

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation



MARCH 2014

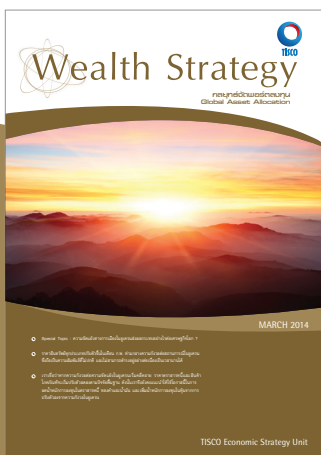
- Special Topic : ความขัดแย้งทางการเมืองในยูเครนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก ?
- ราคาสินทรัพย์ทุกประเภทปรับตัวขึ้นในเดือน ก.พ. ท่ามกลางความกังวลต่อสถานการณ์ในยูเครน ซึ่งถือเป็นความสับสนที่ไม่ปกติ และไม่สามารถดำรงอยู่อย่างต่อเนื่องเป็นเวลานานได้
- เราเชื่อว่าหากความกังวลต่อความขัดแย้งในยูเครนเริ่มคลี่คลาย ราคาตราสารหนี้และสินค้าโภคภัณฑ์จะเริ่มปรับตัวลดลงตามปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นเราจึงยังคงแนะนำให้ใช้โอกาสนี้ในการลดน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ ทองคำและน้ำมัน และเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นจากการปรับตัวลงจากความกังวลในยูเครน

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation

Contents

○ Executive Summary	3
○ Special Topic	6
○ Investment Outlook	8
○ ตลาดหุ้น	10
○ ตลาดตราสารหนี้	14
○ การลงทุนทางเลือก	16



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ
คมศร ประกอบผล
เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย
ศรินทร์ สุนันท์สถาพร

อภิชาติ วิศิษฐ์กิจการ
วี โกวิทยา
อภิญา ชนุนทอง
สิริกัญญา เลิศศักดิ์วิมาน

ธนาคารอิสลาม จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารอิสลามทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ

แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 นด. 2 นด. 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

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

Executive Summary

ราคาสินทรัพย์ทุกประเภทปรับตัวขึ้นในเดือน ก.พ.

ราคาสินทรัพย์ทุกประเภททั้ง ตราสารหนี้ หุ้น และสินค้าโภคภัณฑ์ ปรับตัวขึ้นพร้อมกันทั้งหมดในเดือน ก.พ. โดยตลาดตราสารหนี้ได้รับผลบวกจากการปรับตัวลดลงของ Yield จากความกังวลต่อสถานการณ์ในยูเครน เช่นเดียวกับ สินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองคำ น้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติ ซึ่งปรับตัวขึ้นจากความเสี่ยงด้านอุปทานในรัสเซีย ในขณะที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งดัชนี S&P500 ทำจุดสูงสุดใหม่ และตลาดหุ้นยุโรป ที่ได้รับผลบวกจากเงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง ส่วนตลาดเกิดใหม่ได้รับแรงกดดันจากความเสี่ยงทางการเมืองที่ปรับตัวสูงขึ้น และตลาดญี่ปุ่นที่ถูกรบกวนจากเงินเยนที่แข็งค่า และทำให้ตลาดฟื้นตัวได้น้อยกว่าในสหรัฐฯ และยุโรป

เราเชื่อว่าหากความกังวลต่อความขัดแย้งในยูเครนเริ่มคลี่คลาย ราคตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์จะเริ่มปรับตัวลดลงตามปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นเราจึงยังคงแนะนำให้ใช้โอกาสนี้ในการลดน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ ทองคำและน้ำมัน และเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้น

ยังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้น

เรามีมุมมองว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปเริ่มดูเต็มมูลค่า และน่าจะให้ Upside ที่จำกัด ส่วนตลาดเอเชียเหนือน่าจะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของการส่งออกไปยัง สหรัฐฯ และยุโรปที่ฟื้นตัวขึ้น ในขณะที่ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯ และเอเชียอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี โดยตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วซื้อขายที่ระดับ Valuation ที่ค่อนข้างแพง ในขณะที่ตลาดหุ้นเอเชีย (MSCI EM Far East) ซื้อขายที่ระดับ Valuation ที่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว จะทำให้ตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชียเหนือสามารถดึงดูดเงินลงทุนที่จะไหลออกจากตลาดตราสารหนี้ได้เป็นจำนวนมาก และทำให้ตลาดหุ้นเอเชียเหนือสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าภูมิภาคอื่นๆ ในปีนี้ จึงแนะนำให้ใช้โอกาสการปรับตัวลงจากความกังวลในยูเครน เพื่อทยอยสะสมหุ้นเอเชียเหนือ (เกาหลีใต้, ไต้หวัน, จีน, ฮองกง) และหุ้นญี่ปุ่นจากการขยายตัวของกำไรที่สูงโดดเด่นถึง 17% ในปีนี้

