

กรุงเทพฯ 20 พฤศจิกายน 2556

The Fundamental View



● **ปิยาสัย นลินธรากร , CFA**

ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บส.กิสโก้ จำกัด
และประธานกรรมการ สภาธุรกิจตลาดทุนไทย

ตลาดหุ้นตกอีกมากแค่ไหน เมื่อ Fed เริ่มลด QE จริง ๆ

ช่วง 3-4 สัปดาห์ที่ผ่านมา เป็นช่วงที่ตลาดหุ้นไทย Underperformed ตลาดหุ้นอื่นๆ ทั่วโลกรวมเอเชียค่อนข้างมาก สาเหตุหนึ่ง ทุกท่านทราบคืออยู่แล้ว มีการชุมนุมเกิดขึ้น ช่วงแรกๆ เพื่อต่อต้านกฎหมายนิรโทษกรรม แต่พอรัฐบาลได้ถอนร่างกฎหมายนิรโทษกรรมทุกฉบับออกไปจากสภาฯ และให้สัตยาบันว่าจะไม่นำกลับมาพิจารณาอีก การชุมนุมกลับยังคงดำเนินต่อไปโดยปรับเปลี่ยนเป้าหมายเป็นการต่อต้านและอาจไปถึงขั้นขับไล่รัฐบาล ผมไม่แน่ใจว่าสถานการณ์ปัจจุบัน จะจบลงอย่างไรและเมื่อไร แต่จะมีผลทางลบต่อตลาดหุ้นน้อยลงเรื่อยๆ เพราะประเด็นการชุมนุมเริ่มมีเหตุผลน้อยลง รวมถึงแนวสนับสนุนจากภาคธุรกิจ สถาบันการศึกษา นักวิชาการ ก็เริ่มลดลงด้วย



เรื่องที่ผมจะเขียนถึง ไม่ใช่เรื่องการเมือง แต่เป็นเรื่องผลกระทบที่จะมีต่อตลาดหุ้น เมื่อ Fed เริ่มลดการอัดฉีดเม็ดเงินจากมาตรการ Quantitative Easing หรือ QE จริงจัง การที่นักลงทุนทั่วโลก มีอาการดีใจทุกครั้งที่มีสัญญาณว่า Fed จะยังไม่ลดวงเงิน QE เช่น เมื่อตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ ออกมาต่ำกว่าคาด หรือค่าแถลงการณ์ของประธาน Fed ที่สื่อว่า

ยังเป็นห่วงเรื่องการเติบโตของเศรษฐกิจ หรือการเห็นแรงเทขายอย่างหนักทุกครั้ง ที่มีสัญญาณว่า Fed อาจจะลด QE เร็วกว่าคาด แสดงว่า QE ยังเป็นปัจจัยที่นักลงทุนทั่วโลกให้น้ำหนักสูงมาก

ที่เป็นอย่างนี้เพราะนักลงทุน น่าจะยังจำเหตุการณ์เมื่อ พ.ค. ที่ผ่านมาได้ดี หลังจากที่ Fed ส่งสัญญาณเป็นครั้งแรกว่า จะเริ่มลดวงเงิน QE ช่วงนั้นตลาดหุ้นทั่วโลก โดยเฉพาะตลาด Emerging Markets ปรับลดลงอย่างหนัก ตลาดหุ้นไทยก็ปรับลงเกือบ 300 จุดภายในไม่กี่อาทิตย์ จากนั้นไม่นานพอมิชาว่านาย Lawrence Summers (ซึ่งเป็นที่รู้จักกันว่าเป็นคนที่ไม่ค่อยสนับสนุนการใช้นโยบาย QE) อาจจะได้รับเลือกเป็นประธาน Fed คนใหม่ ตลาดหุ้นทั่วโลกก็ตกอย่างแรงอีก ช่วงนั้นตลาดไทยลงไปอีกเกือบ 100 จุด จนถึงวันนี้แม้ยังไม่ลดวงเงิน QE ตลาดหุ้นไทยก็ยังไม่สามารถกลับไปสู่ระดับเดิมที่ 1,600-1,650 จุดได้ ซึ่งเป็นระดับก่อนเกิดความกังวลเรื่องลด QE

สิ่งที่นักลงทุนกังวลที่สุดคือ เมื่อ Fed เริ่มลดวงเงิน QE จริงๆ ซึ่งจะเกิดขึ้นใน 1-4 เดือนนี้ ตลาดหุ้นทั่วโลก รวมถึงไทยจะตกอีกมากแค่ไหน ความเห็นของผมคือพอถึง

เวลานั้นจริง ราคาหุ้นน่าจะลดลงไม่มาก หากลงมากน่าจะแค่ช่วงแรกๆ ที่นักลงทุนอยู่ในอาการตกใจ หลังจากนั้นตลาดหุ้นทั่วโลกจะกลับสู่ขาขึ้น และน่าจะขึ้นยาวไปอีก 2 ปี ผมมีเหตุผลสนับสนุนแนวคิดของผมอยู่ 5 ข้อ

1. แนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกชัดเจนขึ้นมากเมื่อเทียบกับเดือน

พ.ค. ตอนที่ Fed ออกมาส่งสัญญาณ อาจจะปรับลดวงเงิน QE เศรษฐกิจสหรัฐยังไม่ฟื้น สัญญาณการฟื้นตัวชัดเจนนัก การประกาศแผนลด QE ของ Fed ช่วงนั้นทำให้นักลงทุนกังวลว่าจะเป็นการซ้ำเติมเศรษฐกิจให้แย่ลงอีก เป็นผลทำให้เกิดแรงเทขายครั้งใหญ่ในตลาดหุ้น แต่ตอนนี้เศรษฐกิจสหรัฐแข็งแกร่งขึ้นมาก เศรษฐกิจโลกเริ่มเข้าสู่วงจรการฟื้นตัวชัดเจน ไม่ว่าจะเป็น ยุโรป ญี่ปุ่น จีน ผมเชื่อว่าการลด QE ถ้าทำในช่วงที่เศรษฐกิจสหรัฐฟื้นตัว จะไม่ทำให้เกิดแรงเทขายในตลาดหุ้น เพราะเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ช่วยให้ภาคธุรกิจมีผลประกอบการดีขึ้น ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนหลักให้ราคาหุ้นปรับสูงขึ้น

2. นักลงทุนเริ่มเข้าใจว่าการลด QE ไม่ได้แปลว่า Fed เริ่มใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดขึ้น

ในช่วงที่ผ่านมา Fed พยายามทำให้นักลงทุนแยกแยะระหว่างการลด QE กับการเปลี่ยนนโยบายทางการเงิน โดยบอกชัดเจนว่ามาตรการ QE มีไว้เพื่อเป็นเครื่องมือควบคุม Momentum ของเศรษฐกิจระยะสั้น ขณะที่นโยบายด้านดอกเบี้ย เป็นเครื่องมือสำคัญสำหรับการบริหารนโยบายการเงินและรักษาเสถียรภาพทางการเงินระยะยาว แปลงง่าย ๆ คือ การที่ Fed จะตัดสินใจลด QE ไม่ได้หมายความว่า Fed จะเปลี่ยนไปใช้นโยบายการเงินที่รัดกุมขึ้น แต่แปลว่า มีความมั่นใจมากขึ้นกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐ ผมเชื่อว่านักลงทุนเข้าใจมากขึ้นเกี่ยวกับมาตรการ QE และการลด QE จะเห็น Panic Selling ลดลงมาก ที่สำคัญเริ่มมีข่าวว่า Fed อาจปรับเป้าการว่างงานที่ใช้เป็นตัวกำหนดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเมื่อไร ลงจากเดิมที่ 6.5% เป็น 5.5-6% ซึ่งจะเป็นข่าวดีสำหรับตลาดหุ้น

3. นักลงทุนเริ่มแยกแยะตลาดเกิดใหม่ที่เสี่ยงต่ำออกจากกลุ่มเสี่ยงสูง

นักลงทุนแยกแยะตลาดเกิดใหม่ออกจากกันชัดเจนขึ้น ระหว่างกลุ่มเสี่ยงต่ำกับความเสี่ยงสูง ดังนั้นการลด QE ถ้าจะมีผลกระทบต่อตลาด น่าจะเป็นกับกลุ่มเสี่ยงสูง ไม่น่าส่งผลให้สภาพคล่องไหลเข้าสู่ตลาดกลุ่มเสี่ยงต่ำลดลง ซึ่งวิธีดูว่าประเทศไหนเสี่ยงระดับใด ดูจากดุลบัญชีเดินสะพัด ประเทศไหนที่อดีตขาดดุลบัญชีเดินสะพัด หรือมีโครงสร้างทางเศรษฐกิจอ่อนแอ (ส่งออกน้อย แต่นำเข้าสูง) หรือพึ่งพาการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์สูงๆ (ปัจจุบันราคาสินค้าโภคภัณฑ์ตกต่ำ) จะทำให้ถูกจัดอยู่ในประเทศที่เสี่ยงสูง

สำหรับไทย แม้ครึ่งปีแรกจะขาดดุลบัญชีเดินสะพัด แต่ไม่น่ากลัว เพราะที่ผ่านมานำเข้าทองคำสูงมาก ถัดมาดูทิศทางดอกเบี้ยภายในว่า จะปรับขึ้นเร็วและมากกว่าดอกเบี้ยโลกหรือไม่ ผมเชื่อว่าดอกเบี้ยไทยไปในทิศทางเดียวกับดอกเบี้ยโลก เพราะเงินเพื่อไทยใกล้เคียงกับโลก และสภาพคล่องของไทยสูงมาก ค่าเงินบาทไม่ได้ Overvalued ผมเชื่อว่าไทยถูกจัดอยู่ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ที่เสี่ยงต่ำ ปัจจัยเดียวที่จะทำให้ภาพนี้เปลี่ยนไปคือการเมืองที่เลวร้ายลงมากๆ

4. Valuations ของตลาดเกิดใหม่ลดลงมากแล้ว

ช่วงก่อนมีคำชูจาก Fed ว่าจะลด QE ตลาดหุ้นประเทศเกิดใหม่บางแห่งมี Valuations แพงกว่าตลาดหุ้นประเทศพัฒนาแล้ว แต่ล่าสุดตลาดหุ้นประเทศเกิดใหม่มีค่า P/E Ratio เฉลี่ย 12 เท่า ขณะที่ประเทศพัฒนาแล้วมี P/E Ratio เฉลี่ย 17 เท่า หรือ Valuations ถูกกว่าถึง 40% ซึ่งกระตุ้นให้ตลาดหุ้นประเทศเกิดใหม่ที่น่าสนใจ เพราะพฤติกรรมนักลงทุน คือ ชอบของถูก นอกจากนี้ตลาดหุ้นประเทศเกิดใหม่ ยัง Underperformed ตลาดหุ้นประเทศพัฒนาแล้วค่อนข้างมากในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา ซึ่งเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ทำให้เงินจะเริ่มไหลเข้าตลาดเกิดใหม่

5. เงินลงทุนจะ Rotate ออกจากตราสารหนี้เข้าตลาดหุ้นมากขึ้น

การลด QE แม้ยังไม่ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายกลับสู่ขาขึ้น แต่เป็นแรงกดดันทำให้อัตราดอกเบี้ยระยะยาวปรับสูงขึ้นอีก เม็ดเงินส่วนหนึ่งที่ลงทุนอยู่ในตลาดตราสารหนี้จะถูกโยกเข้าสู่ตลาดหุ้นเพื่อลดความเสี่ยงเรื่องดอกเบี้ย

จากเหตุผลทั้ง 5 ข้อ ผมมองว่า การปรับลด QE ไม่น่ากลัวสำหรับตลาดหุ้นไทยอย่างที่คิดกัน โดยเฉพาะการดำเนินการตอนที่เศรษฐกิจโลกฟื้น ตัวอย่างชัดเจนจะให้นักลงทุนตื่นตระหนกน้อยกว่ารอบที่แล้วแน่นอน