



คุณอาสา อินทรวิชัย

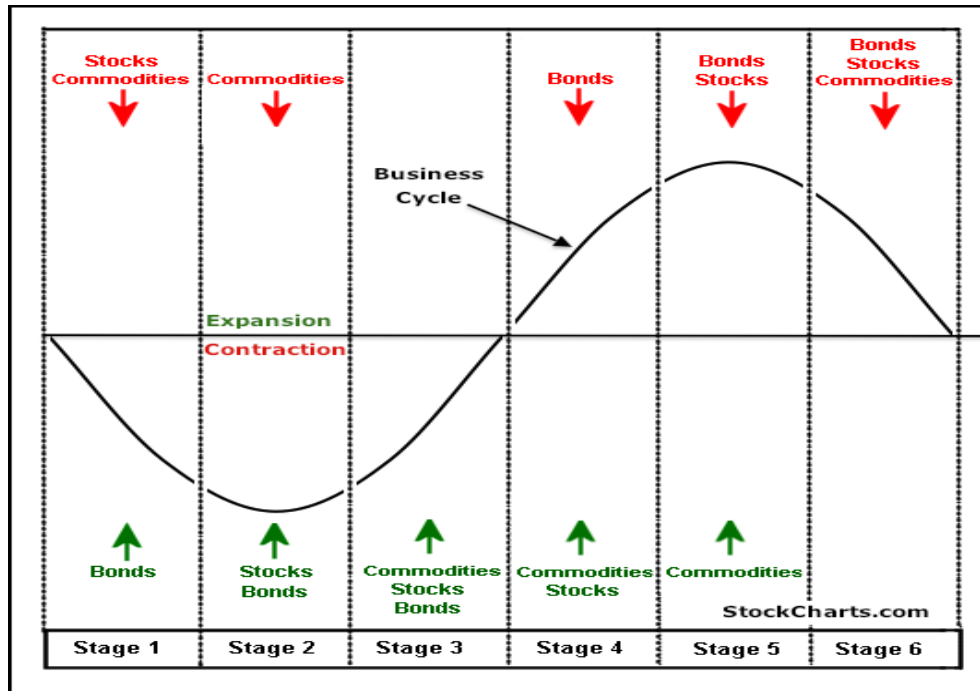
เจ้าหน้าที่บริหาร บริหารการลงทุนและสภาพคล่อง ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)
ที่มา: หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ

Super-cycle ของ Commodities

คำกล่าวที่ว่า **“If you buy commodities, you are betting against the ingenuity of people”** ไม่เคยมีความหมายชัดเจนเท่ากับในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา ถ้าคุณเลือกลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์ คุณกำลัง bet กับความไม่ฉลาดของมนุษย์ หรือ อีกนัยหนึ่งคือ ความฉลาดของมนุษย์จะส่งผลลบต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เพราะมนุษย์จะพยายามสร้างสิ่งทดแทนอยู่ตลอดเวลา ที่เห็นชัดเจนที่สุดในรอบ 2 ปีที่ผ่านมาคือ การใช้พลังงานสะอาด (และ Shale oil) แทนน้ำมันดิบ

หากกล่าวถึง ภาพรวมของ Commodities แล้ว Energy ยังคงเป็นหมวดสำคัญของ Commodities Index โดยคิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึง 75-78% ตามด้วยภาคเกษตรกรรมประมาณ 10-12% โดย Crude oil คิดเป็นสัดส่วนที่สูงถึง 40% ของทั้ง index หรือเกือบครึ่งของกลุ่ม Energy จึงไม่น่าแปลกใจที่ **การที่ราคาน้ำมันดิบเช่น Nymex Crude oil ปรับตัวจาก \$100-110 ต่อบาร์เรล ในไตรมาส 1 ปี 2014 ลงสู่ \$47 ในปัจจุบันนั้นย่อมส่งผลกระทบต่อค่าเงินและ Outlook ของประเทศที่เป็น Oil exporter** ในทางลบ เช่นค่าเงินรูเบิลของรัสเซีย และต่อค่าเงินของ Oil importer เช่น สหรัฐ จีน หรืออินเดีย ในทางบวก

ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลลบต่อราคาน้ำมันดิบมาจากสภาวะ Oversupply จาก 3 สาเหตุหลัก
1) การตัดสินใจคงกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC ในการประชุมเมื่อต้นเดือนมิ.ย. 2) การกลับเข้าสู่ตลาดของประเทศอิหร่าน (ซึ่งเคยเป็นผู้ผลิตรายใหญ่เป็นอันดับ 2) หลังจากการเจรจาด้านนิวเคลียร์กับประเทศมหาอำนาจเริ่มเป็นรูปธรรมมากขึ้น 3) ประเด็นของ Shale oil ที่สหรัฐฯ พยายามผลักดันเพื่อพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันดิบ ประเด็นเหล่านี้มีผลต่อ Supply side และกดดันให้ราคาน้ำมันดิบทั้งดิ่งลงถึง -53% ในรอบระยะเวลาเพียง 1ปี และส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อจนกลายเป็น Disinflation สร้างความไม่สบายใจให้แก่ policy maker ทั่วโลก



เมื่อกล่าวถึงราคาน้ำมันดิบซึ่งเป็นส่วนสำคัญของ Commodities index แล้ว อดไม่ได้ที่ต้องพูดถึงราคาหุ้นและพันธบัตรไปพร้อมๆ กันเพราะทั้ง 3 มี Risk/Return profile ที่แตกต่างกันจึงมีความสำคัญต่อ Asset allocation ในแต่ละช่วงเวลาโดยแตกต่างกันไป Chart ข้างต้น (stockcharts.com) อธิบายถึง Business cycle ในเฟสต่างๆ โดยใน Stage 1 นั้น เป็นช่วงเวลาที่เศรษฐกิจเพิ่งเข้าสู่ภาวะชะลอตัว (หดตัว, Contraction) เส้นกราฟ Business cycle (GDP) จะอยู่ในแดนลบและดิ่งลง ราคาหุ้นและราคา Commodities ปรับลง แต่ราคาพันธบัตรจะปรับสูงขึ้นเนื่องจากการดำเนินนโยบายผ่อนปรนด้านดอกเบี้ย Stage ที่ 2 คือ cycle ที่เศรษฐกิจถดถอยต่อเนื่องแต่เริ่มมีสัญญาณที่จะ Bottom อัตราเงินเฟ้อใน Stage 1 และ 2 จะลดต่ำลงจนอาจติดลบในบางช่วงเวลา และในช่วงปลายของเฟส 2 ดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำมากเป็นเวลานานจะเอื้อให้ผู้บริโภคเริ่มจับจ่าย ทำให้การผลิตเริ่มฟื้นตัว ราคาหุ้นเริ่มขยับขึ้นสะท้อนการคาดการณ์ผลกำไรที่จะเริ่มดีขึ้นในเฟสถัดไป เฟสที่ 3 เป็นช่วงเวลา Bottoming Out จากการหดตัวของเศรษฐกิจ **เฟสนี้เป็นช่วงเวลาที่ราคาของทั้ง หุ้น พันธบัตร และ Commodities ปรับตัวขึ้นสอดคล้องกัน** แต่ใน Stage ที่ 4-5 นั้น เศรษฐกิจเริ่มเข้าสู่โหมด Expansion (เส้นกราฟอยู่ในแดนบวก) ราคาพันธบัตรเริ่มปรับตัวลงอันเป็นปกติของ Growth phase ที่ความต้องการใช้เงินดำเนินงาน/ขยายงานสูง ทำให้ดอกเบี้ยสูงขึ้น กำไรของผู้ประกอบการและบริษัทจดทะเบียนก็สูงขึ้นสะท้อนออกมาในราคาหุ้นที่สูงขึ้น เฟส 4-5 เป็นเฟสที่ inflation เร่งตัวเร็ว ธนาคารกลางจึงต้องใช้มาตรการทางการเงินปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ลดความร้อนแรงของเศรษฐกิจกระทั่งดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูงจนผู้ประกอบการเริ่มแบกต้นทุนดอกเบี้ยไม่ไหว ผลกำไรเริ่มลดลง และในสภาวะดอกเบี้ยสูง ผู้บริโภคก็มักเลือกที่จะออมมากกว่าใช้จ่าย ช้ำเต็มให้เศรษฐกิจดิ่งเหว ราคาหุ้นทรุดต่ำลงในเฟสที่ 5 ส่วนใน Stage สุดท้ายเป็นช่วงที่เศรษฐกิจปรับตัวเข้าสู่ Contraction phase ราคาของหุ้น พันธบัตร และ Commodities ปรับตัวลดลงอย่างชัดเจนพร้อมๆ กัน

ต้องไม่ลืมว่า Commodities หลายกลุ่มมีความสัมพันธ์อย่างมากกับสภาพอากาศ ราคาจึงมักผันผวนรุนแรงแบบไร้รูปแบบ ซึ่งถือเป็น Risk/Return profile เฉพาะของ Commodities (มีความผันผวนสูง แต่กลับมีผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำกว่าหุ้น) ในรอบ 25 ปีที่ผ่านมา Commodities ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า Risk-free หรือ US Treasury เพียงเล็กน้อย แม้จะมี Risk/Return character ที่ไม่ค่อยจูงใจนัก แต่ Commodities ยังคงถือเป็นส่วนสำคัญของ Core portfolio ในมุมมองของ Diversification และ Timing และยังเป็น Inflation-hedge ที่ดีมากอีกด้วย

ในเวลาที่หุ้นให้ผลตอบแทนไม่ดี Commodities มักจะให้ผลตอบแทนที่ดี แต่ในระยะหลัง หุ้นและ Commodities กลับมี Correlation ที่สูงมาก เมื่อพิจารณาช่วงเวลา 7 ปี ก่อน/หลัง Lehman crisis พบว่า Correlation ระหว่าง Commodities index กับ ดัชนีหุ้น Dow Jones สูงขึ้นอย่างมีนัยจาก -0.03 เป็น +0.56 ตามลำดับ ดังนั้นการเพิ่ม Commodities ใน Portfolio จึงไม่ช่วยลด Volatility แต่อย่างใด ส่วนในมุมมองของ Timing นั้น Commodities จะมีรอบที่เรียกว่า “Super Cycle” รอบล่าสุดเริ่มขึ้นราวปี 2002 จาก strong demand จากประเทศจีน และ Super-Cycle นี้ได้จบลงไปในปี 2013-2014 หากเราสามารถเข้าได้ถูกเวลาของ Super-Cycle ของ Commodities (มักหมายถึง Commodities Boom) เราจะสามารถทำกำไรได้อย่างที่หุ้นไม่สามารถเทียบเคียงได้เลย

Asset Allocation Based On Sector Rotation of Business Cycle

Phase	Stocks (%)	Bonds (%)	Commodities (%)
1	30	50	20
2	65	30	5
3	75	20	5
4	75	15	10
5	30	15	55
6	20	30	50

ศาสตร์ที่เกี่ยวข้องกับ Asset allocation เชื่อว่า การระบุ Cycle หรือ Stage ของเศรษฐกิจหนึ่งๆ (ใน Chart แรก) จะเป็นตัวกำหนด Asset allocation ที่เหมาะสมในแต่ละช่วงเวลาได้... ผมเชื่อว่าทุกท่านเห็นพ้องกันว่า เศรษฐกิจไทยอยู่ในช่วง Slow down (GDP growth จะยังเป็นบวกแต่เริ่มชะลอตัว) กอปรกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ถูกปรับลดลงมาโดยตลอดบ่งชี้ว่า เรากำลังเคลื่อนตัวจากเฟส 6 (Expansion ช่วงท้ายๆ) เข้าสู่เฟส 1 (Contraction ช่วงแรกๆ) ที่น่าสนใจคือ Asset allocation จาก chart ที่ 2 (<http://premium.working-money.com>) ระบุว่า เฟสที่ 6 ควรมีสัดส่วนการลงทุนใน Commodities ที่ 50% และ 20% สำหรับเฟส 1 ...แตกต่างกันถึง 30% point เลย อยู่ที่ว่าท่านเชื่อว่าเราอยู่ในเฟสใด แต่สำหรับผม Underweight Commodities อย่างแน่นอนเพราะยังคง Bearish ทั้งน้ำมันดิบและทอง ไม่ใช่เพียงเพราะหาสาเหตุที่จะ rebound ไม่ได้ แต่คิดว่าจะลงต่อจาก demand ที่ส่อเค้าถดถอยอีกด้วยครับ