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,325	0.6%	1.6%	2.5%	-4.2%	0.8%	2.0%	-13.9%
Philippines PCOMP	6,425	1.1%	1.8%	6.8%	4.0%	5.6%	9.1%	-3.3%
Indonesia JCI	4,620	1.1%	-0.6%	5.3%	7.7%	11.0%	8.1%	-4.0%
Singapore STI	3,111	0.5%	0.4%	4.0%	-2.4%	1.8%	-1.8%	-4.9%
Malaysia KLCI	1,836	0.2%	0.3%	1.8%	0.6%	6.5%	-1.7%	12.1%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	22,837	0.0%	1.2%	3.6%	-4.5%	2.0%	-2.0%	-0.2%
China H HSCEI	9,891	-0.7%	-0.5%	0.7%	-13.6%	-3.5%	-8.5%	-12.8%
MSCI China	61	0.0%	1.0%	2.6%	-7.3%	1.0%	-4.2%	-3.3%
China A CSI300	2,179	1.2%	-3.8%	-1.1%	-10.8%	-7.5%	-6.5%	-18.4%
Taiwan TWSE	8,640	0.5%	1.3%	2.1%	2.8%	7.7%	0.3%	9.4%
Korea KOSPI	1,963	0.1%	1.6%	3.1%	-1.5%	2.4%	-1.6%	-2.3%
India SENSEX	21,120	0.6%	2.8%	4.5%	1.3%	15.8%	-0.2%	11.6%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,349	-0.1%	-0.7%	4.2%	2.8%	4.0%	1.0%	6.3%
Japan TOPIX	1,187	-0.5%	-0.6%	1.3%	-4.0%	5.4%	-7.0%	23.1%
Japan Nikkei 225	14,530	-0.5%	0.0%	1.5%	-5.8%	6.2%	-8.9%	27.9%
Europe STOXX600	338	0.2%	0.6%	6.2%	5.9%	12.0%	3.0%	17.0%
Europe STOXX50	3,149	0.5%	0.6%	6.3%	4.5%	14.4%	1.3%	20.3%
US Dow Jones	16,322	0.3%	1.4%	6.2%	2.6%	10.0%	-1.5%	15.8%
US S&P500	1,859	0.3%	1.3%	6.7%	3.6%	13.4%	0.6%	22.5%
MSCI US REITs	972	0.8%	1.3%	6.5%	9.3%	10.9%	8.9%	2.3%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK	6,810	0.0%	-0.4%	5.3%	4.2%	5.3%	0.9%	6.8%
Germany	9,692	1.1%	0.4%	5.5%	5.1%	18.5%	1.5%	25.7%
France	4,408	0.3%	0.6%	7.3%	5.6%	10.9%	2.6%	19.1%
Switzerland	8,475	0.1%	0.5%	4.5%	4.5%	7.7%	3.3%	11.5%
Portugal	7,380	1.0%	2.1%	11.8%	13.6%	25.3%	12.5%	24.3%
Spain	10,114	-0.5%	0.4%	4.0%	5.3%	19.8%	2.0%	23.5%
Italy	20,442	0.6%	0.2%	8.1%	11.3%	20.7%	7.8%	30.4%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	47,094	-1.1%	-0.6%	2.1%	-6.5%	-8.8%	-8.6%	-17.2%
Chile IPSA	3,719	0.8%	2.5%	9.6%	0.0%	2.9%	0.5%	-18.7%
Mexico MEXBO	38,783	-0.3%	-2.4%	-5.1%	-7.4%	-1.9%	-9.2%	-11.8%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	463	0.1%	1.0%	4.5%	-2.0%	4.7%	-1.1%	-3.6%
MSCI Latin America	2,941	-0.1%	-0.1%	3.9%	-7.1%	-3.2%	-8.1%	-22.9%
MSCI All Country World	410	0.4%	0.5%	6.3%	3.0%	11.7%	0.4%	16.0%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	105	0.2%	-0.2%	6.4%	6.8%	-5.5%	4.2%	13.1%
Brent Spot	111	0.1%	-1.4%	2.9%	-3.2%	-5.7%	-1.6%	-1.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6	0.0%	-1.34	-3.13	-10.10	-0.66	-5.90	-13.24
Gold Spot	1,340	-0.4%	-0.8%	5.5%	8.4%	-6.1%	10.4%	-15.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1,746	0.1%	0.5%	0.3%	-5.3%	-10.7%	-1.1%	-30.5%
DB Agriculture index (USD)	131	0.7%	1.8%	9.8%	4.4%	-1.1%	7.1%	-7.7%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	228.02	0.2%	0.4%	1.3%	2.6%	5.3%	1.8%	3.6%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	181.52	0.1%	0.1%	0.5%	1.4%	2.6%	1.0%	3.8%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	238.95	0.1%	0.2%	1.0%	2.4%	4.7%	1.7%	4.2%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	291.22	0.4%	0.6%	2.0%	3.7%	6.7%	2.5%	3.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.24	0	0	-2	-13	-31	-12	-49
2Y	2.36	0	-3	-12	-28	-62	-26	-45
5Y	3.22	0	-3	-13	-29	-53	-19	3
10Y	3.76	0	-9	-26	-37	-63	-22	16
Spread 10Y-2Y	140.00	-3	-6	-14	-9	-1	4	61
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.60	1	-9	7	-13	-21	-38	81
Japan 10Y	0.58	0	-1	-3	-5	-17	-16	-7
German 10Y	1.62	6	-4	-5	-7	-25	-31	17
Spain 10Y	3.51	2	-4	-19	-64	-103	-64	-159
Italy 10Y	3.48	2	-12	-37	-57	-93	-65	-126
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	14.00	0.0	-0.7	-7.4	-0.6	-2.6	0.3	-1.4
Dollar index	79.81	-0.7%	-0.6%	-1.6%	-1.1%	-3.2%	-0.4%	-3.2%
USD/THB	32.58	-0.1%	0.1%	-1.2%	1.2%	1.2%	-0.4%	9.2%
EUR/USD	1.38	0.7%	0.5%	2.0%	1.6%	4.8%	0.4%	6.0%
USD/JPY	101.33	-0.3%	-0.7%	0.8%	-0.7%	2.2%	-3.3%	8.9%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 3/3/2014 7:10:45 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting						Themes
	Underweight		Neutral		Overweight		
ตราสารหนี้							<ul style="list-style-type: none"> - ดอกเบี้ยระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงปรับตัวสูงขึ้นตามดอกเบี้ยในสหรัฐฯ - แนะนำลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 3 ปี
ตราสารทุน							
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ							<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจสหรัฐฯยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง - แต่ P/E ของตลาดมีความเสี่ยงปรับลดลง (De-Rate) หลังจากที่ยังปรับขึ้นอย่างมากในปีที่ผ่านมา - คงคำแนะนำถือ เนื่องจาก Upside มีจำกัด
ตลาดหุ้นไทย							<ul style="list-style-type: none"> - ความขัดแย้งทางการเมืองยังไม่มียุทธศาสตร์ - Valuation แพงกว่าหุ้นในกลุ่ม APxJ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน							<ul style="list-style-type: none"> - ระดับ Valuation ในปัจจุบัน (P/E 6.7x, P/B 1x ในปี 2014) สะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายไปมากแล้ว - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ							<ul style="list-style-type: none"> - แนวโน้มการส่งออกขยายตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯและยุโรป - ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯและเอเชียอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี และยิ่งเทรดที่ P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว - แนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นอาเซียน							<ul style="list-style-type: none"> - Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย - แนะนำ Underweight - ผลการดำเนินงานจะขยายตัวขึ้นอย่างโดดเด่น จากการส่งออกที่ฟื้นตัว
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น							<ul style="list-style-type: none"> - 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 - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำขาย
การลงทุนทางเลือก							
ทองคำ							<ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำยังคงถูกกดดันจากความต้องการในการลงทุนที่ลดลง - ความต้องการทองคำจากชาติเอเชีย อาจยังไม่สามารถทดแทนความต้องการทองคำเพื่อการลงทุนของชาติตะวันตกได้ - คงคำแนะนำ Underweight
น้ำมัน							<ul style="list-style-type: none"> - ราคาน้ำมันดิบในปัจจุบันได้สะท้อนสถานะอุปทานน้ำมันดิบที่ตึงตัว รวมถึงความตึงเครียดระหว่างชาติตะวันตกและรัสเซียไปแล้ว - การเข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ และยุโรปจะส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบปรับตัวลดลง - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs							<ul style="list-style-type: none"> - ดัชนีชี้วัดด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง - เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ - คงคำแนะนำเป็นถือ

Special Topic

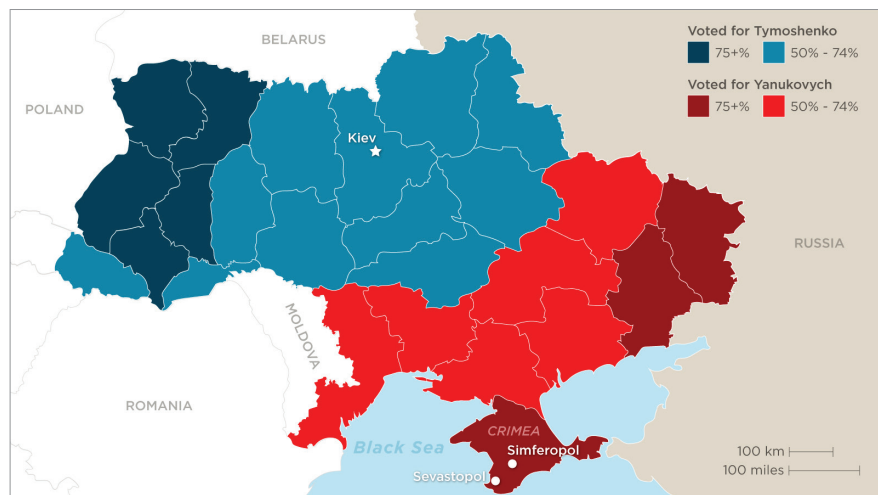
ความขัดแย้งทางการเมืองในยูเครน

ความขัดแย้งทางการเมืองในครั้งนี้อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกในหลายด้าน เช่น ราคาพลังงานและสินค้าเกษตร ด้านความเสี่ยงในการปิดน้ดชำระหนี้ของยูเครน ซึ่งสร้างความกดดันต่อบรรยากาศการลงทุนในตลาดเกิดใหม่ อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าความเสี่ยงที่สถานการณ์จะลุกลามจนเกิดสงครามมีความเป็นไปได้น้อย เนื่องจากต้นทุนและผลกระทบในการทำสงครามอาจไม่คุ้มค่ากับผลประโยชน์ที่รัสเซียจะได้จากยูเครน

สถานการณ์ความขัดแย้งในยูเครนยกระดับเป็นการเผชิญหน้าระหว่างรัสเซียกับชาติตะวันตก

นับตั้งแต่เดือน ธ.ค. ที่ผ่านมามหาชนยูเครนหลายแสนคนชุมนุมประท้วงครั้งใหญ่เพื่อกดดันให้ประธานาธิบดีวิกเตอร์ ยานูโควิช ลาออกจากตำแหน่งหลังจากรัฐบาลยูเครนได้ยกเลิกการลงนามข้อตกลงความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการเมืองกับสหภาพยุโรปเมื่อเดือน พ.ย. 2013 เพื่อไปเข้าร่วมสหภาพศุลกากร (Custom Union) ที่นำโดยรัสเซีย

แผนภาพที่ 1: ผลเลือกตั้งครั้งล่าสุดในปี 2010 แสดงถึงคะแนนความนิยมที่แบ่งแยกเป็นสองฝ่าย



ที่มา: CNN, Ukraine Central Election Commission

ต่อมาในเดือน ก.พ 2014 การชุมนุมได้ทวีความรุนแรงขึ้นจนเป็นเหตุให้มีผู้บาดเจ็บและผู้เสียชีวิตนับร้อยราย รัฐสภาลงมติถอดถอน ปธน. ยานูโควิช ให้พ้นจากตำแหน่ง และแต่งตั้งรัฐบาลรักษาการทำหน้าที่แทน นอกจากนี้รัฐบาลรักษาการยังได้ออกหมายจับนายยานูโควิช ในข้อหาฆาตกรรม ซึ่งทำให้เขาต้องหลบหนีไปยังประเทศรัสเซีย

การประท้วงโค่นล้ม ปธน. ยานูโควิช ซึ่งมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับรัสเซีย ส่งผลให้รัสเซียตัดสินใจเข้าแทรกแซงวิกฤตการเมืองในยูเครน โดยการส่งกองกำลังเข้าคุมพื้นที่ในสาธารณรัฐปกครองตนเองไครเมีย ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของประเทศยูเครน การแทรกแซงทางการเมืองในยูเครนของรัสเซียได้สร้างความไม่พอใจต่อสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป และนับเป็นวิกฤตเผชิญหน้าระหว่างรัสเซียและประเทศตะวันตกครั้งใหญ่ที่สุดนับตั้งแต่ช่วงสงครามเย็น และทำให้หลายฝ่ายเริ่มกังวลว่าความขัดแย้งในครั้งนี้อาจลุกลามไปสู่สงคราม

ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น

ความขัดแย้งทางการเมืองในครั้งนี้อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกในหลายด้าน ดังนี้

1. **ราคาพลังงาน** ประเทศยูเครนเป็นทางผ่านที่สำคัญในการขนส่งก๊าซธรรมชาติจากรัสเซียไปยังยุโรป โดยราว 1 ใน 3 ของก๊าซธรรมชาติที่บริโภคในยุโรปนั้นต้องนำเข้าจากรัสเซีย ซึ่งกว่าครึ่งถูกส่งผ่านท่อก๊าซในยูเครน ดังนั้นหากความขัดแย้งดังกล่าวทำให้การขนส่งก๊าซผ่านยูเครนหยุดชะงักก็จะส่งผลให้ราคาก๊าซในยุโรปปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการใช้และเป็นการอุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของยุโรปที่ยังอ่อนแอ อย่างไรก็ตามก็ขึ้นอยู่กับสภาพอากาศในยุโรปที่ค่อนข้างอบอุ่นในช่วงฤดูหนาวที่ผ่านมา ทำให้ปริมาณก๊าซในคลังสำรองของยุโรปอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 4 ปี ซึ่งน่าจะช่วยจำกัดผลกระทบจากการขาดแคลนก๊าซธรรมชาติหากการขนส่งถูกกระทบไปได้ส่วนหนึ่ง นอกจากนี้รัสเซียยังเป็นผู้ผลิตน้ำมันดิบรายใหญ่อันดับ 3 ของโลก (รองจากซาอุดีอาระเบีย และสหรัฐฯ) โดยผลิตน้ำมันดิบเฉลี่ยราว 10.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน และส่งออกน้ำมันดิบประมาณ 7.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยกว่า 84% เป็นการส่งออกไปยังประเทศยุโรป ดังนั้นหากความขัดแย้งระหว่างชาติมหาอำนาจนำไปสู่การคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันของรัสเซีย ก็จะส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก
2. **ความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ของรัฐบาลยูเครน** ยูเครนต้องการเงินช่วยเหลือจากต่างชาติ เพื่อคืนหนี้ภาครัฐที่จะครบกำหนดในปีนี้ และปีหน้า เป็นจำนวน 1.3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และ 1.6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ โดยล่าสุดรัสเซียได้พักการให้เงินช่วยเหลือแก่ยูเครนหลังจากปธน. ยานูโควิช พ้นจากตำแหน่ง และการเจรจาเพื่อขอเงินช่วยเหลือจากชาติตะวันตกก็เพิ่งจะเริ่มต้นขึ้น โดยหากยูเครนเกิดการผิดนัดชำระหนี้ ผู้ที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดน่าจะเป็นกลุ่มธนาคารในรัสเซีย ซึ่งมีการลงทุนในพันธบัตรของยูเครนเป็นจำนวนมาก
3. **ผลกระทบต่อการลงทุนในตลาดเกิดใหม่** ความขัดแย้งทางการเมืองในหลายประเทศ เช่น ยูเครนและไทย สร้างความกังวลต่อเสถียรภาพทางการเมืองของประเทศในตลาดเกิดใหม่ และส่งผลกระทบต่อเชิงจิตวิทยาต่อการลงทุนในตลาดเกิดใหม่โดยรวม
4. **ราคาสินค้าเกษตร** ในฤดูการเก็บเกี่ยวปี 2013 – 2014 มีการคาดการณ์ว่ายูเครนจะเป็นผู้ส่งออกข้าวโพดรายใหญ่อันดับ 3 ของโลก (รองจากสหรัฐฯ และบราซิล) และเป็นผู้ส่งออกข้าวสาลีอันดับ 6 ของโลก

เราเชื่อว่าการเผชิญหน้าจะไม่ลุกลามจนเป็นสงคราม

เราเชื่อว่าประเด็นการเมืองระหว่างรัสเซียและยูเครน ที่จะลุกลามจนเกิดภาวะสงครามมีความเป็นไปได้น้อย เนื่องจากต้นทุนและผลกระทบในการทำสงครามอาจไม่คุ้มค่างบประมาณที่รัสเซียจะได้จากยูเครน ด้วยเหตุผลดังนี้ 1) การกดดันของหลายๆประเทศหลักอย่างสหรัฐฯ แคนาดา และยุโรป และพร้อมที่จะดำเนินนโยบายคว่ำบาตรต่อรัสเซีย 2) รัสเซียเป็นประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่สำคัญของโลก โดยเศรษฐกิจของประเทศพึ่งพาการส่งออกพลังงานเป็นหลัก ข้อมูลจาก EIA รายงานว่ารายได้จากการส่งน้ำมันและก๊าซธรรมชาติคิดเป็นสัดส่วน 52% ของรายได้ของภาครัฐ และคิดเป็นสัดส่วนกว่า 70% ของรายได้จากการส่งออกในปี 2012 ซึ่งหากเกิดการคว่ำบาตรหรือภาวะสงครามจะมีผลกระทบเป็นลบต่อการส่งออกพลังงานของรัสเซียซึ่งเป็นรายได้หลักของประเทศ 3) เศรษฐกิจของรัสเซียเองที่ค่อนข้างอ่อนแอในปัจจุบัน โดยรัสเซียได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงจากความตึงเครียดในยูเครนซึ่งส่งผลให้ค่าเงินรูเบิลอ่อนค่าลงราว 10% นับจากต้นปี และดัชนี MICEX ของตลาดหุ้นรัสเซียปรับตัวลดลงถึง 12% ในวันที่ 3 มี.ค. 4) การที่ยุโรปต้องพึ่งพิงพลังงานส่วนใหญ่ทั้งก๊าซธรรมชาติและน้ำมันจากรัสเซีย

แผนภาพที่ 2: ค่าเงินรูเบิลอ่อนค่าลงและดัชนี MICEX ของตลาดหุ้นรัสเซียปรับตัวลดลงแรงจากความขัดแย้งในยูเครน



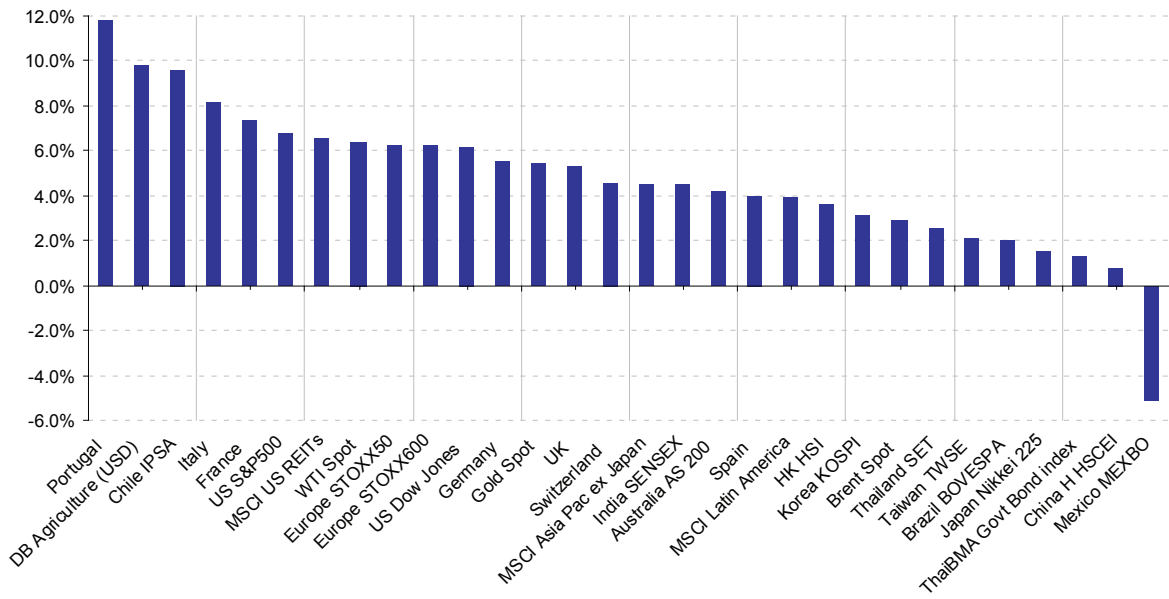
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Investment Outlook

ราคาสินทรัพย์ทุกประเภทปรับตัวขึ้นในเดือน ก.พ.

ราคาสินทรัพย์ทุกประเภททั้ง ตราสารหนี้ หุ้น และสินค้าโภคภัณฑ์ ปรับตัวขึ้นพร้อมกันทั้งหมดในเดือน ก.พ. โดยตลาดตราสารหนี้ ได้รับผลบวกจากการปรับตัวลดลงของ Yield จากความกังวลต่อสถานการณ์ในยูเครน เช่นเดียวกับ สินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองคำ น้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติ ซึ่งปรับตัวขึ้นจากความเสียด้านอุปทานในรัสเซีย ในขณะที่ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งดัชนี S&P500 ทำจุดสูงสุดใหม่ และตลาดหุ้นยุโรป ที่ได้รับผลบวกจากเงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง ส่วนตลาดเกิดใหม่ได้รับแรงกดดันจากความเสี่ยงทางการเมืองที่ปรับตัวสูงขึ้น และตลาดญี่ปุ่นที่ถูกระทบจากเงินเยนที่แข็งค่า และทำให้ตลาดฟื้นตัวได้น้อยกว่าในสหรัฐฯ และยุโรป

แผนภาพที่ 3: ราคาสินทรัพย์ทุกประเภทปรับตัวขึ้นในเดือน ก.พ.



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การปรับตัวขึ้นพร้อมกันของทุกสินทรัพย์ถือเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่ปกติ และไม่สามารถดำรงอยู่อย่างต่อเนื่องเป็นเวลานานได้ เราเชื่อว่าหากความกังวลต่อความขัดแย้งในยูเครนเริ่มคลี่คลาย ราคาตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์จะเริ่มปรับตัวลดลงตามปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นเราจึงยังคงแนะนำให้ใช้โอกาสนี้ในการลดน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ ทองคำและน้ำมัน และเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้น 🔄

ตลาดหุ้น

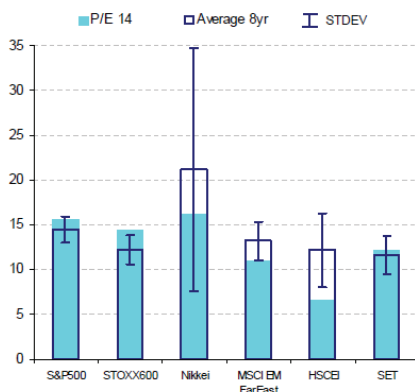
เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้น และแนะนำให้ใช้โอกาสการปรับตัวลงจากความกังวลในยูเครน เพื่อทยอยสะสม หุ้นญี่ปุ่นและหุ้นเอเชียเหนือ (เกาหลีใต้, ไต้หวัน, จีน, ฮองกง)

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรป Outperform ตลาดใน Emerging Market อย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปีที่แล้ว ทำให้ส่วนต่างของ Valuation ยังคงห่างกันมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในแผนภาพที่ 4 เราเปรียบเทียบค่า P/E และคาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไร ของตลาดหุ้นในภูมิภาคต่างๆ พบว่า ดัชนี S&P500 ของสหรัฐฯ และ STOXX600 ของยุโรป ในปัจจุบันซื้อขายที่ระดับ P/E 15.8x และ 14.6x ตามลำดับ ซึ่งเป็นระดับ P/E ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย +0.8 S.D. และ +1.5 S.D. ตามลำดับ ในขณะที่ตลาดหุ้นเอเชีย (MSCI EM FarEast) และญี่ปุ่น ซื้อขายที่ระดับ Valuation ที่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ด้านอัตราการเติบโตของกำไร สหรัฐฯ และยุโรปมีอัตราการเติบโตของกำไรที่ต่ำกว่า โดยคาดการณ์การขยายของกำไรของตลาดหุ้นทั้งสองตลาดอยู่ที่ 7% และ 9% ตามลำดับ ในขณะที่ตลาดหุ้นเอเชีย และญี่ปุ่น คาดการณ์การขยายของกำไรอยู่ที่ 11% และ 17% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 4: ค่า P/E และอัตราการขยายตัวของกำไรของตลาดหุ้นในภูมิภาคต่างๆ

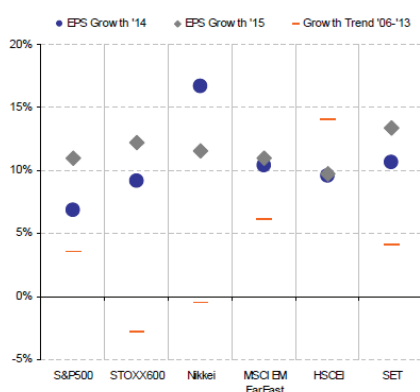
P/E multiples by region

Unit: index



Earning growth forecasts '14-'15 vs. LT trend

Unit: percent YoY

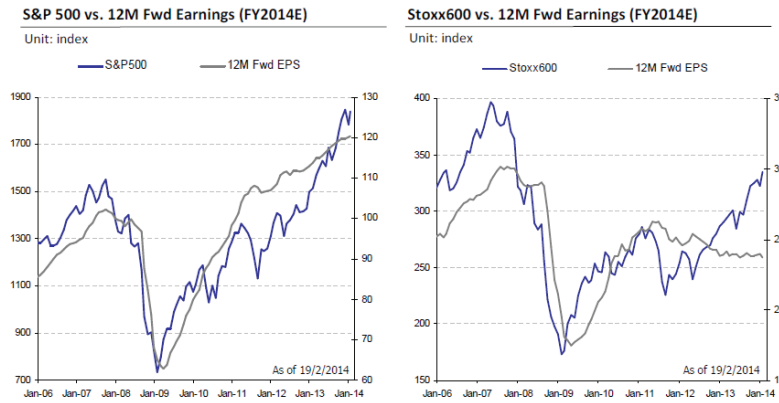


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปเริ่มดูเต็มมูลค่า และน่าจะให้ Upside ที่จำกัด

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปปรับตัวขึ้น 30% และ 25% ตามลำดับในปีที่แล้ว เรามองว่าการปรับตัวขึ้นในช่วงปีที่ผ่านมาได้สะท้อนภาพการขยายตัวของกำไรในปีนี้อย่างมากแล้ว และด้วยระดับ P/E ที่สูงเหนือค่าเฉลี่ยราว +1 S.D. และ อัตราการเติบโตของกำไรที่ราว 7-9% ทำให้ Upside จากการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรปมีจำกัด

แผนภาพที่ 5: ความเคลื่อนไหวของดัชนีและกำไรของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรป



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

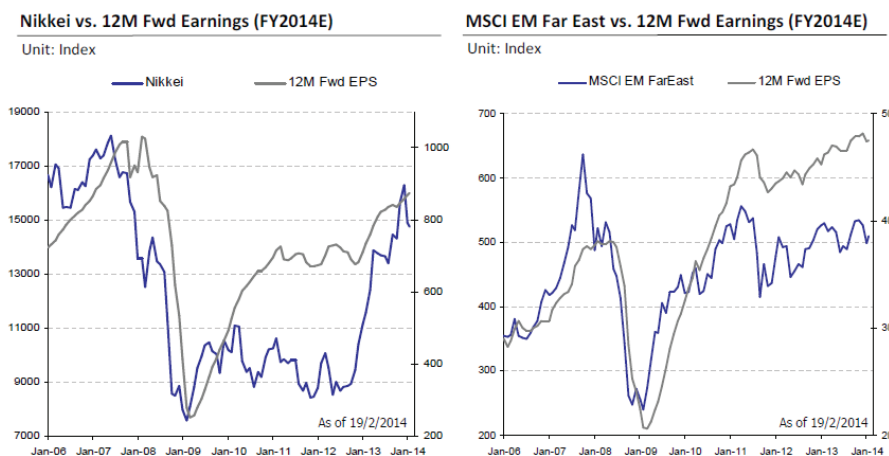
แนะนำให้ใช้โอกาสการปรับตัวลง เพื่อทยอยสะสมหุ้นญี่ปุ่นและหุ้นเอเชียเหนือ

โดยเราเชื่อว่าตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังมี Upside ที่ดีเนื่องจากอัตราการขยายตัวของกำไรที่สูงโดดเด่นถึง 17% ในปีนี้ และด้วย P/B ที่ยังต่ำเพียง 1.5x เทียบกับค่าเฉลี่ยของตลาดหุ้น Developed Market ที่ 1.8x ทำให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีโอกาสที่จะปรับตัวขึ้นได้ต่อไปในปี

ส่วนตลาดเอเชียเหนือน่าจะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของกำไรส่งออกไปยัง สหรัฐฯ และยุโรปที่ฟื้นตัวขึ้น ในขณะที่ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯ และเอเชียอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี และยังเทรดที่ P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ในขณะที่ตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วซื้อขายที่ระดับ Valuation ที่ค่อนข้างแพง

เราเชื่อว่าด้วยแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่ง ประกอบกับ Valuation ที่ยังถูก จะทำให้ตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชียเหนือสามารถดึงดูดเงินลงทุนที่จะไหลออกจากตลาดตราสารหนี้ได้เป็นจำนวนมาก และทำให้ตลาดหุ้นเอเชียเหนือสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าภูมิภาคอื่นๆ ในปีนี้ (ดูรายละเอียดโครงสร้างเศรษฐกิจและมุมมองการลงทุนในเอเชียเหนือได้ใน Special Issue: North Asia 2014)

แผนภาพที่ 6: ความเคลื่อนไหวของดัชนีและกำไรของตลาดหุ้นญี่ปุ่นและเอเชีย



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ความเสี่ยงจาก Shadow Banking ของจีนจะสามารถจัดการได้ และคลี่คลายลงจากการดำเนินนโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจของจีน

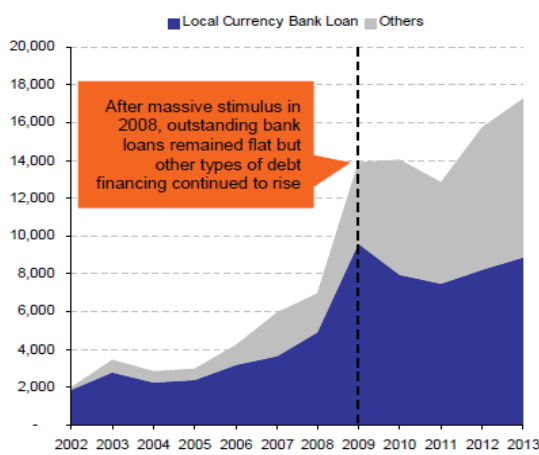
ข่าวการเกิดปัญหาการจ่ายเงินต้นของผลิตภัณฑ์บริหารความมั่งคั่ง (Wealth Management Products: WMP) ในจีนในช่วงปลายเดือน ม.ค. ได้สร้างความกังวลต่อการปล่อยกู้นอกภาคธนาคาร (Shadow Banking) ของจีน และกดดันตลาดหุ้นจีนให้ปรับตัวลดลงราว 10% นับจากต้นปี

การเติบโตของกิจกรรมการปล่อยกู้นอกภาคธนาคาร (Shadow Banking) ของจีน เกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2009 หลังจากที่ทางการจีนพยายามควบคุมการปล่อยกู้ในภาคธนาคารเพื่อชะลอความร้อนแรงของเศรษฐกิจ และปรับเปลี่ยนโครงสร้างเศรษฐกิจจากการเติบโตด้วยภาคการลงทุน เป็นการส่งเสริมการขยายตัวของภาคบริการในประเทศ ธุรกิจที่ต้องการเงินลงทุนจึงหันมาระดมทุนผ่าน Shadow Banking โดยการตั้งกองทรัสต์ เพื่อเป็นตัวกลางในการทำธุรกรรม และขายตราสารของทรัสต์ เพื่อระดมทุนให้กับธุรกิจโดยตรง โดยตราสารเหล่านี้จะถูกขายผ่านธนาคารและสถาบันการเงินอื่นๆ เช่น บริษัทประกัน ในรูปแบบของ Wealth Management Products ซึ่งสถาบันการเงินจะทำหน้าที่เป็นเพียงนายหน้า และเก็บค่าธรรมเนียมในการขายเท่านั้น และยอดหนี้เหล่านี้จะไม่ปรากฏรวมอยู่ในงบดุลของธนาคาร

แผนภาพที่ 7: การเติบโตและขนาดของ Shadow Banking ในจีน

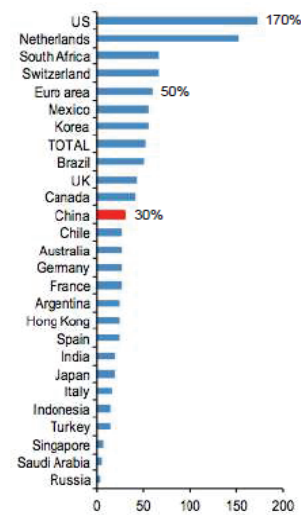
China social financing

Unit: RMB, bn



Shadow banking systems across countries

Unit: percent of bank assets



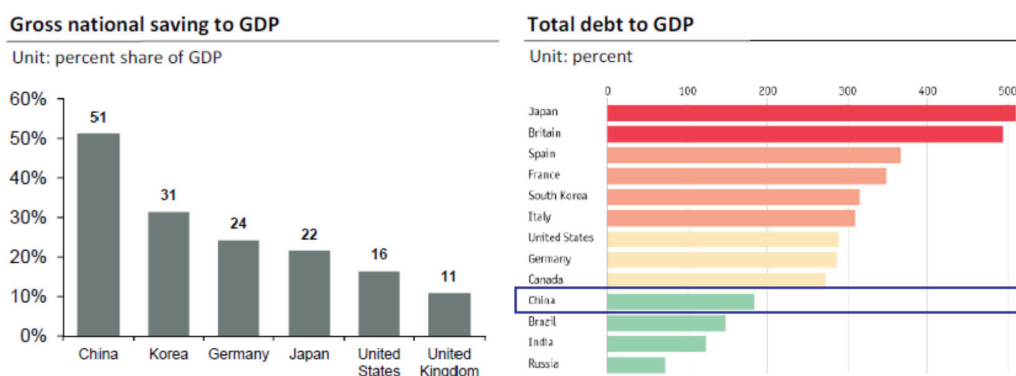
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU), FSB, J.P. Morgan

Wealth Management Products ได้รับความนิยมอย่างมากจากผู้ฝากเงิน เนื่องจากสามารถจ่ายดอกเบี้ยได้สูงถึง 6-9% สูงกว่าดอกเบี้ยเงินฝากประจำ ซึ่งธนาคารกลางของจีนควบคุมไว้เพียงราว 3% ต้นๆ เท่านั้น ซึ่งเป็นสาเหตุให้ธุรกรรม Shadow Banking ในจีนสามารถเติบโตได้อย่างรวดเร็วในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา

แม้ Shadow Banking ของจีนจะเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วจนสร้างความกังวลให้กับหลายฝ่าย แต่เราเชื่อว่า ความเสี่ยงจาก Shadow Banking ของจีนจะสามารถจัดการได้ เนื่องจาก

1. ธุรกรรม Shadow Banking ถือเป็นธุรกรรมปกติในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว และขนาดของ Shadow Banking ในจีนถือเป็นสัดส่วนที่น้อย เมื่อเทียบกับตลาดทุนในประเทศอื่นๆ โดยขนาดของ Shadow Banking ในจีนคิดเป็นเพียง 30% ของสินทรัพย์ในภาคธนาคาร เทียบกับในยุโรปที่คิดเป็น 50% และสหรัฐฯ ที่ 170%
2. ระดับหนี้รวมของจีนยังอยู่ในระดับต่ำ โดยหนี้รวม (หนี้ภาครัฐ, หนี้ครัวเรือน, หนี้ภาคเอกชน) ของจีนคิดเป็นสัดส่วน 210% ของ GDP ซึ่งยังต่ำกว่าระดับหนี้รวมของสหรัฐฯ และมีญี่ปุ่นที่ 300% และ 500% ตามลำดับ

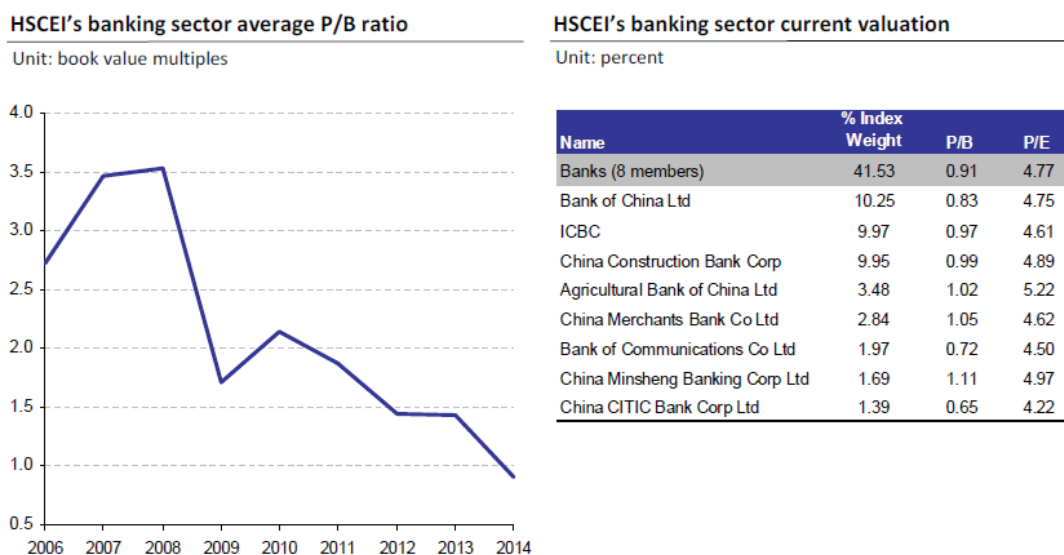
แผนภาพที่ 8: อัตราการออมและระดับหนี้รวมของจีน เทียบประเทศอื่นๆ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU), IMF, McKinsey

- Wealth Management Product ที่ขายในจีน เป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ไม่ซับซ้อน เนื่องจากไม่มีการกู้เงินมาลงทุน (Leverage) และไม่มีผลิตภัณฑ์ประเภทสินค้าอนุพันธ์ (Derivatives)
- สัดส่วนการระดมทุนของกิจการประเภทที่มีความเสี่ยงสูง เช่น โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกิจการเหมือง ได้ปรับตัวลดลงในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา
- Wealth Management Product ส่วนมากถูกขายให้กับนักลงทุนรายใหญ่ ซึ่งมีความมั่งคั่งสูงและสามารถรับผลขาดทุนได้มาก และภาคธนาคารของจีนมีการลงทุนในผลิตภัณฑ์เหล่านี้เป็นส่วนน้อย ซึ่งช่วยจำกัดความเสี่ยงในการลุกลามเป็นปัญหาเชิงโครงสร้าง (Contagion Risk)
- ตลาดหุ้นในจีนได้สะท้อนภาพที่เลวร้ายที่สุดไปในราคาแล้ว โดยดัชนีหุ้นภาคธนาคารของจีนในปัจจุบันซื้อขายที่ P/E ราว 4-5x และ P/B เฉลี่ย 0.9x ซึ่งเป็นระดับต่ำกว่าในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโลกในปี 2008 และน่าจะสะท้อนถึงผลขาดทุนที่อาจเกิดกับภาคธนาคารไปหมดแล้ว

แผนภาพที่ 9: โดยดัชนีหุ้นภาคธนาคารของจีนในปัจจุบันซื้อขายที่ P/E ราว 4-5x และ P/B เฉลี่ย 0.9x



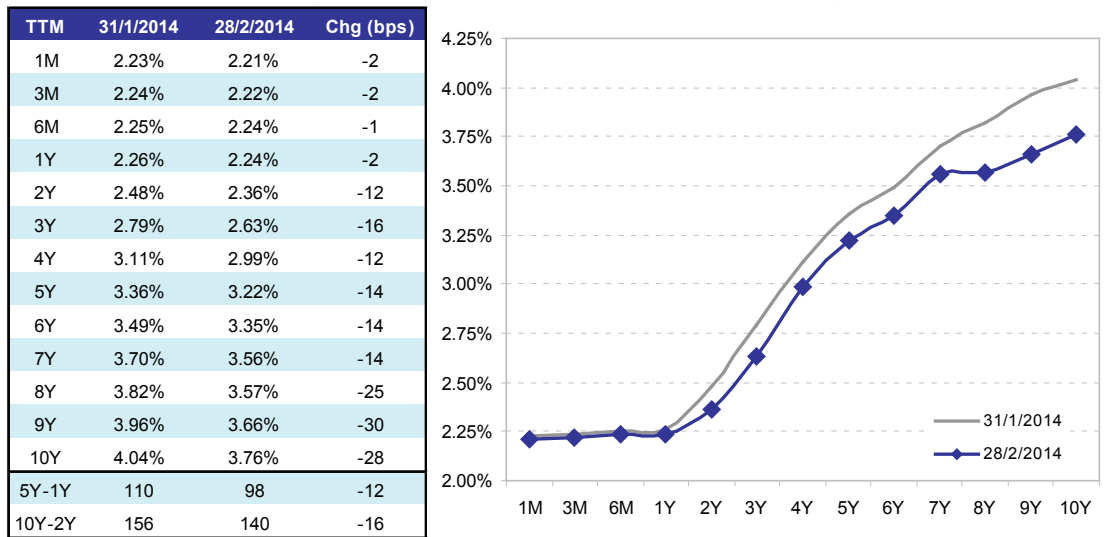
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดตราสารหนี้

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลาง – ยาวปรับตัวลดลงในช่วงเดือน ก.พ.

โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลอายุ 8-10 ปี ซึ่งผลตอบแทนปรับตัวลดลง 25-30 bps ในขณะที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2-7 ปี ปรับตัวลดลง 12-16 bps โดยมีผลมาจากการปรับตัวลงของ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ และการชะลอตัวลงของเศรษฐกิจไทยจากปัญหาการเมือง ซึ่งเราคาดว่าจะจะเป็นเพียงการปรับตัวลงในระยะสั้นและ Yield พันธบัตรของไทยจะปรับตัวขึ้นตามแนวโน้มของ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ ที่ยังคงทิศทางการปรับตัวขึ้นจากการลด QE และเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่กำลังฟื้นตัว

แผนภาพที่ 10: Yield พันธบัตรระยะกลาง – ยาวปรับตัวลดลงในช่วงเดือน ก.พ.



ที่มา: ThaiBMA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรคาดว่าธปท. จะลดดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps ในการประชุมวันที่ 12 มี.ค.

เนื่องจาก GDP ในไตรมาส 4 ไม่ได้ดีอย่างที่ตัวเลขแสดงให้เห็น โดยที่ออกมาขยายตัว 0.6% YoY เป็นผลมาจากสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้นมากสุดในรอบ 9 ปี หากไม่นับรวมสินค้าคงคลัง GDP จะหดตัว 1.2% นอกจากนี้แนวโน้มเศรษฐกิจในไตรมาส 1 มีผลกระทบจากความไม่สงบทางการเมือง เราจึงคาดว่าจะส่งผลให้ GDP ในไตรมาส 1 หดตัว 0.7% YoY และ 2.6% QoQ และน่าจะทำให้ธปท. ประกาศลดดอกเบี้ยเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจและบรรเทาผลกระทบของปัญหาการเมือง

เรายังคงแนะนำเน้นลงทุนในพันธบัตรอายุ 2-3 ปี

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

การลงทุนทางเลือก

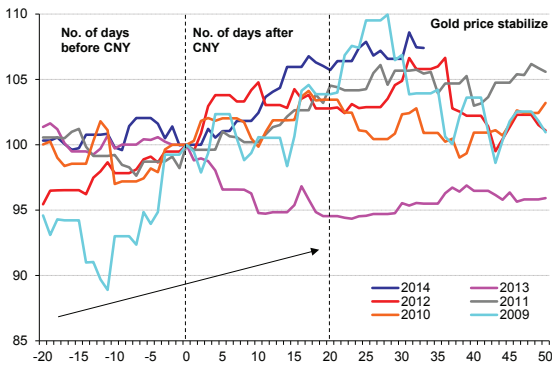
ทองคำ

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ หลังจากราคาทองคำได้ปรับตัวขึ้นแตะระดับ 1,350 ดอลลาร์ต่อออนซ์จากปัญหาทางการเมืองระหว่างรัสเซียและยูเครน ซึ่งราคาทองคำยังคงถูกกดดันจากอุปสงค์ในการลงทุนที่ลดลงของชาติตะวันตก แม้ความต้องการทองคำในเอเชียจะอยู่ในระดับที่สูง แต่ยังคงไม่สามารถชดเชยปัจจัยดังกล่าวได้ เราจึงเชื่อว่าการฟื้นตัวของราคาทองคำในช่วงต้นปีที่ผ่านมาเป็นเพียงการฟื้นตัวระยะสั้น และไม่ใช้ภาพการกลับตัวของราคาทองคำให้เป็นทิศทางขาขึ้น

ในช่วงต้นปีที่ผ่านมา ราคาทองคำได้รับผลบวกจาก

1) อุปสงค์ของ Physical Gold จากประเทศในเอเชียอย่าง จีน ที่อยู่ในระดับสูงในช่วงที่ผ่านมา จากความต้องการทองคำในช่วงตรุษจีน โดยผลสำรวจในช่วงห้าปีที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าราคาทองคำมักจะมีการปรับตัวขึ้น 20 วันก่อนและหลังวันตรุษจีน (ยกเว้น ปี 2013) และเริ่มทรงตัวหลังจากนั้น ซึ่งเห็นได้จากแผนภาพที่ 11

แผนภาพที่ 11: การเคลื่อนไหวของราคาทองคำ 20 วันก่อนและ 50 วันหลังวันตรุษจีน (ราคาของทองคำ ณ วันตรุษจีนของทุกปีปรับเป็นค่าเท่ากับ 100)

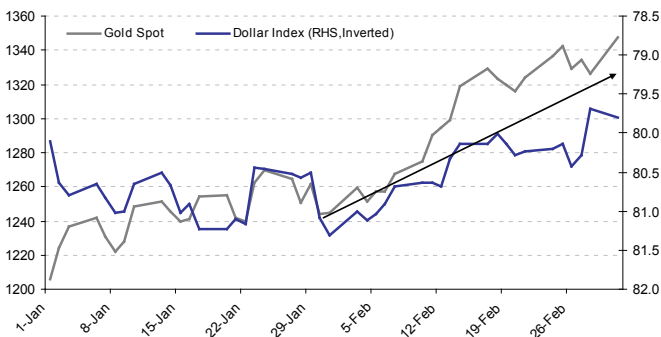


ที่มา: Deutsche Bank, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ตาม รายงานการนำเข้าทองคำของจีนจากฮ่องกงได้เริ่มแสดงให้เห็นถึงการชะลอตัวของการนำเข้าทองคำ โดยจีนได้นำเข้าทองคำจากฮ่องกงเป็นจำนวน 91.9 ตันในเดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา ในขณะที่การนำเข้าทองคำลดลงเหลือ 83.6 ตัน ในเดือน ม.ค. หลังจากที่เราทองคำมีการปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงต้นปีที่ผ่านมา ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการปรับตัวขึ้นของราคาทองคำจากอุปสงค์ของจีนอาจเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวระยะสั้นและไม่เพียงพอที่จะทำให้ราคาทองคำกลับมาเป็นทิศทางขาขึ้น

2) การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์จากการอ่อนตัวของตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ เป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวระยะสั้นที่มาจากสภาพอากาศเลวร้ายของสหรัฐฯ การอ่อนค่าของเงินดอลลาร์ในเดือน ก.พ. ได้เป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำ ซึ่งเรายังคงเชื่อว่าปัจจัยบวกนี้น่าจะหมดลง หลังจากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ กลับมาฟื้นตัวอีกครั้งจากสภาพอากาศที่เริ่มกลับมาเป็นปกติ ซึ่งจะส่งผลให้ Fed คงการลด QE อย่างต่อเนื่อง ทำให้ค่าเงินดอลลาร์กลับมาแข็งค่าอีกครั้ง และเป็นปัจจัยกดดันต่อราคาทองคำ

แผนภาพที่ 12: การเคลื่อนไหวของดัชนีค่าเงินดอลลาร์เทียบกับเงินสกุลหลัก (U.S. Dollar Index: Inverted) และราคาทองคำ ในช่วงต้นปีที่ผ่านมา



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

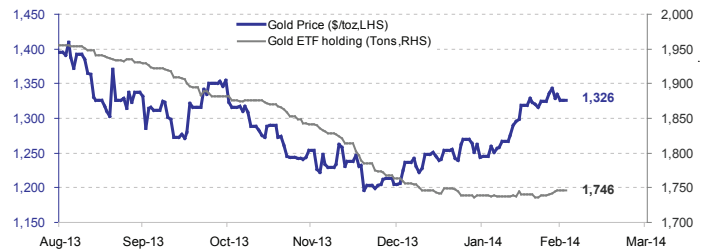
การปรับตัวขึ้นของราคาทองคำยังคงมาจากปัจจัยระยะสั้น เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนราคาทองคำยังคงอ่อนแอ จาก 1) การคาดการณ์เงินเฟ้อของโลกยังอยู่ในระดับต่ำ 2) ความเสี่ยงของเสถียรภาพในระบบการเงินและการเมืองในภูมิภาคต่างๆของโลกน่าจะเริ่มผ่อนคลายลง 3) ทิศทางการแข็งค่าของเงินดอลลาร์ การปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวในสหรัฐฯ จากการลด QE ของ Fed และ 4) การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายระยะสั้น (Fed Fund Rate) ของ Fed ในปี 2015 โดยปัจจัยกดดันเหล่านี้ยังคงส่งผลให้สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังคงไม่ปรับขึ้นอย่างมีนัยยะ แม้ราคาทองคำจะมีการปรับตัวขึ้นในช่วงต้นปีที่ผ่านมา แต่เรายังเชื่อว่าเป็นเพียงการฟื้นตัวของราคาในระยะสั้น ไม่ใช่ภาพการกลับตัวของราคาทองคำ

การเพิ่มขึ้นของสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF จะเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญต่อภาพการลงทุนระยะยาว ของทองคำ เราเชื่อว่าจุดต่ำสุดของราคาทองคำจะผ่านพ้นไปก็ต่อเมื่อสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF เริ่มปรับตัวขึ้นอย่างชัดเจน ซึ่งจะเป็นตัวบ่งชี้และแสดงให้เห็นว่านักลงทุนเริ่มกลับมามีมุมมองที่เป็นบวกต่อการลงทุนในทองคำ โดยในปัจจุบัน แม้การลดการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF จะเริ่มชะลอตัวลง แต่ทาง DB ได้ทำการวิเคราะห์ไว้ว่าสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังมีความเสี่ยงที่จะปรับลดลงอีกจำนวนประมาณ 200 ตัน (จากการคำนวณโดยใช้ปัจจัยเช่นจำนวนและอัตราการลดการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF และค่าเฉลี่ยต้นทุนของ ETF) จากปัจจุบันที่มีสถานะการถือครองอยู่ที่จำนวน 1,750 ตัน บ่งชี้ให้เห็นว่าสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังไม่เปลี่ยนเป็นขาขึ้น ณ ปัจจุบัน

การเพิ่มขึ้นของสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF จะเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญต่อภาพการลงทุนระยะยาว ของทองคำ

เราเชื่อว่าจุดต่ำสุดของราคาทองคำจะผ่านพ้นไปก็ต่อเมื่อสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF เริ่มปรับตัวขึ้นอย่างชัดเจน ซึ่งจะเป็นตัวบ่งชี้และแสดงให้เห็นว่านักลงทุนเริ่มกลับมามีมุมมองที่เป็นบวกต่อการลงทุนในทองคำ โดยในปัจจุบัน แม้การลดการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF จะเริ่มชะลอตัวลง แต่ทาง DB ได้ทำการวิเคราะห์ไว้ว่าสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังมีความเสี่ยงที่จะปรับลดลงอีกจำนวนประมาณ 200 ตัน (จากการคำนวณโดยใช้ปัจจัยเช่นจำนวนและอัตราการลดการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF และค่าเฉลี่ยต้นทุนของ ETF) จากปัจจุบันที่มีสถานะการถือครองอยู่ที่จำนวน 1,750 ตัน บ่งชี้ให้เห็นว่าสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังไม่เปลี่ยนเป็นขาขึ้น ณ ปัจจุบัน

แผนภาพที่ 13: แม้ว่าราคาทองคำจะมีการปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่สถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังไม่มีการปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยยะ



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากราคาทองคำยังคงถูกกดดันจากอุปสงค์ในการลงทุนที่ลดลงของชาติตะวันตก แม้ความต้องการทองคำในเอเชียจะอยู่ในระดับที่สูง แต่ยังคงไม่สามารถชดเชยปัจจัยดังกล่าวได้ เราจึงเชื่อว่าการฟื้นตัวของราคาทองคำในช่วงต้นปีที่ผ่านมาเป็นเพียงการฟื้นตัวระยะสั้น และไม่ใช่ภาพการกลับตัวของราคาทองคำให้เป็นทิศทางขาขึ้น

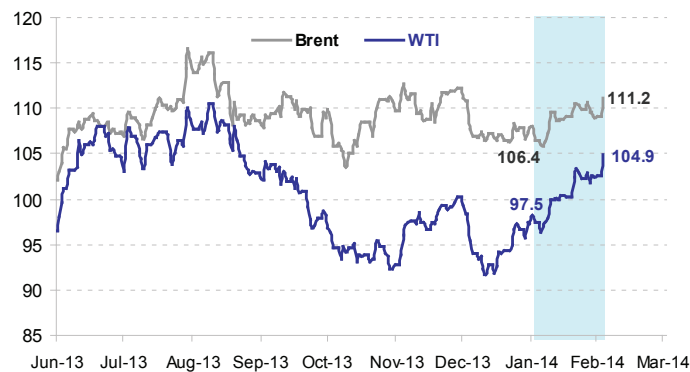
น้ำมัน

เรายังแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน เนื่องจากราคาน้ำมันดิบ ในปัจจุบันได้สะท้อนสภาวะอุปทานน้ำมันดิบที่ตึงตัวรวมถึงความตึงเครียดระหว่างชาติตะวันตกและรัสเซียต่อเหตุการณ์ในยูเครนไปแล้ว การทรงตัวของราคาน้ำมันดิบในระดับสูงในปัจจุบันจะเป็นปัจจัยที่จำกัด Upside ของราคาน้ำมันในอนาคต ในขณะที่สภาพอากาศที่หนาวเย็นผิดปกติของสหรัฐฯ จะเริ่มกลับเข้าสู่ภาวะปกติ และการเข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ และยุโรปจะส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบปรับตัวลดลง โดยเราเชื่อว่าภาวะตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงที่เหลือของปี 2014 จะอยู่ในสภาวะ Oversupplied จากอุปทานน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์น้ำมันดิบ

สภาพอากาศที่หนาวเย็นผิดปกติของสหรัฐฯ สภาวะอุปทานน้ำมันดิบที่ตึงตัว รวมถึงความตึงเครียดระหว่างชาติตะวันตกและรัสเซียต่อเหตุการณ์ในยูเครน เป็นปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันในช่วงที่เดือนที่ผ่านมา

ปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันทั้ง 3 ประการคือ 1) สภาพอากาศที่หนาวเย็นต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2001 ของสหรัฐฯ เป็นปัจจัยบวกต่ออุปสงค์และราคาของเชื้อเพลิงที่ใช้ทำความร้อนในสหรัฐฯ 2) เหตุการณ์ประท้วงปิดท่าเรือและท่อขนส่งน้ำมันดิบในลิเบียที่กลับมามีปัญหาอีกครั้งส่งผลให้ปริมาณการผลิตของลิเบียปรับตัวลดลงจากระดับ 6 แสนบาร์เรลต่อวันในช่วงสิ้นเดือน ม.ค. มาอยู่ที่ระดับ 2.3 แสนบาร์เรลต่อวัน ในช่วงสิ้นเดือน ก.พ. ในขณะที่ลิเบียมีศักยภาพการผลิตที่ระดับ 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน และ 3) ความตึงเครียดระหว่างชาติตะวันตกและรัสเซียต่อการที่รัสเซียส่งทหารเข้าไปในคาบสมุทรไครเมียของยูเครน ทั้งสามปัจจัยส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7.4 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล มาอยู่ที่ 104.9 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในขณะที่น้ำมันดิบ เบรนท์ (BRENT) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.8 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล มาอยู่ที่ระดับ 111.2 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ณ วันที่ 3 มี.ค. เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบในปัจจุบันได้สะท้อนสภาวะอุปทานน้ำมันดิบที่ตึงตัวและความตึงเครียดระหว่างชาติตะวันตกและรัสเซียต่อสถานการณ์ในยูเครนไปแล้ว ซึ่งจะเป็นปัจจัยที่จำกัด Upside ของราคาน้ำมันในอนาคต และหากสถานการณ์ต่างๆคลี่คลายลงจะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 14: ราคาน้ำมันดิบ BRENT และ WTI ปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงจากปลายเดือน ม.ค. (ข้อมูล ณ 3 มี.ค. 2014)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สภาพอากาศที่หนาวเย็นผิดปกติของสหรัฐฯ จะเริ่มกลับเข้าสู่ภาวะปกติ และการเริ่มเข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ และยุโรปจะส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบปรับตัวลดลง

โดยปกติแล้วช่วงเวลาในการวางแผนเพื่อปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นประจำปีจะเกิดขึ้นในช่วงที่อุปสงค์การใช้้ำมันสำเร็จรูปลดต่ำลงซึ่งจะอยู่ในช่วงปลายฤดูหนาว (ปลายไตรมาส 1) และช่วงฤดูใบไม้ร่วง (ปลายไตรมาส 3) ของทุกปี และจะส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบของโรงกลั่นลดลงจากกำลังการกลั่นที่หายไปจากการปิดซ่อมบำรุงประจำปี นอกจากนี้ น้ำมันดิบของสหรัฐฯ ยังไม่สามารถส่งออกได้เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านกฎหมายในปัจจุบันที่ไม่อนุญาตให้ส่งออกน้ำมันดิบ ยกเว้นการส่งออกไปยังประเทศแคนาดาเพียงประเทศเดียว ดังนั้นการปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นน่าจะเป็นกดดันต่อราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูง

ความเป็นไปได้ของการกลับมาส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านอีกครั้งจากการยุติมาตรการคว่ำบาตรจากชาติตะวันตกจะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ BRENT ในช่วงครึ่งหลังของปี 2014

เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกและเชื่อว่าท่าทีที่ผ่อนคลายระหว่างชาติตะวันตกและอิหร่าน รวมถึงพัฒนาการที่มีมาตลอด 3 เดือนที่ผ่านมาแสดงให้เห็นถึงความจริงจังของทั้งชาติตะวันตกและอิหร่านที่จะพยายามแก้ไขปัญหาวินเคิลียร์ของอิหร่านที่เกิดขึ้น ซึ่งผลการประชุมระหว่างอิหร่านกับชาติมหาอำนาจที่สวิตเซอร์แลนด์ระหว่างวันที่ 18-20 ก.พ. 2014 มีความคืบหน้าไปได้ด้วยดี ทั้งสองฝ่ายบรรลุประเด็นและกรอบการเจรจาสำหรับใช้ในการประชุมที่จะมีขึ้นต่อไปและนัดหมายการเจรจารอบใหม่ในวันที่ 17 มี.ค. 2014 อีกทั้งยังกำหนดว่าจะสรุปข้อตกลงเกี่ยวกับการยุติโครงการวินเคิลียร์ในเดือน ก.ค. นี้

ถึงแม้ว่าในกรณี Worst Case หากการเจรจาไม่สามารถบรรลุผลสำเร็จได้ แต่ปริมาณอุปทานน้ำมันดิบในตลาดโลกก็ยังคงอยู่ในระดับเดิมเนื่องจากการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันจากอิหร่านยังคงมีผลบังคับใช้อยู่ในปัจจุบัน แต่ถ้าวการเจรจาสามารถบรรลุไปได้ด้วยดีก็มีความเป็นไปได้ที่อิหร่านจะสามารถกลับมาส่งออกน้ำมันดิบได้เพิ่มมากขึ้นอีก 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในช่วงครึ่งหลังของปี 2014

ภาวะตลาดน้ำมันดิบโลกในช่วงที่เหลือของปี 2014 จะอยู่ในสภาวะ Oversupplied จากอุปทานน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์น้ำมันดิบ

EIA ประมาณการอุปสงค์น้ำมันดิบของโลกจะเพิ่มขึ้น 1.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 และ 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2015 โดยอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นหลักมาจากกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา อาทิเช่น จีน ในขณะที่อุปทานน้ำมันดิบและปิโตรเลียมของโลกจะเพิ่มขึ้น 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 และ 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2015 โดยอุปทานน้ำมันดิบของโลกที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่มาจากการผลิตปิโตรเลียมรูปแบบใหม่ (Unconventional Hydrocarbon) ในกลุ่มประเทศอเมริกาเหนือ อาทิเช่น ประเทศสหรัฐฯ จากการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (Shale Oil) และประเทศแคนาดาจากการผลิตน้ำมันดิบจากทรายน้ำมัน (Oil Sand)

คงแนะนำการลงทุนให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน

การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและทรงตัวระดับสูงในปัจจุบัน น่าจะสะท้อนประเด็นความเสี่ยงทางการเมืองระหว่างรัสเซียและยูเครนแล้ว และความขัดแย้งไม่น่าจะลุกลามจนเกิดภาวะสงคราม ประกอบกับ ปัจจัยพื้นฐานของน้ำมัน ทั้งสภาพอากาศที่หนาวเย็นผิดปกติของสหรัฐฯ ที่จะเริ่มกลับเข้าสู่ภาวะปกติ และการเข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ และยุโรปจะส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบปรับตัวลดลง ยังคงไม่สนับสนุนภาพการลงทุนในระยะยาว ดังนั้นเราจึงยังคงแนะนำให้ใช้โอกาสนี้ในการลดน้ำหนักการลงทุนในน้ำมัน

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คณิศร ประกอบผล

Senior Strategist

- ปรินซ์เพท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์เพท ตรี วิศวกรรมศาสตร์
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

เอกชัย บุญยะพงศ์ไชย

Strategist

- ปรินซ์เพท บริหารธุรกิจ (การเงิน)
สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
- ปรินซ์เพท ตรี วิศวกรรมศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: วิศวกร บริษัทด้านพลังงาน กว่า 4 ปี
วานิชธนกิจและที่ปรึกษาการลงทุน 2 ปี

ศรันต์ สุนันท์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซ์เพท เอก เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์เพท ตรี เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

อภิชาติ วิเศษกิจการ

Economist

- ปรินซ์เพท เอก เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซ์เพท ตรี วิศวกรรมศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วี ไกรวิทยา

Research Assistant

- ปรินซ์เพท ตรี บริหารธุรกิจ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อภิญา ขนุนทอง

Research Assistant

- ปรินซ์เพท ตรี เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

Research Assistant

- ปรินซ์เพท ตรี 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.tiscoveralth.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 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	อาคารคินท์	: 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 บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว