

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตการลงทุน
Global Asset Allocation



AUGUST 2014

- ตลาดกำลังจับตามองการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate โดยหากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ยังคงขยายตัวได้ดีเกินคาด ก็อาจเป็นปัจจัยที่จะสร้างความผันผวนต่อตลาดการเงิน และสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงที่เหลือของปีนี้
- ตลาดหุ้นในเอเชียเหนือยังให้ Risk Premium ที่สูง เราเชื่อว่า Risk Premium ดังกล่าวนี้น่าจะหดแคบลงตามการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจในเอเชียที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- เรายังคงแนะนำ Overweight ในตลาดหุ้นเอเชียเหนือ และแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดหุ้นยุโรป ปรับฐาน ในการซื้อสะสมหุ้นเยอรมัน

Wealth Strategy

กลยุทธ์จัดพอร์ตลงทุน
Global Asset Allocation

Contents

◦ Executive Summary	3
◦ Investment Outlook	6
◦ ตลาดหุ้น	11
◦ ตลาดตราสารหนี้	15
◦ การลงทุนทางเลือก	17



TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

คมศร ประกอบพล

ศรันต์ สุนันท์สถาพร

อภิชาติ วิศิษฏ์กิจการ

วี โกวิทยา

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

พิมลพรรณ ประวังสุข

ธนาคารทีเอสซี จำกัด (มหาชน)

43/2 อาคารทีเอสซีทาวเวอร์ 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 บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทีเอสซีไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

Executive Summary

ตลาดกำลังจับตามองการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate เพื่อให้สอดคล้องกับอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ และเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น โดยหากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกา ยังคงขยายตัวได้ดีเกินคาดนับจากนี้ ก็อาจทำให้ตลาดเริ่มปรับมุมมองต่อการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ให้เร็วขึ้นกว่าที่คาดไว้ ซึ่งอาจเป็นปัจจัยลบที่สำคัญที่จะสร้างความผันผวนต่อตลาดการเงินทั้งตราสารหนี้ ตราสารทุน และสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงที่เหลือของปีนี้

ผลกระทบของการขึ้น Fed Funds Rate นั้นอาจมีความแตกต่างกันไปตามประเภทสินทรัพย์ กล่าวคือ สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล นั้นอาจถูกกระทบมากกว่า สินทรัพย์ความเสี่ยงสูงเช่น หุ้น หรือ High Yield Bond เนื่องจากการประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ความเสี่ยงต่ำนั้นไม่มี Risk Premium ซึ่งจะช่วยให้ดูดซับความผันผวนของการขึ้นอัตราดอกเบี้ย Risk-free

ตลาดหุ้นในเอเชียเหนือยังให้ Risk Premium ที่สูงทั้งเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ และค่าเฉลี่ยในอดีต เราเชื่อว่า Risk Premium ดังกล่าวนั้นมีแนวโน้มที่จะหดแคบลงตามการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจในเอเชียที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา และช่วยจำกัดผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยต่อตลาดหุ้น ส่วนประเทศ Emerging Market อื่นๆ อาจเผชิญความเสี่ยงจากการไหลออกของเงินทุน

เรายังคงมุมมองว่าตลาดหุ้นเอเชียเหนือจะ Outperform ตลาดหุ้นในภูมิภาคอื่นๆ ต่อไป เนื่องจาก Valuation ที่ถูกกว่า และตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องจะทำให้เงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง และแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดหุ้นยุโรปปรับฐาน ในการซื้อสะสมหุ้นเยอรมัน

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,502	-1.1%	-2.7%	1.1%	6.2%	17.9%	15.7%	4.5%
Philippines PCOMP	6,865	0.0%	-0.4%	0.6%	2.3%	13.6%	16.6%	3.1%
Indonesia JCI	5,089	-0.2%	0.0%	5.0%	5.6%	17.2%	19.1%	9.2%
Singapore STI	3,374	0.6%	1.0%	4.1%	3.3%	11.5%	6.5%	4.0%
Malaysia KLCI	1,871	-0.4%	0.0%	-0.4%	0.0%	3.7%	0.2%	5.3%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	24,757	0.1%	2.5%	6.8%	11.9%	12.4%	6.2%	12.1%
China H HSCEI	11,130	0.1%	1.7%	7.7%	13.8%	13.4%	2.9%	14.5%
MSCI China	66	0.0%	1.5%	7.3%	13.7%	11.9%	4.6%	16.3%
China A CSI300	2,350	1.2%	5.1%	8.6%	8.9%	6.7%	0.9%	4.7%
Taiwan TWSE	9,316	-1.4%	-2.2%	-1.3%	6.0%	10.1%	8.2%	15.6%
Korea KOSPI	2,074	-0.3%	2.1%	3.9%	5.8%	7.0%	3.2%	8.1%
MSCI Korea	603	-0.9%	2.3%	3.4%	6.0%	7.3%	2.3%	10.8%
India SENSEX	25,895	-0.7%	-1.0%	1.9%	15.5%	26.2%	22.3%	33.9%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	5,566	0.2%	0.9%	4.8%	3.4%	8.5%	5.2%	11.3%
Japan TOPIX	1,279	-0.2%	0.6%	1.0%	9.1%	5.6%	-1.0%	10.8%
Japan Nikkei 225	15,513	-0.2%	1.1%	1.9%	7.8%	4.7%	-4.1%	11.5%
Europe STOXX600	336	-1.3%	-2.4%	-1.7%	-0.6%	4.2%	2.4%	12.2%
Euro STOXX50	3,116	-1.7%	-3.2%	-3.5%	-2.6%	3.4%	0.2%	12.5%
US Dow Jones	16,563	-1.9%	-3.0%	-1.6%	-0.1%	5.5%	-0.1%	6.9%
US S&P500	1,931	-2.0%	-2.9%	-1.5%	2.5%	8.3%	4.5%	14.5%
MSCI US REITs	1,029	-1.5%	-2.3%	-0.1%	2.7%	10.8%	15.3%	8.1%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	6,730	-0.6%	-1.3%	-0.2%	-0.7%	3.4%	-0.3%	1.6%
Germany DAX	9,407	-1.9%	-3.9%	-4.3%	-2.0%	1.1%	-1.5%	13.7%
France CAC 40	4,246	-1.5%	-3.7%	-4.0%	-5.4%	1.9%	-1.2%	6.3%
Switzerland SMI	8,410	-1.0%	-2.6%	-1.7%	-0.8%	2.7%	2.5%	7.5%
Portugal PSI 20	5,979	-3.1%	-7.6%	-12.1%	-19.8%	-10.7%	-8.8%	4.5%
Spain IBEX 35	10,707	-2.1%	-1.4%	-2.0%	2.4%	7.9%	8.0%	27.0%
Italy FTSE MIB	20,571	-1.5%	-3.2%	-3.3%	-5.6%	5.9%	8.5%	24.8%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	55,829	-1.8%	-3.7%	5.0%	8.1%	17.2%	8.4%	15.7%
Chile IPSA	3,875	-0.8%	-1.4%	0.0%	-0.9%	12.7%	4.8%	3.8%
Mexico MEXBO	43,818	-1.1%	-1.4%	2.5%	7.6%	7.2%	2.6%	7.3%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	509	-0.5%	0.3%	3.2%	7.4%	14.7%	8.8%	15.8%
MSCI Latin America	3,399	-2.2%	-4.6%	0.9%	4.5%	17.5%	6.2%	7.8%
MSCI All Country World	423	-1.5%	-1.9%	-1.3%	2.2%	7.9%	3.5%	13.6%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	97.87	-2.1%	-3.8%	-6.8%	-1.3%	0.7%	-0.3%	-9.0%
Brent Spot	105.76	-0.5%	-2.2%	-5.6%	-1.6%	-0.4%	-4.3%	-3.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	7.89	1.61	1.55	0.90	-0.49	-1.06	-4.53	6.20
Gold Spot	1,283	-1.0%	-1.9%	-3.4%	-0.2%	1.8%	6.4%	-2.3%
Gold ETF Holdings (tonnes)	1,734	0.0%	0.1%	0.9%	0.1%	-0.3%	-1.6%	-12.0%
DB Agriculture index (USD)	119.41	0.3%	0.0%	-5.9%	-15.6%	-0.7%	-2.5%	-7.8%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	233.56	0.0%	0.1%	0.9%	1.0%	3.9%	4.3%	6.7%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	183.52	0.0%	-0.1%	0.2%	0.3%	1.6%	2.1%	3.8%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	243.97	-0.1%	0.0%	0.6%	0.6%	3.1%	3.9%	6.4%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	297.45	-0.1%	0.1%	1.2%	0.8%	4.6%	4.8%	7.0%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	207.88	-0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	2.6%	3.0%	5.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.11	0	1	-2	5	-15	-25	-44
2Y	2.38	0	2	1	17	-10	-24	-50
5Y	3.10	3	3	-7	2	-26	-31	-46
10Y	3.63	0	-1	-15	-6	-41	-35	-37
Spread 10Y-2Y	125	0	-3	-16	-23	-31	-11	13
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	2.56	0	9	-1	-6	-9	-47	-15
Japan 10Y	0.53	1	0	-2	-8	-8	-20	-26
German 10Y	1.16	-1	-2	-9	-31	-50	-77	-52
Spain 10Y	2.51	-2	-5	-16	-51	-115	-165	-215
Italy 10Y	2.70	0	-3	-15	-37	-107	-143	-171
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.95	3.6	5.1	5.4	3.5	-1.5	3.2	3.5
Dollar index	81.45	0.0%	0.5%	2.1%	2.4%	0.2%	1.8%	-1.1%
USD/THB	32.18	0.7%	1.1%	-0.6%	-0.5%	-2.2%	-1.6%	2.7%
EUR/USD	1.34	0.0%	-0.3%	-2.2%	-3.5%	-1.0%	-2.9%	1.3%
USD/JPY	102.81	-0.1%	1.0%	1.3%	0.6%	1.7%	-2.3%	3.5%

