



# The Fundamental View

ไพบูลย์ นลินทรานกูร, CFA  
 ประธานกรรมการ สภาธุรกิจตลาดทุนไทย

## ทำไมเงินไหลกลับ เข้า Emerging Markets อีกแล้ว

**ส**วัสดีครับท่านผู้อ่านทุกท่าน พบกันอีกครั้งทุกวันพุธที่สามของเดือน ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ตลาดหุ้นไทยมีผลงานที่ยอดเยี่ยมมาก ปรับขึ้น 87 จุด หรือเกือบ 9% และยังทำ New High ในรอบ 15 ปีอีกด้วย ถ้าวัดตั้งแต่ต้นปีตลาดหุ้นไทยเป็นตลาดหุ้นที่ปรับขึ้นสูงเป็นอันดับ 2 ในเอเชีย รองจากตลาดหุ้นจีน ซึ่งปีนี้เป็นปีที่ 2 ติดต่อกันแล้วที่ตลาดหุ้นไทย มีผลตอบแทนอยู่ในอันดับต้นๆ ของภูมิภาคนี้

ท่านผู้อ่านที่ติดตามสถานการณ์ในตลาดหุ้นมาโดยตลอด คงจะสงสัยว่าเกิดอะไรขึ้นกับตลาดหุ้นบ้านเรา รวมไปถึงอีกหลายตลาดหุ้นใน Emerging Markets เพราะหลายๆ ตลาดก็ให้ผลตอบแทนที่ดีขึ้นมากในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ทั้งๆ ที่เมื่อตอนต้นปี ตลาดหุ้นใน Emerging Markets เกือบทุกตลาดรวมถึงไทย ให้ผลตอบแทนที่ย่ำแย่มาก เนื่องจากนักลงทุนสถาบันต่างชาติส่วนใหญ่เลือกที่จะเข้าลงทุนในตลาดหุ้น Developed Markets ด้วยเหตุผลหลัก 2 ประการ คือ: (1) ตลาดหุ้น Developed Markets เป็น Underperformers ในปีที่แล้ว ดังนั้นในปีนี้นี้จึงมีความน่าสนใจว่า ตลาดหุ้น Emerging Markets: และ (2) ธนาคารกลางใน Emerging Markets ส่วนมากเริ่มดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น ขณะที่ธนาคารกลางใน Developed Markets ยังใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย

แล้วทำไมเงินถึงไหลกลับเข้า Emerging Markets เร็วกว่าที่ผู้เชี่ยวชาญส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้? ผมมองว่ามีเหตุผลหลักอยู่ 3 ข้อ ดังนี้ครับ

**ข้อหนึ่ง** นักลงทุนส่วนใหญ่เริ่มเชื่อว่า Fed คงจะไม่ดำเนินนโยบาย QE อีกต่อไป หลังเดือนเมษายนที่กำลังจะถึงนี้ ซึ่งก็หมายความว่าไม่น่าจะมี QE3 มารับไม้ต่อจาก QE2 และถ้า Fed เลิกทำ QE จริง ตลาดหุ้นที่จะได้รับผลกระทบมากที่สุด ก็น่าจะเป็นตลาดหุ้นของสหรัฐฯ ซึ่งที่ผ่านมาได้รับอานิสงส์จากเม็ดเงิน QE2 ที่ไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นเป็นจำนวนมาก แล้วที่หลายฝ่ายเชื่อว่าไม่น่าจะมีการทำ QE3 ก็เพราะการใช้นโยบาย



QE ที่ผ่านมา ไม่ได้ส่งผลบวกโดยตรงต่อเศรษฐกิจเท่าที่คาด โดยดูได้จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดหุ้นบิตร์สหรัฐฯ ไม่ได้ลดลงเท่าที่ควร และธนาคารพาณิชย์สหรัฐฯ ก็ไม่ได้มีการนำเม็ดเงินที่ Fed

อัดฉีดเข้ามาไปปล่อยกู้ต่อ

ถ้าเรารวมเอาเม็ดเงินที่อัดฉีดผ่าน QE1 และ QE2 จะเท่ากับ 2 ล้านล้านดอลลาร์ ซึ่งเงินจำนวนนี้ปกติจะสามารถนำไปปล่อยกู้ต่อได้ถึง 10 เท่า หรือประมาณ 20 ล้าน

ล้านดอลลาร์ แต่ถ้าเราดูตัวเลขยอดสินทรัพย์รวมของธนาคารพาณิชย์สหรัฐ จะเห็นว่ายังคงอยู่ที่ประมาณ 12 ล้านล้านดอลลาร์ ซึ่งเป็นระดับเดียวกับเมื่อตอนต้นปี 2009 ซึ่งหมายความว่าธนาคารแทบไม่ได้นำเม็ดเงินจาก QE ไปปล่อยกู้ให้กับภาคธุรกิจที่แท้จริงเลย

**ข้อสอง** การที่ธนาคารกลางยุโรป (European Central Bank) ขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ คงเป็นอีกหนึ่งเหตุผลที่ทำให้เงินไหลกลับเข้า Emerging Markets อย่างที่เราทราบกันดีว่า ECB ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย 25 basis points ในสัปดาห์ที่แล้วซึ่งนับเป็นการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกนับตั้งแต่เกิดวิกฤติ ก่อนหน้านี้นักลงทุนส่วนใหญ่ยังไม่ปักใจเชื่อมากนักว่า ECB จะกล้าขึ้นดอกเบี้ยท่ามกลางปัญหาหนี้สาธารณะของประเทศในเขต Peripherals ที่ยังคงทวีความรุนแรง ไม่ว่าจะโปรมุส ซึ่งเพิ่งได้รับการช่วยเหลือจาก IMF หรือ กรีซ ซึ่งอาจจะต้องมีการทำ Debt Restructuring เพราะไม่น่าจะสามารถชำระหนี้ทั้งหมดตามสัญญาเดิมได้ แต่ ECB เลือกทำในสิ่งที่หลายคนคาดไม่ถึง และยังพูดชัดเจนว่าจะยังคงขึ้นดอกเบี้ยต่อไปอีก จนกว่าจะสามารถดูแลปัญหาเงินเฟ้อได้ และยังคงพยายามส่งสัญญาณว่าปัญหาหนี้สาธารณะกับนโยบายการเงินไม่เกี่ยวข้องกัน ดังนั้นมีความเป็นไปได้สูงว่า ECB น่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 75 basis points จนถึงสิ้นปี ปัจจุบันนี้เลยทำให้ตลาดหุ้นในยุโรปดูน่าสนใจน้อยลง

**ข้อสาม** นักลงทุนส่วนใหญ่เชื่อว่า ประเทศใน Emerging Markets น่าจะสามารถรับมือกับเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นมากมายในช่วงที่ผ่านมาได้ดีกว่าเศรษฐกิจใน Developed Markets ไม่ว่าจะเป็น ปัญหาความไม่สงบในลิเบียและตะวันออกกลาง ปัญหาวิกฤตินิวเคลียร์ในญี่ปุ่น ปัญหาหนี้สาธารณะในยุโรป และปัญหาที่อาจจะตามมาถ้า Fed ไม่ต่ออายุนโยบาย QE เนื่องจากเศรษฐกิจ Developed Markets ยังอ่อนแอมาก โดยเฉพาะระดับของการว่างงานและการขาดดุลการค้ายังคงอยู่ในระดับสูง ถ้ามีอะไรกระทบแรงๆ ก็อาจจะไม่สามารถทนทานได้ ขณะที่เศรษฐกิจ Emerging Markets อยู่ในสภาวะที่ตึกว่ามาก และในบางประเทศ การ Normalize นโยบายดอกเบี้ยก็เริ่มจะเสร็จสิ้นแล้ว เช่นในจีนเป็นต้น

ผมมองว่า 3 เหตุผลข้างต้นนี้ คือปัจจัยหลักที่ทำให้เงินไหลกลับเข้าสู่ Emerging Markets รวมทั้งตลาดหุ้นไทยเป็นจำนวนมาก อีกหนึ่งปัจจัยซึ่งอาจจะส่งผลพวงของสิ่งที่เกิดขึ้นแต่ก็เป็นตัวช่วยกระตุ้นให้เงินยังคงไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง ก็คือค่าเงินดอลลาร์ที่เริ่มกลับมาอ่อนค่าอีกรอบ ท่านที่เป็นนักลงทุนคงจะทราบดีว่า ความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินดอลลาร์กับตลาดหุ้น Emerging Markets รวมทั้งไทยมีสูงมาก แต่เป็นความสัมพันธ์ตรงข้าม คือ ตลาดหุ้นจะดีเมื่อดอลลาร์อ่อนค่า และจะไม่ดีเมื่อดอลลาร์แข็งค่า

ส่วนตลาดหุ้นไทยเองนั้น ช่วง 2 อาทิตย์ที่ผ่านมา นักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิถึง 29,000 ล้านบาท หรือเฉลี่ยประมาณ 2,600 ล้านบาทต่อวัน ซึ่งถือเป็นยอดซื้อสุทธิที่สูงมาก เพราะก่อนหน้านี้ในเดือนกุมภาพันธ์และมีนาคม จะมียอดซื้อสุทธิอยู่ที่วันละ 400 ล้านบาทเท่านั้น ส่วนเดือนมกราคมมียอดขายสุทธิถึงเฉลี่ยวันละ 1,400 ล้านบาท นอกจากนั้นแล้ว เงินที่ไหลเข้าในช่วงนี้ยังทำให้ยอดสะสมของต่างชาติปีนี้กลายเป็นซื้อสุทธิ 17,000 ล้านบาทจากขายสุทธิ 12,000 ล้านบาท

นอกจากนั้น ตลาดหุ้นไทยยังได้รับอานิสงส์จากการเลือกตั้ง ที่น่าจะมีขึ้นในราวเดือนมี.ย.-ก.ค. โดยสถิติที่ผ่านมา ตลาดหุ้นไทยจะปรับขึ้นเฉลี่ย 8% ในระยะ 3 เดือนก่อนที่จะมีการเลือกตั้ง

ผมมองว่าเม็ดเงินต่างชาติ จะยังคงไหลเข้าสู่ตลาดหุ้น Emerging Markets รวมทั้งไทยในช่วงนี้ แนวโน้มเดือนพ.ค. และมี.ย. ดูแล้วไม่น่าเป็นห่วงเพราะยังอยู่ในช่วง Pre-Election และ SET Index น่าจะมีโอกาสทำ New High ของปีได้อีก แต่ที่ต้องระวังก็คือ แรงเทขายหลังการเลือกตั้ง แต่ก็ไม่น่าจะรุนแรงมากนัก เพราะเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในสภาพที่แข็งแรง สิ่งที่ต้องพึงระวังก็คือ การขึ้นดอกเบี้ยของ Fed เพราะครั้งที่แล้วที่ Fed ขึ้นดอกเบี้ย (เมื่อปี 2004) ในช่วง 6 เดือนก่อน Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ย ตลาดหุ้นไทยปรับลงถึง 17% และในช่วงอีก 18 เดือนที่ Fed ดำเนินการขึ้นดอกเบี้ย SET Index ก็ปรับขึ้นเพียง 5%

แล้วผมจะมาวิเคราะห์เรื่องดอกเบี้ย Fed กับผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยแบบเจาะลึกในเดือนหน้าครับ. สวัสดี