

The Fundamental View

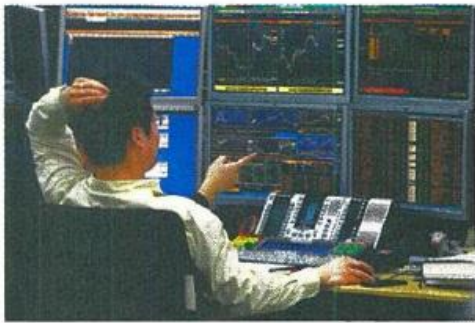


● พยัญญ์ อนุนรังกูร , CFA
ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บล.กิสโก้ จำกัด
และประธานกรรมการ สภาธุรกิจตลาดทุนไทย

ปัจจัยภายนอกดูดีขึ้น แต่ภายในดูแยกลง

สวัสดีครับท่านผู้อ่านทุกท่าน พบกันอีกเช่นเคยทุกวันพุธที่สามของเดือน หลังจากตลาดหุ้นทั่วโลกแกว่งไปมาอยู่พักใหญ่ เริ่มดูเหมือนว่าเรากำลังเข้าสู่ normalization period ก็คือการที่ราคาหุ้นปรับตัวเพื่อสะท้อนภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน ทิศทางดอกเบี้ย และแนวโน้มผลประกอบการบริษัทจดทะเบียน ท่านที่ติดตามบทความของผมในเดือนที่แล้วอาจพอจำได้ว่า ผมได้อธิบายวงจรตลาดหุ้นในรอบนี้มีอยู่ 4 เฟสด้วยกัน คือ 1) The Great Bond Bull Market 2) The Great Correction 3) The Great Rotation และ 4) The Great Equity Bull Market

ผมเชื่อว่าเรากำลังอยู่ในเฟสที่สอง หรือ The Great Correction และเมื่อ



normalization process ของราคาหุ้นเสร็จสิ้นลง (น่าจะไม่ใช่ซะทีเดียว) เราก็จะก้าวเข้าสู่เฟสที่สาม ถ้าดูจากการเคลื่อนไหวของตลาดเงินและตลาดทุนโลกในช่วง 2-3 สัปดาห์ที่ผ่านมาพอสรุปได้ว่า ตลาดหุ้นทั่วโลกน่าจะผ่านพ้นจากจุดที่เลวร้ายที่สุดไปแล้ว แต่โอกาสที่จะเห็นราคาหุ้น rebound แรงๆ ในช่วงนี้จะไม่มากนัก ปัจจัย

เสี่ยงที่สุดสำหรับตลาดหุ้นไทยในเวลานี้คือ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่างชาติที่เริ่มลดลง เนื่องจากความล่าช้าของรัฐบาลในการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจสำคัญๆ

ทำไมผมเชื่อว่าตลาดหุ้นผ่านจุดที่ต่ำที่สุดไปแล้ว? SET Index ได้ปรับลดลงกว่า 300 จุด หรือเกือบ 20% นับจากวันที่ Fed เริ่มส่งสัญญาณ (21 พ.ค.) ว่าจะทำการ Tapering มาตรการ QE3 (ทยอยลดวงเงินซื้อพันธบัตรรัฐบาล) จนถึงวันที่ตลาดหุ้นทำสถิติต่ำสุดของปีที 1,338 จุด ซึ่งสรุปย่อๆ คือตลาดหุ้นเป็นห่วงว่าการทำ Tapering หมายถึง Fed จะเปลี่ยนนโยบายการเงินมาเป็นแบบเข้มงวดมากขึ้น วันที่ตลาดหุ้นตกมากที่สุด คือวันที่ดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล 10 ปีของสหรัฐ พุ่งสูงขึ้นถึง 2.7-2.8% (จากประมาณ 1.5%)

ทั้งนี้นอกจากดอกเบี้ยที่สูงขึ้นแล้ว ในช่วงนั้นตัวเลขเศรษฐกิจของทั้งสหรัฐและจีนออกมาไม่ค่อยดี ทำให้นักลงทุนเกิดความกังวลมากขึ้นว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินของ Fed จะยังส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐและเศรษฐกิจโลกในที่สุด

แต่ในช่วง 1-2 สัปดาห์ที่ผ่านมาความชัดเจนสูงขึ้นมาก โดยเฉพาะความชัดเจนด้านนโยบายการเงินของสหรัฐฯ Fed ได้ออกมาส่งสัญญาณอีกครั้งว่าการทำ Tapering ไม่ได้แปลว่า Fed จะเปลี่ยนนโยบายการเงินเป็นแบบเข้มงวด (tapering is not tightening) การทยอยลดวงเงินลงทุนในพันธบัตร ไม่ได้หมายความว่า Fed จะหยุดพิมพ์เงินใหม่เข้าสู่ระบบ ทำให้ตลาดหุ้นคลายกังวลไปมาก ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของผมที่มีมาโดยตลอดว่า

โอกาสมีน้อยมากที่เราจะเห็น Fed หยุดอัดฉีดสภาพคล่องภายในปีนี้ และถึงแม้เป็นไปไม่ได้ว่า Fed จะยกเลิก QE3 ในปีหน้า ก็ไม่ได้หมายความว่าสภาพคล่องที่อยู่ในระบบการเงินจะหายไปทันที

สภาพคล่องจะลดลงก็ต่อเมื่อ Fed เริ่มดึงเงินออกจากระบบโดยการขายพันธบัตรออกมา แต่ Fed ไม่เคยบอกว่ามีแผนจะขายพันธบัตร เคยแต่ส่งสัญญาณว่าจะถือพันธบัตรเหล่านี้จนครบอายุ และถ้าจำเป็นอาจจะนำเงินต้นที่ได้รับคืนกลับมาลงทุนอีก

สรุปคือ ภาวะสภาพคล่องทั่วโลก น่าจะยังคงอยู่กับเราไปอีกหลายปี การเปลี่ยนมาใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดมากขึ้นของ Fed ไม่น่าจะเกิดขึ้นจนกระทั่งปี 2015 นอกจากสหรัฐแล้ว เมื่อเร็วๆ นี้ ธนาคารกลางของอังกฤษ สหภาพยุโรป และญี่ปุ่น ก็ได้ออกมายืนยันว่าจะคงใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายไปอีกระยะหนึ่ง การส่งสัญญาณของประเทศใหญ่ๆ เหล่านี้ ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดพันธบัตรทั่วโลกปรับลดลงและมีเสถียรภาพมากขึ้น

จากนี้ไปผมเชื่อว่าแนวโน้มดอกเบี้ยพันธบัตรสหรัฐฯ จะนิ่งมากขึ้น แต่ทิศทางจะเป็นขาขึ้นซึ่งสอดคล้องกับภาวะการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ แต่จะขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป นี่คือเหตุผลที่ทำให้ผมเชื่อว่า ราคาหุ้นทั่วโลก รวมทั้งของไทยไม่น่าจะต่ำกว่าเมื่อ 3 สัปดาห์ที่แล้ว ตอนที่ความสับสนเรื่องนโยบายการเงินของ Fed มีสูงมาก

แล้วทำไมตลาดหุ้นไทยยังไม่สามารถกลับไปสูงสุดสูงสุดเดิมของปีนี้ได้? ผมมี 3 เหตุผลด้วยกัน

- 1) เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มจะเติบโตน้อยกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดไว้ เมื่อตอนต้นปี โดยเฉพาะจีนมีแนวโน้มจะเติบโตได้เพียง 7-7.5% ในปีนี้ จากเดิมที่เคยคาดกันว่าน่าจะขยายตัวได้กว่า 8% ล่าสุด IMF ได้ปรับประมาณการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกลงเหลือ 3.1% และ 3.8% ในปีหน้า (จากเดิมที่คาดว่าจะโต 3.3% และ 4% ตามลำดับ) การที่เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มเติบโตลดลงก็หมายถึงผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลก รวมทั้งไทยไม่น่าจะดีเท่าเดิม ล่าสุดจากผลสำรวจความเห็นนักวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ EPS Growth ของ บจ.ไทย ในปีหน้าถูกปรับลดลงจาก 13.1% เหลือ 11.6%

- 2) แนวโน้มเศรษฐกิจของไทยดูอ่อนแอลงเช่นกัน จากเดิมที่นักวิชาการส่วนใหญ่เคยคาดว่า GDP ของไทยน่าจะเติบโตได้ในระดับ 5-5.5% ในปีนี้ มาถึงตอนนี้ชัดเจนแล้วว่า เป็นไปไม่ได้ เพราะนอกจากภาคส่งออกจะถูกกระทบโดยตรงจากเศรษฐกิจโลกที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ การบริโภคในประเทศก็เริ่มดูอ่อนแรงลงเช่นกัน เนื่องจากแรงกระตุ้นจากนโยบายประชานิยมของรัฐบาลเริ่มหมดไป รวมไปถึงกำลังซื้อที่ลดลงเพราะผู้บริโภคมีการกักตุนมากขึ้นในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา ทำให้ต้องกันรายได้เพื่อชำระหนี้

- 3) การที่ภาครัฐยังไม่สามารถดำเนินนโยบายเศรษฐกิจที่สำคัญๆ ได้ เช่น โครงการป้องกันภัยพิบัติทางน้ำ โครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาท ทำให้เกิดเป็นความเสี่ยงด้าน Credibility Risk ของรัฐบาลชุดนี้ในสายตานักลงทุนต่างชาติ ผมเคยเขียนไว้ในคอลัมน์นี้ว่า ปัจจัยเสี่ยงที่สุดของตลาดหุ้นไทยคือการที่ภาครัฐไม่สามารถผลักดันโครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานให้ออกมาเป็นรูปธรรมได้ ไม่ใช่เพียงเพราะว่าเป็นเรื่องที่ทำเป็นเนื่องจากประเทศไทยไม่ได้ลงทุนในด้านนี้มาเป็นเวลานาน แต่การที่รัฐบาลไม่สามารถ Execute โครงการที่ถือว่าเป็นหัวใจหลักของแผนเศรษฐกิจได้ออกมาได้ นอกจากจะทำให้เกิด Credibility Risk แล้วยังทำให้เพิ่มความเสียหายด้าน Policy Risk อีกด้วย ที่สำคัญในช่วงที่ผ่านมา รัฐบาลนี้ได้เดินทางไปทั่วโลกและยืนยันกับนักลงทุนว่าโครงการนี้จะไม่มีปัญหาในการ Execute อย่างแน่นอน ก็ต้องเอาใจช่วยและรอดูกันต่อไปว่าจะทำได้จริงอย่างพูดหรือไม่

ผมยังเชื่อว่า ในเร็วๆ นี้ เราจะเริ่มเห็นเม็ดเงินในตลาดหุ้นโลกเคลื่อนย้ายออกจากตลาดพันธบัตรเข้าสู่ตลาดหุ้น (The Great Rotation) เนื่องจากความชัดเจนเรื่องแนวโน้มดอกเบี้ยและภาวะเศรษฐกิจโลกมีมากขึ้น แต่ตลาดหุ้นไทยจะยังไม่ได้รับอานิสงส์จาก Fund Flow ในรอบนี้ เนื่องจากปัจจัยเสี่ยงในประเทศที่เริ่มสูงขึ้น

ผมเชื่อว่าโอกาสที่เราจะเห็น SET Index ทำ all-time high ยังไม่หมดไป และน่าจะเกิดขึ้นก่อนที่ Fed จะเริ่มเปลี่ยนมาใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น แต่รัฐบาลจำเป็นต้องเร่งสร้างความเชื่อมั่น เพื่อลดความเสี่ยงทางด้าน Credibility Risk และ Policy Risk ลง โดยหัวใจสำคัญที่สุดยังคงอยู่ที่แนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียนไทย ซึ่งผมยังมีมุมมองที่เป็นบวกมาก

พบกันใหม่เดือนหน้า สวัสดีครับ