



คอลัมน์: เรื่องเดียว หลากประเด็น

โดย พิชัย เลิศสุพงศ์กิจ กรรมการสมาคมนักวิเคราะห์ และผู้อำนวยการฝ่ายอาวุโส
 บมจ. หลักทรัพย์.ธนาชาติ email: pichai.ler@thanachart.co.th

ตลาดหุ้นปี 53: ผันผวน

ตลาดหุ้นปี 53 จะขึ้นกับตัวแปรสำคัญดังนี้ 1) ความยั่งยืนของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก 2) จังหวะเวลาในการถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 3) เสถียรภาพการเมือง และ 4) ปัญหาสภาพอากาศ ก่อนจะพูดถึงตัวแปรเหล่านี้ ต้องประเมินเศรษฐกิจและมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมของตลาดไทย ก่อน ขณะนี้เป็นที่รับรู้กันในวงกว้างแล้วว่า เศรษฐกิจโลกและของไทยฟื้นตัวชัดเจนขึ้นเป็นลำดับ มองไปในปี 53 การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกจะช่วยกระตุ้นการส่งออกของไทยที่มีสัดส่วนสูงถึงราว 70% ของจีดีพี โดยคาดว่า การส่งออกน่าจะขยายตัวได้ 10-12% ขณะที่งบประมาณไทยเข้มแข็ง มูลค่า 1.43 ล้านล้านบาท ได้เริ่มทยอยฉีดเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจปีละประมาณ 5% ของจีดีพี

การเร่งตัวขึ้นของภาคส่งออกและการใช้จ่ายภาครัฐจะมีบทบาทผลักดันเศรษฐกิจปี 53 ให้ขยายตัวราว 3% (รวมผลกระทบจากสภาพอากาศที่คาดว่า จะถ่วงเศรษฐกิจราว 0.3-0.5% ของจีดีพี แล้ว) และหนุนกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นให้ขยายตัวราว 18-20% ในปีหน้า และดึงค่าพีอีตลาดหุ้นไทยลงมาเหลือราว 11 เท่าเศษ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีที่อยู่ใกล้ๆ 12 เท่า เล็กน้อย นักวิเคราะห์ค่ายธนาชาติประเมินดัชนีหุ้นปลายปีหน้าจะอยู่ที่ 820 จุด

มูลค่าตลาดหุ้นไทยจึงอยู่ในข่ายปานกลาง ไม่ถูกไม่แพง แม้จะคิดขึ้นมาถึงราว 60% ในปี 52 แต่ก็มีโอกาสทำกำไรจำกัด และมีโอกาสเกิดความผันผวนขึ้นอยู่กัตัวแปรดังนี้

ประการแรก ความยั่งยืนของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก นักเศรษฐศาสตร์ส่วนหนึ่งวิจารณ์ว่า การฟื้นตัวในช่วงที่ผ่านมาเกิดจากการกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งมโหฬารพร้อมๆ กันทั่วโลก จนทำให้เกิดการผลิตเพื่อทดแทนสต็อกสินค้าที่อยู่ในระดับต่ำผิดปกติ อันเป็นผลจากการเคอร์ฟิว สต็อกเดิมและดีมานด์ที่หดตัวกระทันหันหลังเกิดวิกฤตซบโพร้มในช่วงไตรมาส 4 ปี 51

อย่างไรก็ดี ความต้องการจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคยังคงอ่อนแอ เนื่องจากปัญหาคนตกงานจำนวนมาก อย่างในสหรัฐอเมริกาอัตราการว่างงานยังสูงถึง 10% หรือมีคนตกงานมากถึง 15.7 ล้านคนที่เดียว! ยุโรปก็เผชิญปัญหาคนตกงานไม่ยิ่งหย่อนไปกว่ากัน

นอกจากนั้นสหรัฐยังเผชิญปัญหาหนี้สินสูงลิ่วทั้งในภาคธนาคารและภาคครัวเรือน รวมถึงของภาครัฐอีกด้วย ขบวนการ **De-leveraging** หรือลดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนทั้งในภาคธนาคารและภาคครัวเรือนจะเป็นข้อจำกัด ทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจสหรัฐและยุโรปเป็นไปอย่างเชื่องช้า และมีความเสี่ยงที่อาจทรุดตัวลงมาอีก หากมีการดำเนินนโยบายผิดพลาด

ประการที่ 2 จังหวะเวลาในการถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ผลข้างเคียงจากการอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจครั้งมโหฬารพร้อมๆ กันทั่วโลก ทำให้หลายประเทศกำลังเผชิญกับปัญหาหนี้สาธารณะพุ่งสูงขึ้นอย่างมากและมีแรงกดดันเงินเฟ้อในตลาดสินทรัพย์ เนื่องจากเงินอัดฉีดเงินส่วนใหญ่แทนที่จะถูกนำไปลงทุนในภาคเศรษฐกิจจริง กลับถูกนำไปเก็งกำไรในตลาดสินทรัพย์ทั้งตลาดหุ้น ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ รวมถึงอสังหาริมทรัพย์

หากราคาสินค้าโภคภัณฑ์โดยเฉพาะด้านพลังงานยังคงพุ่งขึ้นต่อไปในปีหน้า จะเพิ่มแรงกดดันเงินเฟ้อและเป็นข้อจำกัดในการกวดดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำ

อย่างไรก็ดี หากถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเร็วเกินไป สภาพคล่องอาจตึงตัว อัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้นจะเป็นอุปสรรคต่อการบริโภคและการลงทุน พลอยทำให้เศรษฐกิจมีความเสี่ยงที่อาจทรุดลงอีกครั้ง เหมือนกับที่เคยเกิดขึ้นกับญี่ปุ่นในทศวรรษ **90** ที่เศรษฐกิจพ่นๆ พุบๆ ดังนั้นจังหวะเวลาในการถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งยวด

แต่ที่แน่ๆ คือ การดึงเงินออกจากระบบเศรษฐกิจ ก็เหมือนการปล่อยลมออกจากลูกโป่ง จะส่งผลข้างเคียงทำให้ตลาดหุ้นที่เคยฟูฟองมีความเสี่ยงที่จะแฟบลง หากกำไรของบริษัทโตไม่ทัน

ล่าสุด ธนาคารกลางสหรัฐส่งสัญญาณ ไม่ต่ออายุมาตรการเสริมสภาพคล่องฉุกเฉินที่จะหมดอายุลงในวันที่ **1 ก.พ.53**นี้อาจเป็นบันไดขั้นแรกของการถอนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ จึงต้องติดตามประเมินผลอย่างใกล้ชิดต่อไป

ประการที่ 3 เสถียรภาพการเมือง รัฐบาลนายฯ อภิสิทธิ์ฝ่ายรวมเศรษฐกิจและการเมืองมาได้ **1 ปี** อย่างกระท่อนกระแท่นเต็มที่ ปัญหาภายในพรรคร่วมรัฐบาลก็สั่งสมมากขึ้นทุกที ขณะที่แรงสนับสนุนจากประชาชนก็ขึ้นๆ ลงๆ แต่จะออกทางลงซะมากกว่า ความคืบหน้าของคดีความต่างๆ โดยเฉพาะคดียึดทรัพย์ **7.6** หมื่นล้านของอดีตนายฯ ทักษิณ อาจทำให้การเมืองกระเพื่อมแรงเป็นระยะ การชุมนุมของคนสี่เสื้อต่างๆ ล้วนมีส่วนบั่นทอนเสถียรภาพการเมือง และเป็นปัจจัยลบต่อการลงทุน

นักลงทุนต่างชาติก็ไม่ต่างจากนักลงทุนไทยที่เอือมระอา กับปัญหาการเมืองที่เรื้อรังมาหลายปี แต่เขามีทางเลือกในการลงทุนมากมาย เงินทุนส่วนหนึ่งจึงเปลี่ยนทิศทางไปยังตลาดหุ้นอื่นที่การเมืองนิ่งกว่าของไทย

น่าสังเกตว่า ปีนี้เม็ดเงินซื้อสุทธิของต่างชาติเข้าไทยน้อยกว่าของประเทศเพื่อนบ้านส่วนใหญ่ โดยเงินซื้อสุทธิของต่างชาติเทียบกับมาร์เกตแคปของตลาดหุ้นไทยอยู่ที่ระดับเพียง **1%** ขณะที่ของตลาดหุ้นเพื่อนบ้านเฉลี่ยจะอยู่ที่ราว **2%** ของมาร์เกตแคป

การเมืองที่ขาดเสถียรภาพ หากไปไกลถึงขั้นยุบสภา จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและตลาดหุ้น เนื่องจากการจัดทำงบประมาณรายจ่ายตลอดจนการเบิกจ่ายงบจะมีความล่าช้า นอกจากนั้นไม่ว่าชั่ว

ใดจะได้กลับมากุมอำนาจรัฐ ก็จะถูกต่อต้านจากข้างหนึ่ง เป็นวังวนเช่นนี้ต่อไป จนมองไม่ออกว่าการเมืองไทยจะกลับเข้าสู่มีเสถียรภาพได้อย่างไร และเมื่อใด

ประการที่ 4 ปัญหาบาทบาท กระทรวงอุตสาหกรรมและพลังงานประเมินว่า ปัญหาบาทบาทจะส่งผลกระทบต่อโดยตรงจากเม็ดเงินลงทุนมูลค่า **2** แสนล้านบาท ผลกระทบต่ออุตสาหกรรมต่อเนื่องมูลค่า **4** แสนล้านบาท และมีผลกระทบต่อแรงงานอีก **23** หมื่นคน ดังนั้นหากปัญหานี้ยืดเยื้อหรือขยายวงออกไปยังเขตอุตสาหกรรมอื่นจะเป็นอุปสรรคต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

ค่านักเศรษฐกิจต่างๆ ประเมินว่า หากใช้เวลา **1** ปี ในการแก้ปัญหา เศรษฐกิจจะชะลอตัวลง **0.3-0.5%** ทำให้ปีหน้าเศรษฐกิจโตแค่ **3%**

ส่วนผลกระทบต่อกำไรของบริษัทที่เกี่ยวข้องโดยเฉพาะกลุ่ม **PTT** และ **SCC** นั้นมีตั้งแต่ **5-30%** ของประมาณการกำไรปีหน้า แต่จะกระทบมูลค่าหุ้นราวไม่มากนัก เนื่องจากกระแสเงินสดจะถูกระทบประมาณ **1** ปี (หวังว่าจะไม่เกินนี้) ดังนั้นการประเมินมูลค่าหุ้นโดยการคิดลดกระแสเงินสดจึงมีผลกระทบไม่มากนัก

ต้องยอมรับความจริงว่า หากเราเลือกที่ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อมมากขึ้น เราต้องยอมแลกด้วยการที่เศรษฐกิจจะโตช้าลง แต่มิได้หมายความว่ามุ่งแต่พัฒนาเศรษฐกิจจนละเลยปัญหาสิ่งแวดล้อม ในช่วงเปลี่ยนผ่านนี้ ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องต้องช่วยกันเยียวยาผลกระทบที่จะเกิดขึ้นทุกด้าน

จะเห็นได้ว่า ตัวแปรทั้งสี่อาจเกิดต่างกรรมต่างวาระ หรือถ้าแยกๆ ก็เกิดในจังหวะใกล้เคียงกัน ทำให้ตลาดหุ้นเสี่ยงที่จะผันผวนด้านลบ การจัดพอร์ตลงทุนจึงต้องพิถีพิถันมากขึ้น และต้องมีการทบทวนเป็นระยะ

เพื่อกระจายความเสี่ยง อาจใช้กลยุทธ์บาร์เบล คือมีหุ้นชนิดที่อ่อนไหวกับภาวะเศรษฐกิจ และหุ้นชนิดที่ไม่เหวี่ยงตามเศรษฐกิจ

กลุ่มแรก หากเศรษฐกิจฟื้นตัวไปเรื่อยๆ จะให้ผลตอบแทนเด่นกว่ากลุ่มหลัง หุ้นที่อยู่ในข่ายนี้ได้แก่ **AMATA, AOT, CPN, KBANK, SCC, PTT, HANA, CPF** เป็นต้น

ส่วนกลุ่มหลัง จะให้ปันผลในเกณฑ์สูงไม่ว่าเศรษฐกิจจะเป็นอย่างไร แกรมราคาหุ้นยังซื้อขายกันต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น หุ้นที่อยู่ในข่ายนี้ได้แก่ **GLOW, TTW, ADVANC, CPALL** เป็นต้น