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

As of 8/1/2014

7:25:15 AM

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting						Themes
	Underweight	Neutral	Overweight				
ตราสารหนี้	■	■					<ul style="list-style-type: none"> - ดอกเบี้ยระยะยาวของไทยยังมีความเสี่ยงปรับตัวสูงขึ้นตามดอกเบี้ยในสหรัฐฯ - แนะนำลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นอายุไม่เกิน 3 ปี
ตราสารทุน							
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		■	■				<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงแสดงให้เห็นถึงการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง - แต่ P/E ของตลาดมีความเสี่ยงปรับลดลง (De-Rate) หลังจากที่ปรับขึ้นและทำระดับสถิติสูงสุดอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี - แนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นไทย		■	■				<ul style="list-style-type: none"> - แม้การเมืองจะคลี่คลายและแนวโน้มเศรษฐกิจจะดีขึ้น แต่ตลาดหุ้นไทยได้ปรับตัวขึ้นมากแล้ว ในขณะที่ Valuation ยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - ระดับ Valuation ในปัจจุบัน (P/E 7.7 x, P/B 1.2x ในปี 2014) สะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายไปมากแล้ว - ความคืบหน้าในการปฏิรูปเศรษฐกิจจีนจะช่วยยกระดับ Valuation - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจที่สูงสัญญาณฟื้นตัว - ส่วนต่างค่า P/E ระหว่างตลาดสหรัฐฯ และเอเชียอยู่ใกล้ระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี และยังเทรดที่ P/E และ P/B ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว - แนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นอาเซียน		■	■				<ul style="list-style-type: none"> - Valuation ของตลาดในกลุ่ม ASEAN ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย - แนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น				■	■	■	<ul style="list-style-type: none"> - Upside ระยะยาวจากนโยบายปฏิรูปภาษีและกระตุ้นการบริโภค - เศรษฐกิจส่งสัญญาณการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง - Valuation ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ DM - คงคำแนะนำซื้อ
ตลาดหุ้นยุโรป				■	■		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเยอรมันฟื้นตัวดีขึ้นและชัดเจนกว่าประเทศอื่นๆ ในยุโรป - Valuation ของตลาดหุ้นเยอรมันยังดูน่าสนใจ - แนะนำ Overweight ตลาดหุ้นเยอรมัน
ตลาดหุ้นละตินอเมริกา	■	■	■				<ul style="list-style-type: none"> - กำไรยังถูกกดดันจากแนวโน้มราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่อ่อนตัว - มีความเสี่ยงเงินทุนไหลออกสูง เนื่องจากขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงและ ทุนสำรองต่ำ - คงคำแนะนำขาย
การลงทุนทางเลือก							
ทองคำ				■	■		<ul style="list-style-type: none"> - การขายทองคำผ่านกองทุน ETF ชะลอตัวลงอย่างชัดเจน สะท้อนถึงเสถียรภาพต่อราคาทองคำมากขึ้น - อัตราเงินเฟ้อ (PCE Deflator) เริ่มปรับตัวขึ้น เป็นบวกต่อทองคำที่เป็น Inflation Hedge - เปลี่ยนคำแนะนำเป็นถือ
น้ำมัน		■	■				<ul style="list-style-type: none"> - ปริมาณการผลิตน้ำมันของอิรักไม่ถูกกระทบจากความไม่สงบ ในขณะที่ปริมาณการผลิตน้ำมันของลิเบียมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น - อัตราการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและอยู่ใกล้เคียงสถิติสูงสุด - คงคำแนะนำ Underweight
US REITs				■	■		<ul style="list-style-type: none"> - ดัชนีชี้วัดด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง - เงินปันผลยังมีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ - คงคำแนะนำเป็นถือ

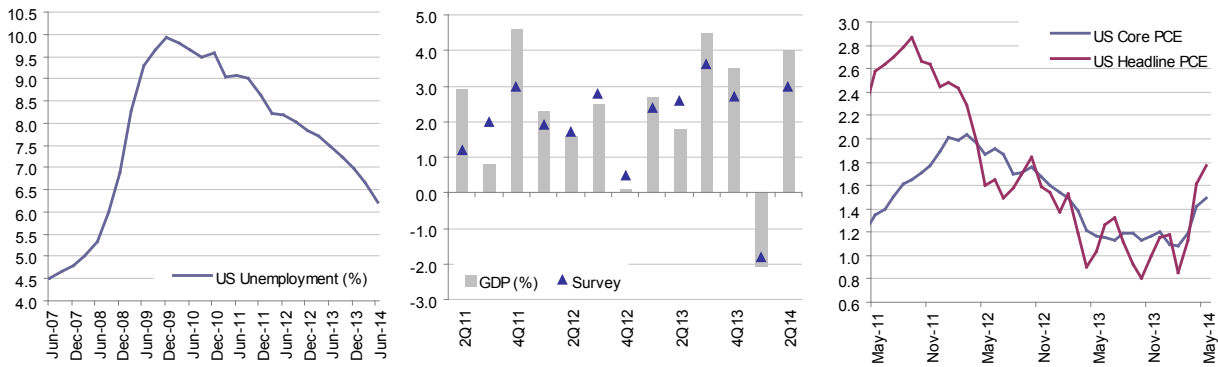
Investment Outlook

Good news is bad news: ตลาดกำลังจับตามองการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate เพื่อให้สอดคล้องกับอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ และเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น โดยหากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงขยายตัวได้ดีเกินคาดนับจากนี้ ก็อาจทำให้ตลาดเริ่มปรับมุมมองต่อการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ให้เร็วขึ้นกว่าที่คาดไว้ ซึ่งอาจเป็นปัจจัยลบที่สร้างความผันผวนต่อตลาดการเงินทั้งตราสารหนี้ ตราสารทุน และสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงที่เหลือของปีนี้

เมื่อข่าวดี กลายเป็นข่าวร้าย...

นับตั้งแต่วิกฤต Subprime ในปี 2008 ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้ส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ทั้งด้านตลาดแรงงาน ที่อัตราการว่างงานปรับลดลงอย่างต่อเนื่องจากราว 10% ในช่วงวิกฤตมาอยู่ที่ 6.2% ในปัจจุบัน และในตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ทั้งราคาและยอดขายบ้านในสหรัฐฯ ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ตัวเลข GDP ล่าสุดในไตรมาส 2 ของสหรัฐฯ ที่ขยายตัวถึง 4% QoQ saar ดีกว่าที่นักวิเคราะห์คาดไว้เป็นอย่างมาก รวมทั้งตัวเลขเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ทำให้ตลาดต้องกลับมาตั้งข้อสงสัยว่านโยบายทางการเงินที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษ เช่น การอัดฉีดสภาพคล่องผ่านมาตรการ QE และการคงดอกเบี้ย Fed Funds Rate ไว้ในระดับต่ำที่ 0-0.25% มาตั้งแต่ปลายปี 2008 เพื่อประคับประคองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงวิกฤตนั้น ยังมีความจำเป็นอยู่หรือไม่ในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 1: ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้ส่งสัญญาณฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในช่วงไตรมาส 2

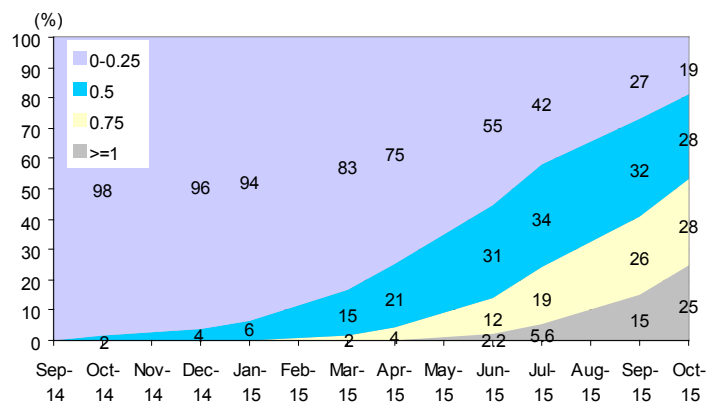


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ที่จริงแล้วข้อสงสัยดังกล่าวก็ได้รับคำตอบไปแล้วส่วนหนึ่ง จากการที่ Fed ตัดสินใจทยอยลดวงเงิน QE ลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่เดือน ธ.ค. ปีที่แล้ว และคาดว่ามาตรการ QE จะยุติลงในเดือนตุลาคม ซึ่งสะท้อนมุมมองของ Fed ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ นั้นแข็งแกร่งเพียงพอที่จะสามารถขยายตัวได้ โดยไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการอัดฉีดสภาพคล่องเพิ่มเติมต่อจากนี้

แต่คำถามที่ตลาดกำลังให้ความสนใจอยู่ในขณะนี้ ก็คือระยะเวลาในการปรับขึ้นของดอกเบี้ย Fed Funds Rate เพื่อให้สอดคล้องกับอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ และเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น โดยในปัจจุบัน ตลาดคาดว่า Fed จะปรับขึ้น Fed Funds Rate เป็นครั้งแรกในช่วงไตรมาส 3 ของปีหน้า อย่างไรก็ตาม หากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงขยายตัวได้ดีเกินคาดนับจากนี้ ก็อาจทำให้ตลาดเริ่มปรับมุมมองต่อการขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ให้เร็วขึ้นกว่าที่คาดไว้ ซึ่งอาจเป็นปัจจัยลบที่สร้างความผันผวนต่อตลาดการเงินทั้งตราสารหนี้ ตราสารทุน และสินค้าโภคภัณฑ์ในช่วงที่เหลือของปีนี้

แผนภาพที่ 2: Implied Probability of Fed Funds Target (from Fed Funds Futures)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

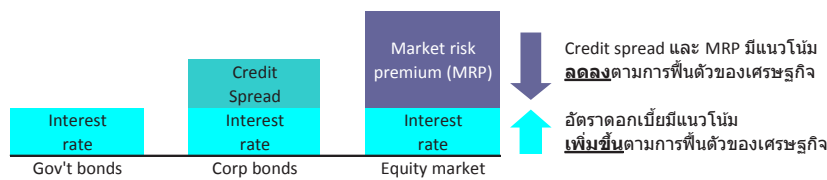
ตลาดการเงินจะผันผวนมากขึ้น แต่ตลาดพันธบัตรจะได้รับผลกระทบมากกว่าตลาดหุ้น

อัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate นับเป็นอัตราผลตอบแทนการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-free Rate) ที่ใช้อ้างอิงในการกำหนดอัตราคิดลด (Discount Rate) ในการคำนวณมูลค่าเหมาะสมของกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งเป็นพื้นฐานในการประเมินมูลค่าของตราสารทางการเงินเกือบทุกประเภท เช่น หุ้น และตราสารหนี้ ดังนั้นในทางทฤษฎี การปรับขึ้นของ Fed Funds Rate นั้นจะส่งผลให้มูลค่าเหมาะสมของสินทรัพย์ทางการเงินลดลง หากปัจจัยอื่นไม่มีการเปลี่ยนแปลง (All Else Being Equal) เนื่องจากอัตราคิดลดที่สูงขึ้น

อย่างไรก็ดี ผลกระทบของการขึ้น Fed Funds Rate ต่อมูลค่าเหมาะสมนั้นอาจมีความแตกต่างกันไปตามประเภทสินทรัพย์ กล่าวคือ สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น พันธบัตรรัฐบาล นั้นอาจถูกกระทบมากกว่า สินทรัพย์ความเสี่ยงสูงเช่น หุ้น หรือ High Yield Bond เนื่องจากการประเมินมูลค่าของสินทรัพย์ความเสี่ยงต่ำนั้นไม่มี Risk Premium ซึ่งจะช่วยลดซับความผันผวนของการขึ้นอัตราดอกเบี้ย Risk-free

Risk Premium คืออัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่ม ที่นักลงทุนต้องการเพื่อชดเชยความเสี่ยงในการลงทุนที่เพิ่มขึ้น เช่นในกรณีของตราสารหนี้เอกชน Risk Premium ก็คือ Credit Spread ที่เพิ่มขึ้นจากดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล เพื่อชดเชยความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของผู้ออกตราสาร ผู้ออกตราสารที่มีฐานะการเงินย่ำแย่ ก็จำเป็นต้องจ่ายดอกเบี้ยสูงกว่าผู้ออกตราสารที่มีฐานะมั่นคงเป็นต้น ส่วน Risk Premium ในตลาดหุ้นนั้นอาจคำนวณได้จาก ส่วนต่างของ Earning Yield (ส่วนกลับของ P/E) กับ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศนั้นๆ ดังนั้นตลาดหุ้นที่ซื้อขายที่ P/E สูง ก็จะมี Risk Premium ต่ำนั่นเอง

แผนภาพที่ 3: อัตราคิดลด (Discount Rate) ที่เพิ่มขึ้นสำหรับตราสารประเภทต่างๆ



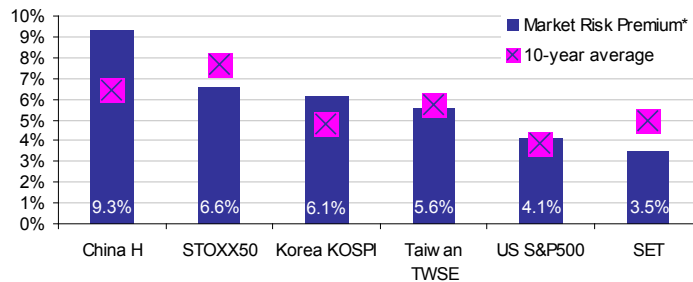
ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Risk Premium ที่สูง สะท้อนถึงความระมัดระวังในการลงทุน และในทางกลับกัน Risk Premium ที่ต่ำ อาจแสดงถึงความคาดหวังที่สูงเกินความเป็นจริง ดังนั้นในสถานการณ์ปัจจุบันที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลนั้นอยู่ในระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ และมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นต่อจากนี้ การลงทุนในสินทรัพย์ที่มี Risk Premium สูงจะช่วยลดซับความผันผวนจากการขึ้นของอัตราดอกเบี้ยได้ดีกว่า เนื่องจาก Risk Premium ที่สูงจะสามารถหดแคบลงได้ตามความเสี่ยงของตลาดหุ้นที่ลดลง เนื่องจากการขยายตัวของเศรษฐกิจ

หุ้นเอเชียเหนือให้ Risk Premium ที่สูง และน่าจะได้รับผลกระทบจำกัด

แผนภาพที่ 4 แสดงถึง Risk Premium ของตลาดหุ้นต่างๆ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดหุ้นในเอเชียเหนือ โดยเฉพาะจีน และเกาหลีใต้ยังให้ Risk Premium ที่สูงทั้งเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ และค่าเฉลี่ยในอดีต เราเชื่อว่า Risk Premium ดังกล่าวนั้นมีแนวโน้มที่จะหดแคบลงตามการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจในเอเชียที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา ในขณะที่ตลาดหุ้นไทยมี Risk Premium ต่ำกว่าตลาดอื่นๆ ค่อนข้างมาก เนื่องจากความคาดหวังที่สูงต่อการฟื้นตัวของกำไรในปีหน้า ซึ่งทำให้ตลาดหุ้นไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานลงมากกว่าตลาดอื่นๆ หากดอกเบี้ยปรับตัวขึ้น

แผนภาพที่ 4: Market Risk Premium ของตลาดหุ้นต่างๆ



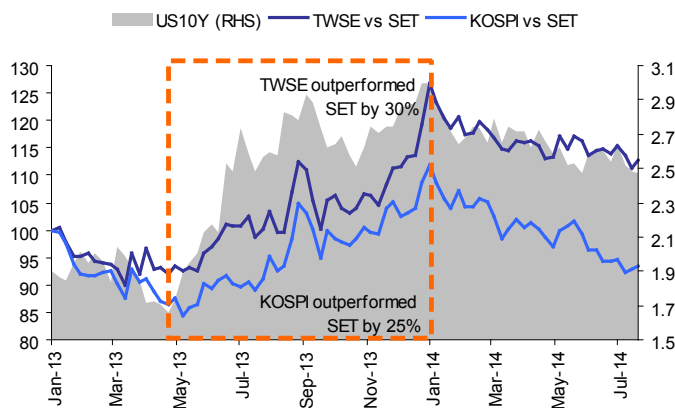
* Market Risk Premium = 12m fwd earning yield - 10yr gov't bond yield

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

นอกจาก Risk Premium ในตลาดหุ้นที่สูงกว่าแล้ว พื้นฐานเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศเอเชียเหนือที่แข็งแกร่ง มีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดสูงอย่างต่อเนื่อง ทุนสำรองระหว่างประเทศสูง และเงินเฟ้อต่ำยังช่วยเพิ่มเสถียรภาพของค่าเงินและจำกัดความเสี่ยงเงินทุนไหลออก ในช่วงที่ดอกเบี้ยสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นได้อีกด้วย

เราได้ทำการศึกษาความเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นไต้หวัน เกาหลีใต้ และไทย ในช่วงครึ่งหลังของปี 2013 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดกังวลต่อการลด QE ซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield) ของสหรัฐฯปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และพบว่าตลาดหุ้นไต้หวัน และเกาหลีใต้ Outperform ตลาดหุ้นไทยถึง 30% และ 25% ตามลำดับ เราเชื่อว่าในครึ่งหลังของปีนี้ ที่ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ จะปรับตัวขึ้นเพื่อสะท้อนแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ในปีหน้า ก็จะทำให้ตลาดหุ้นไต้หวัน และเกาหลีใต้กลับมา Outperform ตลาดหุ้นไทยอีกเช่นกัน

แผนภาพที่ 5: ตลาดหุ้นไต้หวัน และเกาหลีใต้ Outperform ตลาดหุ้นไทย ในช่วงที่ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

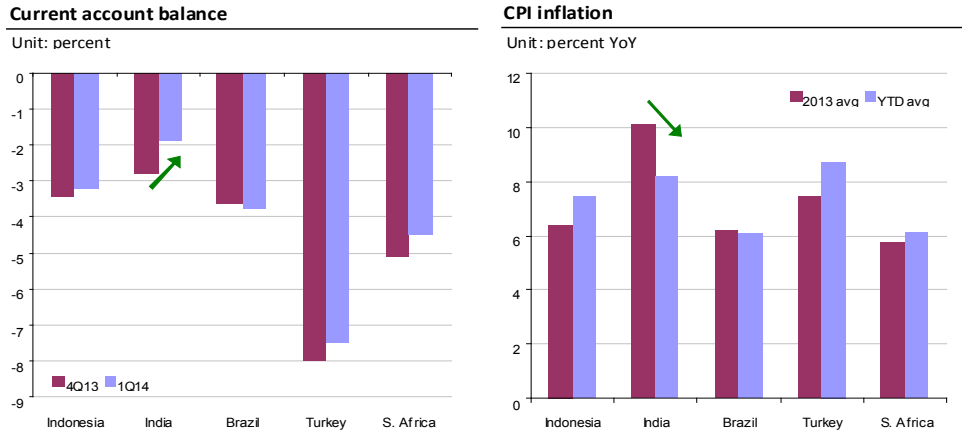
Emerging Market ยังคงเผชิญความเสี่ยงจากเงินทุนไหลออก

การขึ้นดอกเบี้ย Fed Funds Rate ในสหรัฐฯ นั้นนอกจากจะส่งผลกระทบต่อ Valuation ของตราสารทางการเงินแล้ว ยังเป็นการเพิ่มแรงกดดันให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แข็งค่าขึ้น ซึ่งอาจจุดชนวนให้เกิดการไหลออกของเงินทุน จากตลาดเกิดใหม่ เหมือนเช่นที่เคยเกิดขึ้นในช่วงไตรมาส 3 ของปีที่แล้ว และเดือนมกราคมของปีนี้ (ดูรายละเอียดใน Special Topic: “เงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่...จุดเริ่มต้นของวิกฤตเศรษฐกิจโลกหรือโอกาสในลงทุน?”; Wealth Strategy, February 2014)

ประเทศในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ที่มีความเสี่ยงจะประสบปัญหาเงินทุนไหลออก โดยมากจะเป็นประเทศที่มีเงินเฟ้อสูง และความจำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนต่างชาติในระดับสูง เช่น การมีปัญหาขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง และมีหนี้ต่างประเทศในระดับสูง โดยนักวิเคราะห์ได้จัดกลุ่มประเทศความเสี่ยงสูง 5 ประเทศ ซึ่งเรียกรวมกันว่า Fragile 5 อันประกอบไปด้วย ประเทศ อินโดนีเซีย อินเดีย บราซิล ตุรกี และแอฟริกาใต้

ซึ่งหากพิจารณาเฉพาะในกลุ่มประเทศ Fragile 5 จะพบว่า มีเพียงประเทศอินเดียเท่านั้นที่มีพัฒนาการไปในทางที่ดีขึ้น ทั้งทางด้านเงินเพื่อและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ในขณะที่เหลืออีก 4 ประเทศยังคงมีพื้นฐานเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และมีความเสี่ยงที่จะประสบปัญหาเงินทุนไหลออกอีกครั้ง

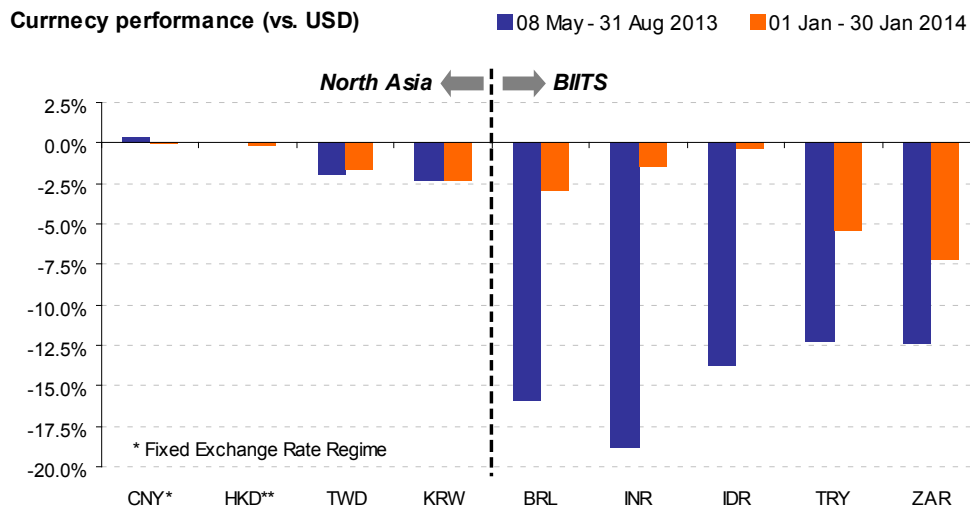
แผนภาพที่ 6: ดุลบัญชีเดินสะพัดและอัตราเงินเฟ้อของกลุ่มประเทศ Fragile 5



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ปัญหาเงินทุนไหลออกไม่ได้จำกัดอยู่แค่ในกลุ่มประเทศ Fragile 5 เท่านั้น ประเทศอื่นๆ ในตลาดเกิดใหม่ที่มีพื้นฐานเศรษฐกิจอ่อนแอ เช่น มีปัญหาด้านความสามารถในการแข่งขันในตลาดส่งออก มีหนี้ต่างประเทศสูง เงินเฟ้อสูง และเงินทุนสำรองต่ำ ก็อาจต้องเผชิญความเสี่ยงจากเงินทุนไหลออกด้วยเช่นกัน

แผนภาพที่ 7: ความเคลื่อนไหวของค่าเงินสกุลต่างๆ เทียบดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ตลาดมีความกังวลต่อ QE



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้น

เรายังคงมุมมองว่าตลาดหุ้นเอเชียเหนือจะ **Outperform** ตลาดหุ้นในภูมิภาคอื่นๆ ต่อไป เนื่องจาก Valuation ที่ถูกกว่า และตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องจะทำให้เงินทุนไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง และแนะนำให้ใช้โอกาสที่ตลาดหุ้นยุโรปปรับฐาน ในการซื้อสะสมหุ้นเยอรมัน

ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ

เรายังคงมุมมองว่าตลาดหุ้นเอเชียเหนือจะ **Outperform** ตลาดหุ้นในภูมิภาคอื่นๆ ต่อไป

เนื่องจาก 1) Valuation ของตลาดที่ยังถูกเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในโลก 2) คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณฟื้นตัว และ 3) ค่าเงินวอนของเกาหลีใต้ และดอลลาร์ไต้หวัน ที่กลับมาอ่อนค่าในเดือน ก.ค. หลังจากที่แข็งค่ามาอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2 ยังช่วยลดแรงกดดันต่อกำไรของธุรกิจส่งออกซึ่งนับเป็นสัดส่วนใหญ่ของตลาดหุ้นในทั้งสองประเทศ

ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ **Outperform** ตลาดหุ้นโลกในช่วง 1-3 เดือนที่ผ่านมา

ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ 4 ประเทศ (จีน, ฮองกง, ไต้หวัน, เกาหลีใต้) ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่นในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ตามตัวเลข GDP ของจีนในไตรมาส 2 ที่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาด และทำให้มีเงินทุนไหลเข้าในตลาดหุ้นเอเชียอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 8: ตลาดหุ้นเอเชียเหนือ Outperform ตลาดหุ้นโลกในช่วง 1-3 เดือนที่ผ่านมา

1M and 3M market price returns

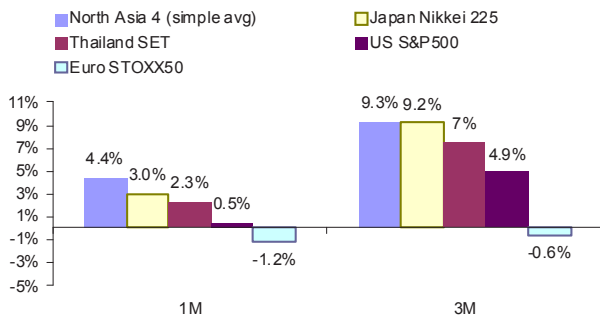
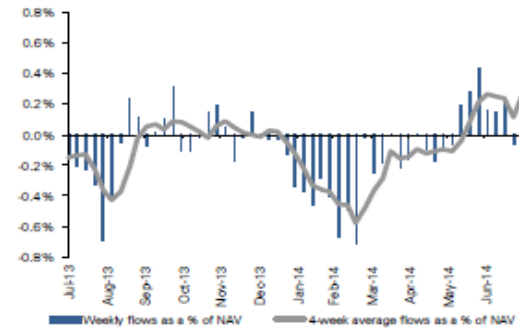


Figure 41: Flow into AxJ Equity Funds (% of assets)

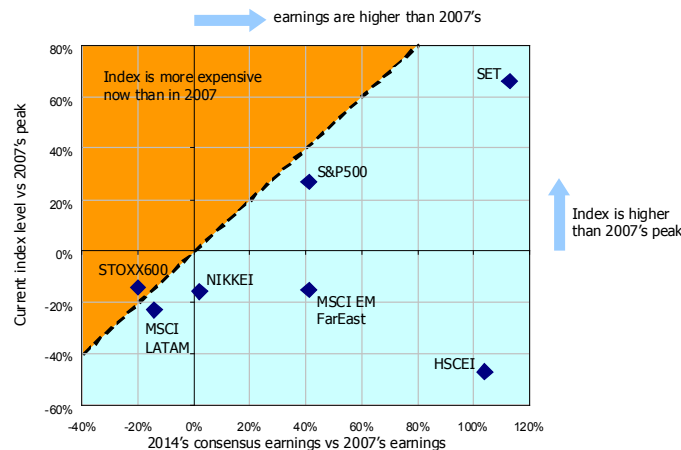


ที่มา: Bloomberg, EPFR, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (ESU); as of 30 July 2014

Valuation ของตลาดหุ้นเอเชียเหนือยังถูกเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่นๆในโลก

แผนภาพที่ 9 เปรียบเทียบผลกำไรรวมของตลาดหุ้นในปี 2014 กับปี 2007 ในแกนนอน และเปรียบเทียบระดับดัชนีในปัจจุบัน กับดัชนี ณ จุดสูงสุดในปี 2007 ในแกนตั้ง ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดหุ้นในเอเชียเหนือมี Valuation ที่ถูกกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ โดยระดับดัชนี MSCI EM FarEast (ตลาดหุ้นในเอเชีย) ยังอยู่ต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2007 อยู่ราว 20% แม้ว่าผลกำไรรวมจะมากกว่าเดิมถึง 40% ในขณะที่ตลาดหุ้นอื่นๆ เช่น สหรัฐฯและไทย ปรับตัวเพิ่มขึ้นเกินจุดสูงสุดเดิมไปแล้ว ราว 30% และ 70% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 9: ผลกำไรรวมของตลาดหุ้น (แกนนอน) และระดับดัชนี (แกนตั้ง) ในปัจจุบัน เทียบกับจุดสูงสุดในปี 2007



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ส่งสัญญาณฟื้นตัว

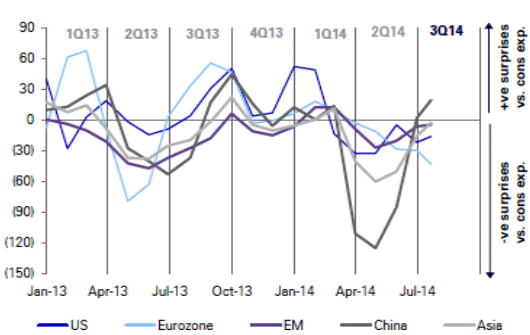
ตัวเลขเศรษฐกิจในเอเชียส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา โดยเฉพาะเศรษฐกิจจีน ซึ่งรายงานตัวเลข GDP ไตรมาส 2 และดัชนีภาคการผลิตดีกว่าที่นักวิเคราะห์คาด ซึ่งทำให้ตลาดเริ่มมีมุมมองดีขึ้นต่อการลงทุนในเอเชีย

แผนภาพที่ 10-11: ตัวเลขเศรษฐกิจในเอเชียส่งสัญญาณฟื้นตัว

China GDP and PMI
Unit: percent; index

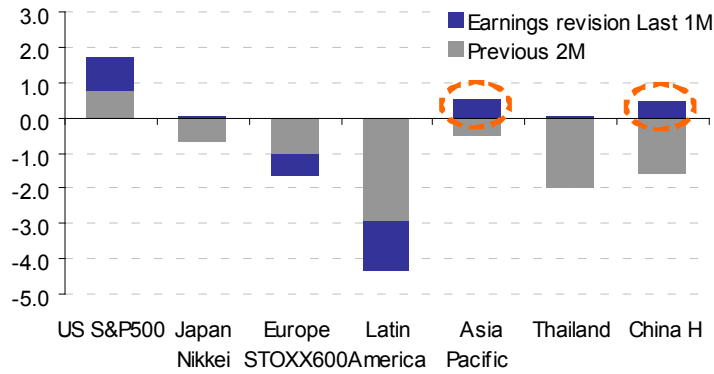


Economic Surprise Index is improving in Asia
Unit: index



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

แผนภาพที่ 12: คาดการณ์ผลกำไรของตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจ



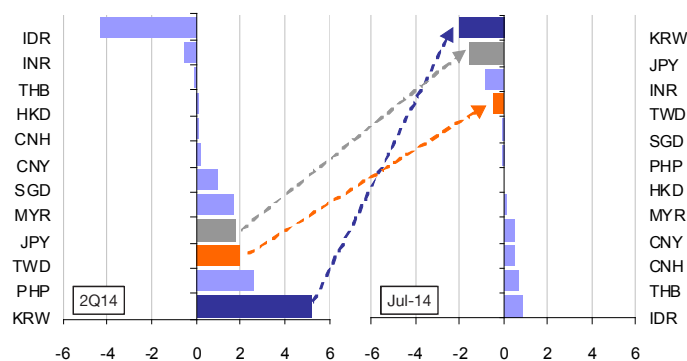
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ค่าเงินวอนและดอลลาร์ไต้หวัน อ่อนค่าในเดือน ก.ค. ช่วยลดแรงกดดันต่อกำไรของธุรกิจส่งออก

ค่าเงินวอนของเกาหลีใต้ และดอลลาร์ไต้หวัน กลับมาอ่อนค่าในเดือน ก.ค. หลังจากที่แข็งค่ามาอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2 ช่วยลดแรงกดดันต่อกำไรของธุรกิจส่งออกซึ่งนับเป็นสัดส่วนใหญ่ของตลาดหุ้นในทั้งสองประเทศ

แผนภาพที่ 13: ค่าเงินวอน, เยน และ ดอลลาร์ไต้หวัน อ่อนค่าลงในเดือน ก.ค.

Asian currencies movement against USD (%)



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ รายงานผลประกอบการในไตรมาส 2 ออกมาดีกว่าคาดเป็นอย่างมาก แต่ด้วย Valuation ที่ค่อนข้างแพง และ Earning Growth ในอนาคตที่ต่ำกว่าตลาดหุ้นในเอเชียเหนือทำให้เรายังคงคำแนะนำ Slightly Underweight

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ รายงานผลประกอบการในไตรมาส 2 ออกมาดีกว่าคาดเป็นส่วนใหญ่ โดยในจำนวน 388 บริษัทในดัชนี S&P500 ที่ประกาศผลประกอบการออกมา มีจำนวน 297 บริษัทที่ผลประกอบการดีกว่าคาด และผลกำไรรวมดีกว่าที่นักวิเคราะห์คาดไว้ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

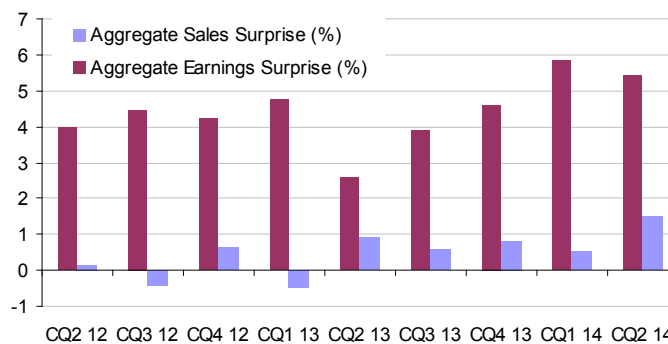
แผนภาพที่ 14: รายงานผลประกอบการในไตรมาส 2 ของดัชนี S&P500

Industry (ICB)	Reported	Sales Surprise				Earnings Surprise			
		Positive	Inline	Negative	%	Positive	Inline	Negative	%
All Securities	388 / 500	251	0	135	1.5%	297	4	86	5.4%
> Oil & Gas	33 / 42	22	0	11	3.3%	22	0	11	4.2%
> Basic Materials	21 / 23	12	0	9	1.1%	17	0	4	5.4%
> Industrials	69 / 78	38	0	31	-0.2%	52	1	16	3.1%
> Consumer Goods	47 / 62	19	0	28	-1.0%	31	1	15	3.8%
> Health Care	39 / 47	35	0	4	2.4%	37	0	2	9.1%
> Consumer Services	39 / 73	22	0	16	2.1%	28	0	10	2.7%
> Telecommunications	3 / 6	2	0	1	-0.4%	1	0	2	0.1%
> Utilities	21 / 32	15	0	6	4.4%	15	1	5	5.6%
> Financials	81 / 87	59	0	21	2.4%	67	0	14	9.4%
> Technology	35 / 50	27	0	8	0.7%	27	1	7	2.6%

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตัวเลขผลกำไรและยอดขายรวม ดีกว่าที่นักวิเคราะห์คาดไว้เป็นอย่างดี น่าพอใจ โดยผลกำไรรวมในไตรมาส 2 สูงกว่าที่นักวิเคราะห์คาดไว้ 5.4% เทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 8 ไตรมาสที่ 4.3% และยอดขายรวมดีกว่าคาด 1.5% ซึ่งเป็นการรายงานยอดขายสูงกว่าคาด (Sales Surprise) สูงสุดในรอบ 2 ปี และดีกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลังที่ 0.3%

แผนภาพที่ 15: รายงานผลประกอบการในไตรมาส 2 ของดัชนี S&P500

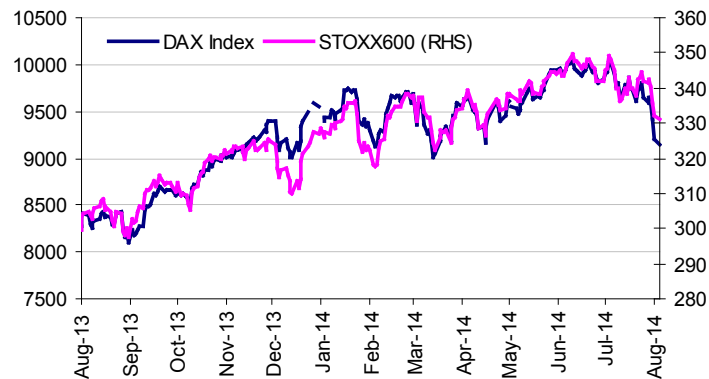


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ตลาดหุ้นยุโรป

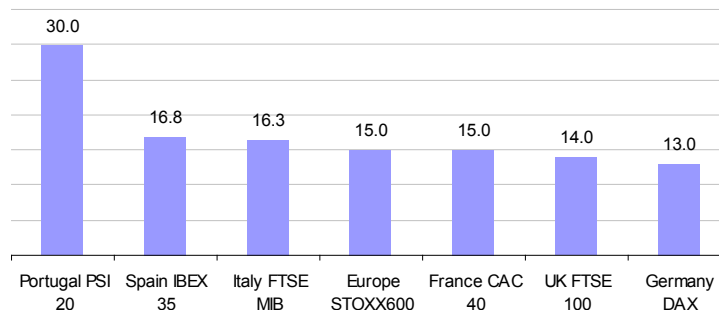
ตลาดหุ้นยุโรปปรับฐานลงแรงจากความกังวลต่อธนาคาร Banco Espirito Santo ในโปรตุเกส และมาตรการคว่ำบาตรรัสเซียของสหภาพยุโรป โดยดัชนี STOXX600 ปรับฐานลงราว 5% และ DAX ของเยอรมันปรับฐานลงราว 8% จากจุดสูงสุดในช่วงต้นเดือนก.ค. เราแนะนำให้ใช้โอกาสที่หุ้นปรับฐานนี้ในการซื้อสะสมหุ้นเยอรมัน เนื่องจากพื้นฐานเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง Valuation ที่ยังถูกที่สุดเมื่อเทียบกับยุโรป และบริษัทจดทะเบียนในเยอรมันมีความสามารถในการแข่งขันสูงและน่าจะมีผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากสองประเด็นดังกล่าว

แผนภาพที่ 16: รายงานผลประกอบการในไตรมาส 2 ของดัชนี S&P500



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 17: P/E14F ของตลาดหุ้นในยุโรป



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

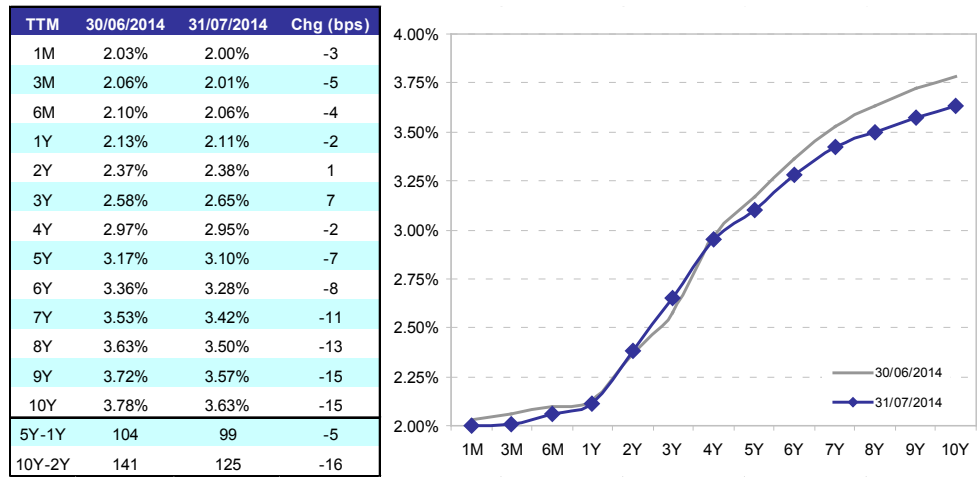
ตลาดตราสารหนี้

เราคาดว่า ธ.ว. จะคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2% ตลอดทั้งปีนี้ จากแรงกดดันเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้น และคาดว่าจะมีการปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นในช่วงต้นปี 2015 ทำให้ Yield พันธบัตรระยะยาวของไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้น จึงแนะนำให้ลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

Yield พันธบัตรอายุ 5-10 ปีปรับตัวลงตาม Yield พันธบัตรสหรัฐฯ และเงินเฟ้อไทยที่ชะลอลง

Yield พันธบัตรอายุ 5-10 ปีปรับตัวลงราว 7-15bps ในเดือน ก.ค. ตามการปรับตัวลงของ Yield พันธบัตรสหรัฐฯ และตัวเลขเงินเฟ้อของไทยในเดือน ก.ค. ที่ชะลอลงลง ทำให้ความชันของ Yield curve ลดลงจาก 141bps เป็น 125bps ในปัจจุบัน

แผนภาพที่ 18: Yield พันธบัตรอายุ 5-10 ปีปรับตัวลงราว 7-15bps ในเดือน ก.ค.



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เรายังคงเชื่อว่าพันธบัตรระยะยาวของไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับขึ้นอีกนับจากนี้ และคงคำแนะนำลงทุนในพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

แนวโน้มที่ดีขึ้นของเศรษฐกิจไทยและแรงกดดันเงินเฟ้อที่เริ่มมีมากขึ้น รวมถึงปัจจัยสำคัญอย่างการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed อย่างที่ได้กล่าวใน Investment Outlook จะเป็นปัจจัยกดดันต่อการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว จึงแนะนำให้ลงทุนพันธบัตรอายุไม่เกิน 3 ปี

การลงทุนทางเลือก

เรายังคงคำแนะนำ 'ถือ' ทองคำ จาก Upside ที่ยังคงค่อนข้างจำกัดและประเด็นกดดันจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ส่วนทางด้านน้ำมัน เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุน แต่มีมุมมองที่ดีขึ้นและอาจมีการปรับเปลี่ยนคำแนะนำหากราคาสะท้อนปัจจัยกดดันต่างๆ มากกว่านี้

ทองคำ

เราแนะนำให้ 'ถือ' ทองคำ จากประเด็นดังต่อไปนี้ 1) การขายทองคำผ่านกองทุน ETF จะลดตัวลงอย่างชัดเจน และน่าจะสะท้อนให้เห็นถึงเสถียรภาพที่ดีขึ้นของราคาทองคำ 2) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐฯ (Core PCE Deflator) ในไตรมาส 2 ยังคงทิศทางทรงตัว โดยมีการขยายตัว 2% เมื่อเทียบกับไตรมาสเดียวกันของปีก่อน และถือเป็นปัจจัยบวกต่อทองคำที่เป็น Inflation Hedge อย่างไรก็ดีทองคำยังถือว่ามี Upside จำกัดจากปัจจัยกดดันอย่าง 1) การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายระยะสั้น (Fed Funds Rate) ที่อาจเกิดขึ้นในช่วงต้นปี 2015 2) ทิศทางการแข็งค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯตามการฟื้นตัวที่ดีของสหรัฐฯ

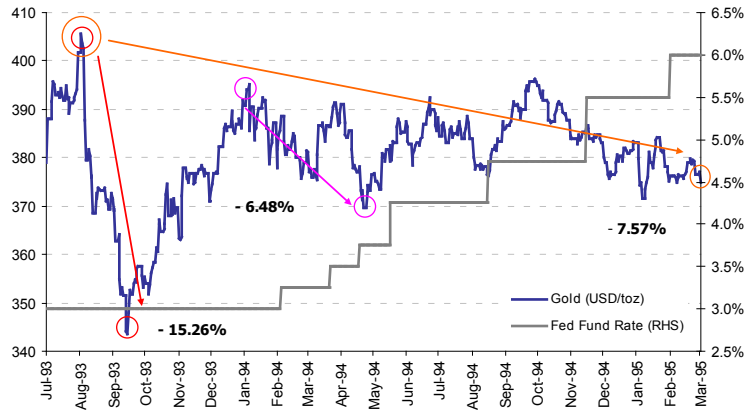
ราคาทองคำหลุด 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ เนื่องจากถูกกดดันจากการที่ Fed อาจขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาด หลังจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ คงการฟื้นตัวที่ดี

ราคาทองคำได้ปรับตัวลงต่ำกว่าระดับ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อออนซ์ จากการที่ตลาดเริ่มกังวลว่า Fed อาจเริ่มขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาดไว้กลางปี 2015 จากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ออกมาดีอย่าง GDP ไตรมาส 2 และตัวเลขการจ้างงานต่างๆ

ในช่วงก่อนการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ราคาทองคำมักจะเผชิญกับการปรับฐาน

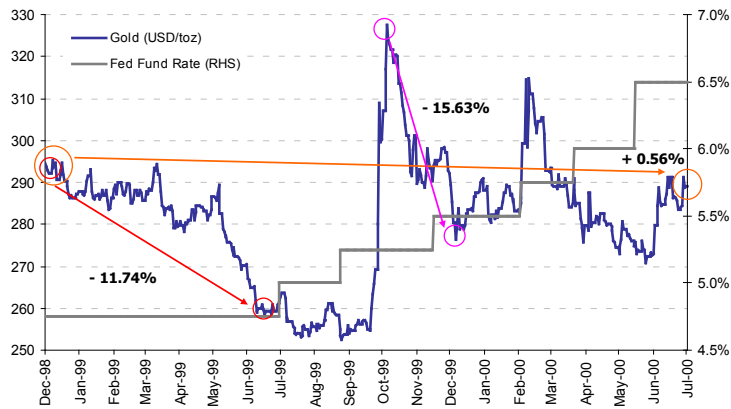
จากการศึกษาของเราต่อการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ทองคำมักจะมีการปรับฐานในช่วง 6 เดือนก่อนขาขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed (Fed Rate Hike Cycle) ซึ่งมีผลมาจากการขยายตัวที่ดีของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องของสินทรัพย์ที่สอดคล้องกับเศรษฐกิจอย่างหุ้น ทำให้สินทรัพย์ปลอดภัยอย่างทองคำมีความน่าสนใจน้อยลงและเคลื่อนไหวแบบ Sideway หลังเกิดการปรับฐาน

แผนภาพที่ 19: ช่วงขาขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed: 4 ก.พ 94 – 1 ก.พ. 95



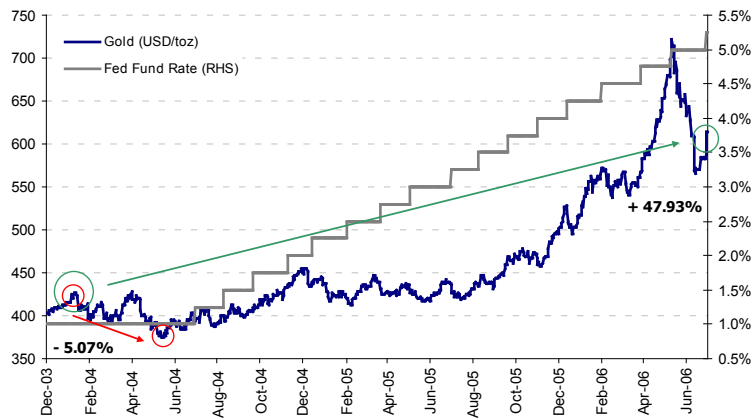
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 20: ช่วงขาขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed: 30 มิ.ย. 99 – 16 พ.ค. 00



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 21: ช่วงขาขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed: 30 มิ.ย. 04 – 29 มิ.ย. 06



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 22: ผลกระทบของการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ต่อราคาทองคำ

Gold

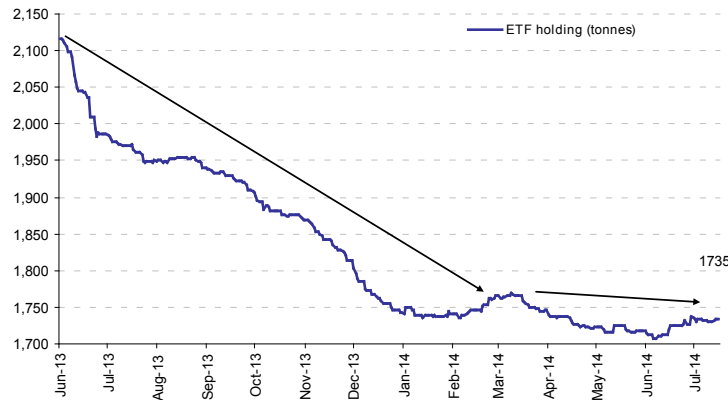
From	To	Duration (months)	Fed Funds Rate		Return*	Annualised	Days after (before) first FFR hike		Pre-hike correction**	Largest correction***
			From	To			Peak	Trough		
04-Feb-94	01-Feb-95	12	3.00%	6.00%	-7.57%	-4.87%	237	78	-15.26%	-5.46%
30-Jun-99	16-May-00	11	4.75%	6.50%	0.56%	0.37%	97	82	-13.44%	-15.63%
30-Jun-04	29-Jun-06	24	1.00%	5.25%	47.93%	16.97%	680	(48)	-12.19%	-21.77%

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

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

เราเชื่อว่าทองคำมีความเสี่ยงที่จะปรับฐานเหมือนที่ผ่านมา อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าการปรับฐานของราคาทองคำก่อนการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้อาจไม่รุนแรงเหมือนหลายๆครั้งที่ผ่านมา เนื่องจากแรงขายทองคำผ่านกองทุน ETF ได้ชะลอตัวลงไปมากตั้งแต่ช่วงต้นปีที่ผ่านมา ทำให้เราคาดว่าทองคำจะไม่เผชิญแรงเทขายที่รุนแรง แม้จะมีการปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้น

แผนภาพที่ 23: การถือครองทองคำผ่านกองทุน ETF ได้ชะลอตัวลงมากแล้วและไม่น่าจะเผชิญแรงเทขายรุนแรงก่อนการขึ้นดอกเบี้ย



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

น้ำมัน

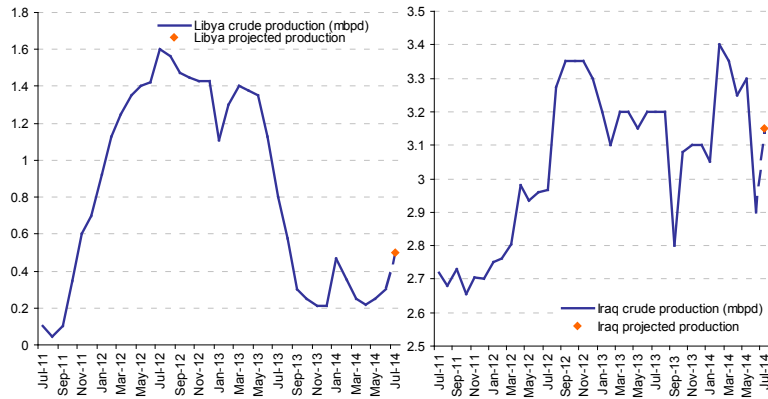
เรายังคงแนะนำให้ลดสัดส่วนการลงทุนในน้ำมัน เนื่องจาก 1) ปริมาณการผลิตน้ำมันของอิรักและลิเบียมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเนื่องจากความไม่สงบภายในประเทศไม่กระทบต่อการผลิตน้ำมัน 2) อุปสงค์น้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงจากช่วง Driving Season ที่กำลังจะหมดไปและการเข้าสู่ช่วงปิดซ่อมแซมโรงกลั่นประจำปี 3) ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ยังคงอยู่ในระดับสูง

ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลงในช่วงเดือน ก.ค. หลังจากประเด็นอิรัก ลิเบียและรัสเซียเริ่มคลี่คลายลง

ราคาน้ำมันปรับตัวลงในเดือน ก.ค. หลังจาก 1) ความไม่สงบในอิรักไม่กระทบต่อปริมาณการผลิตและส่งออกน้ำมัน 2) ลิเบียมีแนวโน้มที่จะกลับมาผลิตน้ำมันและส่งออกน้ำมันมากขึ้น 3) ยุโรปไม่คว่ำบาตรการส่งออกก๊าซของรัสเซีย

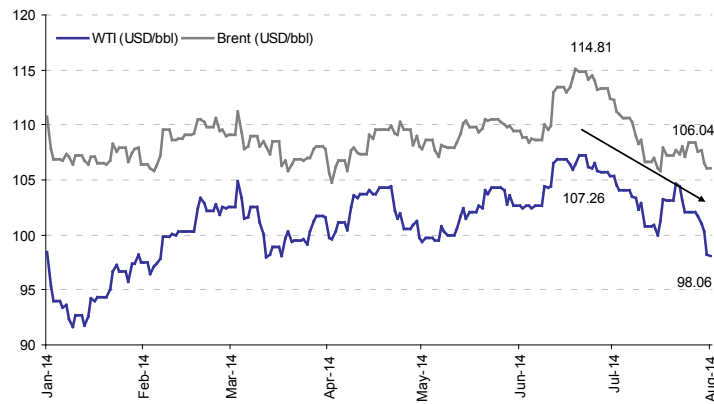
ในปัจจุบันอิรักสามารถระดับการผลิตน้ำมันที่ราว 3 ล้านบาร์เรลต่อวันท่ามกลางความไม่สงบซึ่งใกล้เคียงระดับสูงสุด 3.4 ล้านบาร์เรล ในขณะที่ลิเบียสามารถกลับมาผลิตน้ำมันได้ในระดับ 5 แสนบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 10 เดือน รวมถึงการที่ยุโรปเลือกที่จะไม่คว่ำบาตรการส่งออกก๊าซของรัสเซีย ทำให้ความเสี่ยงทางด้านอุปทานได้ลดลงไปมากและทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลงอย่างรวดเร็ว

แผนภาพที่ 24-25: ปริมาณการผลิตน้ำมันของลิเบียเริ่มปรับตัวขึ้น ในขณะที่อิรักยังคงระดับสูง



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 26: ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลงหลังจากประเด็นอิรัก ลิเบียและรัสเซียเริ่มคลี่คลายลง



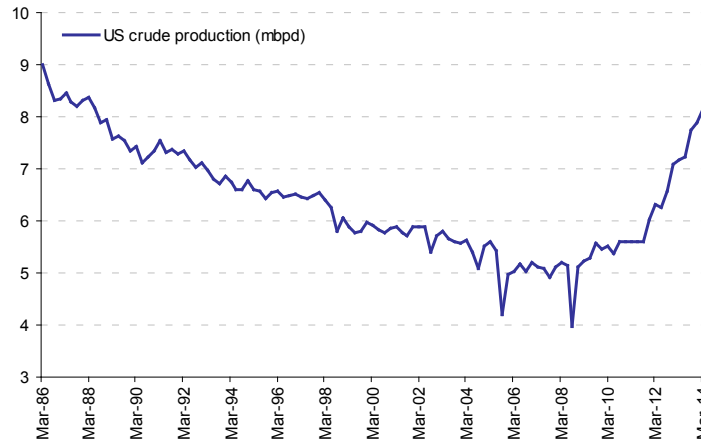
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

อุปสงค์น้ำมันดิบในสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลง จากช่วง Driving Season ที่กำลังจะหมดไปและการเข้าสู่ช่วงปิดซ่อมแซมโรงกลั่นประจำปี อุปสงค์น้ำมันดิบมีแนวโน้มที่จะลดลงหลังจาก Driving Season ในสหรัฐฯ จบลงในเดือน ก.ย. ซึ่งเป็นเดือนที่โรงกลั่นต่างๆ ในสหรัฐฯ จะเริ่มเข้าสู่การปิดซ่อมแซมประจำปี และจะเป็นปัจจัยส่งผลให้สต็อกน้ำมันดิบปรับตัวขึ้น นอกจากนี้หนึ่งในโรงกลั่นที่ใหญ่ที่สุดในสหรัฐฯ ได้เกิดเหตุไฟไหม้และอาจทำให้อุปสงค์น้ำมันดิบลดลงราว 3 ล้านบาร์เรล จากการที่โรงกลั่นดังกล่าวอาจต้องปิดทำการถึง 4 สัปดาห์

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ยังคงอยู่ในระดับสูง

ปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ยังคงอยู่ใกล้ระดับสถิติสูงสุด (สูงสุดในรอบ 27 ปี) จากการผลิตน้ำมัน Shale Oil ผลักดันให้สต็อกน้ำมันดิบอยู่ในระดับสูงเช่นกัน ซึ่งถือเป็นปัจจัยกดดันต่อราคาน้ำมันดิบในสหรัฐฯ นอกจากนี้สหรัฐฯ จะสามารถผ่อนคลายนโยบายจนสามารถส่งออกน้ำมันดิบได้อย่างเต็มที่

แผนภาพที่ 27: ปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ สูงสุดในรอบ 27 ปี และเป็น 2 เท่าเทียบกับปี 2008



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

แม้สต็อกน้ำมันดิบมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นในช่วงปลายปีนี้ แต่เราเชื่อว่าราคาน้ำมันที่ปรับตัวลงอย่างรวดเร็วในช่วงที่ผ่านมาได้สะท้อนปัจจัยเหล่านี้ไปมากแล้ว บวกกับแนวโน้มการขยายตัวที่ดีของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะช่วยเป็นปัจจัยผลักดันให้อุปสงค์น้ำมันดิบสหรัฐฯ เพิ่มมากขึ้น เราจึงมีมุมมองที่ดีขึ้นต่อการลงทุนในน้ำมันดิบ WTI และอาจมีการเปลี่ยนมุมมองเมื่อราคาน้ำมันดิบ WTI มีการสะท้อนปัจจัยกดดันที่กล่าวมาข้างต้นมากกว่านี้

TISCO Economic Strategy Unit

ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

Head of Economic Strategy Unit

- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์
Michigan State University
- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์
National University of Singapore
(ทุน Asian Development Bank)
- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์ (เกียรติคุณ)
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประสบการณ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ด้านเศรษฐศาสตร์ Nanyang Technological University ประเทศสิงคโปร์ และเคยร่วมงานกับกระทรวงการคลัง

คมศร ประกอบผล

Senior Strategist

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

ประสบการณ์: ที่ปรึกษาการลงทุน บลจ. ทิสโก้ กว่า 5 ปี

ศรันต์ สุนันท์สถาพร

Senior Economist

- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ประสบการณ์: ด้านวิเคราะห์วิจัยด้านเศรษฐกิจ กว่า 7 ปี

อภิชาติ วิเศษกิจการ

Economist

- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ปรินซิพาเลอ วิศวกรรมศาสตร์
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วี โกวิทยา

Research Assistant

- ปรินซิพาเลอ บริหารธุรกิจ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สิริกัญญ์ เลิศศักดิ์วิมาน

Research Assistant

- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์ภาคภาษาอังกฤษ (เกียรติคุณ)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พิมลพรรณ ประวังสุข

Research Assistant

- ปรินซิพาเลอ เศรษฐศาสตร์ (เกียรติคุณ)
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.tiscowealth.com

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขานาการในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	สยามพารากอน ชั้น 4 : 02 610 9575	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น B : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 1 : 02 454 9854
	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2 : 02 363 3454	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2 : 02 6737017
	เซ็นทรัลพลาซ่า ชั้น 2 : 02 745 6360	เซ็นทรัลพลาซ่า 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	แอฟชั่น ไอส์แลนด์ ชั้น 2 : 02 947 5315	ทีโอเอสสยาม 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	อาคารกบินทร์ : 02 633 4333	ศรีนครินทร์ : 02 758 6269
	รัตนาธิเบศร์ : 02 965 5844	รังสิต : 02 959 2166	วงจักร : 02 621 0141
	เยาวราช : 02 623 2212	ราชวงศ์ : 02 622 8220	

สาขานาการในเขตภูมิภาค

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	พิจายา : 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	ไลต์ส 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 บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยู่ภายใต้ความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว