

# Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน  
Global Asset Allocation



JULY 2014

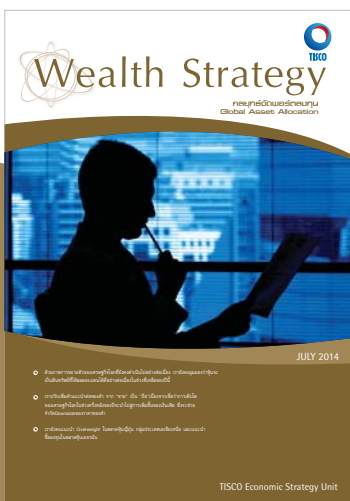
- ด้วยภาพการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกที่ยังคงดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง เรายังคงมุมมองว่าหุ้นจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนได้ดีอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้
- เราปรับเพิ่มคำแนะนำต่อทองคำ จาก “ขาย” เป็น “ถือ” เนื่องจากเชื่อว่าการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในช่วงครึ่งหลังของปีจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ ซึ่งจะช่วยจำกัด Downside ของราคาทองคำ
- เรายังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น กลุ่มประเทศเอเชียเหนือ และแนะนำซื้อลงทุนในตลาดหุ้นเยอรมัน

# Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน  
Global Asset Allocation

## Contents

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



### TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ  
คมศร ประกอบผล  
ศรันต์ สุนันท์สถาพร  
อภิชาติ วิศิษฏ์กิจการ

วี โกวิทยา  
สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน  
พิมลพรรณ ประวังสุข

ธนาคารทีเอสบี จำกัด (มหาชน)  
48/2 อาคารทีเอสบีทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ  
แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500  
โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 นด.2 นด.1  
โทรสาร : (66) 2633-6800  
E-mail : [wealth@tisco.co.th](mailto:wealth@tisco.co.th)  
[www.tiscowealth.com](http://www.tiscowealth.com)

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

# Executive Summary

คงคำแนะนำ **Overweight** หุ้น **Underweight** ตราสารหนี้ และสินค้าโภคภัณฑ์ แต่ปรับเพิ่มคำแนะนำการลงทุนในทองคำจาก “ขาย” เป็น “ถือ”

ด้วยภาพการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกที่ยังคงดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง เรายังคงมุมมองว่าหุ้นจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนได้ดีอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยเฉพาะหุ้นในกลุ่มเอเชียเหนือ ซึ่งซื้อขายที่ Valuation ที่ถูกกว่า และได้รับประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง และยังมีปัจจัยบวกจากการปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้นของกองทุน GPIF และการลดภาษีนิติบุคคลที่อยู่ในอนาคต สำหรับในยุโรปเรายังแนะนำให้เน้นลงทุนเฉพาะในเยอรมัน เนื่องจากเศรษฐกิจมีความเสี่ยงต่ำและตลาดหุ้นยังซื้อขายที่ Valuation ที่สมเหตุสมผล

สำหรับทองคำ เราปรับเพิ่มคำแนะนำจาก “ขาย” เป็น “ถือ” เนื่องจากเชื่อว่าการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในช่วงครึ่งหลังของปีจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ ซึ่งจะช่วยจำกัด Downside ของราคาทองคำ อย่างไรก็ตามเรายังมองว่าทองคำยังมี Upside ไม่มากนัก เนื่องจากยังถูกกดดันจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีทิศทางแข็งค่าขึ้น และประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย Fed Funds Rate ของสหรัฐฯ ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงกลางปีหน้า

## Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,486	0.2%	1.2%	4.9%	7.1%	14.4%	14.4%	2.3%
Philippines PCOMP	6,827	-0.3%	0.5%	1.7%	3.6%	14.1%	15.9%	5.9%
Indonesia JCI	4,885	0.1%	0.5%	-0.6%	0.3%	12.9%	14.3%	3.3%
Singapore STI	3,243	-0.4%	-0.6%	-1.8%	1.6%	2.1%	2.4%	2.2%
Malaysia KLCI	1,879	-0.2%	-0.7%	0.8%	1.5%	1.4%	0.7%	6.1%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	23,191	-0.1%	1.7%	0.5%	3.3%	-0.5%	-0.5%	11.5%
China H HSCE	10,335	0.3%	1.3%	0.8%	2.3%	-4.4%	-4.4%	11.0%
MSCI China	62	0.3%	1.6%	1.8%	2.5%	-2.6%	-2.6%	12.6%
China A CSI300	2,165	0.0%	0.9%	0.4%	-0.7%	-6.8%	-7.1%	-2.6%
Taiwan TWSE	9,442	0.5%	2.1%	4.0%	6.0%	9.6%	9.6%	17.8%
Korea KOSPI	2,005	-0.2%	0.9%	-0.1%	0.1%	1.6%	-0.6%	7.8%
MSCI Korea	581	-0.4%	0.5%	-0.4%	0.5%	-1.4%	-1.4%	9.4%
India SENSEX	25,516	0.4%	0.6%	5.4%	13.7%	20.7%	20.5%	30.3%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,445	-0.4%	-0.5%	-2.6%	-0.5%	0.1%	0.4%	11.2%
Japan TOPIX	1,283	1.1%	1.2%	4.6%	5.3%	-2.0%	-2.0%	8.9%
Japan Nikkei 225	15,414	1.1%	0.4%	2.6%	2.5%	-5.9%	-5.9%	8.7%
Europe STOXX600	345	0.9%	-0.2%	0.2%	2.5%	5.1%	5.1%	19.6%
Euro STOXX50	3,259	0.9%	-0.8%	0.4%	2.3%	4.8%	4.8%	24.3%
US Dow Jones	16,956	0.8%	0.8%	1.4%	2.6%	2.3%	2.3%	13.2%
US S&P500	1,973	0.7%	1.2%	2.6%	4.7%	6.8%	6.8%	22.2%
MSCI US REITs	1,035	0.5%	0.5%	1.1%	6.1%	16.0%	16.0%	9.8%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,803	0.9%	0.2%	-0.6%	2.3%	0.8%	0.8%	7.8%
Germany DAX	9,902	0.7%	-0.4%	-0.4%	3.1%	3.7%	3.7%	24.0%
France CAC 40	4,461	0.9%	-1.3%	-1.3%	0.8%	3.8%	3.8%	18.4%
Switzerland SMI	8,608	0.6%	-0.8%	-0.8%	1.8%	4.9%	4.9%	11.2%
Portugal PSI 20	6,901	1.5%	-0.2%	-3.0%	-10.8%	5.2%	5.2%	22.9%
Spain IBEX 35	11,008	0.8%	-0.9%	1.9%	5.2%	11.0%	11.0%	39.2%
Italy FTSE MIB	21,563	1.3%	-0.4%	-0.3%	-1.6%	13.7%	13.7%	39.5%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	53,171	0.0%	-2.0%	3.8%	5.8%	3.2%	3.2%	12.6%
Chile IPSA	3,871	-0.1%	-0.8%	-0.8%	2.0%	4.6%	4.6%	-2.1%
Mexico MEXBO	42,873	0.3%	0.0%	3.7%	5.9%	0.3%	0.3%	4.1%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	494	0.0%	1.3%	1.3%	4.4%	5.5%	5.5%	14.6%
MSCI Latin America	3,377	0.2%	-0.7%	4.1%	5.8%	5.5%	5.5%	5.8%
MSCI All Country World	431	0.6%	1.0%	2.3%	4.3%	5.6%	5.6%	20.4%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	105.39	0.0%	-1.1%	2.8%	5.7%	10.4%	7.0%	5.8%
Brent Spot	112.11	-0.1%	-1.5%	3.2%	7.2%	4.2%	1.3%	8.0%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	6.72	-0.04	-0.55	0.59	1.78	-5.39	-5.43	2.55
Gold Spot	1,325	0.7%	0.5%	6.7%	2.8%	8.4%	10.2%	6.7%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1,722	0.4%	0.5%	-0.1%	-2.5%	-2.4%	-2.3%	-15.8%
DB Agriculture index (USD)	126.11	-0.6%	-3.1%	-4.9%	-7.7%	3.0%	3.0%	-4.1%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	231.42	0.0%	0.1%	0.0%	1.1%	3.4%	3.4%	5.3%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	183.23	0.0%	-0.1%	0.0%	0.5%	2.0%	2.0%	4.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	242.52	0.0%	0.1%	0.1%	1.0%	3.2%	3.2%	5.5%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	293.87	0.1%	0.2%	0.3%	0.7%	3.5%	3.5%	4.6%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	206.81	0.0%	0.1%	0.1%	0.6%	2.5%	2.5%	4.3%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.13	2	3	7	3	-23	-23	-44
2Y	2.37	3	5	12	8	-25	-25	-51
5Y	3.17	1	0	3	-9	-24	-24	-26
10Y	3.78	0	-2	1	0	-20	-20	3
Spread 10Y-2Y	141	-3	-7	-11	-8	5	5	54
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.57	3	1	4	-24	-42	-46	10
Japan 10Y	0.56	-1	-1	-3	-7	-18	-18	-34
German 10Y	1.25	0	-7	-11	-33	-68	-68	-47
Spain 10Y	2.64	-2	-2	-22	-61	-151	-151	-197
Italy 10Y	2.83	-2	-5	-13	-46	-130	-130	-159
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	11.15	-0.4	-1.0	-0.3	-2.0	-2.6	-2.6	-5.2
Dollar index	79.82	0.1%	-0.5%	-1.0%	-0.5%	-1.0%	-0.3%	-4.5%
USD/THB	32.38	-0.1%	-0.2%	-1.4%	-0.2%	-1.8%	-0.9%	4.5%
EUR/USD	1.37	0.0%	0.4%	0.7%	-0.6%	0.1%	-0.7%	5.2%
USD/JPY	101.58	0.2%	-0.2%	-0.8%	-2.2%	-3.2%	-3.5%	0.9%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 7/2/2014 7:20:45 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) หลังจากที่ได้รับขึ้นและทำระดับสถิติสูงสุดอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี</li> <li>- แนะนำ Underweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นไทย							<ul style="list-style-type: none"> <li>- แม้การเมืองจะคลี่คลายและแนวโน้มเศรษฐกิจจะดีขึ้น แต่ตลาดหุ้นไทยได้ปรับตัวขึ้นมากแล้ว ในขณะที่ Valuation ยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย</li> <li>- คงคำแนะนำ Underweight</li> </ul>
ตลาดหุ้นจีน							<ul style="list-style-type: none"> <li>- ระดับ Valuation ในปัจจุบัน (P/E 7.3 x, P/B 1.1x 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>- เศรษฐกิจส่งสัญญาณการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง</li> <li>- Valuation ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ DM</li> <li>- คงคำแนะนำซื้อ</li> </ul>
ตลาดหุ้นยุโรป							<ul style="list-style-type: none"> <li>- เศรษฐกิจเยอรมันฟื้นตัวดีขึ้นและชัดเจนกว่าประเทศอื่นๆ ในยุโรป</li> <li>- Valuation ของตลาดหุ้นเยอรมันยังดูน่าสนใจ</li> <li>- แนะนำ Overweight ตลาดหุ้นเยอรมัน</li> </ul>
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา							<ul style="list-style-type: none"> <li>- กำไรยังถูกกดดันจากแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว</li> <li>- มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงและ ทุนสำรองต่ำ</li> <li>- คงคำแนะนำขาย</li> </ul>
การลงทุนทางเลือก							
ทองคำ							<ul style="list-style-type: none"> <li>- การขายทองคำผ่านกองทุน ETF จะลดตัวลงอย่างชัดเจน สะท้อนถึงเสถียรภาพต่อราคาทองคำมากขึ้น</li> <li>- อัตราเงินเฟ้อ (PCE Deflator) เริ่มปรับตัวขึ้น เป็นบวกต่อทองคำที่เป็น Inflation Hedge</li> <li>- เปลี่ยนคำแนะนำเป็นถือ</li> </ul>
น้ำมัน							<ul style="list-style-type: none"> <li>- การผลิตน้ำมันของอิรักไม่ถูกระทบจากความไม่สงบ ในขณะที่ซาอุดี มีกำลังการผลิตส่วนเกินเพียงพอที่จะชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว</li> <li>- อัตราการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอยู่ใกล้สถิติสูงสุด</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>

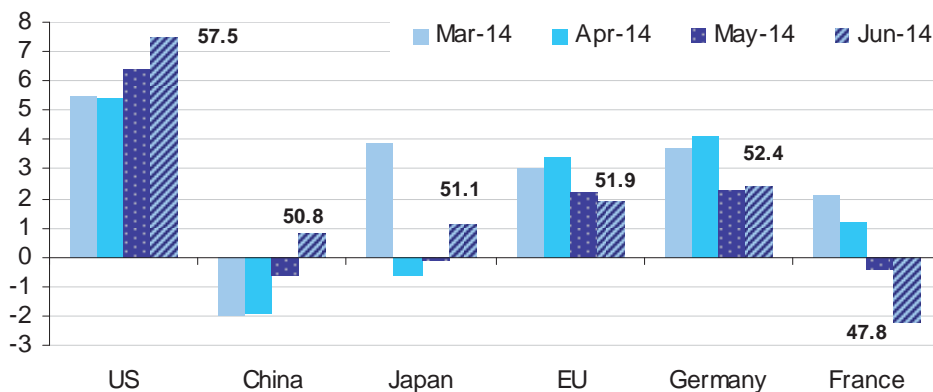
# Investment Outlook

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายผลิตภาคอุตสาหกรรม (PMI Manufacturing Index) เดือน มิ.ย. กลับมาส่งสัญญาณขยายตัวพร้อมกันในเศรษฐกิจหลักของโลก เช่น สหรัฐฯ จีน ญี่ปุ่น และยุโรป ส่งผลให้ Fund Flow เริ่มไหลออกจากพันธบัตรสหรัฐฯ และกลับเข้าลงทุนในตลาดหุ้น และตราสารหนี้ในตลาดเกิดใหม่ เรามองว่าความแตกต่างของการดำเนินนโยบายการเงินของเศรษฐกิจหลักจะเป็นปัจจัยการลงทุนที่สำคัญในช่วงครึ่งหลังของปี ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่า ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อตลาดเกิดใหม่ที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง แต่ในทางตรงกันข้าม ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นจะส่งผลบวกต่อเศรษฐกิจในเอเชียเหนือ ญี่ปุ่น เยอรมัน จากดุลการค้าที่สูงขึ้น

## เศรษฐกิจโลกยังขยายตัวต่อเนื่อง

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายผลิตภาคอุตสาหกรรม (PMI Manufacturing Index) ซึ่งเป็นดัชนีชี้ว่าการเติบโตของเศรษฐกิจ ยืนเหนือระดับ 50 จุด ในเดือนมิ.ย. ซึ่งเป็นระดับที่แบ่งแยกการขยายตัวและหดตัวของภาคอุตสาหกรรม ในกลุ่มเศรษฐกิจหลักของโลก เช่น สหรัฐฯ ยุโรป จีน และญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 1: ดัชนี PMI Manufacturing ของเศรษฐกิจหลัก ยืนเหนือระดับ 50 จุดในเดือนมิ.ย. (แกนตั้งแสดงส่วนต่างจากระดับ 50 จุด)



ที่มา: Markit, Bloomberg, TISCO Economics Strategy Unit (ESU)

โดยใน**สหรัฐฯ** ดัชนีดังกล่าวส่งสัญญาณเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง และอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมา สัญญาณว่าตัวเลข GDP ในไตรมาสสองของสหรัฐฯ น่าจะฟื้นตัวขึ้นได้อย่างรวดเร็ว หลังจากที่หดตัวแรงในไตรมาสแรกจากผลของอากาศที่หนาวผิดปกติ

สำหรับใน**จีน** ดัชนีฯ กลับมาอยู่ในแดนขยายตัวได้เป็นครั้งแรกในเดือน มิ.ย. และอยู่ในระดับสูงสุดตั้งแต่เดือน พ.ย. ปีที่แล้ว หลังจากที่อยู่ในระดับต่ำกว่า 50 จุดมาเป็นเวลา 5 เดือนติดต่อกัน สะท้อนให้เห็นถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะภาคการบริโภคในประเทศ ซึ่งได้รับผลบวกจากการผ่อนคลายนโยบายทางการเงิน เช่นการลด RRR สำหรับธนาคารในเขตชนบท และที่เกี่ยวข้องกับภาคการเกษตร และนโยบายกระตุ้นทางการคลัง รวมถึงภาคการส่งออกที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่เดือน พ.ค. เป็นต้นมา การฟื้นตัวดังกล่าวน่าจะช่วยสนับสนุนมุมมองของเราว่าเศรษฐกิจจีนได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาสแรก

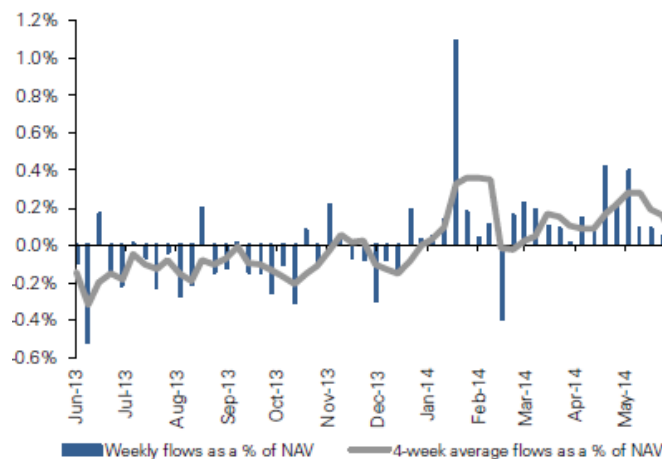
ใน**ญี่ปุ่น** ภาคการผลิตได้กลับมาขยายตัวอีกครั้งหลักจากที่หดตัวไปในช่วงเดือน เม.ย. – พ.ค. เนื่องจากผลกระทบจากการขึ้นภาษีบริโภคจาก 5% เป็น 8% ในวันที่ 1 เม.ย. การฟื้นตัวดังกล่าวถือว่าเร็วกว่าที่ตลาดคาดและแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของอุปสงค์ทั้งจากในและนอกประเทศ

ส่วนใน**ยุโรป** ดัชนีฯ ยังสามารถยืนอยู่ในแดนขยายตัว แต่ชะลอตัวลงเป็นเดือนที่สองติดต่อกัน โดย**ฝรั่งเศส** นับเป็นแรงจุดที่สำคัญ เนื่องจากดัชนี PMI Manufacturing ของฝรั่งเศสลดลงเป็นเดือนที่สามติดต่อกัน และอยู่ในแดนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง ส่วนใน**เยอรมัน** ดัชนีฯ ยังสามารถทรงตัวในแดนบวกและเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยจากเดือนก่อนหน้า ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราว่าเยอรมันจะเป็นประเทศที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งที่สุดในยุโรป

**Fund Flow** ไหลออกจากตราสารหนี้สหรัฐฯ กลับมาเข้าลงทุนในตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่ (EM Bonds) และตลาดหุ้นทั่วโลก หุ่นในตลาดเกิดใหม่ได้รับเงินทุนไหลเข้าต่อเนื่องตั้งแต่เดือน มี.ค.

จากข้อมูลการเคลื่อนไหวเงินทุนของ EPFR ซึ่งให้เห็นว่า Fund Flow ได้ไหลออกจากตลาดตราสารหนี้สหรัฐฯ ในช่วงกลางเดือน มิ.ย. เป็นครั้งแรก หลังจากที่เคยไหลเข้าอย่างต่อเนื่องในช่วง 14 สัปดาห์ก่อนหน้านี้ และทำให้ Yield พันธบัตร 10 ปีของสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง จาก 3% เมื่อต้นปี มาทำจุดต่ำสุดที่ 2.45% ในช่วงปลายเดือนพ.ค.

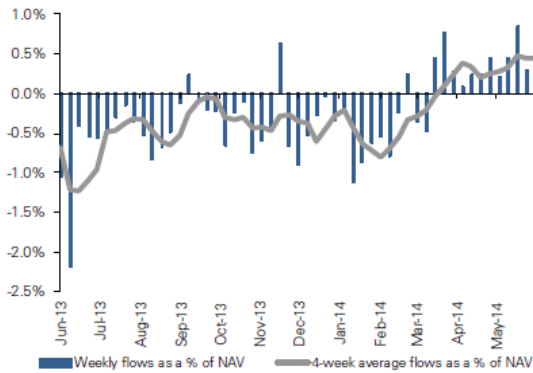
แผนภาพที่ 2: Fund Flow ไหลออกจากตลาดตราสารหนี้สหรัฐฯ ในช่วงกลางเดือน มิ.ย.



ที่มา: EPFR, Deutsche Bank

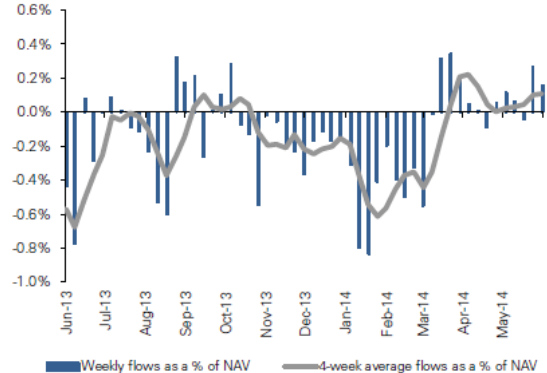
Emerging Market ได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งในตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ ได้รับเงินทุนไหลเข้าต่อเนื่องตั้งแต่เดือนมีนาคม โดยเฉพาะตลาดหุ้นในเอเชีย ซึ่งมีเงินทุนไหลเข้ามากที่สุดในช่วงสัปดาห์สุดท้ายของเดือน มิ.ย. หลังจากตัวเลข PMI ของจีนกลับมาขยายตัว

แผนภาพที่ 3: Fund Flow ไหลเข้าตราสารหนี้ EM



ที่มา: EPFR, Deutsche Bank

แผนภาพที่ 4: Fund Flow ไหลเข้าตลาดหุ้น EM



**ความแตกต่างของการดำเนินนโยบายการเงินของเศรษฐกิจหลักจะเป็นประเด็นสำคัญต่อการลงทุนในช่วงครึ่งหลังของปี**

การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งในอังกฤษและสหรัฐฯ จะนำไปสู่การดำเนินนโยบายทางการเงินที่มีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น โดยตลาดคาดว่าธนาคารกลางอังกฤษจะเป็นประเทศแรกที่มีการขึ้นดอกเบี้ยในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปีนี้ เพื่อชะลอเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างรวดเร็ว และชะลอความร้อนแรงในตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาเกินระดับสูงสุดในปี 2007 ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจโลก ส่วนในสหรัฐฯ การลดลงของอัตราการว่างงานที่อยู่ใกล้เคียง 6% ในปัจจุบันและอัตราเงินเฟ้อที่เริ่มเร่งตัวขึ้น น่าจะทำให้ Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในช่วงกลางปีหน้า

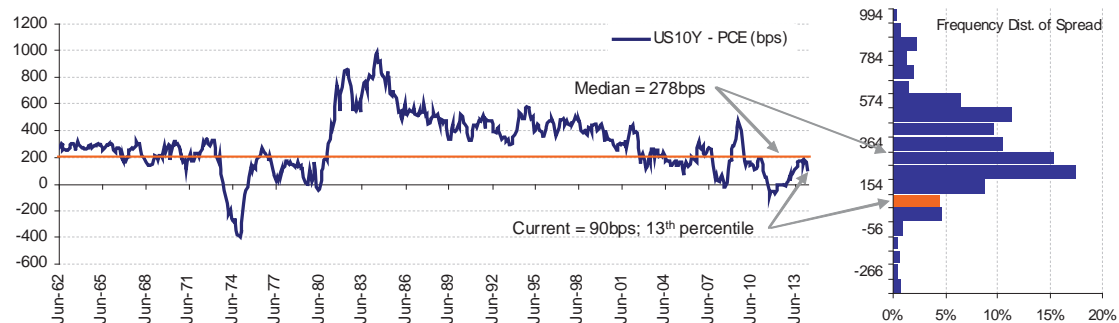
ในทางกลับกันเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศยุโรปและญี่ปุ่น ที่ยังอยู่ในช่วงต้นของการฟื้นตัว และอัตราเงินเฟ้อที่ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ยังทำให้มีความจำเป็นในการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเพื่อประคับประคองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ หลายฝ่ายคาดว่าทั้งธนาคารกลางของญี่ปุ่นและยุโรป อาจใช้มาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE) เพิ่มเติมภายในครึ่งหลังของปีนี้ เพื่อแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อต่ำ

ความแตกต่างของทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินดังกล่าว น่าจะส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (และปอนด์) แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่นๆ และทำให้ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้น ส่วนต่างระหว่าง Yield พันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ (2.5%) และเงินเฟ้อ (PCE Deflator, 1.6%) อยู่ที่ 90bps ซึ่งเป็นระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับในอดีต (ค่ากลางของส่วนต่างอยู่ที่ 278bps) ทำให้เราเชื่อว่า Yield พันธบัตรของสหรัฐฯ มีโอกาสปรับตัวขึ้นอีกมาก เมื่อเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น และการปรับขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate เริ่มใกล้เข้ามาในช่วงครึ่งหลังของปี

แผนภาพที่ 5: ส่วนต่างระหว่าง Yield พันธบัตรสหรัฐฯ และเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับในอดีต

**US 10-year bond yield less PCE inflation**

Unit: basis point

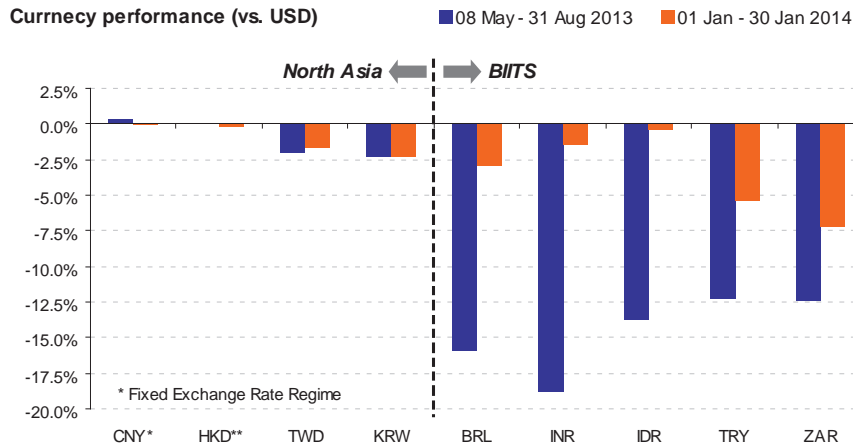


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)



การแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และการปรับตัวขึ้นของ Yield อาจทำให้เกิดการเทขายสินทรัพย์ในสกุลเงินในตลาดเกิดใหม่ที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง เช่น บราซิล, อินโดนีเซีย, อินเดีย, ตุรกี และแอฟริกาใต้ เหมือนเช่นที่เคยเกิดขึ้นมาแล้ว ในช่วงไตรมาสสามของปีที่แล้ว และช่วงต้นปีที่ผ่านมา แต่ในทางตรงกันข้าม ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในเอเชียเหนือและญี่ปุ่น จากดุลการค้าที่สูงขึ้น

แผนภาพที่ 6: ความเคลื่อนไหวของค่าเงินสกุลต่างๆ เทียบดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ตลาดมีความกังวลต่อ QE



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

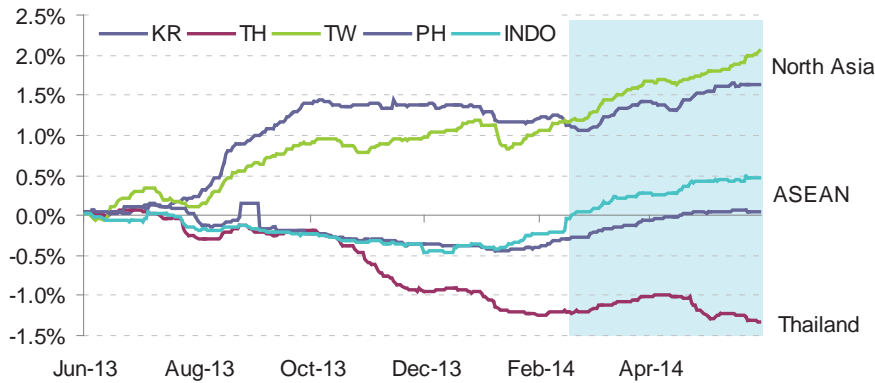
## ตลาดหุ้น

ด้วยภาพการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกที่ยังคงดำเนินไปอย่างต่อเนื่อง เรายังคงมุมมองว่าหุ้นจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนได้ดีอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยเฉพาะหุ้นในกลุ่มเอเชียเหนือ ซึ่งซื้อขายที่ Valuation ที่ถูกกว่า และได้รับประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และตลาดหุ้นญี่ปุ่น ซึ่งเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง และยังมีปัจจัยบวกจากการปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้นของกองทุน GPIF และการลดภาษีนิติบุคคลรออยู่ในอนาคต สำหรับในยุโรปเรายังแนะนำให้นั่งลงทุนเฉพาะในเยอรมัน เนื่องจากเศรษฐกิจมีความเสี่ยงต่ำและตลาดหุ้นยังซื้อขายที่ Valuation ที่สมเหตุสมผล

**ตลาดหุ้นเอเชียเหนือได้รับ Fund Flow มากที่สุดจากการไหลกลับของเงินทุนสู่ตลาดเกิดใหม่ ส่วนตลาดหุ้นไทย เงินทุนต่างชาติยังไหลออกต่อเนื่อง**

นับตั้งแต่เดือน มี.ค.ที่ Fund Flow เริ่มไหลกลับเข้าลงทุนในตลาดหุ้น Emerging Market ตลาดหุ้นไต้หวันและเกาหลีใต้ เป็นตลาดที่มีเงินทุนต่างชาติไหลเข้ามากที่สุด (ราว 1% และ 0.5% ของ Market Cap ตามลำดับ) ส่วนตลาดหุ้นในกลุ่ม ASEAN เช่น ฟิลิปปินส์ และอินโดนีเซีย ก็มีเงินทุนต่างชาติไหลเข้าราว 0.5% ของ Market Cap เช่นกัน ในขณะที่ตลาดหุ้นไทยเงินทุนต่างชาติยังไหลออกต่อเนื่องนับจากการรัฐประหารในเดือน พ.ค.

แผนภาพที่ 7: ตลาดหุ้นเอเชียเหนือได้รับ Fund Flow มากที่สุดนับจากเดือน มี.ค. (1yr cumulative fund flow as % of market cap)



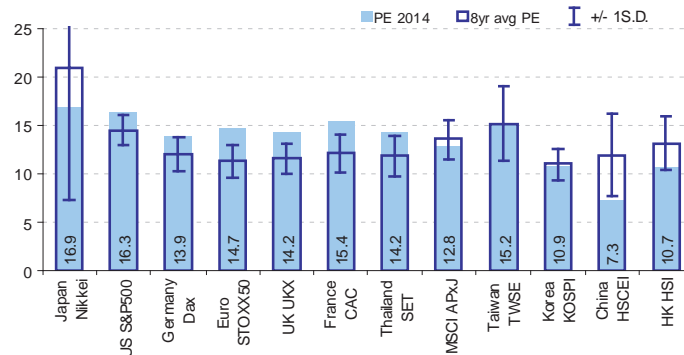
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังเชื่อว่าทิศทางของ Fund Flow จะไหลเข้าเอเชียเหนืออย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก Valuation ของตลาดที่น่าสนใจกว่า P/E ของตลาดหุ้นในเอเชียเหนือยังเทรดที่ระดับใกล้เคียงหรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ในขณะที่ตลาดหุ้นไทย สหรัฐฯ และยุโรป เทรดที่ P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ยมากกว่า 1 Standard Deviation

แผนภาพที่ 8: P/E ของตลาดหุ้น

### Price-to-earning ratios 2014F

Unit: earning multiples



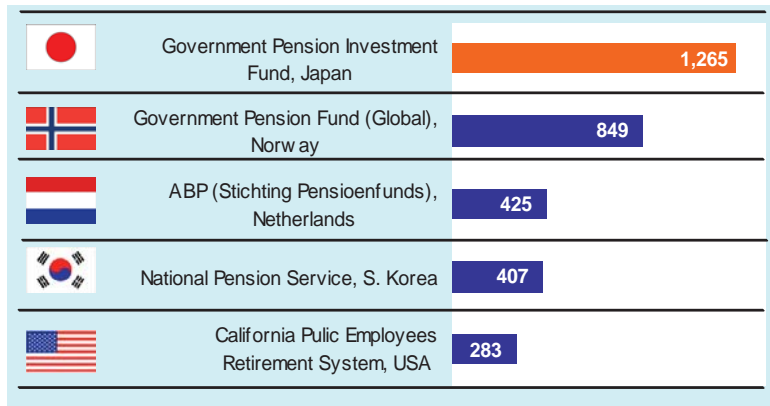
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การฟื้นตัวของตัวของเศรษฐกิจโดยเฉพาะภาคการส่งออกตามการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนในช่วงครึ่งหลังของปี ยังช่วยสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในภูมิภาคเอเชียเหนืออีกด้วย นอกจากนี้การเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงอย่างต่อเนื่องของกลุ่มเศรษฐกิจในเอเชียเหนือยังช่วยเสริมเสถียรภาพของค่าเงิน และจำกัดความเสี่ยงการถูกเทขายค่าเงินในกรณีที่ตลาดเกิดความวิตกต่อการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed

### การปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้นของกองทุน GPIF และการลดภาษีนิติบุคคลจะเป็นปัจจัยบวกต่อหุ้นญี่ปุ่น

กองทุน Government Pension Investment Fund (GPIF) เป็นกองทุนบำเหน็จบำนาญของญี่ปุ่นซึ่งมีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก มีทรัพย์สินภายใต้การบริหารจำนวนราว 1.27 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ และครอบคลุมผู้รับผลประโยชน์ ซึ่งเป็นลูกจ้างเอกชน และเจ้าของกิจการส่วนตัว รวมกว่า 70 ล้านคนในญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 9: กองทุนบำเหน็จบำนาญขนาดใหญ่ที่สุดในโลก 5 อันดับ

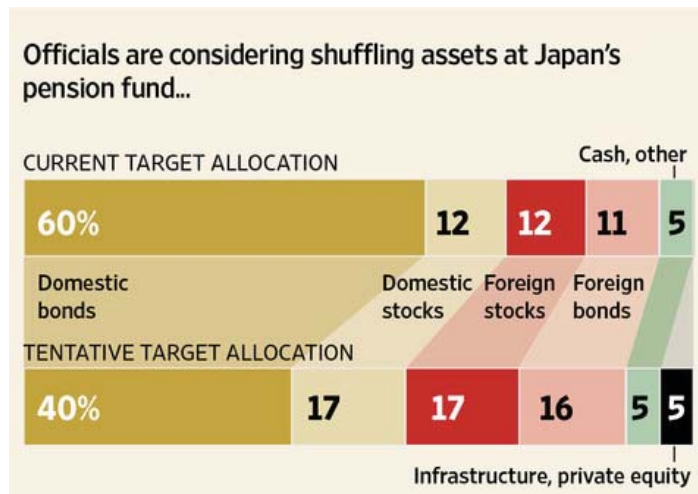


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

กองทุน GPIF มีแผนที่จะปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเพื่อเพิ่มผลตอบแทนให้สอดคล้องกับผลประโยชน์ที่กองทุนต้องจ่ายให้ผู้เกษียณที่มีจำนวนเพิ่มขึ้นในอนาคต โดยหัวหน้าฝ่ายลงทุนของกองทุนได้ให้สัมภาษณ์ในช่วงต้นเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมาว่า กองทุนมีแผนที่จะปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ต่างประเทศรวม 10% (แบ่งเป็นหุ้นและตราสารหนี้ย่อยละ 5%) และเพิ่มการลงทุนในหุ้นในประเทศอีก 5% ผู้บริหารของ GPIF คาดว่าการปรับสัดส่วนดังกล่าวจะเสร็จสิ้นในช่วงเดือน ก.ย. - ต.ค. ปีนี้

สัดส่วนการลงทุนในประเทศที่เพิ่มขึ้นนั้นคิดเป็นจำนวน 6.3 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ หรือราว 1.5% ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์ Tokyo Stock Exchange เราเชื่อว่าเม็ดเงินจำนวนดังกล่าวจะช่วยจำกัดความเสี่ยงของตลาดหุ้นได้อย่างมากในช่วงไตรมาส 3-4 ของปีนี้ นอกจากนี้สัดส่วนการลงทุนต่างประเทศที่เพิ่มขึ้นอีก 10% จะช่วยกดดันเงินเยนให้อ่อนค่าลง ซึ่งจะช่วยเพิ่มแรงกดดันต่อเงินเพื่อในญี่ปุ่น และเพิ่มผลกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทญี่ปุ่นที่ทำธุรกิจนอกประเทศเป็นส่วนใหญ่

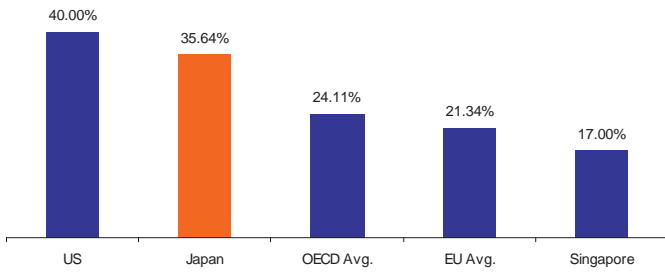
แผนภาพที่ 10: แผนการปรับเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงของ GPIF



ที่มา: Wall Street Journal

นอกจากการปรับพอร์ตการลงทุนของกองทุน GPIF แล้ว การปรับลดภาษีนิติบุคคลก็ยังเป็นอีกหนึ่งปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่นเช่นกัน โดยคณะรัฐมนตรีของญี่ปุ่นได้อนุมัติแผนการปรับลดภาษีนิติบุคคลในญี่ปุ่น ซึ่งปัจจุบันอยู่ในอัตราราว 36% ซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศพัฒนาแล้ว ให้ลดลงเหลือ 30% โดยจะทยอยปรับลดภาษีลดในช่วงเวลาหลายปีต่อจากนี้ การลดภาษีนิติบุคคลดังกล่าวจะช่วยดึงดูดเงินลงทุนจากนอกประเทศ และช่วยสนับสนุนกำไรของธุรกิจญี่ปุ่นต่อไป

แผนภาพที่ 11: อัตราภาษีนิติบุคคลในประเทศพัฒนาแล้ว



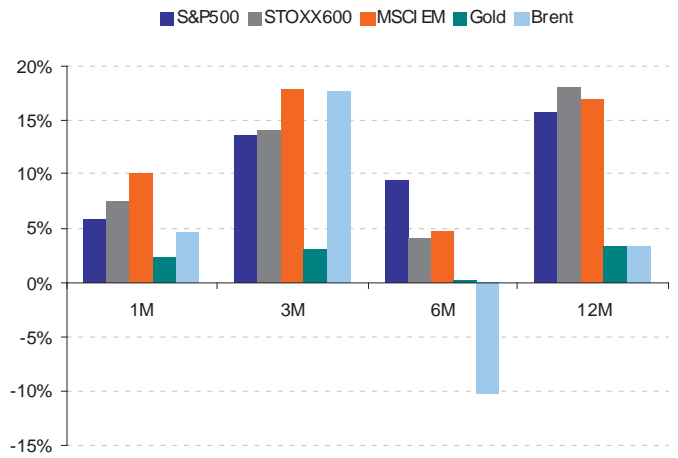
Source: KPMG, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

การอัดฉีดสภาพคล่องจากยุโรป อาจไม่ส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นมากนัก เนื่องจาก Valuation ของตลาดที่อยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะตลาดสหรัฐฯ และ peripheral Europe

ในวันที่ 5 มิ.ย. ECB ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Main Refinancing Rate) ลง 10bps และลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกับ ECB (Deposit Facility) ลงเป็น -0.1% ซึ่งเป็นการประกาศใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ นอกจากนี้ ECB ยังให้วงเงินสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำระยะยาว (LTRO) อีก 4 ปี วงเงิน 4 แสนล้านยูโร (มากกว่าที่ตลาดคาด) โดยธนาคารพาณิชย์จะสามารถกู้เงินจากธนาคารกลางได้ถึง 7% ของ ยอดเงินที่ปล่อยกู้แก่ภาคธุรกิจ (ไม่รวมเงินกู้เพื่อที่อยู่อาศัย) ที่อัตรา 0.25% และระงับการดูดซับสภาพคล่องภายใต้มาตรการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (Securities Markets Programme) รวมถึงขยายเวลาเงินกู้ฉุกเฉินไม่จำกัดจำนวนไปจนถึงปี 2559 เพื่อแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อต่ำ และกระตุ้นการกู้ยืมภาคธุรกิจเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

ตลาดหุ้นตอบรับเป็นอย่างดีต่อการประกาศใช้มาตรการ LTRO ในครั้งก่อน โดย ECB ประกาศใช้ LTRO ครั้งแรกในวันที่ 21 ธ.ค. 2011 และประกาศเพิ่มวงเงินอีกครั้งในวันที่ 29 ก.ค. 2012 รวมวงเงินที่มีการปล่อยกู้ 1 ล้านล้านยูโร ซึ่งทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับขึ้นเป็นอย่างมากในช่วง 1 ปีหลังจากนั้น โดยตลาดหุ้น Emerging Markets ให้ผลตอบแทนได้ดีกว่า Developed Markets ในช่วง 1-3 เดือนหลังประกาศ LTRO โดยเป็นผลมาจากสภาพคล่องของโลกที่เพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้เงินทุนไหลมาลงทุนในตลาดเกิดใหม่ และในระยะยาว (1 ปี) พื้นฐานเศรษฐกิจที่ดีขึ้นทำให้ตลาดหุ้นยุโรปเริ่มกลับมา Outperform

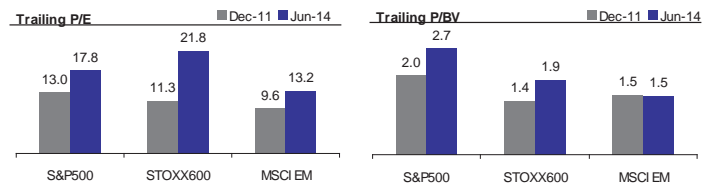
แผนภาพที่ 12: ผลตอบแทนการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ในช่วง 1 เดือน ถึง 12 เดือนหลังประกาศ LTRO (21 ธ.ค. 2011)



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าการใช้มาตรการ LTRO ในรอบนี้จะส่งผลจำกัดต่อตลาดหุ้น เนื่องจาก Valuation ที่แพงกว่าเดิมมาก โดยเฉพาะในสหรัฐฯ และยุโรป ซึ่งปัจจุบันซื้อขายที่ P/E แพงกว่าในปี 2011 เป็นอย่างมาก ส่วนตลาดหุ้น EM ยังเทรดที่ระดับ P/BV ใกล้เคียงกับช่วงปี 2011 จึงน่าจะยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นได้มากกว่าในรอบนี้

แผนภาพที่ 13: Valuation ของตลาดหุ้น ณ ธ.ค. 2011 เทียบกับปัจจุบัน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

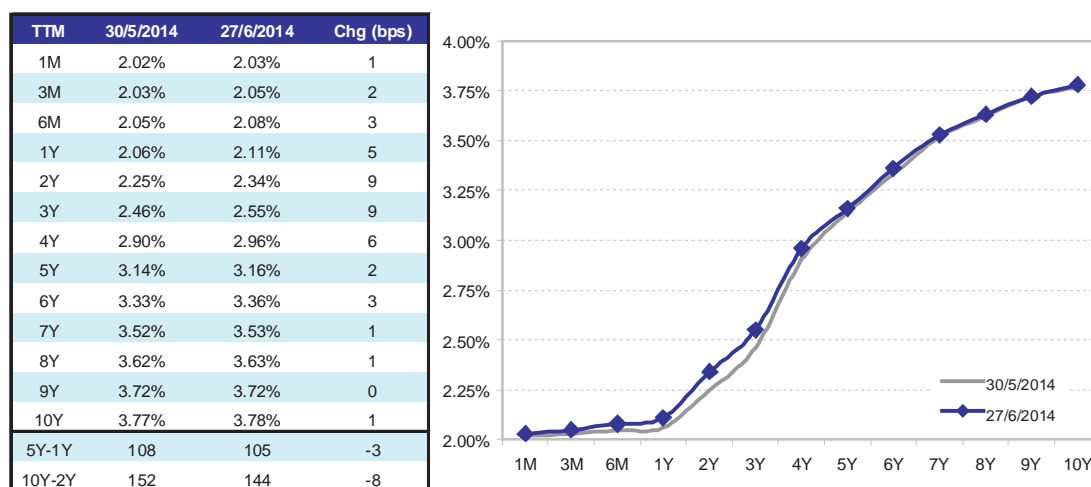
## ตลาดตราสารหนี้

เราคาดว่าสปท. จะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2% ไปตลอดปีนี้ เนื่องจากแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น และคาดว่าสปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงต้นปี 2015 เราเชื่อว่า Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้นอีกนับจากนี้ จึงยังคงแนะนำลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

### Yield พันธบัตรอายุ 2-4 ปีปรับตัวขึ้น ตาม Yield พันธบัตรระยะยาว

Yield พันธบัตรอายุ 2-4 ปีปรับตัวขึ้น 6-9 bps ในเดือนมิ.ย. ตามการปรับตัวขึ้นของ Yield พันธบัตรระยะยาวที่ปรับตัวขึ้นแรง 12-14 bps ในเดือนก่อนหน้า ทำให้ความชันของ Yield curve ลดลงจาก 152bps เป็น 144bps ในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 14: Yield พันธบัตรอายุ 2-4 ปีปรับตัวขึ้น 6-9 bps ในเดือน มิ.ย.



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราเชื่อว่า Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้นอีกนับจากนี้ และคงแนะนำลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

ความชันของ Yield Curve ที่อยู่ในระดับต่ำในปัจจุบันมีความเสี่ยงปรับตัวสูงขึ้นหากเศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งหลังของปีเริ่มมีแนวโน้มดีขึ้น รวมถึงแรงกดดันเงินเฟ้อที่เริ่มมีมากขึ้น นอกจากนี้แผนการกู้ยืมของรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นเพื่อรองรับลงทุนโครงสร้างพื้นฐานในปีหน้า ยังเป็นปัจจัยกดดันการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวอีกปัจจัยหนึ่ง

## การลงทุนทางเลือก

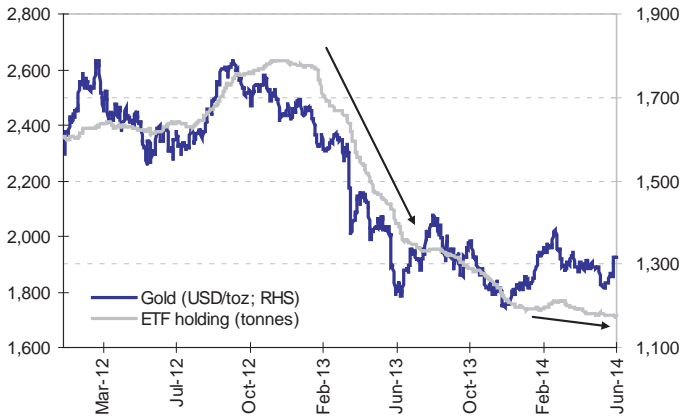
เราปรับเพิ่มคำแนะนำการลงทุนในทองคำจาก “ขาย” เป็น “ถือ” เนื่องจากเชื่อว่าแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี จะช่วยจำกัด Downside ของราคาทองคำ อย่างไรก็ตาม Upside ยังไม่มากนัก เนื่องจากยังถูกกดดันจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่มีทิศทางแข็งค่าขึ้น และการขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย Fed Funds Rate ของสหรัฐฯ ส่วนนี้มัน เรายังคงคำแนะนำขายเนื่องจากประเด็นความกังวลต่ออุปทานจากอิรัก เริ่มมีน้ำหนักลดน้อยลง

### ทองคำ

เราเริ่มมีมุมมองที่ดีขึ้นต่อการลงทุนในทองคำและได้เปลี่ยนมุมมองจาก ‘ขาย’ เป็น ‘ถือ’ จากประเด็นดังต่อไปนี้ 1) การขายทองคำผ่านกองทุน ETF ที่ชะลอตัวลงอย่างชัดเจนและน่าจะสะท้อนให้เห็นถึงเสถียรภาพต่อราคาทองคำมากขึ้น 2) อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ (PCE Deflator) เริ่มปรับตัวสูงขึ้นสู่ระดับ 1.6% YoY ในเดือนเม.ย. ที่ผ่านมา และถือเป็นปัจจัยบวกต่อทองคำที่เป็น Inflation Hedge อย่างไรก็ตามราคาทองคำยังคงมีปัจจัยกดดันในปัจจุบันอยู่บ้าง เช่น 1) ทิศทางการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จากการลด QE ของ Fed และการที่ธนาคารกลางของญี่ปุ่นและยุโรปยังคงใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงิน 2) การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายระยะสั้น (Fed Fund Rate) ของ Fed ในช่วงต้นปี 2015



แผนภาพที่ 15: การขายทองคำผ่านกองทุน ETF เริ่มชะลอตัวลงอย่างชัดเจนตั้งแต่ช่วงเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

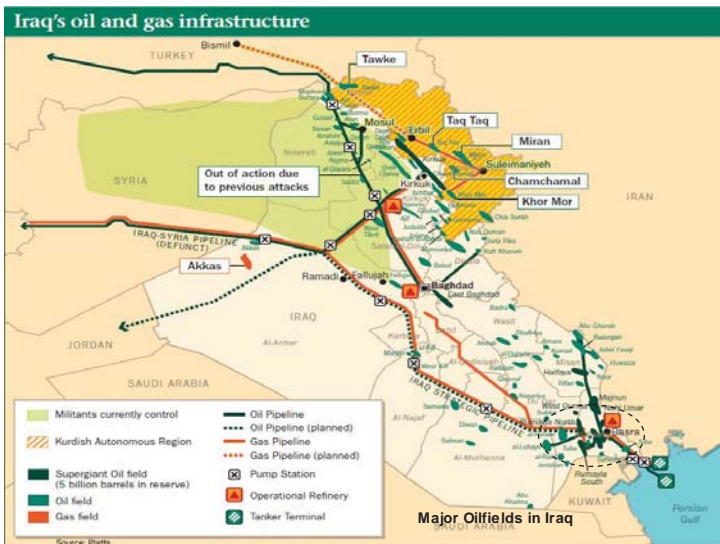
## น้ำมัน

เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน เนื่องจาก 1) การผลิตน้ำมันในอิรักยังไม่ถูกกระทบและมีความเป็นไปได้ยากที่กลุ่มกบฏในอิรักจะสามารถเข้ายึดแหล่งผลิตน้ำมันดิบหลักในตอนใต้ได้ 2) ซาอุดีอาระเบียมีกำลังการผลิตน้ำมันส่วนเกิน (Spare Capacity) พอเพียงที่ชดเชยความเสี่ยงต่ออุปทานน้ำมันของอิรักได้ 3) อัตราการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอยู่ใกล้เคียงสถิติสูงสุด

**การผลิตน้ำมันในอิรักยังไม่ถูกกระทบและมีความเป็นไปได้ยากที่กลุ่มกบฏในอิรักจะสามารถเข้ายึดแหล่งผลิตน้ำมันดิบหลักในตอนใต้ได้**

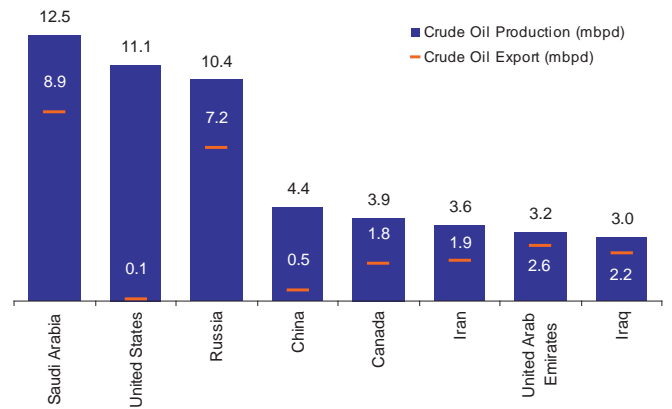
ตั้งแต่กลุ่มกบฏเข้ายึดพื้นที่ทางเหนือและตะวันออกของอิรัก ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของอิรักลดลงเพียง 3 แสนบาร์เรลเป็น 3.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งอิรักน่าจะสามารถคงระดับดังกล่าวได้ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ยากที่กลุ่มกบฏจะสามารถเข้ายึดพื้นที่ทางตอนใต้ซึ่งเป็นแหล่งผลิตน้ำมันดิบที่สำคัญของอิรักได้ โดยเฉพาะหลังจากที่สหรัฐฯ เริ่มเข้ามาแทรกแซง ในขณะที่ราคาน้ำมันได้ปรับตัวขึ้นสะท้อนความเสี่ยงต่ออุปสงค์ของอิรักซึ่งเป็นหนึ่งในประเทศที่ผลิตและส่งออกน้ำมันมากที่สุดในโลกไปมากแล้ว

แผนภาพที่ 16: การต่อสู้ระหว่างรัฐบาลอิรักและกลุ่มกบฏอยู่ทางตอนบนของอิรักและเป็นไปได้อย่างที่กระทบแหล่งผลิตน้ำมันดิบหลักทางตอนใต้



Source: Platts

แผนภาพที่ 17: อิรักเป็นหนึ่งในประเทศที่ผลิตและส่งออกน้ำมันมากที่สุดในโลก

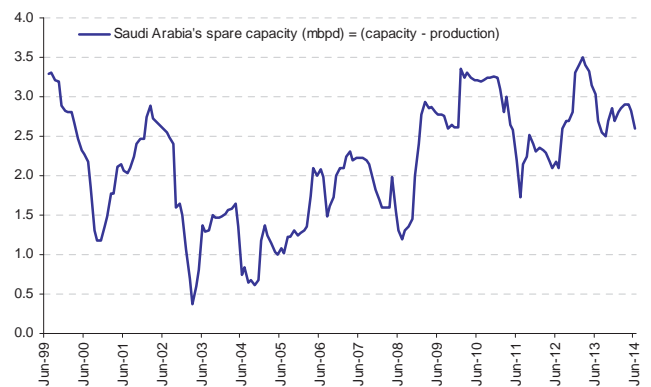


Source: U.S. Energy Information Administration (EIA), TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**ซาอุดีอาระเบียมีกำลังการผลิตน้ำมันส่วนเกิน (Spare Capacity) พอเพียงที่ชดเชยความเสี่ยงต่ออุปทานน้ำมันของอิรักได้**

ประเทศซาอุดีอาระเบียได้กล่าวในช่วงปลายเดือน มิ.ย. ว่ายังคงมีกำลังการผลิตส่วนเกินพอเพียงที่จะช่วยชดเชยอุปทานน้ำมันของอิรักหากการผลิตน้ำมันในตอนใต้ของอิรักต้องหยุดไปจากความไม่สงบ โดยในปัจจุบันซาอุดีอาระเบียผลิตอยู่ที่ 9.9 ล้านบาร์เรลต่อวันเทียบกับกำลังการผลิตที่ 12.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทำให้เหลือกำลังการผลิตส่วนเกินที่ 2.6 ล้านบาร์เรล ซึ่งถือว่าเป็นระดับที่เพียงพอต่อความเสี่ยงดังกล่าว ทำให้เรายังคงเชื่อว่าน้ำมันอุปทานน้ำมันดิบ BRENT ยังคงอยู่ในระดับสูง

แผนภาพที่ 18: กำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare Capacity) ของซาอุดีอาระเบียในปัจจุบันที่ 2.5 ล้านบาร์เรลต่อวันถือเป็นระดับสูง

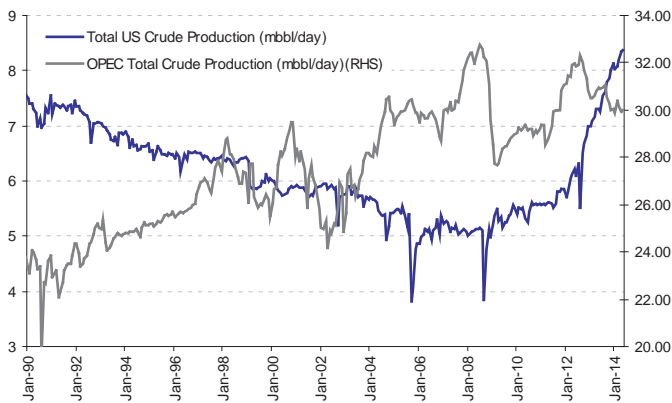


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

**อัตราการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอยู่ใกล้เคียงสถิติสูงสุด ยังคงเป็นปัจจัยกดดันต่อราคาน้ำมันดิบ WTI**

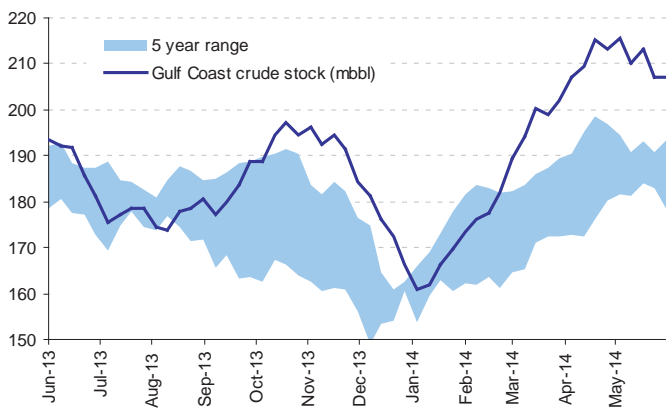
ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอยู่ในระดับใกล้เคียงสถิติสูงสุดจากการผลิตน้ำมัน Shale Oil ส่งผลให้สต็อกน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นตามเช่นกัน ซึ่งเราเชื่อว่าอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยกดดันต่อราคาน้ำมันดิบในสหรัฐฯ นอกจากนี้สหรัฐฯ จะสามารถผ่อนคลายนโยบายจนสามารถส่งออกน้ำมันดิบได้อย่างเต็มที่

แผนภาพที่ 19: ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ อยู่ใกล้ระดับสถิติสูงสุดในขณะที่ปริมาณการผลิตของ OPEC อยู่ในระดับสูงเช่นกัน



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 20: สต็อกน้ำมันดิบที่อ่าวเม็กซิโกยังคงทิศทางการปรับตัวขึ้นจากปริมาณการผลิต Shale Oil ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



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

**สหรัฐฯ ได้อนุญาตให้ส่งออกน้ำมันในรูปคอนเดนเสท (Condensate) ในช่วงปลายเดือน มิ.ย.**

ในช่วงปลายเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา สหรัฐฯ ได้มีการอนุญาตให้ 2 บริษัทสามารถส่งออกผลิตภัณฑ์จากน้ำมันดิบที่เรียกว่า 'Condensate' ซึ่งการตีความทางกฎหมายถือว่าคอนเดนเสทเป็นน้ำมันที่ผ่านกระบวนการแล้วและไม่ใช่น้ำมันดิบที่ไม่สามารถส่งออกตามกฎหมายสหรัฐฯ ได้โดยทาง EIA

คาดว่าสหรัฐฯ สามารถผลิตคอนเดนเสทได้เฉลี่ยที่ 6.5 แสนบาร์เรลต่อวัน และส่งออกราว 5 แสนบาร์เรลต่อวัน อย่างไรก็ตามมาตรการดังกล่าวถือเป็นเพียงการตีความทางกฎหมายและยังไม่ถือเป็นการผ่อนคลายนโยบายส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ในปัจจุบัน

## TISCO Economic Strategy Unit

### ดร.กำพล อดีเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

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

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

### คมนตรี ประกอบผล

Senior Strategist

- ปรินซิพาโท บริหารธุรกิจ (การเงิน)  
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาตรี วิศวกรรมศาสตร์  
สถาบันเทคโนโลยีนานาชาติสิรินธร มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทีเอสไอ กว่า 5 ปี

### ศรันต์ สุนันท์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซิพาโท เศรษฐศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาตรี เศรษฐศาสตร์  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

### อภิชาติ วิเศษย์กิจการ

Economist

- ปรินซิพาโท เศรษฐศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาตรี วิศวกรรมศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### วี โกวิทยา

Research Assistant

- ปรินซิพาตรี บริหารธุรกิจ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

Research Assistant

- ปรินซิพาตรี เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรตินิยม)  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

### พิมพ์พรรณ ประวังสุข

Research Assistant

- ปรินซิพาตรี 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.tiscoverwealth.com](http://www.tiscoverwealth.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	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		
จันทร์ - ศุกร์	เพชรบุรีตัดใหม่	: 02 318 3717	อาคารคีนท์	: 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		

### 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	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	ไผ่สีทอง	: 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 ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว