



# The Fundamental View

ไพบูลย์ นลินทรานุกร, CFA  
ประธานกรรมการ สภาธุรกิจตลาดทุนไทย

## A long-overdue correction

**ส**วัสดีครับท่านผู้อ่านทุกท่าน ปีนี้เป็นปีที่ตลาดหุ้นของเราออกตัวไม่ค่อยสวยนัก ดัชนี SET Index ได้ปรับลดลงมาแล้วประมาณ 6% แต่ก็ยังเป็นไปตามที่มีการคาดการณ์กันเอาไว้ก่อนหน้านี้ เนื่องจากตลาดหุ้นไทยมีผลตอบแทนที่สูงมากในปีที่ผ่านมา การเกิด Correction จึงเป็นภาวะปกติที่มักจะเกิดขึ้นเสมอกับตลาดหุ้นที่ร้อนแรง ค่าถ้ามียอดอดีตในช่วงนี้ ก็คือ : 1. การปรับฐานของตลาดหุ้นรอบนี้น่าห่วงหรือไม่ 2. SET Index จะลงไปถึงเท่าไร 3. เมื่อไรนักลงทุนต่างชาติจะกลับมาอีกครั้ง และ 4. ยังมีโอกาสที่จะได้เห็น SET Index ที่ระดับ 1,200 จุดหรือไม่

ผมขอให้คำตอบดังนี้ครับ

**การปรับฐานของตลาดหุ้นรอบนี้น่าเป็นห่วงหรือไม่** ผมมองว่าไม่น่าเป็นห่วงเพราะแรงเทขายรอบนี้ไม่ได้เกิดจากปัจจัยพื้นฐานเศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอลง หรือแนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียนที่ดูแย่ง แต่มีสาเหตุหลักมาจากการเปลี่ยนแปลง Asset Allocation ระดับโลก โดยผู้บริหารกองทุนต่างประเทศส่วนใหญ่เริ่มลดน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ เนื่องจาก Bond Yields ที่กลับสู่ขาขึ้นและหันไปเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารทุนแทน จากแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐที่ดูชัดเจนขึ้น และปัญหาหนี้สาธารณะของประเทศในแถบ Eurozone ที่มีทิศทางที่ดีขึ้น



แน่นอนว่า เม็ดเงินที่ไหลออกจากตลาดตราสารหนี้ส่วนมากได้เลือกที่จะเข้าสู่ตลาดหุ้นในสหรัฐ และยุโรป เนื่องจากระดับราคาหุ้นในตลาดกลุ่มนี้ยังต่ำเมื่อเทียบกับหุ้นในตลาดเกิดใหม่ และการที่มีเม็ดเงินไหลเข้าจำนวนมากเช่นนี้ออกจากจะทำให้ตลาดหุ้นกลุ่มนี้ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดเกิดใหม่แล้ว ยังเกิดผลทางอ้อมทำให้เกิดแรงเทขายในตลาดเกิดใหม่ตามมามากด้วย เนื่องจากนักลงทุนทยอยลดน้ำหนักในตลาดเกิดใหม่ที่กำลังกลายเป็น Under-performers ในป็นนี้และไปเพิ่มการลงทุนในตลาดพัฒนาแล้วที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าแทน ที่สำคัญ การที่ตลาดหุ้นไทยเป็นตลาดที่ให้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดในโลก (ในรูปเงินดอลลาร์) ในปีที่ผ่านมาย่อมทำให้เกิดแรงเทขายจำนวนมาก นับตั้งแต่ต้นปีนักลงทุนต่างชาติได้ขายหุ้นไทยออกไปแล้วทั้งสิ้นประมาณ 38,000 ล้านบาท หรือเกือบครึ่งหนึ่งของเม็ดเงินที่ไหลเข้าทั้งหมดในปีที่ผ่านมา

แนวโน้มเงินเฟ้อที่มีแรงกดดันเพิ่มขึ้นในตลาดเกิดใหม่รวมถึงไทย ในขณะที่ประเทศพัฒนาแล้วมีทิศทางเงินเฟ้อที่ทรงตัว เป็นอีกหนึ่งเหตุผลที่ทำให้เกิดแรงเทขายหุ้นในตลาดเกิดใหม่จำนวนมาก เพราะนั่นหมายถึงธนาคารกลางของประเทศเหล่านี้ยังมีความจำเป็นที่จะต้องดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดต่อไปอีกระยะหนึ่ง โดยในส่วนของไทย ตลาดคาดการณ์ว่า ธปท. น่าจะมีการปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอีกอย่างน้อย 0.75% ในปีนี้ ซึ่งถ้าทำอย่างต่อเนื่องก็น่าจะจบภายในกลางปีนี้ และแน่นอนครับว่าตลาดหุ้นมักจะ Perform ได้ไม่ดีนักในช่วงที่ดอกเบี้ยกำลังอยู่ในขาขึ้น

เหตุการณ์ประท้วงขับไล่ผู้นำในจีนและอียิปต์ รวมถึงอีกหลายประเทศ ในตะวันออกกลาง เริ่มทำให้ความเสี่ยงทางการเมืองของตลาดเกิดใหม่กลับมากเป็นประเด็นร้อนอีกครั้ง ประเทศที่จัดอยู่ในกลุ่มที่มีความเสี่ยงทางการเมืองสูง อย่างเช่น ไทยก็หลีกเลี่ยงไม่ได้ที่จะเกิดแรงเทขายที่มากจากการกังวลของนักลงทุน

**แล้ว SET Index จะปรับลดลงอีกมากน้อยแค่ไหน** ผมมองว่าตลาดหุ้นไทยไม่น่าจะลดลงต่ำกว่า 900 จุด โดยดูจากค่า Forward P/E ของตลาดหุ้นไทยในปัจจุบันที่ 11.4 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่า Forward P/E ของตลาดหุ้นในภูมิภาคอยู่ประมาณ 4% ในอดีตช่วงที่สถานการณ์ทางการเมืองเราแย่มากๆ ตลาดหุ้นไทยเคยมี P/E Discount อยู่สูงถึง 25-30% แต่ค่าเฉลี่ยจะอยู่ที่ประมาณ 10-15% แต่เนื่องจากสถานการณ์ทางการเมืองของไทยดีขึ้นมากในช่วง 9 เดือนที่ผ่านมา และเศรษฐกิจยังอยู่ในขาขึ้น แนวโน้มกำไรบริษัทจดทะเบียนยังดูดี โดยที่ภาวะเงินเฟ้อยังไม่ร้อนแรงจนเกินไป และระดับสภาพคล่องในระบบการเงินยังสูง ผมเชื่อว่า P/E Discount ที่ 10% เป็นแนวรับที่เหมาะสมซึ่งก็จะแปลงเป็นดัชนี SET ที่ประมาณ 900 จุด แต่ถ้าเกิดกรณีที่ตลาดเกิดใหม่ยังถูกเทขายอย่างหนัก SET Index ก็มีโอกาสลดต่ำกว่า 900 จุด แต่ผมมองว่าโอกาสมีไม่มาก

**เมื่อไรต่างชาติจะกลับเข้ามาลงทุนในตลาดไทย** เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่ค่อนข้างจะ Price-Sensitive มากในปีี้ ผมเชื่อว่าเราจะเห็นเงินต่างชาติไหลกลับ และตลาดหุ้นไทยเริ่มกลับสู่ขาขึ้นอีกครั้ง เมื่อราคาหุ้นในตลาดพัฒนาแล้วเริ่มดูแพงเมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่ การที่เม็ดเงินไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นในประเทศที่พัฒนาแล้วเป็นจำนวนมาก ทำให้ราคาหุ้นในตลาดเหล่านี้ปรับสูงขึ้นมากในปีี้ ยกตัวอย่างเช่น ตลาดหุ้นอิตาลีพุ่งขึ้นถึง 12.2% นับจากต้นปี สเปนเพิ่มขึ้น 9.3% สหรัฐเพิ่มขึ้น 5.6% ในขณะที่ตลาดหุ้นเกิดใหม่ลดลงอย่างถ้วนหน้า อาทิเช่น อินเดียเซย์ ลดลง 7.7% ฟิลิปปินส์ ลดลง 9.6% อินเดีย ลดลง 11.2% เป็นต้น ซึ่งถ้าการปรับฐานของ Valuations เกิดขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่องก็เป็นไปได้ว่าตลาดพัฒนาแล้วจะเริ่มอึดตัวภายในไตรมาสที่สองของปีี้ ดังนั้น เราอาจจะเห็นเม็ดเงินไหลกลับเร็วกว่าที่คิด

อีกหนึ่งเหตุผลที่เราน่าจะได้เห็นเม็ดเงินไหลกลับในช่วงกลางปี ก็คือ การที่ตัวเลขเงินเฟ้อของไทยน่าจะ Peak ภายในกลางปีนี้ และ Cycle ของการขึ้นดอกเบี้ยก็น่าจะเสร็จสิ้นภายในกลางปีนี้เช่นกัน

**ยังมีโอกาสที่ SET Index จะไปสู่ระดับ 1,200 จุดหรือไม่** ผมยังจำได้ว่าเมื่อปลายปีที่ผ่านมามี Consensus ของโบรกเกอร์ส่วนใหญ่จะประมาณการ SET Index ปลายปีนี้ไว้ที่ประมาณ 1,200 จุด บางค่ายที่ Bullish มากๆ ก็จะทำให้ Target สูงถึง 1,300-1,400 จุดก็มี ของสำนักวิจัยที่สโกเอง ประมาณการไว้ที่ 1,180 จุด ซึ่งผมเชื่อว่าโอกาสยังมีสูงที่จะได้เห็น SET Index ไปสู่ระดับนั้นได้ภายในปลายปีนี้ แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นต้องขึ้นอยู่กับผลของการเลือกตั้งด้วยว่าจะออกมาเป็นเช่นไร และจะมีความรุนแรงตามมาหรือไม่ ถ้าการเลือกตั้งสงบเรียบร้อยดี เงินเฟ้ออยู่ในกรอบที่สามารถควบคุมได้ เศรษฐกิจสหรัฐฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ปัญหาหนี้ใน Eurozone ไม่ลุกลามออกไป และจีนประสบความสำเร็จในการชะลอภาวะ Overheating ของเศรษฐกิจ เป้าหมายที่ 1,200 จุด ก็ไม่น่าจะไกลเกินเอื้อมครับ

ผมมองว่าการปรับฐานของตลาดหุ้นในช่วงนี้เป็น **Healthy Correction** จริงๆ แล้ว ตลาดหุ้นน่าจะต้องปรับลดลงตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว แต่มีเม็ดเงิน LTF จำนวนมากไหลเข้าในช่วงนั้น ทำให้เกิดแรงพยุงราคาหุ้นชั่วคราวขึ้น ท่านที่ยังไม่มีหุ้นก็ยังไม่จำเป็นต้องรีบซื้อครับ ค่อยๆ ทอยซื้อน่าจะดีกว่า โดยเน้นหุ้นที่ปันผลสูง ส่วนท่านที่ลงทุนระยะยาวที่มีหุ้นอยู่ ก็ไม่ต้องตกใจรีบขายนะครับ ผมมั่นใจว่าตลาดจะดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังครับ

**แล้วพบกันใหม่เดือนหน้าครับ สวัสดี**