

# Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน  
Global Asset Allocation



JUNE 2014

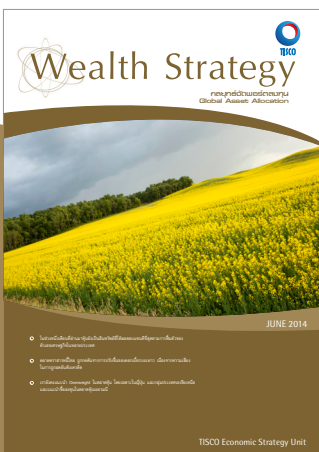
- ในช่วงหนึ่งเดือนที่ผ่านมาหุ้นยังเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุดตามการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจในหลายประเทศ
- ตลาดตราสารหนี้ไทย ถูกกดดันจากการปรับขึ้นของดอกเบี้ยระยะยาว เนื่องจากความเสี่ยงในการถูกลดอันดับเครดิต
- เรายังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้น โดยเฉพาะในญี่ปุ่น และกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ และแนะนำซื้อลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมนี

# Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน  
Global Asset Allocation

## Contents

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



### TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ  
คมศร ประกอบผล  
ศรันต์ สุนันท์สถาพร  
อภิชาติ วิศิษฏ์กิจการ

วี โกวิทยา  
สิริกัญญา เลิศศักดิ์วิมาน  
พิมลพรรณ ประวังสุข

### ธนาคารเกสโกล่า จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารเกสโกล่าทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ  
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500  
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 นด.2 นด.0  
โทรสาร : (66) 2633-6800  
E-mail : wealth@tisco.co.th

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

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

# Executive Summary

ในช่วงหนึ่งเดือนที่ผ่านมาหุ้นยังเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุดที่สุด นำโดยตลาดหุ้นอินเดีย ซึ่งดัชนี SENSEX ปรับตัวขึ้นถึง 8% ตลาดหุ้นจีนดัชนี Hang Seng China Enterprise ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.6% และตลาดหุ้นยุโรปดัชนี DAX ของเยอรมัน ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4%

ส่วนตลาดตราสารหนี้ไทย ถูกกดดันจากการปรับขึ้นของดอกเบี้ยระยะยาว เนื่องจากความเสี่ยงในการถูกลดอันดับเครดิตหลังเกิดการรัฐประหาร ซึ่งกดดันให้ดัชนีพันธบัตรรัฐบาลไทยในช่วงอายุ 7-10 ปี ปรับตัวลดลง 0.6% และดัชนี ThaiBMA Government Bond Total Return index ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 0.1% ส่วนตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ราคาทองคำและสินค้าเกษตร ปรับตัวลดลง 4% และ 6% ตามลำดับ

สำหรับกลยุทธ์การลงทุน เรายังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้น โดยเฉพาะในญี่ปุ่น และกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ ซึ่งราคาหุ้นยังถูก และมีพื้นฐานเศรษฐกิจแข็งแกร่ง ซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวตามเศรษฐกิจโลก และแนะนำซื้อลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมนี ซึ่งเศรษฐกิจยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งที่สุดในยุโรป ส่วนตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย เราแนะนำให้ขายทำกำไร เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมามาก ซึ่งทำให้ Valuation ของตลาดแพงและ Upside จากการลงทุนมีจำกัด และเรายังคงแนะนำขายสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองคำ น้ำมัน และแนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว

## Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,416	0.5%	1.4%	-0.4%	6.8%	3.0%	9.0%	-9.4%
Philippines PCOMP	6,648	-0.4%	-2.4%	-1.4%	3.5%	6.8%	12.9%	-5.3%
Indonesia JCI	4,894	-1.8%	-0.3%	1.1%	5.9%	13.2%	14.5%	-3.4%
Singapore STI	3,296	-0.1%	0.5%	1.3%	5.9%	3.4%	4.1%	-0.5%
Malaysia KLCI	1,873	-0.2%	0.2%	0.2%	2.1%	3.0%	0.3%	5.9%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	23,082	0.3%	0.5%	3.7%	1.1%	-4.0%	-1.0%	3.1%
China HHSCEI	10,250	0.6%	1.3%	4.6%	3.6%	-11.2%	-5.2%	-3.3%
MSCI China	60	0.1%	-0.2%	3.6%	-0.2%	-8.2%	-4.3%	0.7%
China A CSI300	2,156	0.1%	0.4%	-0.1%	-1.0%	-10.8%	-7.4%	-17.3%
Taiwan TWSE	9,076	-0.4%	0.8%	2.4%	5.1%	7.9%	5.4%	9.9%
Korea KOSPI	2,000	-0.9%	-0.8%	1.8%	0.8%	-1.8%	-0.8%	-0.3%
MSCI Korea	583	-1.1%	-0.7%	2.5%	1.0%	-2.3%	-1.1%	1.4%
India SENSEX	24,217	-0.1%	-1.9%	8.1%	14.7%	15.9%	14.4%	22.6%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,488	-0.5%	-0.4%	0.6%	1.6%	4.0%	2.6%	11.5%
Japan TOPIX	1,213	0.1%	0.6%	1.6%	-0.8%	-4.6%	-7.7%	5.8%
Japan Nikkei 225	14,809	-0.3%	0.2%	1.2%	-1.4%	-6.5%	-10.2%	6.2%
Europe STOXX600	344	-0.1%	0.7%	1.9%	1.8%	6.2%	4.9%	14.4%
Euro STOXX50	3,245	0.0%	1.3%	2.1%	3.0%	5.4%	4.4%	17.1%
US Dow Jones	16,717	0.1%	1.1%	1.2%	2.4%	4.4%	0.8%	10.6%
US S&P500	1,924	0.2%	1.6%	2.3%	3.4%	6.8%	4.1%	18.0%
MSCI US REITs	1,023	0.5%	1.6%	1.7%	5.3%	14.9%	14.7%	5.6%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,845	-0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	3.8%	1.4%	4.0%
Germany DAX	9,943	0.0%	1.8%	4.1%	2.6%	5.8%	4.1%	19.1%
France CAC 40	4,520	-0.2%	0.6%	1.4%	2.5%	5.5%	5.2%	14.5%
Switzerland SMI	8,675	-0.4%	-0.2%	2.7%	2.4%	5.1%	5.7%	9.2%
Portugal PSI 20	7,113	0.6%	2.8%	-5.5%	-3.6%	8.8%	8.4%	19.8%
Spain IBEX 35	10,799	0.6%	2.3%	3.1%	6.8%	10.8%	8.9%	29.8%
Italy FTSE MIB	21,630	0.6%	4.3%	-0.7%	5.8%	15.5%	14.0%	25.7%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	51,239	-1.9%	-2.6%	-3.3%	8.8%	0.0%	-0.5%	-4.2%
Chile IPSA	3,904	-1.0%	-1.4%	-0.7%	5.0%	3.8%	5.5%	-6.9%
Mexico MEXBO	41,363	-1.5%	-1.3%	1.0%	6.7%	-1.8%	-3.2%	-0.5%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	487	-0.3%	-0.1%	2.5%	5.3%	2.7%	4.1%	5.7%
MSCI Latin America	3,242	-2.3%	-2.7%	-2.1%	10.3%	1.0%	1.3%	-7.5%
MSCI All Country World	422	0.0%	0.5%	1.6%	2.8%	5.3%	3.2%	14.8%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	103.02	-0.8%	-1.6%	3.0%	0.1%	9.5%	4.4%	11.7%
Brent Spot	109.57	-0.5%	-0.8%	0.8%	0.3%	-1.8%	-1.3%	9.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.55	0.00	0.73	-2.13	0.22	-10.93	-5.68	-1.72
Gold Spot	1,247	-0.5%	-3.3%	-3.8%	-7.5%	1.9%	3.7%	-11.6%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1,725	0.0%	0.5%	-0.7%	-1.2%	-6.4%	-2.2%	-19.9%
DB Agriculture index (USD)	132.63	-0.9%	-2.1%	-6.3%	1.1%	5.4%	8.3%	-4.0%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	231.38	0.0%	-0.4%	0.1%	1.5%	4.1%	3.3%	3.4%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	183.26	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	2.2%	2.0%	3.9%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	242.34	-0.1%	-0.2%	0.0%	1.4%	3.8%	3.2%	4.0%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	292.93	-0.2%	-1.5%	-0.8%	0.6%	4.4%	3.2%	2.2%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	206.70	-0.1%	-0.5%	-0.2%	0.9%	3.1%	2.5%	3.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.06	0	0	0	-18	-31	-30	-53
2Y	2.25	1	2	4	-11	-39	-37	-44
5Y	3.14	3	10	6	-8	-37	-27	13
10Y	3.77	3	17	8	1	-37	-21	27
Spread 10Y-2Y	152	2	15	4	12	2	16	71
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.49	1	-6	-11	-17	-32	-55	35
Japan 10Y	0.59	0	-1	-3	-1	-4	-16	-28
German 10Y	1.36	0	-5	-11	-27	-34	-57	-16
Spain 10Y	2.85	-1	-13	-16	-66	-127	-130	-151
Italy 10Y	2.96	0	-19	-10	-52	-109	-116	-115
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	11.40	-0.2	-0.6	-1.5	-2.6	-2.8	-2.3	-4.9
Dollar index	80.45	-0.2%	0.0%	1.1%	0.9%	-0.7%	0.4%	-3.6%
USD/THB	32.84	0.2%	0.8%	1.3%	1.0%	2.1%	0.4%	8.2%
EUR/USD	1.36	0.2%	-0.1%	-1.7%	-0.7%	0.6%	-1.1%	4.2%
USD/JPY	101.98	0.2%	-0.1%	-0.4%	0.3%	-1.2%	-3.3%	2.5%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU) As of 6/2/2014 7:24:45 AM



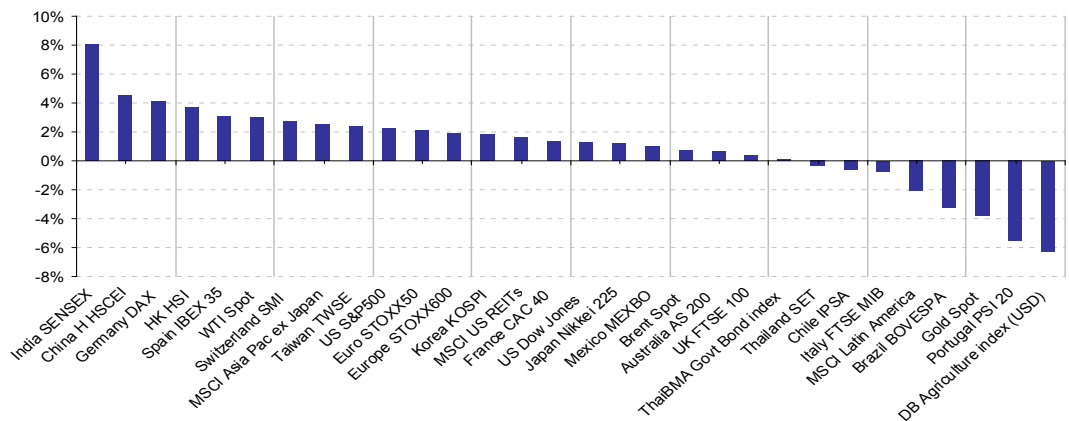
## Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting						Themes
	Underweight	Neutral	Overweight				
ตราสารหนี้	■	■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- ดอกเบี้ยระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงปรับตัวสูงขึ้นตามดอกเบี้ยในสหรัฐฯ</li> <li>- แนะนำลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 3 ปี</li> </ul>
ตราสารทุน							
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		■	■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงแสดงให้เห็นถึงการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง</li> <li>- แต่ P/E ของตลาดมีความเสี่ยงปรับลดลง (De-Rate) หลังจากที่ยังปรับขึ้นและทำระดับสถิติสูงสุดอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี</li> <li>- แนะนำ Underweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย		■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- แม้การเมืองจะเริ่มมีทางออก แต่ Valuation ยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ระดับ Valuation ในปัจจุบัน (P/E 7.1 P/B 1.1 ในปี 2014) สะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายไปมากแล้ว</li> <li>- ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนจะช่วยยกระดับ Valuation</li> <li>- คงคำแนะนำซื้อ</li> </ul>
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>- แนวโน้มการส่งออกขยายตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรป</li> <li>- ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯ และเอเชียอยู่ใกล้ระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี และยิ่งเทรตที่ P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว</li> <li>- แนะนำ Overweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นอาเซียน		■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย</li> <li>- แนะนำ Underweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Upside ระยะยาวจากนโยบายปฏิรูปภาษีและกระตุ้นการบริโภค</li> <li>- Valuation ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ DM</li> <li>- คงคำแนะนำซื้อ</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป				■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจเยอรมันฟื้นตัวดีขึ้นและชัดเจนกว่าประเทศอื่นๆ ในยุโรป</li> <li>- Valuation เศรษฐกิจเยอรมันฟื้นตัวดีขึ้นและชัดเจนกว่าประเทศอื่นๆ ในยุโรป</li> <li>- แนะนำ Overweight ตลาดหุ้นเยอรมัน</li> </ul>
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	■	■	■	■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- กำไรยังถูกกดดันจากแนวโน้มราคาลินค่าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว</li> <li>- มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง และทุนสำรองต่ำ</li> <li>- คงคำแนะนำขาย</li> </ul>
การลงทุนทางเลือก							
ทองคำ		■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- ราคาทองคำยังคงถูกกดดันจากความต้องการในการลงทุนที่ลดลง</li> <li>- แนวโน้มขาขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) ทำให้ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) ในการถือครองทองคำสูงขึ้น</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
น้ำมัน		■	■	■			<ul style="list-style-type: none"> <li>- สภาวะ Oversupplied ของน้ำมันดิบ WTI ยังคงอยู่</li> <li>- ปริมาณการผลิตน้ำมันของ OPEC ยังคงอยู่ในระดับสูงและสามารถชดเชยลิเบียได้อย่างง่ายดาย</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
US REITs				■	■		<ul style="list-style-type: none"> <li>- ดัชนีชี้วัดด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง</li> <li>- เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ</li> <li>- คงคำแนะนำเป็นถือ</li> </ul>

# Investment Outlook

ในช่วงหนึ่งเดือนที่ผ่านมาหุ้นยังเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุด นำโดยตลาดหุ้นอินเดีย ซึ่งดัชนี SENSEX ปรับตัวขึ้นถึง 8% หลังนายเรนทรา โมตี ชนะการเลือกตั้งได้เป็นนายกรัฐมนตรีคนใหม่ ส่วนตลาดหุ้นจีนดัชนี Hang Seng China Enterprise ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.6% ตามดัชนีตัวเลขการผลิต และยอดการส่งออกที่ออกมาดีกว่าคาด)

แผนภาพที่ 1: ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา นำโดยตลาดหุ้นอินเดีย จีน และเยอรมัน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

ด้านตลาดหุ้นยุโรปดัชนี DAX ของเยอรมัน ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% ตามค่าเงินยูโรที่อ่อนตัวลงราว 2% เนื่องจากตลาดคาดการณ์ธนาคารกลางยุโรปจะออกมาตรการผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติม เพื่อแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อต่ำในยุโรป ในขณะที่ดัชนี STOXX600 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% ส่วนตลาดหุ้นโปรตุเกสและอิตาลี ปรับตัวลดลง 5.5% และ 0.7% ตามลำดับ เนื่องจากรายงาน GDP ในไตรมาสแรกที่กลับไปหดตัวอีกครั้ง

ด้านตลาดสหรัฐฯ ดัชนี S&P500 ปรับตัวขึ้นราว 2% และทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 1,923 จุด ตามรายงานผลกำไรที่ดีกว่าคาดในไตรมาส 1 และตัวเลขเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวจากไตรมาส 1 อย่างต่อเนื่อง

ส่วนตลาดตราสารหนี้ไทย ถูกกดดันจากการปรับขึ้นของดอกเบี้ยระยะยาว เนื่องจากความเสี่ยงในการถูกลดอันดับเครดิตหลังเกิดการรัฐประหารซึ่งกดดันให้ดัชนีพันธบัตรรัฐบาลไทยในช่วงอายุ 7-10 ปี ปรับตัวลดลง 0.6% และดัชนี ThaiBMA Government Bond Total Return Index ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 0.1%

ด้านตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ ราคาทองคำและสินค้าเกษตร ปรับตัวลดลง 4% และ 6% ตามลำดับ โดยเฉพาะราคาข้าวสาลี และข้าวโพดที่ปรับตัวลดลงราว 10%-15% หลังจากที่ปรับตัวขึ้นมากกว่า 20% ในช่วงเดือน ม.ค. – เม.ย. จากสถานการณ์ความไม่สงบในยูเครน

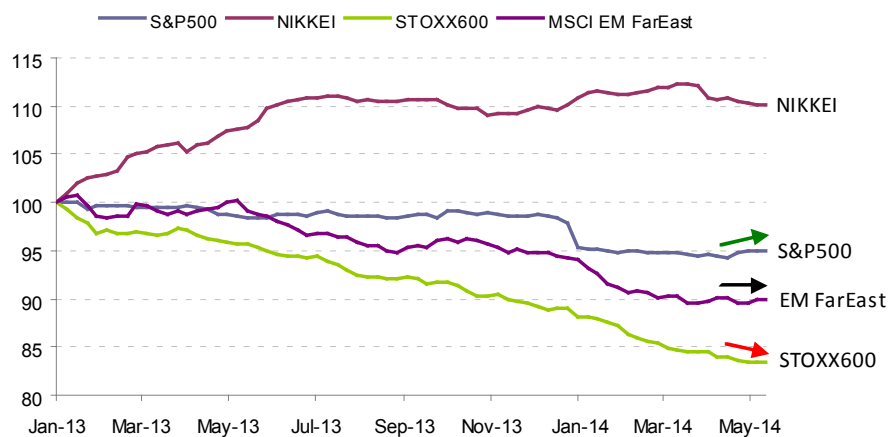
สำหรับกลยุทธ์การลงทุน เรายังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้น โดยเฉพาะในญี่ปุ่น และกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ ซึ่งราคาหุ้นยังถูกและมีพื้นฐานเศรษฐกิจแข็งแกร่ง ซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวตามเศรษฐกิจโลก และแนะนำซื้อลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมนี ซึ่งเศรษฐกิจยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งที่สุดในยุโรป ส่วนตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย เรายังแนะนำให้ขายทำกำไร เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมามาก ซึ่งทำให้ Valuation ของตลาดแพงและ Upside จากการลงทุนมีจำกัด

ด้านตลาดตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์ เรายังคงแนะนำขายสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองคำ น้ำมัน และแนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว 

# ตลาดหุ้น

เรายังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้น โดยเฉพาะในญี่ปุ่น และกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ ซึ่งราคาหุ้นยังถูก และมีพื้นฐานเศรษฐกิจแข็งแกร่ง ซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวตามเศรษฐกิจโลก และแนะนำซื้อลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมนี ซึ่งเศรษฐกิจยังขยายตัวได้อย่างแข็งแกร่งที่สุดในยุโรป ส่วนตลาดหุ้นสหรัฐฯ และอินเดีย เราแนะนำให้ขายทำกำไร เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมามาก ซึ่งทำให้ Valuation ของตลาดแพงและ Upside จากการลงทุนมีจำกัด

แผนภาพที่ 2: คาดการณ์ผลกำไรในปี 2014 ของดัชนีตลาดหุ้นในภูมิภาคต่างๆ



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



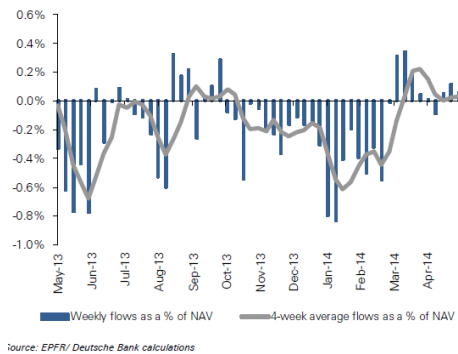
## ตลาดหุ้นเอเชีย

### คาดการณ์ผลกำไรเริ่มทรงตัว

โดยคาดการณ์ผลกำไรของดัชนี MSCI EM FarEast ซึ่งประกอบด้วยตลาดหุ้นในเอเชีย เริ่มทรงตัวตั้งแต่ช่วงเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา หลังจากที่ถูกปรับลดลงมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปีที่แล้ว เราเชื่อว่าการทรงตัวของคาดการณ์ผลกำไรดังกล่าว สะท้อนให้เห็นมุมมองที่ดีขึ้นต่อการเติบโตของเศรษฐกิจในเอเชีย หลังจากรายงานตัวเลขการส่งออกในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมาเริ่มส่งสัญญาณขยายตัวได้อย่างโดดเด่น

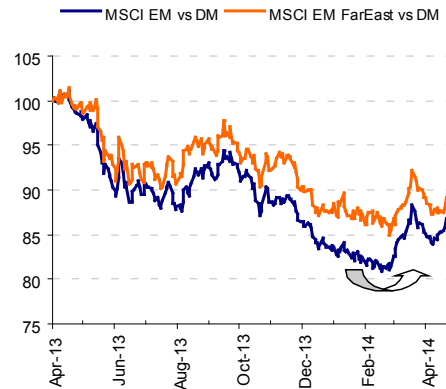
แผนภาพที่ 3: เงินลงทุนเริ่มกลับมาไหลเข้าใน Emerging Market...

Figure 33: Flow into Total EM Equity Funds (% of assets)



Source: EPFR, Deutsche Bank

แผนภาพที่ 4: ...ทำให้ตลาดหุ้น EM Outperform DM ตั้งแต่เดือน มี.ค. เป็นต้นมา



Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

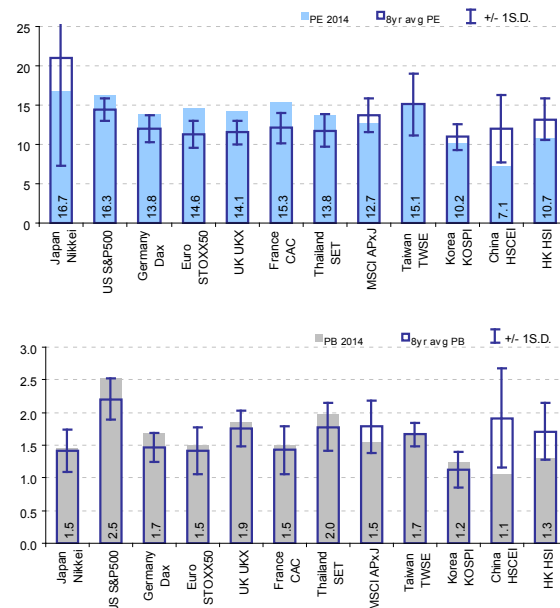
### เงินทุนไหลเข้าต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มี.ค.

สอดคล้องกับข้อมูลการเคลื่อนไหวของเงินทุน ซึ่งรวบรวมโดย EPFR ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนเริ่มกลับมาไหลเข้าใน Emerging Market และทำให้ตลาดหุ้น Emerging Market (EM) สามารถ Outperform ตลาดหุ้นในสหรัฐฯ และยุโรป (DM) ได้ตั้งแต่ช่วงเดือน มี.ค. เป็นต้นมา

### ยังคงแนะนำซื้อ

เราเชื่อว่าตลาดหุ้นในเอเชีย โดยเฉพาะเอเชียเหนือ 4 ประเทศ (เกาหลีใต้, จีน, ไต้หวัน และฮ่องกง) จะยังคง Outperform ตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้ว เนื่องจาก Valuation ที่ถูกกว่า สัญญาณการเริ่มไหลกลับของเงินลงทุนเข้าสู่ภูมิภาค

แผนภาพที่ 5-6: Valuation ของตลาดหุ้นเอเชียเหนือยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ตลาดหุ้นสหรัฐ**

**คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นในสหรัฐฯ เริ่มปรับตัวขึ้น**

ด้านคาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นในสหรัฐฯ เริ่มปรับตัวขึ้น หลังจากการรายงานผลประกอบการในไตรมาสแรกออกมาดีกว่าคาด โดยรายงานผลประกอบการในไตรมาส 1/2014 ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 มีจำนวน 347 บริษัท (75%) ซึ่งรายงานผลกำไรดีกว่าคาด และผลกำไรรวมสูงกว่าที่นักวิเคราะห์คาด (Earnings Surprise) 6.3% สูงกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลังที่ 4.4% ซึ่งนับเป็นฤดูกาลรายงานผลประกอบการที่ดีที่สุดในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 7-8: ผลประกอบการในไตรมาส 1/2014 ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ดีกว่าที่คาดมาก

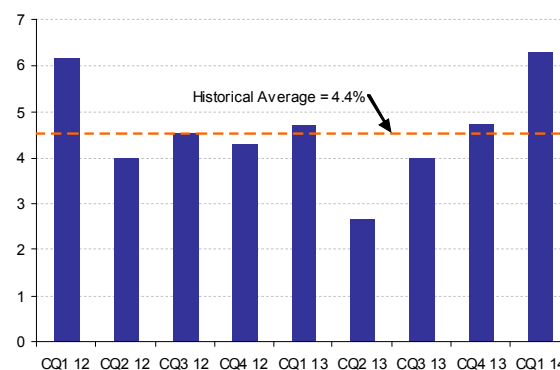
**76% of S&P500 companies reported better-than-expected earnings in 1Q14**

Unit: percent

Industry (ICB)	Reported		Earnings Surprise			%
			Positive	In-line	Negative	
All Securities	459 /	499	347	4	106	6.3%
> Oil & Gas	41 /	41	35	0	6	9.8%
> Basic Materials	24 /	24	14	0	10	3.4%
> Industrials	75 /	77	55	1	19	4.2%
> Consumer Goods	56 /	62	43	0	13	4.2%
> Health Care	46 /	48	33	0	13	8.4%
> Consumer Services	53 /	74	38	1	13	6.1%
> Telecommunications	6 /	6	3	0	3	2.1%
> Utilities	32 /	32	26	0	6	8.9%
> Financials	85 /	85	63	1	20	5.5%
> Technology	41 /	50	37	1	3	6.8%

**Aggregate earning surprise is highest in the past 8 quarters**

Unit: percent



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**แต่ Valuation ที่แพงทำให้ Upside มีจำกัด**

เราเชื่อว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ มี Upside ค่อนข้างจำกัด เนื่องจาก Valuation ที่แพง เช่น ค่า P/E ที่ราว 16 เท่า และ P/B ที่ 2.5 เท่า ซึ่งเป็นระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย +1 S.D. ได้สะท้อนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและผลกำไรไปมากแล้ว

**ตลาดหุ้นยุโรป**

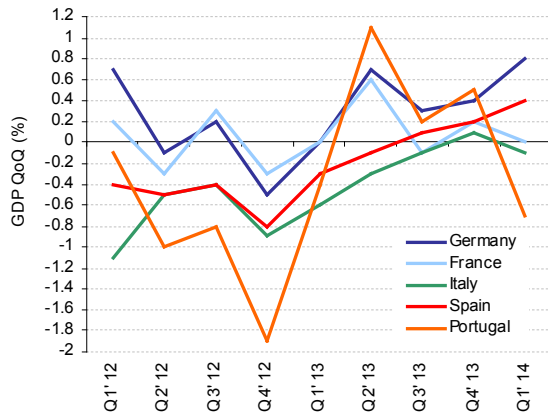
**GDP ของเยอรมันขยายตัวดีที่สุดในรอบสามปี ในขณะที่ประเทศยุโรปอื่นๆ ยังคงอ่อนแอ**

ตัวเลข GDP ของยูโรโซนในไตรมาสแรกของปีนี้ แสดงให้เห็นถึงความเปราะบางของเศรษฐกิจในหลายประเทศ เช่น ในโปรตุเกส และอิตาลี ซึ่งเศรษฐกิจนั้นกลับไปหดตัวอีกครั้ง ในขณะที่เศรษฐกิจของเยอรมันกลับเร่งตัวขึ้น และขยายตัวได้ในอัตราที่สูงถึง 0.8% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า ซึ่งเป็นการขยายตัวสูงที่สุดในรอบ 3 ปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 9-10: เศรษฐกิจเยอรมันขยายตัวได้ดีในไตรมาสแรก ในขณะที่ประเทศยุโรปอื่นๆ ชะลอตัวลง

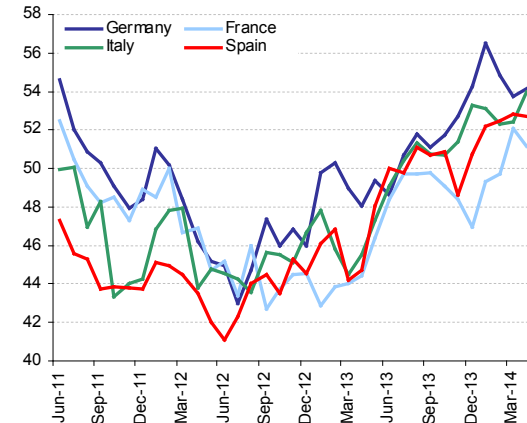
**Germany's GDP still in expansion while France, Italy and Portugal contracted in Q1 2014**

Unit: percent



**Germany's PMI expands at a faster pace than other countries**

Unit: Index



Source: Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

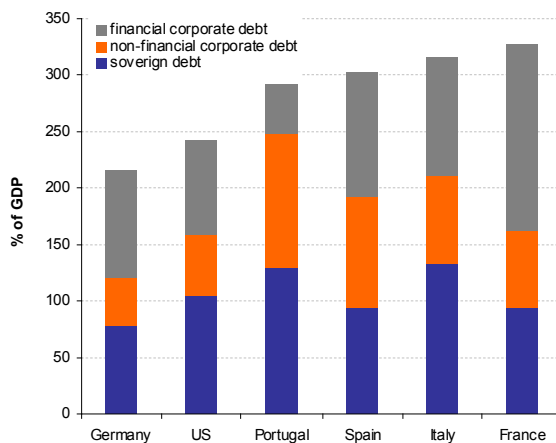
**เรายังเชื่อว่าการฟื้นตัวของกลุ่มประเทศยุโรปจะยังมีความแตกต่างกันอยู่มากในรายประเทศ**

เนื่องจากพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน โดยเราเชื่อว่าเศรษฐกิจเยอรมันจะสามารถฟื้นตัวได้อย่างโดดเด่น เนื่องจากไม่มีปัญหาหนี้สาธารณะ งบดุลของบริษัทเอกชนและภาคครัวเรือนแข็งแกร่ง และมีอัตราการว่างงานต่ำเพียงราว 5%

แผนภาพที่ 11-12: ระดับหนี้ต่อ GDP และอัตราการว่างงาน

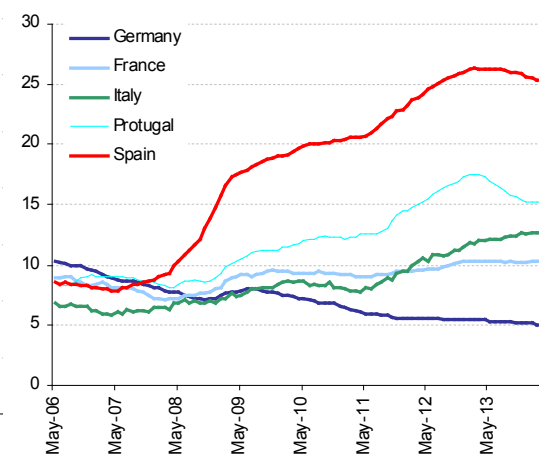
**Germany's Debt to GDP is lower than other countries**

Unit: percent



**Germany's unemployment is also much lower than others countries**

Unit: Percent

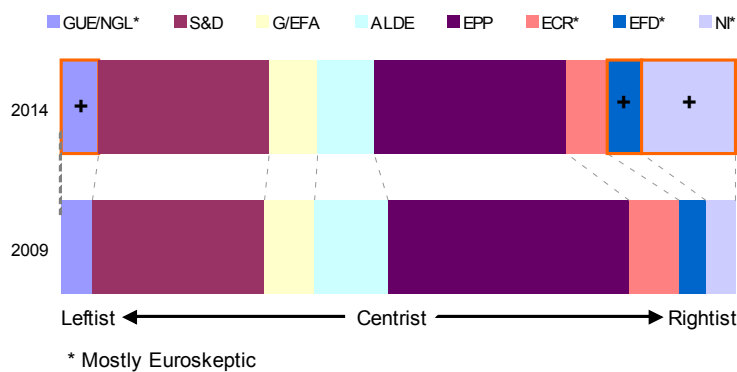


Source: Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ในขณะที่ประเทศยุโรปอื่นๆ โดยเฉพาะประเทศในยุโรปใต้ เช่น อิตาลี สเปน และโปรตุเกส ยังต้องประสบปัญหาจากภาคการเงินที่อ่อนแอ เนื่องจากปัญหาหนี้ครัวเรือนและหนี้ภาครัฐซึ่งยังไม่ได้รับการแก้ไข และอัตราการว่างงานที่ทรงตัวในระดับสูงมาเป็นเวลานาน ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ โดยการแก้ไขปัญหาดังกล่าว จำเป็นต้องมีการปฏิรูปเศรษฐกิจในระดับโครงสร้าง ซึ่งต้องอาศัยเสถียรภาพทางการเมืองที่เข้มแข็งและได้รับเสียงสนับสนุนจากประชาชนอย่างมาก เช่น ที่ญี่ปุ่นและอินเดียกำลังดำเนินการอยู่ในปัจจุบัน

อย่างไรก็ตามจากผลการเลือกตั้งรัฐสภายุโรปในช่วงปลายเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา ซึ่งให้เห็นว่าคะแนนนิยมของพรรครัฐบาลของหลายประเทศในยุโรปกำลังเสื่อมถอยลง จนอาจเป็นอุปสรรคต่อการผลักดันนโยบายปฏิรูปเพื่อแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจในระยะยาวได้ นอกจากนี้กลุ่มการเมืองฝ่ายขวาจัดและซ้ายจัดที่มีแนวคิดชาตินิยมและต่อต้านสหภาพยุโรป (NI และ EFD) กลับได้คะแนนเสียงเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมาก เมื่อเทียบกับผลการเลือกตั้งครั้งก่อนในปี 2009 ซึ่งอาจเป็นอุปสรรคต่อการออกมาตรการช่วยเหลือประเทศยุโรปที่มีปัญหาในอนาคต

แผนภาพที่ 13: พรรคที่มีแนวคิดชาตินิยมและต่อต้านสหภาพยุโรป (NI และ EFD) ได้คะแนนเสียงเพิ่มขึ้นอย่างมากในการเลือกตั้งรัฐสภายุโรป



Source: Wall Street Journal, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

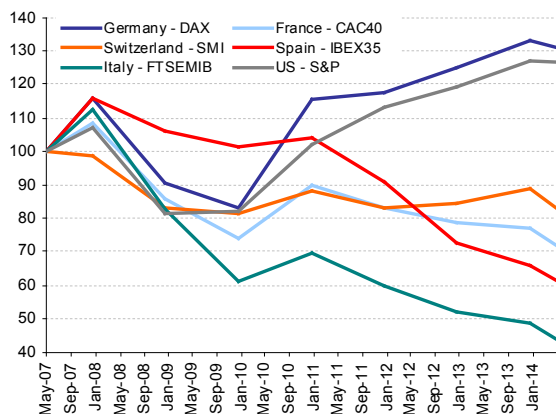
**คาดการณ์ผลกำไรของเยอรมันยังมีเสถียรภาพ ในขณะที่ตลาดอื่นในยุโรป ยังถูกปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง**

คาดการณ์ผลกำไรของดัชนี DAX ของเยอรมันยังสามารถทรงตัวได้ในช่วงที่ผ่านมา ท่ามกลางค่าเงินยูโรที่แข็งค่า ในขณะที่ผลกำไรของหลายประเทศในยุโรปนั้นถูกกดดันจากรายงานตัวเลข GDP ที่ต่ำกว่าคาด และผลประกอบการไตรมาส 1 ที่น่าผิดหวัง ซึ่งส่งผลให้คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นในประเทศอื่นๆ ในยุโรป ยังถูกปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง และหากมองภาพในระยะยาว คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นเยอรมันในปีนี้จะอยู่สูงกว่าจุดสูงสุดในปี 2007 ราว 30% ในขณะที่ประเทศอื่นๆ ผลกำไรยังอยู่ในระดับต่ำกว่าจุดสูงสุดเดิมทั้งสิ้น

แผนภาพที่ 14: คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นเยอรมันในปีนี้จะอยู่สูงกว่าจุดสูงสุดในปี 2007 ราว 30%

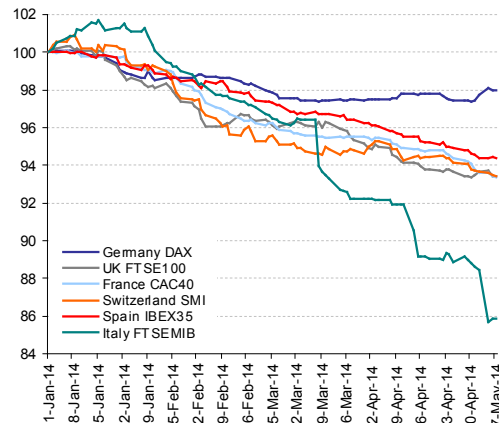
**Germany (DAX) EPS surpasses pre-crisis level, while others' are still struggle**

Unit: Normalized EPS



**Germany (DAX) Fwd EPS' 14 stabilizes while other European markets still face earning downgrade**

Unit: Normalized EPS



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**แนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นเยอรมันและลดสัดส่วนการลงทุนในตลาดหุ้นอื่นๆ ในยุโรปที่ยังมีความเสี่ยง**

นอกจากพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าประเทศอื่นๆ ในยุโรปแล้ว ตลาดหุ้นของเยอรมันยังซื้อขายที่ Valuation ที่ถูกกว่าอีกด้วย โดยในปัจจุบัน ดัชนี DAX ของเยอรมัน ซื้อขายที่ ระดับ P/E ประมาณ 13.8 เท่า ใกล้เคียงกับตลาดหุ้นไทย และต่ำกว่าดัชนี Europe STOXX600 ซึ่งเทรดที่ P/E รวบรวม 15.4 เท่า

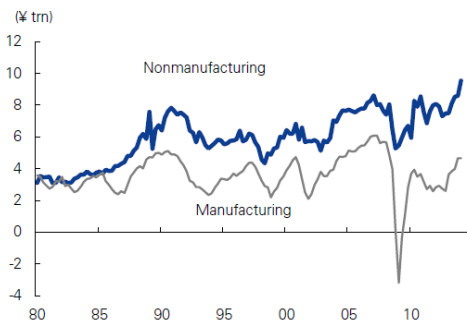
เราเชื่อว่าตลาดหุ้นเยอรมันจะยังสามารถให้ผลตอบแทนการลงทุนได้ดีในปีนี้ ในขณะที่ upside จากการลงทุนในตลาดหุ้นในประเทศยุโรปอื่นๆ นั้นมีค่อนข้างจำกัด เนื่องจาก Valuation ที่แพง และแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังมีความเสี่ยงอยู่มาก

**ตลาดหุ้นญี่ปุ่น**

**ผลกำไรและการลงทุนภาคเอกชนยังคงเติบโตต่อเนื่อง**

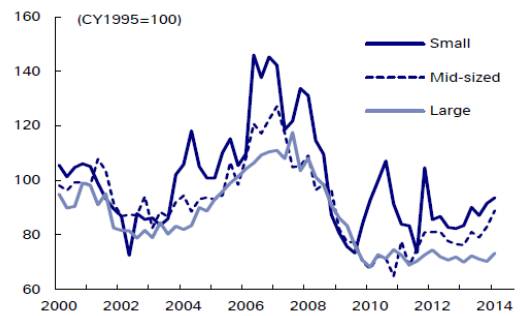
ผลการสำรวจบริษัทเอกชนของกระทรวงการคลัง (Corporate Survey) ซึ่งให้เห็นถึงการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของกำไรในภาคเอกชน โดยผลกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit) ในไตรมาส 1 ที่ผ่านมา (ม.ค. – มี.ค.) ขยายตัวขึ้น 28.8% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า ในขณะที่เดียวกัน การลงทุนภาคเอกชนก็ขยายตัวขึ้นตามผลกำไรเช่นเดียวกัน โดยเฉพาะการลงทุนของบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งกลับมาขยายตัวเป็นครั้งแรกในรอบหลายไตรมาส

แผนภาพที่ 15: ผลกำไรจากการดำเนินงาน



Source: MoF, Deutsche Bank

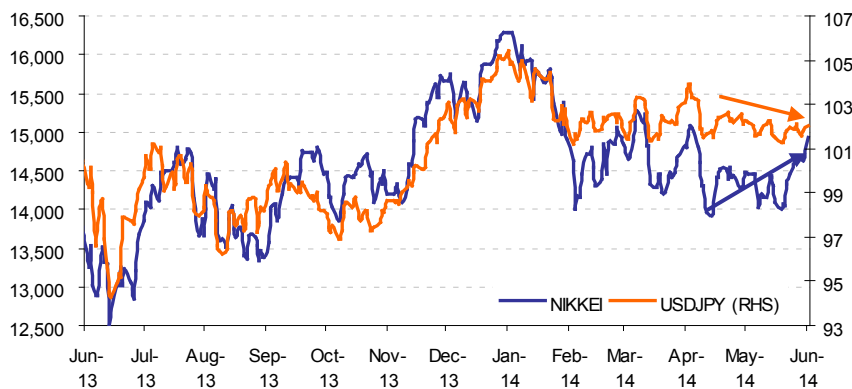
แผนภาพที่ 16: การลงทุนภาคเอกชน



**ตลาดหุ้นญี่ปุ่นเริ่มเคลื่อนไหวแยกจากค่าเงินเยน**

ดัชนี Nikkei ฟื้นตัวขึ้นจากระดับ 14,000 จุด ในช่วงเดือน เม.ย. มาสู่ระดับ 14,900 จุด (+7%) ในปัจจุบัน ในขณะที่ค่าเงินเยนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้นจากระดับ 102.6 มาที่ 102.0 ในช่วงเดียวกัน เราเชื่อว่าการเคลื่อนไหวของตลาดที่แยกออกจากค่าเงินในช่วงราว 1 เดือนที่ผ่านมาแสดงให้เห็นถึงความมั่นใจที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุนต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนในญี่ปุ่นว่าจะสามารถเติบโตได้จากการดำเนินงานตามปกติ โดยไม่ต้องพึ่งพากราจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งจะเกิดขึ้นในกรณีที่เงินเยนอ่อนค่าเท่านั้น

แผนภาพที่ 17: ดัชนี Nikkei ฟื้นตัวขึ้น 7% จากช่วงเดือน เม.ย. แม้ค่าเงินเยนจะแข็งค่าขึ้น



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ยังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น**

เนื่องจากการขยายตัวของกำไรที่โดดเด่น และ Valuation ที่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ Developed Markets



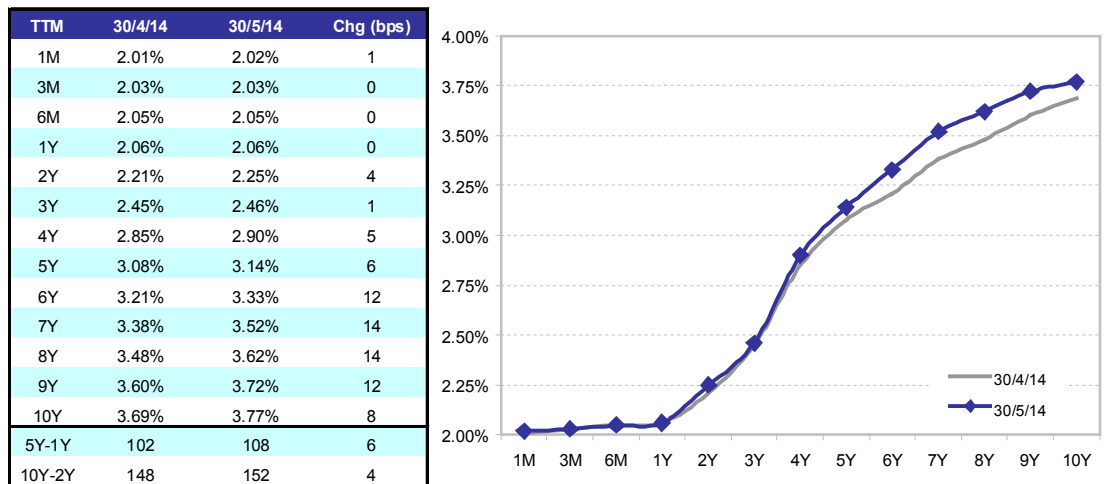
# ตลาดตราสารหนี้

เราคาดว่า ธปท. จะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2% ในการประชุมทบทวนวันที่ 18 มิ.ย. เนื่องจากแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น และคาดว่า Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้นอีกนับจากนี้ จึงยังคงแนะนำลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

## Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงในเดือน พ.ค.

โดย Yield พันธบัตรในช่วงอายุ 7-10 ปีปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 8-14 bps ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงในการถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตรรัฐบาลไทยหลังเกิดรัฐประหาร

แผนภาพที่ 18: Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น 8-14 bps ในเดือน พ.ค.

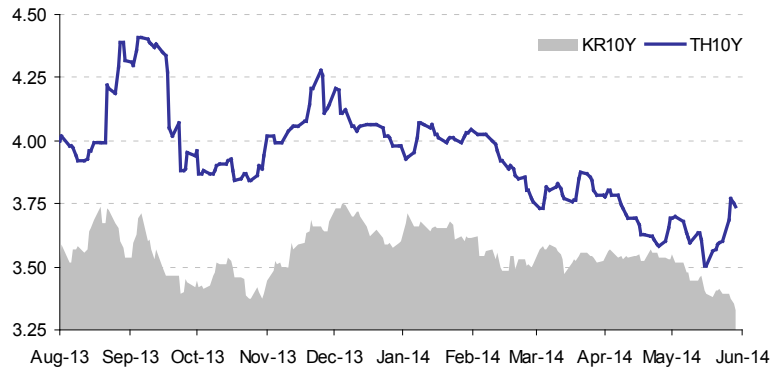


Source: Bloomberg, ThaiBMA, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



โดยหากเทียบ Yield พันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยและเกาหลีใต้ที่มักเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน พบว่า Yield พันธบัตรของไทยได้ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องนับจากมีการประกาศกฎอัยการศึกในวันที่ 20 พ.ค. สวนทางกับเกาหลีใต้ที่ปรับตัวลดลง

แผนภาพที่ 19: Yield พันธบัตรของไทยได้ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องนับจากมีการประกาศกฎอัยการศึกในวันที่ 20 พ.ค.

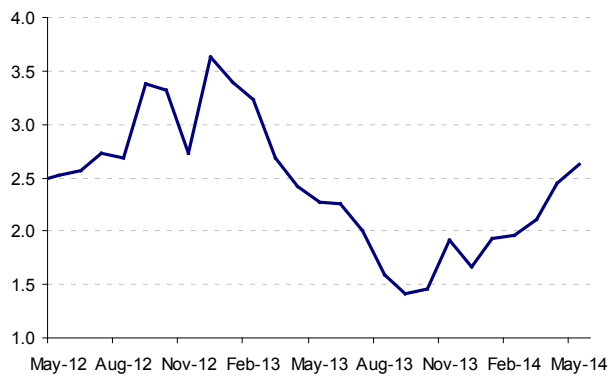


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**เราคาดว่าธปท. จะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2% ตลอดปีนี้**

เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย (2.0%) ที่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบัน (2.62%) ทำให้เราเชื่อว่าธปท. จะไม่ลดดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่านี้อีกแล้ว และเราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะปรับตัวสูงขึ้นนับจากนี้ตามแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 20: อัตราเงินเฟ้อของไทยเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีนี้



Source: Bank of Thailand, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

## การลงทุนทางเลือก

### ทองคำ

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในทองคำ โดยยังคงมุมมองว่าทองคำยังคงมีปัจจัยกดดันจาก 1) ทิศทางแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ 2) แนวโน้มการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) จะทำต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือครองทองคำ (Opportunity Cost) ปรับตัวขึ้น 3) การถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ยังไม่มีทิศทางการปรับตัวขึ้น

ราคาทองคำหลูระดับ 1,250 ดอลลาร์ต่อทรอยออนซ์ หลังจากการเลือกตั้งยูเครนผ่านพ้นไปได้ด้วยดีและตัวเลขการนำเข้าทองคำของจีนผ่านช่องทางกวดตัวในเดือน เม.ย.

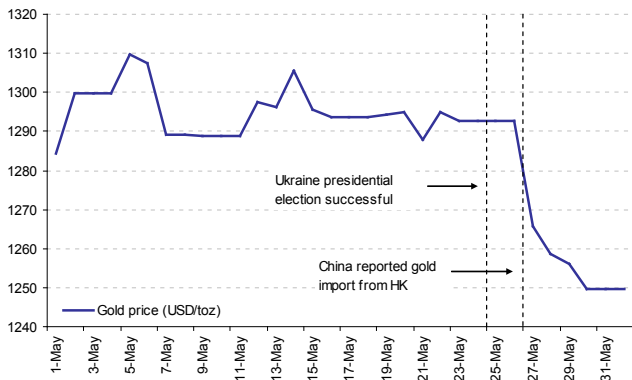
### ยูเครน

การเลือกตั้งของยูเครนที่เกิดขึ้นในวันที่ 25 พ.ค. ที่ผ่านมาได้ผ่านพ้นไปได้ด้วยดี และไม่มีอาการแทรกแซงจากกลุ่มผู้ประท้วงที่สนับสนุนรัสเซียและจากประเทศรัสเซียเอง รวมถึงการที่รัสเซียเริ่มแสดงท่าทีที่จะถอนกำลังทหารออกจากชายแดนยูเครนได้ทำให้ความตึงเครียดระหว่างสองประเทศได้คลี่คลายลงไปมาก

### จีน

รายงานการนำเข้าทองคำของจีนผ่านช่องทางกวดตัวในเดือน เม.ย. อยู่ที่ 67 ตัน หดตัว 21% จากเดือนก่อนหน้า และเป็นระดับต่ำสุดในรอบ 14 เดือน (ตั้งแต่ ก.พ. 2013) เริ่มแสดงให้เห็นถึงทิศทางการชะลอตัวอย่างชัดเจนในอุปสงค์ต่อทองคำของจีน ซึ่งเป็นประเทศที่มีปริมาณการบริโภคทองคำเป็นอันดับ 1 ของโลก

แผนภาพที่ 21: การเคลื่อนไหวของราคาทองคำในเดือนพ.ค.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

**ราคาทองคำยังคงถูกกดดันจากปัจจัยระยะยาวหลายปัจจัยดังต่อไปนี้**

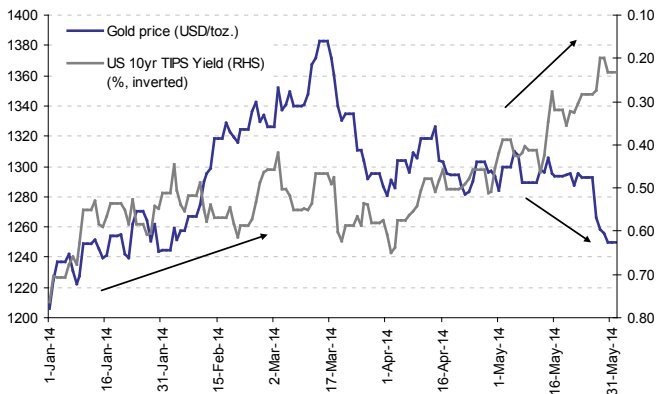
**1) ทิศทางแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากการลด QE ตามภาพการฟื้นตัวที่ดีของเศรษฐกิจสหรัฐฯ**

ภาพโดยรวมของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงชี้ให้เห็นถึงการฟื้นตัวที่ดี ซึ่งจะส่งผลให้ Fed ยังคงการลด QE อย่างต่อเนื่อง และทำให้ค่าเงินดอลลาร์คงทิศทางแข็งค่าขึ้น โดยการแข็งค่าขึ้นของค่าเงินดอลลาร์จะทำให้ต้นทุนในการซื้อทองคำของนักลงทุนต่างชาติสูงขึ้นและเป็นปัจจัยกดดันต่ออุปสงค์ทองคำ

**2) แนวโน้มการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) จะทำต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือครองทองคำ (Opportunity Cost) ปรับตัวขึ้น**

ตั้งแต่ช่วงต้นปีที่ผ่านมา Yield พันธบัตร 10 ปี สหรัฐฯ ได้ปรับตัวลงอย่างต่อเนื่อง (ปรับตัวลงราว 55bps) ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) ปรับตัวลง ซึ่งควรจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาทองคำ อย่างไรก็ตามการปรับตัวลงอย่างรวดเร็วของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในช่วงเดือน พ.ค. กลับไม่ได้ช่วยให้ราคาทองคำปรับตัวขึ้นแต่อย่างใด โดยเราเชื่อว่าตลาดได้มองข้ามการปรับตัวลงของดอกเบี้ยในปัจจุบัน ไปสู่การขึ้นดอกเบี้ย Fed Fund Rate ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงกลางปีหน้าและจะเป็นปัจจัยกดดันราคาทองคำต่อไป

แผนภาพที่ 22: ราคาทองคำเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate/TIPS)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

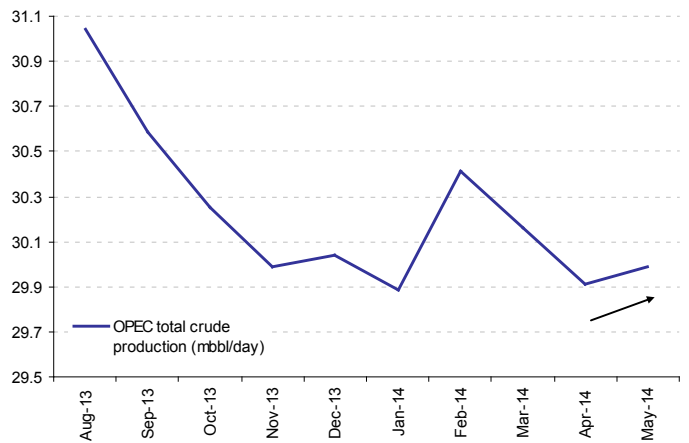
**น้ำมัน**

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน เนื่องจาก 1) กำลังการผลิตน้ำมันของ OPEC ยังคงระดับสูงและสามารถชดเชยอุปทานที่ลดลงของลิเบียได้อย่างง่ายดาย 2) น้ำมันดิบ WTI ยังคงอยู่ในภาวะ Oversupplied จากอัตราการผลิตน้ำมันและสต็อกน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับใกล้เคียงสถิติสูงสุด

**OPEC เพิ่มปริมาณการผลิตเพื่อชดเชยการส่งออกที่ลดลงจากลิเบีย**

ในช่วงเดือน พ.ค. กลุ่มผู้ประท้วงในลิเบียได้กลับมาเปิดท่าส่งออกน้ำมันที่เพิ่งกลับมาเปิดในช่วงกลางเดือน เม.ย. ทั้งสองท่า (Hariga & Zuetina) และส่งผลให้ปริมาณการผลิตที่ลดลง 2.4 แสนบาร์เรลต่อวัน (4 เป็น 1.6 แสนบาร์เรลต่อวัน) อย่างไรก็ตาม OPEC ได้เพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมันเพื่อชดเชยอุปทานที่ลดลงของลิเบีย โดยปริมาณการผลิตน้ำมันของ OPEC ได้เพิ่มขึ้น 3 แสนบาร์เรลต่อวันสู่ระดับ 30 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งมีผลมาจากการผลิตที่เพิ่มขึ้นในแองโกลา อิรัก และซาอุดี

แผนภาพที่ 23: ปริมาณการผลิตน้ำมันของ OPEC เพิ่มขึ้น 3 แสนบาร์เรลต่อวันในช่วงเดือน พ.ค.

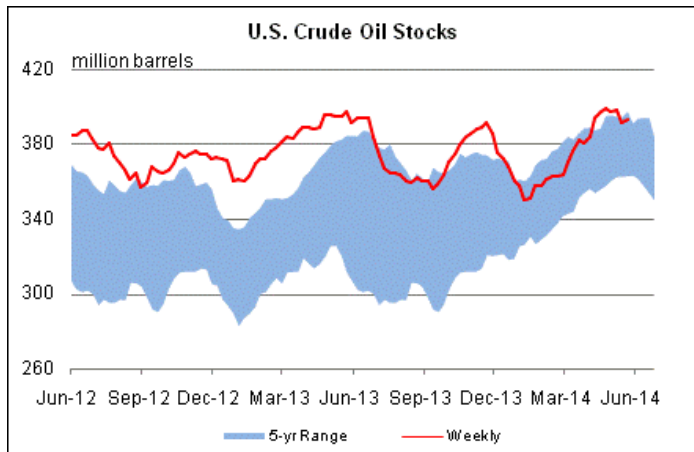


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

**น้ำมันดิบ WTI ยังคงอยู่ในภาวะ Oversupplied เช่นกัน จากอัตราการผลิตน้ำมันและสต็อกน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับใกล้เคียงสถิติสูงสุด**

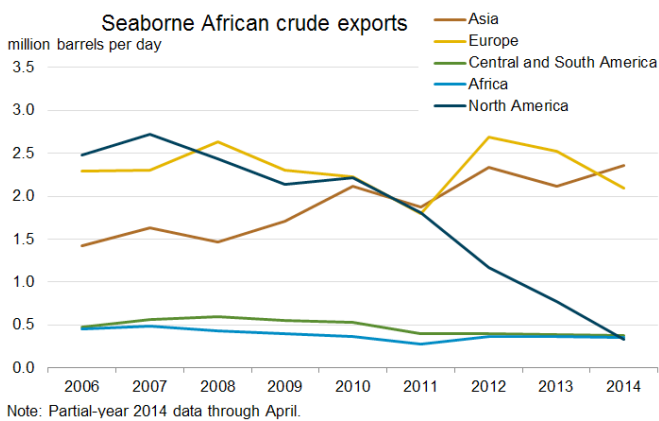
ในช่วงเดือน พ.ค. ที่ผ่านมาสต็อกน้ำมันดิบได้ลดลงเล็กน้อย (จาก 399 ล้านบาร์เรลเป็น 393 ล้านบาร์เรล) เนื่องจาก 1) สหรัฐฯ ได้เข้าสู่ช่วง Driving Season (เม.ย. - ก.ย.) และเป็นปกติที่มีการใช้น้ำมันมากขึ้นในช่วงนี้ อย่างไรก็ตามสต็อกน้ำมันดิบยังถือว่าอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 5 ปี 2) การนำเข้าน้ำมันดิบจากแอฟริกาของสหรัฐฯ ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง (ลดลงกว่า 90% ตั้งแต่ปี 2010)

แผนภาพที่ 24: สต็อกน้ำมันดิบลดลงหลังจากเข้าช่วง Driving Season



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

แผนภาพที่ 25: การส่งออกน้ำมันจากแอฟริกาสู่สหรัฐฯ ลดลงไปกว่า 90% ตั้งแต่ปี 2010

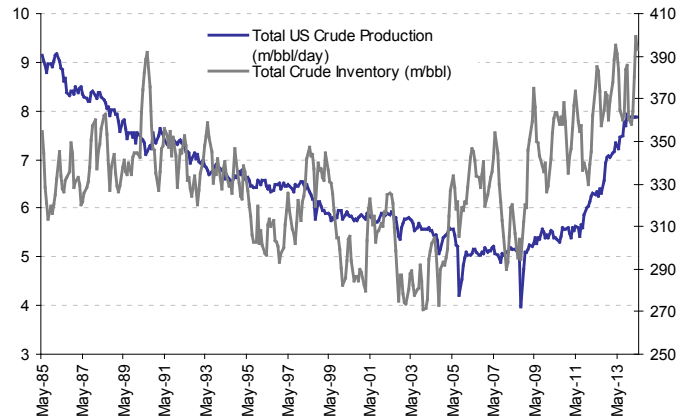


Source: U.S. Energy Information Administration (EIA)

แต่เราเชื่อว่าสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ จะไม่ลดลงไปกว่านี้นัก เนื่องจาก

- 1) Driving Season ที่เป็นปัจจัยบวกชั่วคราวต่อราคาน้ำมันจะหมดลงในช่วงเดือน ก.ย.
- 2) ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยกำลังการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ อยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 28 ปี จากการผลิต Shale Oil ส่งผลให้สต็อกน้ำมันดิบอยู่ใกล้ระดับสูงสุดในรอบ 24 ปีเช่นกัน
- 3) อัตราการใช้กำลังการกลั่นน้ำมัน (Refinery Utilization Rate) อยู่ที่ระดับใกล้เคียงสถิติสูงสุดที่ 93% ในขณะที่สต็อกน้ำมันดิบยังคงทิศทางการปรับตัวเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าอัตราการใช้กำลังการกลั่นน้ำมันที่อยู่ในระดับใกล้เคียงสถิติสูงสุดยังถือว่าไม่เพียงพอกับปริมาณการผลิตน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการผลิต Shale Oil

แผนภาพที่ 26: กำลังการผลิตน้ำมันดิบและสต็อกน้ำมันดิบสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit

## น้ำมัน

ในปัจจุบัน สหรัฐฯ กำลังพิจารณาแก้กฎหมายให้สามารถส่งออกน้ำมันดิบได้ ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อ WTI

ในปัจจุบัน ทำเนียบขาวกำลังพิจารณาการผ่อนคลายกฎหมายควบคุมการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ โดยนาย John Podesta ที่ปรึกษาปธน. โอบามา กล่าวว่ารัฐบาลกำลังพิจารณาผ่อนคลายกฎหมายควบคุมการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ซึ่งกฎหมายควบคุมการส่งออกน้ำมันดิบที่ถูกประกาศใช้ตั้งแต่ปี 1975 ได้ห้ามการส่งออกน้ำมันดิบที่ผลิตในสหรัฐฯ ไปนอกประเทศ ยกเว้นประเทศแคนาดาเพียงประเทศเดียว ทำให้สต็อกน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา จากปริมาณการผลิต Shale Oil ที่เพิ่มขึ้น มีมากเกินกว่ากำลังการกลั่นของโรงกลั่นในสหรัฐฯ จะรองรับได้ ซึ่งการผ่อนคลายกฎหมายควบคุมการส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ จะช่วยเพิ่มอุปทานของน้ำมันดิบในตลาดโลกและส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน BRENT ในขณะที่ราคาน้ำมัน WTI จะได้รับผลบวกจากสต็อกน้ำมันดิบในประเทศที่ปรับตัวลดลงจากการส่งออก และทำให้ส่วนต่างราคาระหว่าง WTI และ BRENT หดแคบลง

อย่างไรก็ดีเราเชื่อว่าการผ่อนคลายกฎหมายดังกล่าวจะใช้เวลานานในการดำเนินการ เนื่องจากในปัจจุบันโรงกลั่นน้ำมันในอเมริกาได้มีท่าที่ต่อต้านการผ่อนคลายกฎหมายดังกล่าว เพราะการผ่อนคลายข้อบังคับการส่งออกจะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบ WTI ซึ่งเป็นต้นทุนการกลั่นน้ำมันปรับตัวขึ้น และทำให้กำไรที่โรงกลั่นได้จากโรงกลั่นน้ำมันลดลง เนื่องจากน้ำมันที่กลั่นแล้วยังคงขายได้ในราคาเดิมเมื่อเทียบกับต้นทุนที่สูงขึ้น

## TISCO Economic Strategy Unit

### ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

### คมศร ประกอบผล

Senior Strategist

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

### ศรันต์ สุนันท์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

### อภิชาติ วิเศษกิจการ

Economist

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาเล่ วิศวกรรมศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### วี โกวิทยา

Research Assistant

- ปรินซิพาเล่ บริหารธุรกิจ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

Research Assistant

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

### พิมพ์พรรณ ประวังสุข

Research Assistant

- ปรินซิพาเล่ เศรษฐศาสตร์ (เกียรตินิยม)  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 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](http://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-ราม 3 ชั้น 2	: 02 6737017
เซ็นทรัลบางนา ชั้น 2	: 02 745 6360	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	: 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	: 02 193 8080
เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	: 02 884 5161	เซ็นทรัลรามอินทรา ชั้น 3	: 02 970 6006	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	: 02 721 9556
ซีคอนบางแค ชั้น 3	: 02 458 2636	ไอพีเซ็น ไอส์แลนด์ ชั้น 2	: 02 947 5315	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	: 02 623 9141
ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น B	: 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น M	: 02 108 2998		
จันทน์ - สุทธิ	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	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 และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว