงต้องการน้ำมันดิบชนิดหนัก (Heavy Crude oil) มากกว่าน้ำมันดิบชนิดเบา (Light Crude oil)

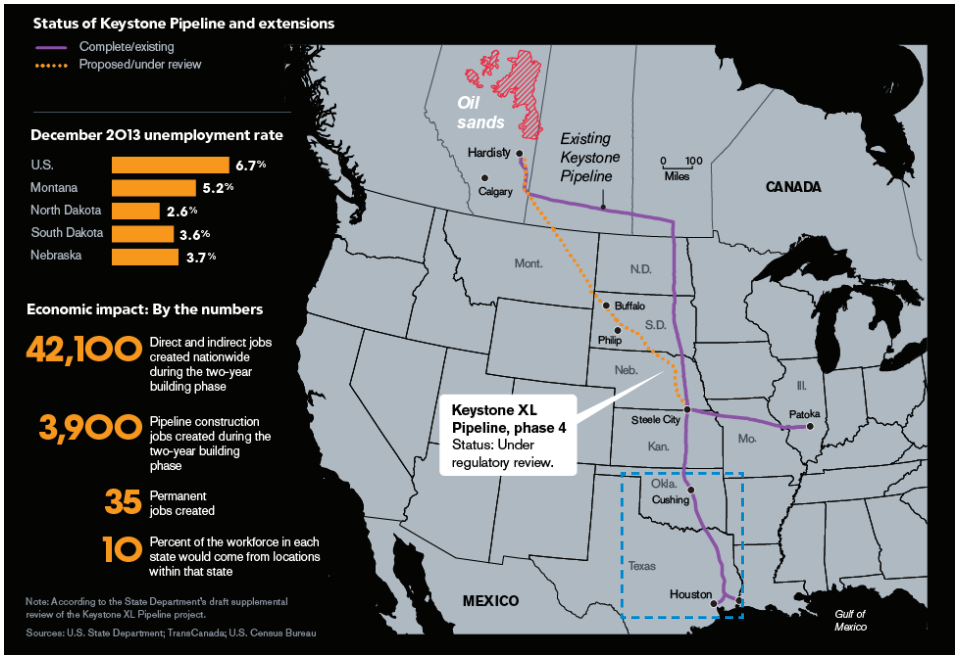
แผนภาพที่ 22: ราคาน้ำมันดิบ WTI มีราคาถูกกว่า (Discount) เมื่อเทียบกับราคาน้ำมันดิบ BRENT ตั้งแต่ปี 2011 (ปีที่การผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Tight Oil / Shale Oil) เริ่มมีบทบาทสำคัญในการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

บริษัท TransCanada เริ่มส่งน้ำมันดิบปริมาณ 300,000 บาร์เรลต่อวัน ผ่านท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone ในวันที่ 22 ม.ค. 2014 ที่ผ่านมา โดยท่อส่งน้ำมันดิบดังกล่าวมีศักยภาพในการส่งน้ำมันดิบได้ 700,000 บาร์เรลต่อวัน จากจุดส่งมอบที่ Cushing รัฐโอคลาโฮมา มายังโรงกลั่นที่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่บริเวณอ่าวเม็กซิโก (US Gulf Coast - USGC) ในรัฐเท็กซัส เพื่อกลั่นเป็นผลิตภัณฑ์และส่งออกต่อไป (กฎหมายของสหรัฐฯ ในปัจจุบันไม่อนุญาตให้ส่งออกน้ำมันดิบ ยกเว้นการส่งออกไปยังประเทศแคนาดาเพียงประเทศเดียว) ซึ่งจะช่วยให้ปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณ Cushing รัฐโอคลาโฮมา ในสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงในช่วงสั้น และเป็นปัจจัยสนับสนุนต่อราคาน้ำมันดิบ WTI ที่เป็นราคาน้ำมันดิบอ้างอิงบริเวณจุดส่งมอบน้ำมันดิบ (Cushing) ในรัฐโอคลาโฮมา และ Pipeline Debottleneck จะส่งผลทำให้ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ BRENT หดแคบลงในปี 2014

แผนภาพ 23: ท่อส่งน้ำมัน จากจุดส่งมอบที่ Cushing รัฐโอคลาโฮมา มายังโรงกลั่นที่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในรัฐเท็กซัส บริเวณอ่าวเม็กซิโก (USGC)



ที่มา: Bloomberg Visual Data

การเปิดท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone ช่วยลดข้อจำกัดในการขนส่งจากแหล่งสำรองน้ำมันดิบมายังโรงกลั่นในสหรัฐฯ (Infrastructure Bottleneck) แต่เราเชื่อว่าถึงแม้ข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบจะลดลง แต่ภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะยังคงอยู่ โดยในอนาคตโรงกลั่นในสหรัฐฯ บริเวณ USGC จะเกิดสภาวะอิ่มตัวในการกลั่นน้ำมันดิบชนิดเบา (Saturated Refineries Capacity) เนื่องจากปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานในสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 ในขณะที่ความต้องการน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ไม่เปลี่ยนแปลง

โรงกลั่นน้ำมันของสหรัฐฯ บริเวณ USGC เป็นผู้ได้รับประโยชน์สูงสุดจากการเปิดท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone จากการที่สามารถเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบที่มีราคาถูกกว่าราคาน้ำมันดิบอ้างอิงในภูมิภาคต่างๆของโลก และส่งผลต่อความสามารถทางการแข่งขันของโรงกลั่นในสหรัฐฯ เนื่องจากต้นทุนน้ำมันดิบที่ถูกกว่า

คงแนะนำการลงทุนให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน

การเปิดท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone จะลดการเกิด Oversupplied บริเวณจุดส่งมอบน้ำมันดิบ (Cushing) ในรัฐโอคลาโฮมา เป็นปัจจัยที่สนับสนุนราคาน้ำมันดิบ WTI ให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา แต่เราเชื่อว่าจะเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น เนื่องจากภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะยังคงอยู่ โดยในอนาคตโรงกลั่นในสหรัฐฯ บริเวณอ่าวเม็กซิโก (USGC) จะเกิดสภาวะอิ่มตัวในการกลั่นน้ำมันดิบชนิดเบา (Saturated Refineries Capacity) รวมถึงการเริ่มเข้าสู่ฤดูกาลซ่อมบำรุงของโรงกลั่นซึ่งจะส่งผลให้กำลังการกลั่นลดลง เป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ WTI ต่อไป

โดยในปี 2014 เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ BRENT น่าจะเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 90-110 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ 104 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล สำหรับราคาน้ำมันดิบ WTI จะเคลื่อนไหวในกรอบ 80-100 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และมีราคาเฉลี่ยอยู่ที่ 95 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ
Head of Economic Strategy Unit
- ปริญญาเอก เศรษฐศาสตร์
  Michigan State University
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  National University of Singapore
  (ทุน Asian Development Bank)
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คมศร ประกอบผล
Senior Strategist
- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
  สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
  สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทิสโก้ กว่า 5 ปี

เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย
Strategist
- ปริญญาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
  สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: วิศวกร บริษัทด้านพลังงาน กว่า 4 ปี
วานิชธนกิจและที่ปรึกษาการลงทุน 2 ปี

ศรันต์ สุนันท์สถาพร
Senior Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

อภิชาติ วิศิษฏ์กิจการ
Economist
- ปริญญาโท เศรษฐศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปริญญาตรี วิศวกรรมศาสตร์
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วี โกวิทยา
Research Assistant
- ปริญญาตรี บริหารธุรกิจ
  จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อภิญญา ขนุนทอง
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน
Research Assistant
- ปริญญาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)
  มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)
48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0
โทรสาร : (66) 2633-6800
E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4	: 02 610 9575	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1	: 02 454 9854
	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	: 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 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	แฟชั่น 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		
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารภคินท์	: 02 633 4333	ศรีนครินทร์	: 02 758 6269
	รัตนาธิเบศร์	: 02 965 5844	รังสิต	: 02 959 2166	วรจักร	: 02 621 0141
	เยาวราช	: 02 623 2212	ราชวงศ์	: 02 622 8220		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	: 034 212 277	ราชบุรี	: 032 327 010	สมุทรสาคร	: 034 811 383	สระบุรี	: 036 222 449
อยุธยา	: 035 235 155	จันทบุรี	: 039 346 688	ชลบุรี	: 038 784 522	พัทยา	: 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	โลตัส 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 บทวิเคราะห์และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำเสนอหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว