Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation

APRIL 2014

- Special Topic: Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาด...จะส่งผลลบต่อการลงทุนในตลาดหุ้นหรือไม่?
- เราเชื่อว่าทิศทาง Bond Yield ระยะยาวของสหรัฐฯ จะส่งผลให้ 1) เกิดการโยกย้ายเงินลงทุนออกจากตราสารหนี้ (Great Rotation) 2) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการนำเข้าสินค้าของผู้บริโภคในสหรัฐฯ และ 3) กดดันราคาทองคำ
- เรายังคงคำแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น โดยเฉพาะหุ้นเอเชียเหนือและญี่ปุ่น แนะนำขายสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองคำ น้ำมัน และแนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

TISCO Economic Strategy Unit

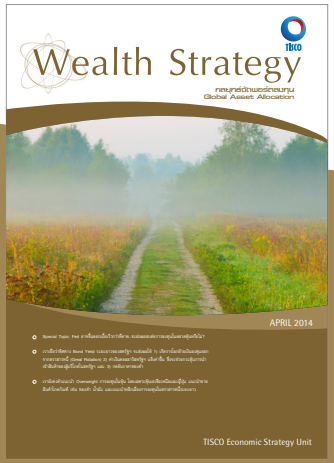
APRIL 2014

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation

Contents

- Executive Summary 3
- Special Topic 6
- ตลาดหุ้น 12
- ตลาดตราสารหนี้ 16
- การลงทุนทางเลือก 18



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ
คมศร ประกอบผล
เอกชัย บุญยะพงศ์ชัย
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

ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ในวันที่ 19 มี.ค. ที่ผ่านมา Fed ได้มีการส่งสัญญาณว่าการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ครั้งแรกอาจเกิดขึ้นในช่วงต้นไตรมาส 2/2015 เร็วกว่าที่ตลาดเคยคาดไว้เดิมว่าเป็นช่วงครึ่งปีหลังของปี 2015 เราได้ทำการศึกษาผลกระทบของการขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ต่อตลาดหุ้นพบว่า 1) ผลกระทบต่อตลาดหุ้น ขึ้นอยู่กับความเร็วมากกว่าปริมาณในการขึ้นดอกเบี้ย 2) ตลาดหุ้นมักปรับตัวขึ้นก่อนขึ้นดอกเบี้ย และ 3) ตลาดมักปรับฐานในช่วงเริ่มต้นการขึ้นดอกเบี้ย แต่จะฟื้นตัวขึ้นหลังจากนั้น

เราเชื่อว่าทิศทาง Bond Yield ระยะยาวของสหรัฐฯ จะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางการลงทุน โดย Bond Yield ระยะยาวของสหรัฐฯ น่าจะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องนับจากนี้ เพื่อทยอยซึมซับการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวจากผลกระทบของอากาศหนาว ซึ่งน่าจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ทั่วโลกดังนี้ 1) เกิดการโยกย้ายเงินลงทุนออกจากตราสารหนี้ (Great Rotation) 2) ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการนำเข้าสินค้าของผู้บริโภคในสหรัฐฯ และสนับสนุนการฟื้นตัวของการส่งออกจากกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ และเพิ่มอัตราผลกำไรของอุตสาหกรรมส่งออกของเอเชียเหนือและญี่ปุ่นอีกด้วย และ 3) กดดันราคาทองคำ

เรายังคงคำแนะนำ Overweight การลงทุนในหุ้น โดยเฉพาะหุ้นเอเชียเหนือและญี่ปุ่น แนะนำขายสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองคำ น้ำมัน และแนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,376	0.5%	2.0%	3.8%	6.0%	-2.3%	6.0%	-11.2%
Philippines PCOMP	6,429	1.1%	0.4%	0.1%	9.1%	3.7%	9.1%	-6.0%
Indonesia JCI	4,768	1.0%	1.4%	3.2%	11.6%	10.5%	11.6%	-3.5%
Singapore STI	3,189	0.5%	2.5%	2.5%	0.7%	0.2%	0.7%	-3.6%
Malaysia KLCI	1,849	-0.1%	0.8%	0.7%	-1.0%	4.5%	-1.0%	10.9%
Asia	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
HK HSI	22,151	0.4%	1.4%	-3.0%	-5.0%	-3.1%	-5.0%	-0.7%
China H HSCEI	10,075	0.7%	3.9%	1.9%	-6.9%	-2.3%	-6.9%	-7.5%
MSCI China	60	0.7%	2.1%	-1.7%	-5.8%	-2.3%	-5.8%	-1.1%
China A CSI300	2,146	-0.3%	-1.4%	-1.5%	-7.9%	-10.9%	-7.9%	-13.9%
Taiwan TWSE	8,849	0.9%	2.8%	2.4%	2.8%	8.1%	2.8%	12.0%
Korea KOSPI	1,982	0.2%	2.3%	0.3%	-1.3%	-0.7%	-1.3%	-0.5%
MSCI Korea	577	0.4%	3.2%	-0.2%	-2.2%	0.0%	-2.2%	-0.2%
India SENSEX	22,386	0.2%	1.5%	6.0%	5.7%	15.5%	5.7%	18.8%
Developed Market	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Australia AS 200	5,356	0.5%	1.1%	-0.2%	0.8%	3.6%	0.8%	8.6%
Japan TOPIX	1,205	1.4%	3.4%	-0.7%	-7.6%	0.8%	-7.6%	20.2%
Japan Nikkei 225	14,824	0.9%	2.8%	-0.1%	-9.0%	2.4%	-9.0%	22.2%
Europe STOXX600	334	0.2%	3.1%	-1.1%	1.8%	7.7%	1.8%	13.8%
Euro STOXX50	3,162	-0.3%	3.6%	0.4%	1.7%	9.3%	1.7%	20.5%
US Dow Jones	16,458	0.8%	1.1%	0.8%	-0.7%	8.8%	-0.7%	12.9%
US S&P500	1,872	0.8%	0.8%	0.7%	1.3%	11.3%	1.3%	19.3%
MSCI US REITs	972	0.8%	1.5%	0.0%	8.9%	7.0%	8.9%	0.2%
Europe	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
UK	6,598	-0.3%	1.2%	-3.1%	-2.2%	2.1%	-2.2%	2.9%
Germany	9,556	-0.3%	4.0%	-1.4%	0.0%	11.2%	0.0%	22.6%
France	4,392	-0.4%	2.7%	-0.4%	2.2%	6.0%	2.2%	17.7%
Switzerland	8,454	1.0%	3.1%	-0.3%	3.1%	5.4%	3.1%	8.2%
Portugal	7,608	0.4%	3.1%	3.1%	16.0%	27.8%	16.0%	30.7%
Spain	10,341	0.1%	4.3%	2.2%	4.3%	12.6%	4.3%	30.6%
Italy	21,692	0.9%	5.2%	6.1%	14.4%	24.4%	14.4%	41.4%
Latin America	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
Brazil BOVESPA	50,415	1.3%	5.0%	7.1%	-2.1%	-3.7%	-2.1%	-10.5%
Chile IPSA	3,773	0.3%	3.1%	1.4%	2.0%	-1.3%	2.0%	-14.9%
Mexico MEXBO	40,462	1.0%	1.6%	4.3%	-5.3%	0.7%	-5.3%	-8.2%
Regional	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
MSCI Asia Pac ex Japan	470	0.7%	2.8%	1.6%	0.4%	2.4%	0.4%	-0.6%
MSCI Latin America	3,194	1.3%	6.2%	8.6%	-0.2%	-3.3%	-0.2%	-16.3%
MSCI All Country World	411	0.8%	1.4%	0.2%	0.6%	7.6%	0.6%	14.2%
Commodities	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
WTI Spot	101.46	-0.1%	2.4%	-1.0%	3.2%	-0.5%	3.2%	4.6%
Brent Spot	107.71	-0.3%	0.7%	-1.2%	-2.7%	-0.2%	-2.7%	-3.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.25	-0.22	-1.62	-0.30	-6.20	0.28	-6.20	-7.83
Gold Spot	1,283	-0.6%	-1.8%	-4.8%	6.7%	0.1%	6.8%	-19.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1,766	0.0%	0.0%	1.1%	-0.1%	-8.5%	0.2%	-27.9%
DB Agriculture index (USD)	137.19	0.1%	1.2%	4.6%	12.0%	4.8%	12.0%	-1.2%
Thai Bond index	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
ThaiBMA Govt Bond index	229.02	0.1%	0.3%	0.4%	2.3%	3.9%	2.3%	3.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	182.39	0.0%	0.1%	0.5%	1.5%	2.8%	1.5%	4.1%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	240.16	0.0%	0.2%	0.5%	2.2%	4.0%	2.2%	4.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	292.02	0.0%	0.5%	0.3%	2.9%	4.1%	2.9%	2.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	205.67	0.0%	0.2%	0.4%	1.9%	3.4%	1.9%	3.7%
Thai Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
1Y	2.09	-1	0	-15	-27	-52	-27	-65
2Y	2.28	-1	-3	-8	-34	-68	-34	-54
5Y	3.26	0	0	4	-15	-28	-15	8
10Y	3.78	0	-9	2	-20	-16	-20	25
Spread 10Y-2Y	150	1	-6	10	14	52	14	79
Foreign Bond Yields (bps)	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
US 10Y	2.73	0	-3	7	-31	7	-31	89
Japan 10Y	0.64	2	3	6	-10	-3	-10	7
German 10Y	1.57	2	-1	-6	-36	-21	-36	28
Spain 10Y	3.23	-1	-12	-28	-92	-107	-92	-183
Italy 10Y	3.29	-1	-12	-19	-83	-114	-83	-147
Others	**Last**	**1D**	**1W**	**1M**	**3M**	**6M**	**YTD**	**1Y**
VIX index	13.88	-0.5	-1.2	-0.1	0.2	-2.7	0.2	1.2
Dollar index	80.10	-0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	-0.1%	0.1%	-3.2%
USD/THB	32.42	-0.2%	-0.5%	-0.3%	-1.0%	3.9%	-0.8%	10.6%
EUR/USD	1.38	0.1%	-0.4%	0.3%	0.0%	1.8%	-0.1%	7.2%
USD/JPY	103.16	0.2%	0.8%	1.6%	-2.2%	5.1%	-2.1%	10.4%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 4/1/2014 7:03:30 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 - คงคำแนะนำถือ เนื่องจาก Upside มีจำกัด
ตลาดหุ้นไทย		- ความขัดแย้งทางการเมืองยังไม่มีทางออก - Valuation แพงกว่าหุ้นในกลุ่ม APxJ - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน		- ระดับ Valuation ในปัจจุบัน (P/E 6.9x P/B 1x ในปี 2014) สะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายไปมากแล้ว - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ		- แนวโน้มการส่งออกขยายตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯและยุโรป - ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯและเอเชียอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี และยังเทรดที่ P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว - แนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นอาเซียน		- Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย - แนะนำ Underweight - ผลการดำเนินงานจะขยายตัวขึ้นอย่างโดดเด่น จากการส่งออกที่ฟื้นตัว
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		- 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		- การยกระดับการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ และยุโรปต่อรัสเซียมีความเป็นไปได้น้อย - สภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบ WTI ยังคงอยู่ - การเข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ และยุโรปจะส่งผลให้ความต้องการน้ำมันดิบปรับตัวลดลง - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs		- ดัชนีชี้วัดด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง - เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาฯ ในสหรัฐฯ - คงคำแนะเป็นถือ

Special Topic

Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาด...จะส่งผลลบต่อการลงทุนในตลาดหุ้นหรือไม่?

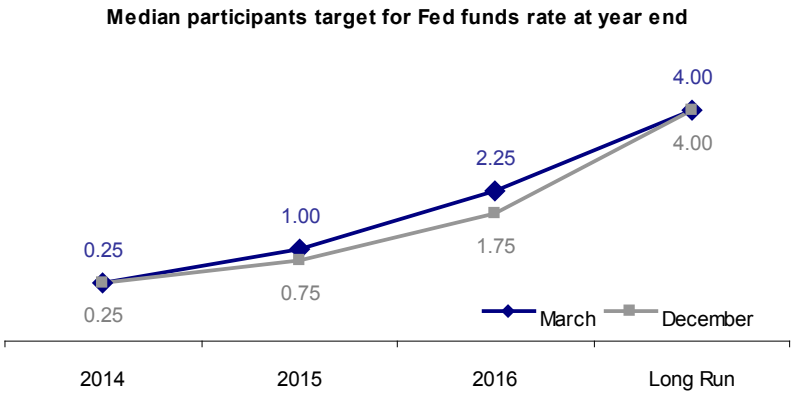
เราได้ทำการศึกษาผลกระทบของการขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ต่อตลาดหุ้นพบว่า 1) ผลกระทบต่อตลาดหุ้น ขึ้นอยู่กับความเร็วมากกว่าปริมาณในการขึ้นดอกเบี้ย 2) ตลาดหุ้นมักปรับตัวขึ้นก่อนขึ้นดอกเบี้ย และ 3) ตลาดมักปรับฐานในช่วงเริ่มต้นการขึ้นดอกเบี้ย แต่จะฟื้นตัวขึ้นหลังจากนั้น เราเชื่อว่าการปรับขึ้นของดอกเบี้ยในครั้งนี้จะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป และไม่ส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นมากนัก และยังคงคำแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้น โดยเฉพาะตลาดหุ้น North Asia และ ญี่ปุ่น ที่จะได้รับผลดีจากการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์ และแนะนำขายทำกำไรทองคำ

Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาด

การประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ของ Fed ในวันที่ 19 มี.ค. ที่ผ่านมา มีมติให้ลดการเข้าซื้อสินทรัพย์ลงอีกเดือนละ 1 หมื่นล้านดอลลาร์ เหลือ 5.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯต่อเดือน ซึ่งเป็นไปตามที่ตลาดคาด แต่ได้มีการยกเลิกการส่งสัญญาณนโยบายทางการเงินที่อิงกับเป้าหมายเดิม (อัตราการว่างงานเป้าหมาย 6.5% และเงินเฟ้อไม่เกิน 2.5%) และเปลี่ยนไปพิจารณาปัจจัยเชิงคุณภาพมากขึ้น โดยดูจากสภาวะเศรษฐกิจในภาพกว้างขึ้นทั้งในด้านการจ้างงาน แนวโน้มเงินเฟ้อ และตลาดการเงิน เป็นต้น

แต่ปัจจัยที่สร้างความกังวลต่อตลาด คือผลสำรวจมุมมองอัตราดอกเบี้ยของคณะกรรมการนโยบายการเงิน ซึ่งส่งสัญญาณว่า Fed อาจเริ่มขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้นและในอัตราที่เร็วกว่าที่คาดไว้ก่อนหน้า โดยค่ากลาง (Median) ของอัตราดอกเบี้ย Fed Fund Rates ที่ผู้ตอบแบบสอบถามคิดว่าเหมาะสม ณ สิ้นปี 2015 อยู่ที่ 1% เพิ่มขึ้นจากผลสำรวจในเดือน ธ.ค. ที่ 0.75% และสิ้นปี 2016 ที่ 2.25% (จากเดือน ธ.ค. ที่ 1.75%) นอกจากนั้นประธาน Fed นาง Janet Yellen ยังกล่าวย้ำต่อผู้สื่อข่าวว่า Fed จะยังคงดอกเบี้ยต่ำไว้หลังยุติ QE เป็นเวลาหนึ่ง (“ราว 6 เดือน”) ซึ่งชี้ว่าการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกอาจเกิดขึ้นในช่วงต้นไตรมาส 2/2015 เร็วกว่าที่ตลาดเคยคาดไว้เดิมว่าเป็นช่วงครึ่งปีหลังของปี 2015

แผนภาพที่ 1: ผลสำรวจมุมมองอัตราดอกเบี้ยของ FOMC ซึ่งส่งสัญญาณว่า Fed อาจเริ่มขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น

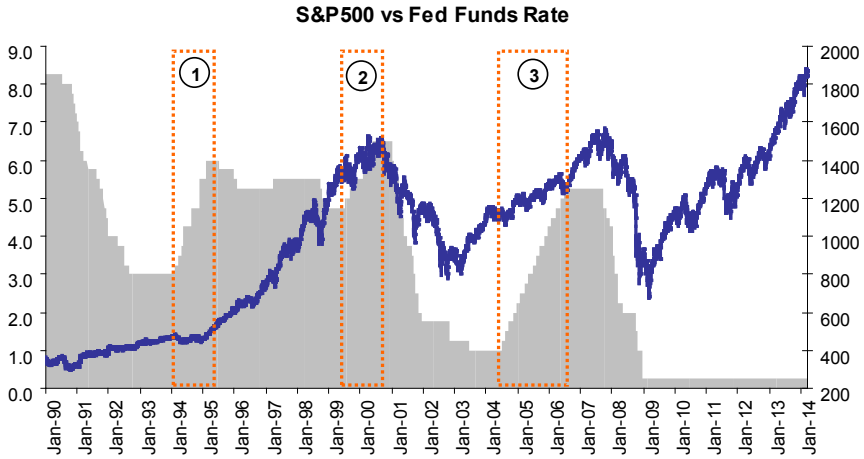


ที่มา: Federal Reserves, TISCO Economic Strategy (ESU)

ผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ต่อตลาดหุ้น

ในช่วง 30 ปีที่ผ่านมามีช่วงที่ Fed ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3 ช่วง ได้แก่ ช่วงปี 1994 ถึง 1995, ปี 1999 ถึง 2000 และ ปี 2004 ถึง 2006

แผนภาพที่ 2: อัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate และดัชนี S&P500 ในช่วง 30 ปีที่ผ่านมา



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

เราได้ทำการศึกษาผลกระทบของการขึ้นอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ต่อตลาดหุ้น โดยวัดความเคลื่อนไหวของดัชนี S&P500 ในช่วงตั้งแต่ 6 เดือนก่อนวันที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ถึงวันที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย และวัดผลกระทบเชิงลบต่อตลาด โดยการปรับตัวลงของดัชนี S&P500 ตั้งแต่จุดสูงสุด ไปถึงจุดต่ำสุดในช่วงที่มีการปรับขึ้นดอกเบี้ย ดังแสดงในแผนภาพที่ 3

แผนภาพที่ 3: ผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ที่มีต่อตลาดหุ้น

S&P500 index performance during Fed funds rate hike cycle

Date		Duration	Fed Funds Rate		S&P500		Days after(before) first FFR hike		Pre-hike	Largest
From	To	(months)	From	To	Return*	Annualised	Peak	Trough	Rally**	correction***
04-Feb-94	01-Feb-95	12	3.00%	6.00%	2.0%	1.3%	(2)	59	7.6%	-8.9%
30-Jun-99	16-May-00	11	4.75%	6.50%	19.3%	13.6%	16	107	24.4%	-12.1%
30-Jun-04	29-Jun-06	24	1.00%	5.25%	14.7%	5.6%	(140)	43	9.3%	-8.2%

* From 6 month ahead of first FFR hike to the last FFR hike

** Defined as trough during the period from 6 months prior to first FFR hike to peak nearest to the first rate hike

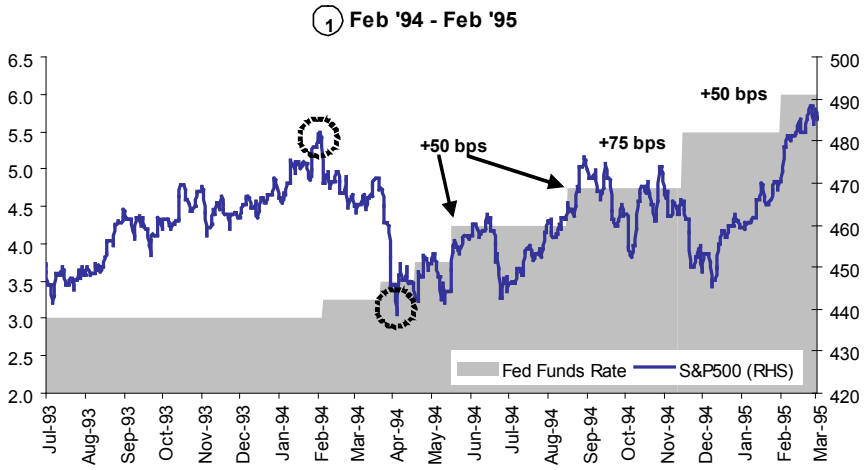
*** Defined as peak to trough during the period from 6 months prior to first FFR hike to the last FFR hike

ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

จากแผนภาพที่ 4 - 6 เราพบว่า

1. **ผลกระทบต่อตลาดหุ้น ขึ้นอยู่กับความเร็วมากกว่าปริมาณในการขึ้นดอกเบี้ย** โดยหากเปรียบเทียบผลกระทบต่อตลาดหุ้นในการขึ้นดอกเบี้ยสามครั้งที่ผ่านมา การขึ้นดอกเบี้ยที่มีผลกระทบเชิงลบต่อตลาดมากที่สุด คือช่วงปี 1994 ถึง 1995 ซึ่งเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว (ครั้งละ 50 – 75 bps) และในขณะนั้น Fed ยังไม่มีการให้สัญญาณการขึ้นดอกเบี้ยล่วงหน้า รวมถึงไม่มีการประกาศอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate อย่างเป็นทางการในวันที่มีมติ ซึ่งก่อให้เกิดความตื่นตระหนกในตลาดตราสารหนี้ และสถาบันการเงินหลายแห่งประสบปัญหาขาดทุนอย่างหนักจากการถือครองตราสารหนี้ ส่วนตลาดหุ้นในช่วงดังกล่าวมีความผันผวนสูง และปรับตัวขึ้นได้เพียง 2% ในช่วงที่เราทำการศึกษา (ตั้งแต่ 6 เดือนก่อนวันที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ถึงวันที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย)

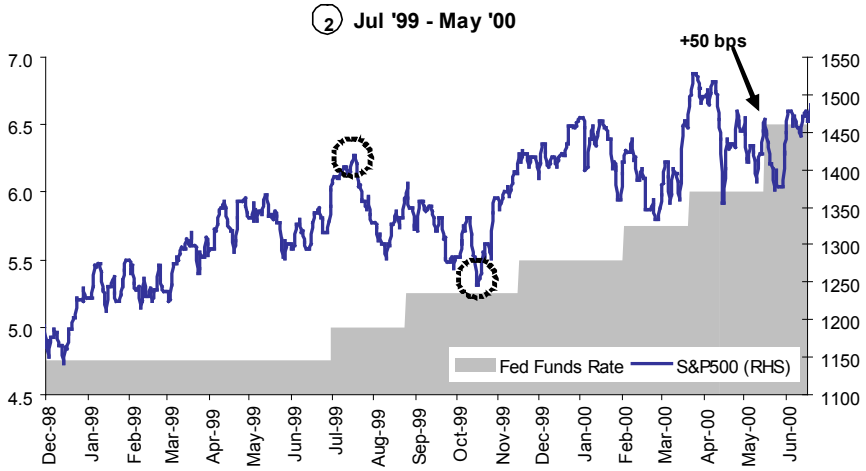
แผนภาพที่ 4: ผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ที่มีต่อตลาดหุ้นช่วงปี 1994 -1995



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

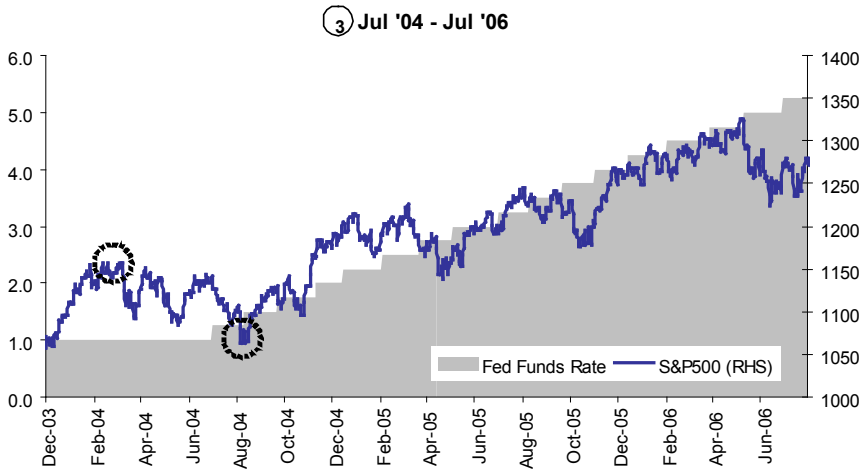
ส่วนในช่วงปี 1999 ถึง 2000 และ 2004 ถึง 2006 ตลาดหุ้นสามารถปรับตัวขึ้นได้ เนื่องจากเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป และ Fed มีการให้สัญญาณทิศทางดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง ทำให้ตลาดสามารถซึมซับข่าวการขึ้นดอกเบี้ยได้ล่วงหน้า และไม่ก่อให้เกิดภาวะตื่นตระหนก โดยในช่วงตั้งแต่ต้นปี 1999 ถึงกลางปี 2000 ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นถึง 19.3% (คิดเป็น 13.6% ต่อปี) และในช่วงต้นปี 2004 ถึงกลางปี 2006 ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้น 14.7% (คิดเป็น 5.6% ต่อปี)

แผนภาพที่ 5: ผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ที่มีต่อตลาดหุ้นช่วงปี 1999 - 2000



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

แผนภาพที่ 6: ผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ที่มีต่อตลาดหุ้นช่วงปี 2004 - 2006



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

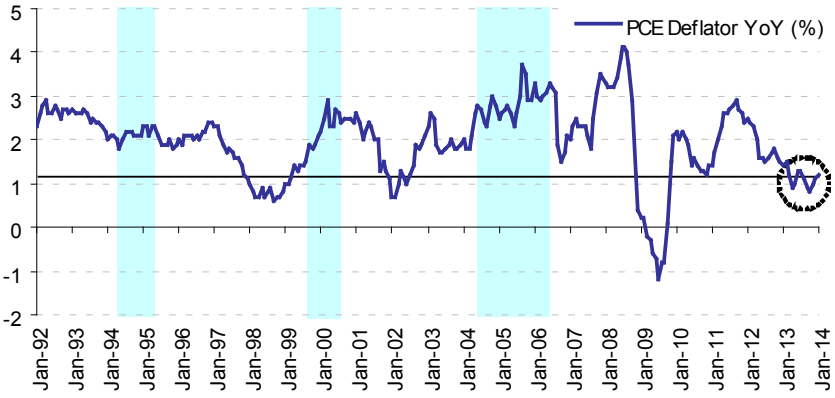
2. **ตลาดหุ้นมักปรับตัวขึ้นก่อนขึ้นดอกเบี้ย** ในช่วงที่เราทำการศึกษา ตลาดหุ้นมักปรับตัวขึ้นในช่วง 6 เดือนก่อนขึ้นดอกเบี้ย เนื่องจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งจนนำไปสู่การขึ้นดอกเบี้ยเพื่อชะลอความร้อนแรงของเศรษฐกิจ โดยตลาดจะทำจุดสูงสุดในช่วงก่อน หรือภายใน 1 เดือนหลังการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก

3. **ตลาดมักปรับฐานในช่วงเริ่มต้นการขึ้นดอกเบี้ย แต่จะฟื้นตัวขึ้นหลังจากนั้น** ตลาดหุ้นมักปรับฐานลงทำจุดต่ำสุดในช่วงราว 1-3 เดือนหลังการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นและทำจุดสูงสุดใหม่ภายใน 6 เดือนหลังจากขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก (ยกเว้นในปี 1994 ซึ่งตลาดทำจุดสูงสุดใหม่หลัง Fed หยุดขึ้นดอกเบี้ยในเวลา 1 ปีให้หลัง)

เราเชื่อว่าการปรับขึ้นของ Fed Funds Rate ในครั้งนี้จะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป
ในแบบที่เกิดขึ้นในช่วงปี 2004-2006 และไม่สร้างความตื่นตระหนกในตลาดตราสารหนี้ เหมือนเช่นในปี 1994 เนื่องจาก

1. **เงินเฟ้อต่ำ** อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ยังอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับช่วงการขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งที่ผ่านมา นอกจากนั้นแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อในอนาคตก็ยังไม่เป็นที่น่ากังวลมากนัก เนื่องจากแนวโน้มราคาพลังงานที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งจะทำให้ Fed ไม่มีความจำเป็นต้องเร่งขึ้นดอกเบี้ยเพื่อชะลอเงินเฟ้อ

แผนภาพที่ 7: อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ยังอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับช่วงการขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้งที่ผ่านมา

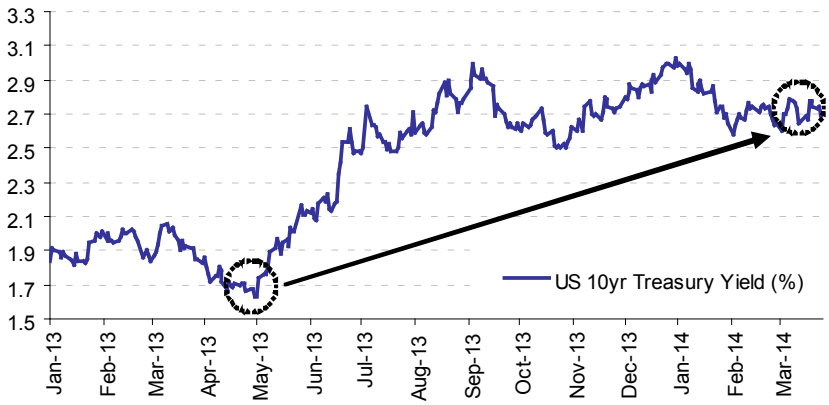


ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

2. **เศรษฐกิจไม่โตร้อนแรงเกินไป** เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีการเร่งตัวขึ้นในปีที่ผ่านมา แต่ก็เป็นการฟื้นตัวจากระดับต่ำ เราเชื่อว่า Fed จะทยอยขึ้นดอกเบี้ยอย่างช้าๆ เพื่อจำกัดผลกระทบต่อการฟื้นตัวของตลาดแรงงานและตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงมีความสำคัญอย่างมากต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจต่อไปในอนาคต

3. **Fed มีการให้สัญญาณล่วงหน้าต่อเนื่อง** นับตั้งแต่ช่วงกลางปี 2013 Fed ได้มีการให้สัญญาณการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง โดยเริ่มกล่าวถึงการชะลอ QE ในเดือน พ.ค. และ เริ่มลดปริมาณการซื้อสินทรัพย์ครั้งแรกในเดือน ธ.ค. ตลาดตราสารหนี้ได้มีการซึมซับข่าวดังกล่าวมาอย่างต่อเนื่อง โดย Bond Yield ระยะยาวของสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงกลางปีที่แล้ว

แผนภาพที่ 8: Bond yield ระยะยาวของสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงกลางปีที่แล้ว



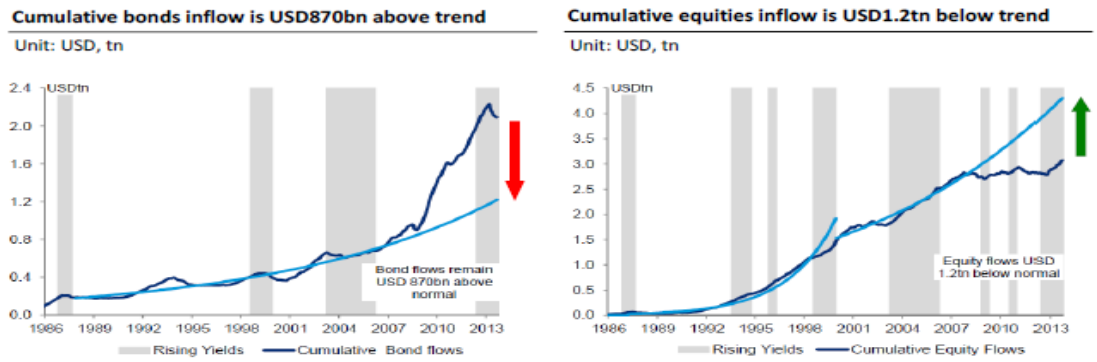
ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

ผลกระทบต่อการลงทุน

เราเชื่อว่าทิศทาง Bond Yield ระยะยาวของสหรัฐฯ จะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางการลงทุน โดย Bond Yield ระยะยาวของสหรัฐฯ น่าจะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องนับจากนี้ เพื่อทยอยชึมซับการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงต้นไตรมาส 2 ของปี 2015 ประกอบกับตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวจากผลกระทบของอากาศหนาว ซึ่งน่าจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ทั่วโลกดังนี้

1. **เกิดการโยกย้ายเงินลงทุนออกจากตราสารหนี้ (Great Rotation)** โดยการปรับตัวขึ้นของดอกเบี้ยระยะยาวจะส่งผลให้เกิดการโยกย้ายเงินทุนออกจากตราสารหนี้ เพื่อลดผลกระทบของการขาดทุนในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น เราเชื่อว่าเงินลงทุนในส่วนนี้จะทยอยกลับเข้ามาลงทุนในตลาดหุ้นในภาวะที่เศรษฐกิจยังฟื้นตัว และเป็นปัจจัยผลักดันให้ตลาดหุ้นทั่วโลกยังอยู่ในขาขึ้นต่อไป เหมือนเช่นในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2013

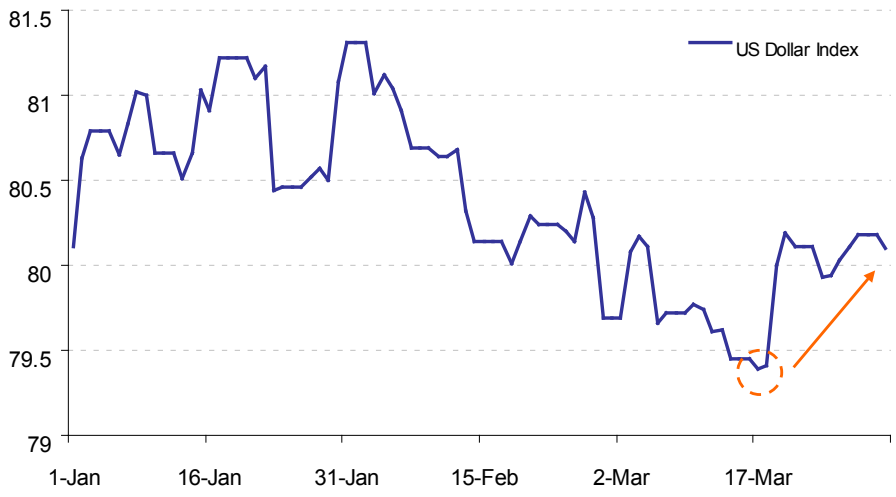
แผนภาพ 9: การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากตราสารหนี้มาสู่ตลาดหุ้นเริ่มขึ้นในปี 2013



Source: ICI, Haver Analytics, Deutsche Bank

2. **ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น** ตามการปรับขึ้นของ Bond Yield และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ประกอบกับยอดขาดดุลการค้าที่ลดลง เนื่องจากปริมาณนำเข้าสินค้าพลังงานที่ลดลง เราเชื่อว่าแนวโน้มการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์จะช่วยกระตุ้นการนำเข้าสินค้าของผู้บริโภคในสหรัฐฯ และสนับสนุนการฟื้นตัวของการส่งออกจากกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ นอกจากนั้นค่าเงินดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นยังช่วยเพิ่มอัตราผลกำไรของอุตสาหกรรมส่งออกของเอเชียเหนือและญี่ปุ่นอีกด้วย

แผนภาพที่ 10: ค่าเงินดอลลาร์เทียบเงินสกุลหลักเริ่มแข็งค่าขึ้นในช่วงกลางเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

3. **กดดันราคาทองคำ** ภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น และดอลลาร์แข็งค่าจะกดดันราคาทองคำอย่างต่อเนื่องในปีนี้

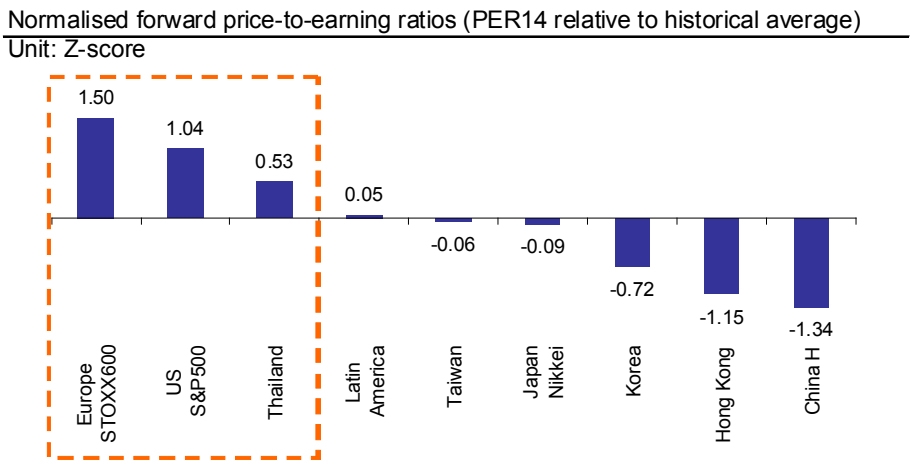
ตลาดหุ้น

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการลงทุนในตลาดหุ้น และคำแนะนำให้ใช้โอกาสที่หุ้นปรับฐานจากความตึงเครียดในยูเครน และความกังวลต่อประเด็นการขึ้น Fed Funds Rate ในการทยอยสะสมหุ้น North Asia และ ญี่ปุ่น

ยังคงแนะนำ Neutral ตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรป

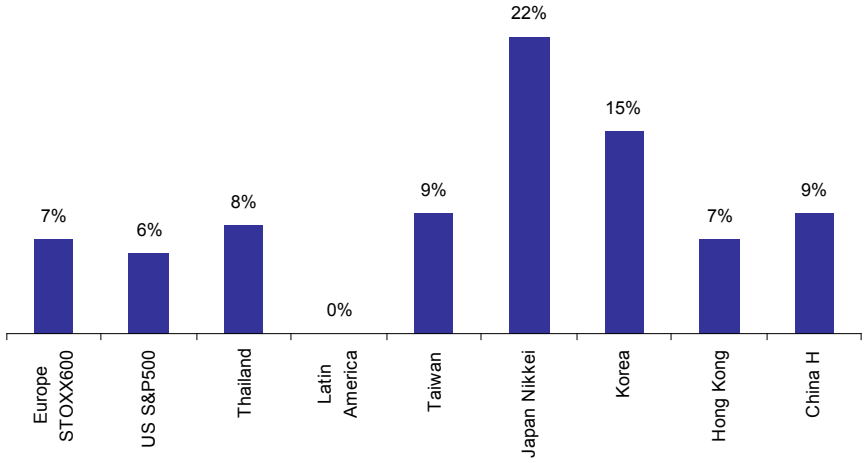
แม้เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจทั้งในสหรัฐฯ และยุโรป แต่เราเชื่อว่า Valuation ของตลาดหุ้นที่ซื้อขายที่ระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว และการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นในปีที่ผ่านมา ได้สะท้อนถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไปมากแล้ว ประกอบกับการขยายตัวของอัตราผลกำไรที่ยังต่ำกว่าตลาดหุ้นใน Emerging Markets เราจึงเชื่อว่าการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และยุโรป เหลือ Upside อีกไม่มากในปีนี้

แผนภาพที่ 11: ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยุโรป และไทย ซื้อขายที่ P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

แผนภาพที่ 12: การขยายตัวของอัตราผลกำไรในสหรัฐฯ และยุโรปที่ยังต่ำกว่าตลาดหุ้นในเอเชีย

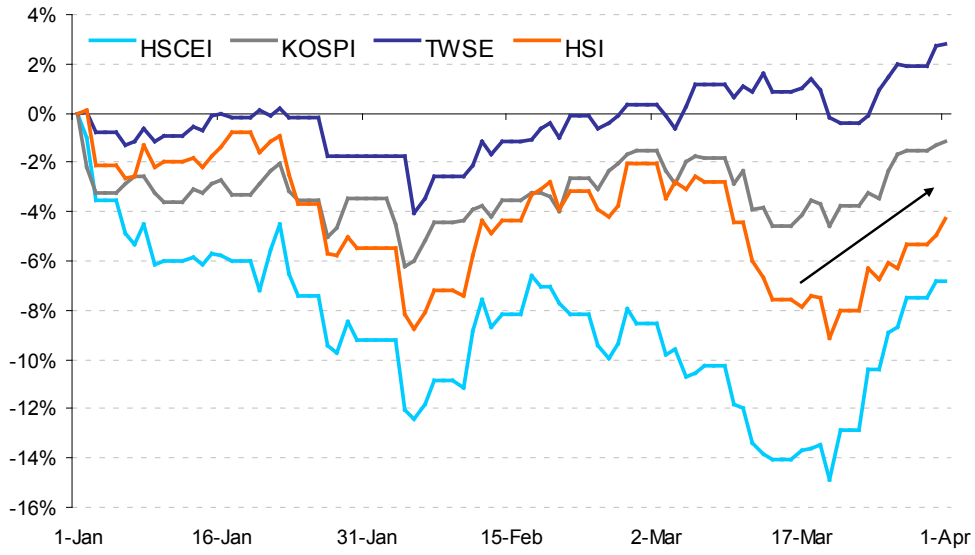


ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

ตลาดหุ้นเอเชียเหนือฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว

ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน มี.ค. ตลาดหุ้นเอเชียเหนือฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว ด้วยปัจจัยบวกหลายประการ ได้แก่

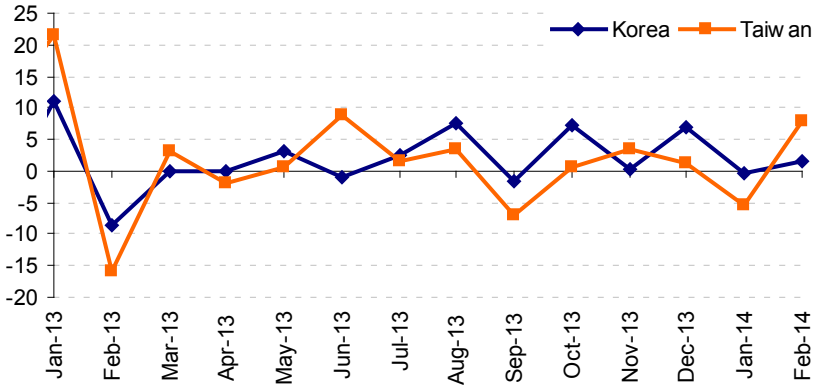
แผนภาพที่ 13: % การเคลื่อนไหวของดัชนีในประเทศเอเชียเหนือตั้งแต่ช่วงต้นปี



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

1. ความคาดหวังของตลาดต่อนโยบายลงทุนภาครัฐและการผ่อนคลายทางการเงินของจีน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในช่วงสองเดือนแรก โดยนายกรัฐมนตรี หลี่ เค่อ เฉียง ได้มีแถลงการยอมรับว่านโยบายปฏิรูปเศรษฐกิจและความพยามในการชะลอการปล่อยกู้ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนชะลอตัวมากกว่าที่คาด และพร้อมที่จะเร่งลงทุนโครงการภาครัฐ เช่น โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน สร้างถนน รถไฟ และการบริหารจัดการน้ำ ในภาคกลางและภาคตะวันตกของจีน และการเร่งสร้างที่อยู่อาศัย (Social Housing) เพื่อเร่งพัฒนาความเป็นเมืองตามแผนพัฒนาเศรษฐกิจระยะยาว เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้ขยายตัวบรรลุเป้าหมายที่ 7.5% ในปีนี้
2. ตัวเลขส่งออกในเดือน ก.พ. ของไต้หวันและเกาหลี เริ่มกลับมาขยายตัว หลังจากที่หดตัวในเดือน ม.ค. เนื่องจากผลของตรุษจีนที่หมดไป และการเริ่มฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จากสภาพอากาศที่หนาวผิดปกติ

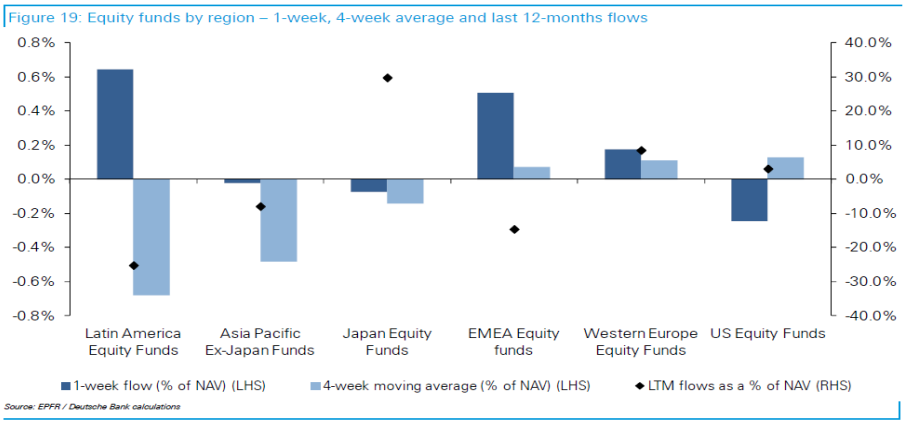
แผนภาพ 14: ตัวเลขส่งออก (% YoY) ในเดือน ก.พ. ของไต้หวันและเกาหลี เริ่มกลับมาขยายตัว



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

ด้วยปัจจัยบวกที่ได้กล่าวมาข้างต้น และ P/E gap ระหว่างตลาดสหรัฐฯ และตลาดเกิดใหม่ ซึ่งกว้างที่สุดในรอบ 8 ปี เราเริ่มเห็นการไหลออกของเงินลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ กลับมาลงทุนในตลาดเกิดใหม่บางประเทศที่พื้นฐานเศรษฐกิจดี ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน มี.ค.

แผนภาพ 15: Fund Flow เริ่มไหลออกจากสหรัฐฯและกลับเข้าลงทุนในตลาดเกิดใหม่ในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน มี.ค.

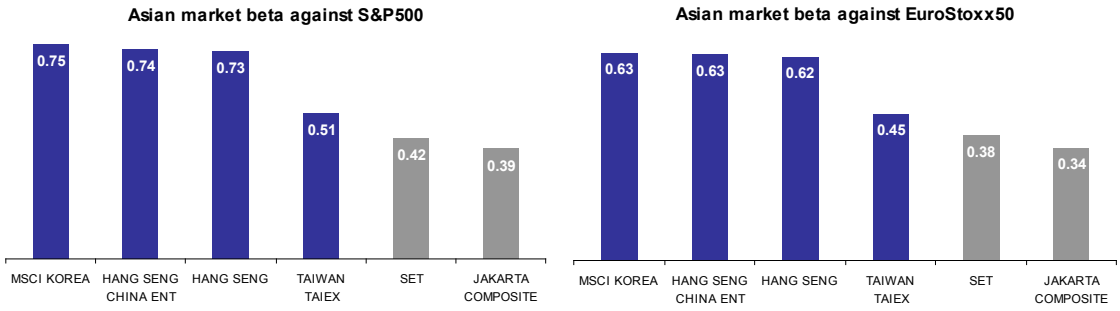


ที่มา: EPFR, Deutsche Bank

ยังคงแนะนำ Overweight ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ

โดยเราเชื่อว่าสัญญาณการฟื้นตัวของการส่งออกจะขยายตัวดีขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จากสภาพอากาศที่เลวร้ายในช่วงฤดูหนาว ซึ่งทำให้เกิด Pending Demand ในสินค้านำเข้าหลายชนิด และค่าเงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจากการชะลอ QE และทิศทางการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ในช่วงต้นไตรมาส 2 ของปีหน้า

แผนภาพ 16: ตลาดหุ้นเอเชียเหนือมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นตามตลาดสหรัฐฯ และยุโรป

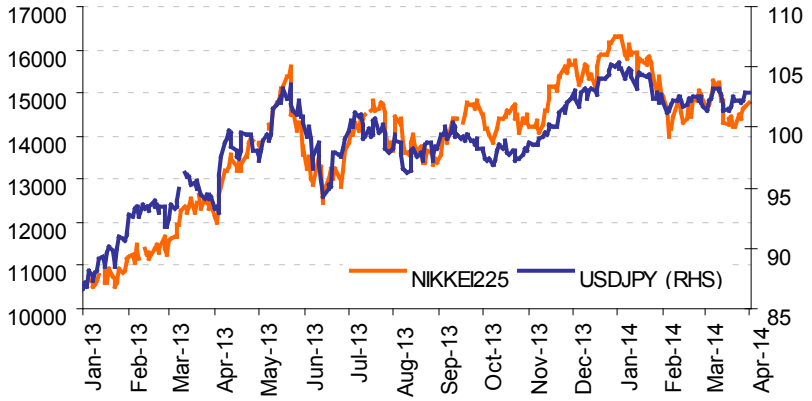


ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

ตลาดหุ้นญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นตามการอ่อนค่าของเงินเยน

แรงกดดันต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่นผ่อนคลายลง ตามค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจาก 1) ความตึงเครียดของสถานการณ์ในยูเครนผ่อนคลายลง ช่วยลดความต้องการการถือครองเงินเยนเพื่อเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย 2) แนวโน้มการขึ้น Fed Funds Rate ของสหรัฐฯ และ 3) ตัวเลขเงินเฟ้อของญี่ปุ่นเร่งตัวขึ้นในเดือน ก.พ. เป็น 1.5% จาก 1.4% ในเดือน ม.ค.

แผนภาพที่ 17: ตลาดหุ้นญี่ปุ่นฟื้นตัวขึ้นตามการอ่อนค่าของเงินเยน



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ยังคงแนะนำ Overweight ตลาดหุ้นญี่ปุ่น

เนื่องจากการคาดการณ์การเติบโตของกำไรที่โดดเด่นถึงกว่า 20% ในปีนี้ และ Valuation ที่ยังถูก โดยดัชนี NIKKEI 225 ในปัจจุบันซื้อขายที่ P/B เพียง 1.4 เท่า นอกจากนั้นเรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและกำไรของบริษัทจดทะเบียนในญี่ปุ่น เนื่องจาก 1) อัตราเงินเฟ้อซึ่งเป็นผลมาจากค่าเงินเยนที่อ่อนลงและทำให้ราคาสินค้าพลังงานปรับตัวสูงขึ้น จะเริ่มส่งผ่านไปยังต้นทุนสินค้า และผลให้เกิดการขึ้นราคาสินค้า ซึ่งจะช่วยให้อัตราผลกำไรของผู้ประกอบการสามารถขยายตัวขึ้นได้ 2) ค่าจ้างที่แท้จริง (Real Wage) ที่ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง จะช่วยส่งเสริมการบริโภคภายในประเทศ และ 3) การกลับมาเปิดใช้โรงไฟฟ้านิวเคลียร์จะช่วยลดต้นทุนราคาพลังงานและการขนส่ง

ตลาดตราสารหนี้

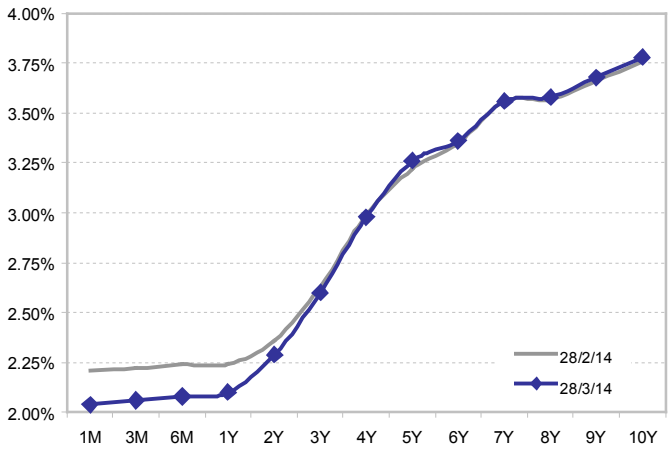
ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวสูงขึ้นในเดือน มี.ค. แม้ธปท. จะประกาศลดดอกเบี้ยนโยบาย เราเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะผันผวนมากขึ้น และยังคงปรับตัวในขาขึ้นตามแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ จึงยังคงแนะนำให้เน้นลงทุนพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวสูงขึ้นแม้ธปท. จะประกาศลดดอกเบี้ยนโยบาย

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุมากกว่า 5 ปีปรับตัวขึ้นเล็กน้อยในเดือน มี.ค. ตามการปรับตัวขึ้นของ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว และคำแถลงของ Fed ที่ระบุว่าอาจปรับขึ้น Fed Funds Rate เร็วกว่าที่ตลาดคาด ส่วน Yield พันธบัตรระยะสั้นปรับตัวลงราว 14-17 bps หลังจากธปท. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25 bps ในวันที่ 12 มี.ค.

แผนภาพที่ 18: การเคลื่อนไหวของเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเดือน มี.ค.

TTM	28/2/14	28/3/14	Chg (bps)
1M	2.21%	2.04%	-17
3M	2.22%	2.06%	-16
6M	2.24%	2.08%	-16
1Y	2.24%	2.10%	-14
2Y	2.36%	2.29%	-7
3Y	2.63%	2.60%	-3
4Y	2.99%	2.98%	-1
5Y	3.22%	3.26%	4
6Y	3.35%	3.36%	1
7Y	3.56%	3.56%	0
8Y	3.57%	3.58%	1
9Y	3.66%	3.68%	2
10Y	3.76%	3.78%	2
5Y-1Y	98	116	18
10Y-2Y	140	149	9



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

ยังคงแนะนำให้เน้นลงทุนพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

เราเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะผันผวนมากขึ้น และยังคงปรับตัวในขาขึ้นตามแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ และยังแนะนำลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี เนื่องจากเป็นช่วงที่ Yield Curve มีความชันสูงกว่าช่วงอื่น

การลงทุนทางเลือก

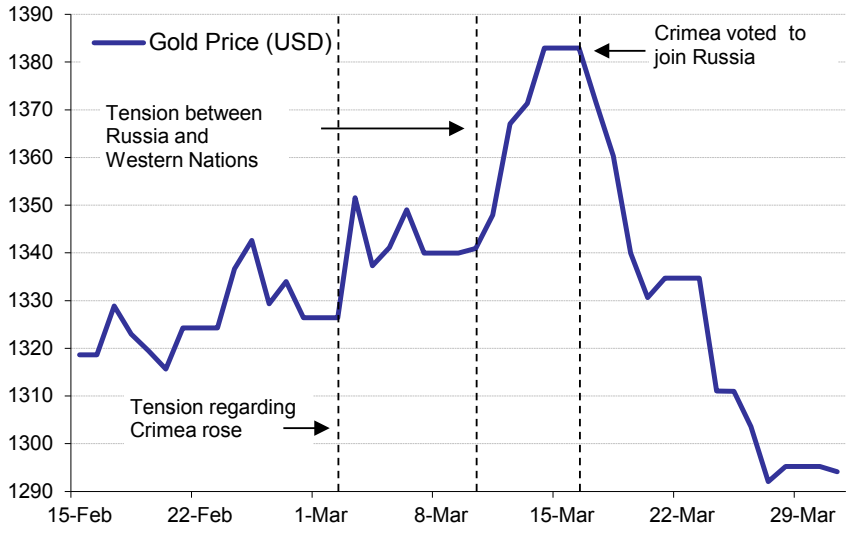
ทองคำ

เรายังคงคำแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนราคาทองคำยังคงอ่อนแอจาก 1) ทิศทางการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากการลด QE ของ Fed และ 2) การปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) เพิ่มต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือครองทองคำ (Opportunity Cost) ซึ่งปัจจัยทั้งสองยังคงไม่สนับสนุนให้เกิดการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะในสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF

ราคาทองคำปรับตัวลงหลังจากปัญหาการเมืองระหว่างรัสเซียและยูเครนคลี่คลายลง

ราคาทองคำปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่การเข้ายึดครองไครเมียของรัสเซียในช่วงต้นเดือน มี.ค. และทำจุดสูงสุดที่ 1,392 ดอลลาร์ต่อออนซ์ ณ วันที่ 17 มี.ค. หลังจากนั้นราคาทองคำได้ปรับตัวลงอย่างรวดเร็วสู่ระดับที่ต่ำกว่าก่อนสถานการณ์ในไครเมียจะเกิดขึ้น หลังจากการทำประชามติของไครเมียเพื่อเข้าร่วมรัสเซียไม่ได้ก่อให้เกิดความรุนแรงระหว่างรัสเซียและชาติตะวันตก

แผนภาพที่ 19: การเคลื่อนไหวของราคาทองคำในช่วงปัญหาทางการเมืองระหว่างยูเครนและรัสเซีย



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

ปัจจัยกดดันต่อราคาทองคำ

เรามองว่าราคาทองคำไม่เพียงสูญเสียปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นอย่าง 1) ปัญหาระหว่างรัสเซียและยูเครน และ 2)ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ถูกกระทบจากสภาพอากาศเลวร้ายเป็น ในช่วงเดือน ม.ค. - ก.พ. ที่ผ่านมา แต่ปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนราคาทองคำยังคงอ่อนแอดังต่อไปนี้

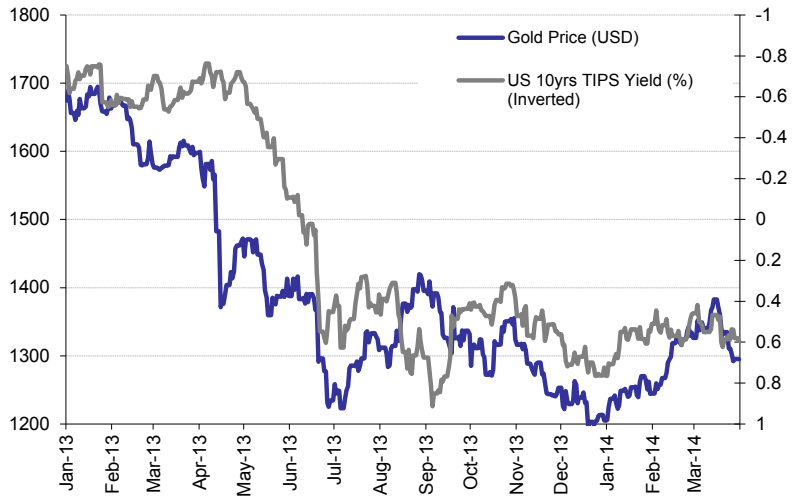
1. **ทิศทางการแข็งค่าขึ้นของค่าเงินดอลลาร์จากการลด QE อย่างต่อเนื่อง และแนวโน้มดอกเบี้ยขาขึ้นของสหรัฐฯ**

ตัวเลขเศรษฐกิจเริ่มกลับมาฟื้นตัวดีขึ้นจากสภาพอากาศที่เริ่มกลับมาสู่ภาวะปกติ ซึ่งจะส่งผลให้ Fed คงลด QE อย่างต่อเนื่อง ทำให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น และ Yield พันธบัตรปรับตัวขึ้น

2. **อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้น**

คำแถลงของประธาน Fed ที่ชี้ว่า Fed อาจจะเริ่มปรับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น (Fed Funds Rate) ขึ้นเร็วกว่าที่ตลาดคาดไว้ (อาจปรับดอกเบี้ยระยะสั้นขึ้น 6 เดือนหลังจากการสิ้นสุดการทำ QE เร็วกว่าที่ตลาดคาดไว้ว่าจะปรับขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2015) จะส่งผลกระทบให้ Yield พันธบัตร 10 ปี สหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นด้วยเช่นกัน ซึ่งการปรับตัวขึ้นของ Yield พันธบัตร 10 ปี สหรัฐฯ รวมถึงการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ จะยังเป็นปัจจัยกดดันต่อการลงทุนในทองคำ เนื่องจากจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) ซึ่งคิดจาก Yield พันธบัตร 10 ปี สหรัฐฯ ลบอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้น ทำให้ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือครองทองคำ (Opportunity Cost) ปรับตัวสูงขึ้นเช่นกัน

แผนภาพที่ 20: ราคาทองคำเคลื่อนไหวในทิศทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (US 10 yrs Treasury Inflation Protected Securities Yield Inverted)



ที่มา:Bloomberg, TISCO Economic Strategy (ESU)

แม้อุปสงค์การนำเข้าทองคำของจีนจากฮ่องกงยังคงอยู่ในระดับสูง แต่เรายังคงเชื่อว่าปัจจัยดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะทำให้ราคาทองคำกลับมาเป็นทิศทางขาขึ้น

รายงานการนำเข้าทองคำของจีนจากฮ่องกงในเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา จีนนำเข้าทองคำจำนวน 109.2 ตัน เทียบกับ 83.6 ตันในเดือน ม.ค. และ 91.9 ตันในเดือน ธ.ค. ซึ่งคาดว่ามีผลมาจากการกลับมาสะสมสินค้าคงคลังหลังเทศกาลตรุษจีน ความต้องการทองคำของจีนที่ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นไม่เพียงพอที่จะทำให้ราคาทองคำกลับมาเป็นทิศทางขาขึ้นเนื่องจากเราเชื่อว่าปัจจัยสำคัญที่จะส่งผลให้ราคาทองคำกลับมาเป็นขาขึ้นคือการเพิ่มขึ้นของอุปสงค์ในทองคำเพื่อการลงทุนจากชาติตะวันตกซึ่งสะท้อนได้จากสถานะการถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF

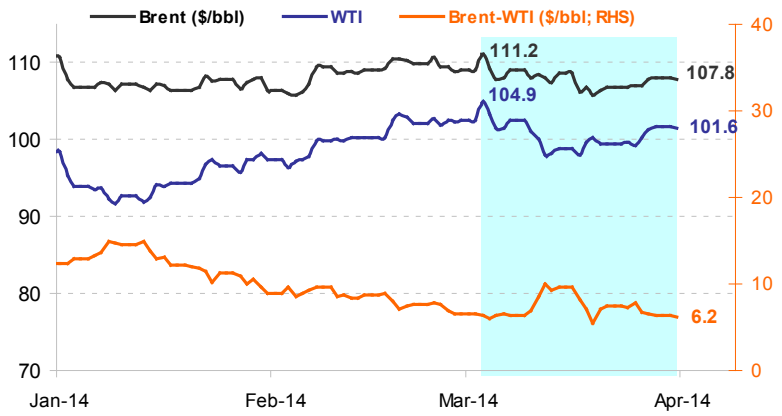
ยังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ โดยเราเชื่อว่าการฟื้นตัวของราคาทองคำในช่วงที่ผ่านมาเป็นเพียงการฟื้นตัวระยะสั้น เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานที่สนับสนุนราคาทองคำยังคงอ่อนแอจะไม่สามารถผลักดันอุปสงค์ในการลงทุนทองคำของชาติตะวันตกผ่านการลงทุนในกองทุน ETF ได้

น้ำมัน

คงแนะนำการลงทุนให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน เนื่องจากเราเชื่อว่าการยกระดับการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ และยุโรปต่อรัสเซียมีความเป็นไปได้น้อย แม้การเปิดท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone จะ เป็นปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันดิบ WTI ให้ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง แต่สภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบ WTI ยังคงอยู่

ราคาน้ำมันดิบอ่อนตัวลง หลังจากสถานการณ์ความตึงเครียดระหว่างชาติตะวันตกและรัสเซียคลี่คลายลง ในขณะที่การคว่ำบาตรของสหรัฐฯ และยุโรปต่อรัสเซียยังอยู่ในวงจำกัด

แผนภาพที่ 21: ราคาน้ำมันดิบ BRENT และ WTI ปรับตัวลดลง หลังจากสถานการณ์ไครเมียคลี่คลายลง

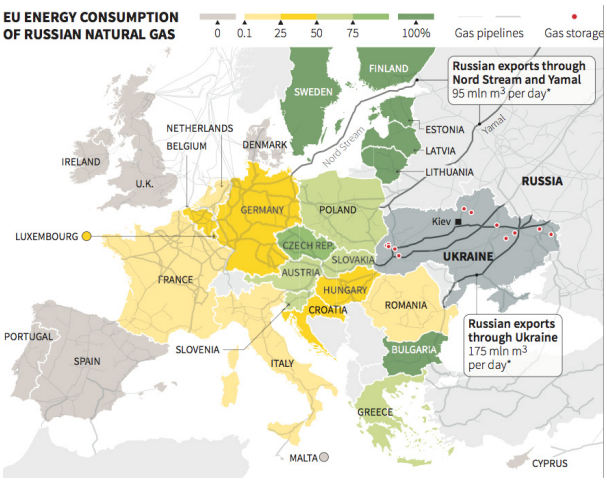


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

มาตรการการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ และยุโรปต่อรัสเซียยังอยู่ในวงจำกัดโดยเน้นไปที่เจ้าหน้าที่รัสเซียที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับปัญหาไครเมีย โดยเราเชื่อว่าการคว่ำบาตรสินค้าส่งออกที่สำคัญของรัสเซีย เช่น น้ำมันดิบ และก๊าซธรรมชาตินั้นมีโอกาสเป็นไปได้น้อย เนื่องจากยุโรปยังมีความจำเป็นต้องนำเข้าพลังงานจากรัสเซียเป็นจำนวนมาก ในขณะที่รัสเซียเองต้องพึ่งพิงรายได้หลักจากการส่งออกพลังงานไปยุโรปเช่นกัน

อีกทั้งผู้นำสมาชิกอียูยังมีท่าทีขัดแย้งต่อการยกระดับการคว่ำบาตรต่อรัสเซีย โดยหลายประเทศในยุโรปมีการลงทุนและการค้ากับประเทศรัสเซียเป็นจำนวนมาก เช่น ฝรั่งเศสมีการค้าอาวุธกับรัสเซีย และอังกฤษมีธุรกิจการเงินที่ถือสินทรัพย์ในรัสเซีย

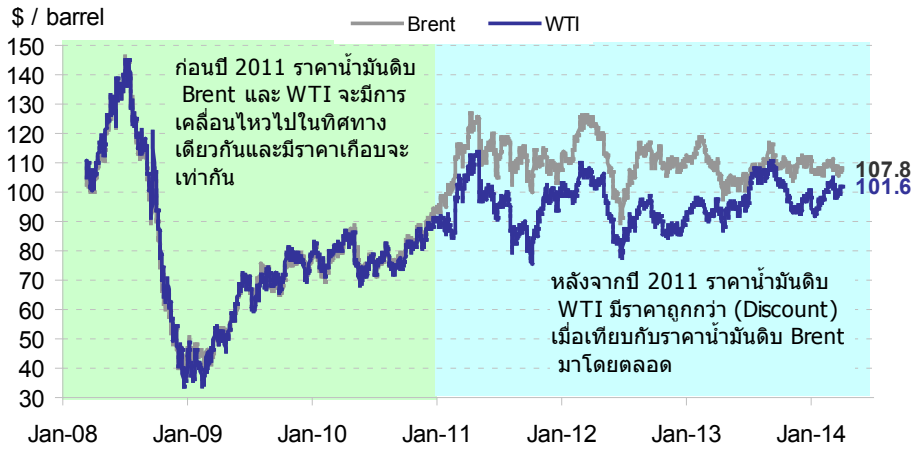
แผนภาพที่ 22: การพึ่งพาพลังงานของชาติยุโรปต่อรัสเซีย



ที่มา: Gas Infrastructure Europe, Reuter, Industry data

การเปิดท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone ที่เชื่อมต่อระหว่างจุดส่งมอบน้ำมันดิบที่ Cushing รัฐโอกลาโฮมา และ อ่าวเม็กซิโก เป็นปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมันดิบ WTI ให้ยังทรงตัวอยู่ในระดับสูง และส่งผลให้ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ BRENT ปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 23: การเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันดิบ Brent และ WTI

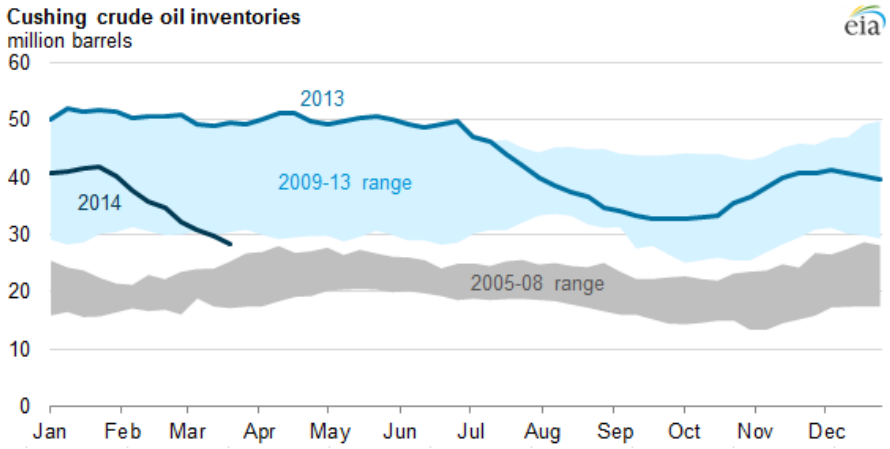


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในปี 2011 – 2013 ความไม่เพียงพอของท่อส่งน้ำมันดิบที่จะส่งน้ำมันดิบจากบริเวณจุดส่งมอบน้ำมันดิบ (Cushing) ในรัฐ โอกลาโฮมา มายังโรงกลั่นที่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่บริเวณอ่าวเม็กซิโก (US Gulf Coast – USGC) ส่งผลให้เกิดภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบ WTI ที่เป็นราคาน้ำมันดิบอ้างอิงบริเวณจุดส่งมอบน้ำมันดิบ (Cushing) ในรัฐโอกลาโฮมา และทำให้เกิดส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ น้ำมันดิบ BRENT

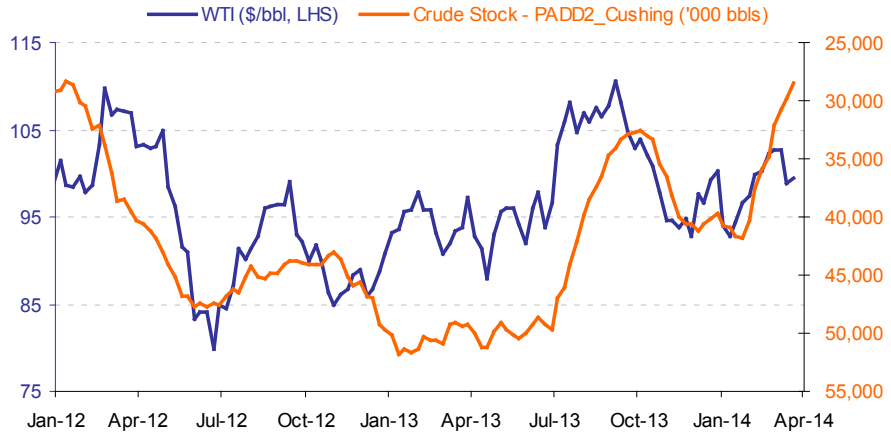
การเปิดท่อส่งน้ำมันดิบ Southern Keystone ในช่วงปลายเดือน ม.ค. 2014 ที่ผ่านมา ซึ่งสามารถส่งน้ำมันดิบได้ 7 แสนบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้ปริมาณสำรองน้ำมันดิบที่จุดส่งมอบน้ำมันดิบ Cushing (จุดส่งมอบที่ใช้อ้างอิงราคาน้ำมันดิบ WTI) ลดลง 12 ล้านบาร์เรล หรือลดลง 32% ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา และอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี และส่งผลทำให้ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ WTI และ Brent หดแคบลงเหลือ 6.2 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เมื่อเทียบกับสิ้นปี 2013 ที่ 12 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 24: ปริมาณสำรองน้ำมันดิบที่ Cushing ลดลง 32% ในช่วงสองเดือนที่ผ่านมา



ที่มา: EIA

แผนภาพที่ 25: ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวในทิศทางตรงข้ามกับปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณ (Cushing)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราเชื่อว่าสภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบ WTI ยังคงอยู่

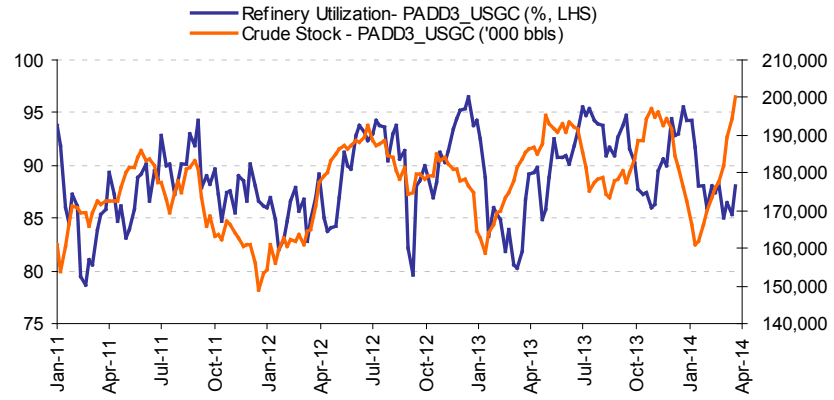
ถึงแม้ข้อจำกัดด้านการขนส่งน้ำมันดิบจะลดลง แต่ภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะยังคงอยู่ โดย EIA คาดว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดานในสหรัฐฯ (Shale Oil) ยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอีก 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2014 ในขณะที่ความต้องการน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ไม่เปลี่ยนแปลง

ท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone ย้ายภาวะ Oversupplied จากบริเวณ Cushing ไปอยู่บริเวณอ่าวเม็กซิโกและจะส่งผลย้อนกลับไปทำให้ปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณ Cushing ปรับตัวสูงขึ้นในที่สุด

กฎหมายของสหรัฐฯ ในปัจจุบันไม่อนุญาติให้ส่งออกน้ำมันดิบ ยกเว้นการส่งออกไปยังประเทศแคนาดาเพียงประเทศเดียว ดังนั้นน้ำมันดิบที่ผลิตได้ในสหรัฐฯ จะต้องถูกแปรรูปเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมโดยโรงกลั่นในประเทศ ที่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่บริเวณอ่าวเม็กซิโกเพื่อส่งออกต่อไป ดังนั้นปัจจัยที่จะใช้ประกอบการพิจารณาราคาน้ำมันดิบ WTI ของสหรัฐคือ อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่นน้ำมันดิบชนิดเบาบริเวณอ่าวเม็กซิโก (Light Crude Refinery Utilization Rate – PADD3__USGC) รวมถึงปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณอ่าวเม็กซิโก (Crude Stock - PADD3__USGC)

ในขณะที่ปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณ Cushing ปรับตัวลดลงต่ำสุดในรอบ 2 ปี แต่ปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณอ่าวเม็กซิโก (USGC) ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นถึง 34 ล้านบาร์เรล มาอยู่ที่ระดับ 200 ล้านบาร์เรล ณ สิ้นเดือน มี.ค. ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 10 ปี โดยเป็นผลจากการเปิดท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone รวมถึงความต้องการน้ำมันดิบที่ลดลงของโรงกลั่นที่เข้าสู่ฤดูกาลซ่อมบำรุงประจำปี เราจึงเชื่อว่าในอนาคตจะเกิดภาวะ Oversupplied บริเวณอ่าวเม็กซิโก และจะส่งผลย้อนกลับไปถึงปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณ Cushing ให้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ WTI ให้ปรับตัวลดลงในที่สุด

แผนภาพที่ 26: อัตราการใช้กำลังการกลั่น และ ปริมาณสำรองน้ำมันดิบบริเวณอ่าวเม็กซิโก



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คงแนะนำการลงทุนให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน

การเปิดท่อส่งน้ำมัน Southern Keystone ลดการเกิด Oversupplied บริเวณจุดส่งมอบน้ำมันดิบ (Cushing) ในรัฐโอกลาโฮมา เป็นปัจจัยที่สนับสนุนราคาน้ำมันดิบ WTI ให้ทรงตัวอยู่ในระดับสูง แต่เราเชื่อว่าภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ยังคงอยู่ และเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบ WTI ต่อไป

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