



# กลยุทธ์การลงทุนในช่วงนโยบายการเงินที่ ตึงตัวมากขึ้น

SCBS Wealth Research  
18 มกราคม 2565



# บทสรุปกลยุทธ์การลงทุนในช่วงนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น

- ด้วยภาพเศรษฐกิจมหภาคที่เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวจากวิกฤติ COVID-19 และเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงส่งผลให้ธนาคารกลางสหรัฐมีแนวโน้มที่จะดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้นทั้งปรับเพิ่มดอกเบี้ยและลดขนาดงบดุล
- ท่าทีของธนาคารกลางสหรัฐที่เปลี่ยนไปทำให้นักลงทุนต้องมีการเปลี่ยนแปลงความคาดหวัง โดยตลาดดอกเบี้ยมองว่าธนาคารกลางสหรัฐจะขึ้นดอกเบี้ย 25bps ทุกไตรมาสในปี 2022 ในขณะที่นักเศรษฐศาสตร์ประเมินไว้เพียง 3 ครั้ง เท่ากับ Dot plot ซึ่งอาจจะมองว่าการขึ้นดอกเบี้ย 4 ครั้งตลาดอาจจะรับไม่ได้ หากมองในมิติกระแสเงินนั้นบ่งชี้ว่าตลาดได้ตั้งสถานะรอไว้ในระดับหนึ่งแล้วดังนั้นเรามองว่าการตอบสนองของตลาดต่อการขึ้นดอกเบี้ยนั้นจะไม่แรง เพราะสะท้อนอยู่ในราคาไปแล้ว
- เรามองว่า การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (และ QT) ที่เกินกว่า 2-3 ครั้งนั้นแข่งแกร่งเกินไป ขณะที่เศรษฐกิจไม่สามารถรับไหว และจะนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ได้ในปี 2023
- ผลตอบแทนเฉลี่ยในอดีตเมื่อดอกเบี้ยมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นนั้นหุ้นให้ผลตอบแทนดีกว่าบอนด์ และตลาดหุ้นจะให้ผลตอบแทนดีกว่าก่อนขึ้นดอกเบี้ย 1-3 เดือน โดยกลุ่มเทคโนโลยีเป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุด ส่วนตลาดหุ้นไทยเป็นกลุ่มโรงพยาบาล
- นโยบายการเงินที่แตกต่าง สหรัฐตึงตัวที่สุด ยุโรปผ่อนคลาย และญี่ปุ่นเป็นประเทศที่นโยบายการเงินน้อยสุด อาจจะทำให้แนวโน้มการลงทุนและกระแสเงินอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงไปตามนโยบายสนับสนุน เพราะกำไรของทั้งสามตลาดกำลังเข้าสู่จุดสมดุล
- เรามองว่าการขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้ของธนาคารกลางสหรัฐจะไม่กระทบกับตลาด EM เหมือนอย่างในอดีตเพราะกระแสเงินไม่ได้กระจุกตัวอยู่ใน EM สถานะทางการขึ้นแข่งแกร่งกว่าในอดีตและแนวโน้มการเติบโตจะเป็นปัจจัยสนับสนุน EM มากกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและค่าเงินดอลลาร์
- เราจึงแนะนำ 1) ตลาด EM มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนดีจากการเติบโตที่ดีกว่าและมีความไวจากการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและค่าเงินในตลาด DM น้อยลง 2) กลุ่มเทคโนโลยียังมีความน่าสนใจ ไม่มีภาพกระแสเงินไหลออกจากกลุ่มนี้ให้เห็นการเติบโตเป็นสำคัญ 3) มองว่าตลาดยุโรปน่าสนใจแต่เน้นธีมการลงทุนและนโยบายการเงิน ส่วนตลาด EM เน้นภาคบริการมากกว่าการผลิตและหลีกเลี่ยงกลุ่มที่มีสถานะทางการเงินอ่อนแอ

# เหตุผลหลักที่ Fed เริ่มส่งสัญญาณเรื่อง QT (Balance sheet run-off) เกิดจากต้องการทำ Yield curve control เพื่อไม่ให้ผลตอบแทนพันธบัตรแบนลง

- รายงานการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ (FOMC) ที่ประชุมไปเมื่อช่วงวันที่ 14-15 ธ.ค. ที่ผ่านมาซึ่งประเด็นหลักของการประชุมครั้งนั้นที่มีการแถลงหลังการประชุมคือ การปรับแนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ให้เร็วขึ้น จากขึ้น 1 ครั้งเป็นขึ้น 3 ครั้ง และการลดทอนขนาดของมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE Tapering) ให้มากขึ้น จากเดือนละ 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์ เป็นเดือนละ 3 หมื่นล้านดอลลาร์ ซึ่งจะทำให้การเพิ่มขึ้นของงบดุล (ซึ่งบ่งชี้ปริมาณเงินที่ Fed เดิมเข้าสู่ระบบ) หดลง ณ เดือน มี.ค. ปีนี้ จากที่เคยคาดที่เดือน มิ.ย.
- แต่การเปิดเผยรายงานการประชุม กลับมีข้อมูลสำคัญที่มากไปกว่าในช่วงการแถลงข่าวหลังการประชุมสิ้นสุดลง โดยระบุว่า ในการประชุมมีการพูดถึงการลดขนาดของงบดุลหรือ Quantitative Tightening: QT โดยพร้อมที่จะลดหลังการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกไม่นานนัก และการทำ QT ครั้งนี้ จะต้องรุนแรงกว่าครั้งที่เคยทำเมื่อปี 2018-19 ด้วย
- โดยสาเหตุหลักของการทำ QT เร็วขึ้นครั้งนี้ เพื่อป้องกันไม่ให้เส้นผลตอบแทนพันธบัตร (Yield curve) ของสหรัฐแบนลงเนื่องจากการแบนลง (Flatten) หรือการกลับทิศ (Inverted) ของเส้นผลตอบแทนนั้น นอกจากจะเป็นสัญญาณล่วงหน้าของวิกฤตเศรษฐกิจแล้ว ยังทำให้สถาบันการเงินได้รายได้จากดอกเบี้ยน้อยลง แต่ทำให้รายจ่ายดอกเบี้ยมีมากขึ้น

## เราวิเคราะห์ว่า

1. เจ้าหน้าที่ Fed มองว่า การขึ้นดอกเบี้ยตัวสั้นอย่างรวดเร็วก่อนตัวยาว จะทำให้เกิด Yield curve flattening รวมถึง inverted yield curve อันเป็นสัญญาณของ Recession ได้ ดังนั้น จึงจำเป็นต้องทำ QT ไปพร้อม ๆ กับการขึ้นดอกเบี้ย เพื่อให้ Yield curve เป็น parallel shift-up
2. QT คราวที่แล้ว Fed ลดเดือนละ \$50bn คราวนี้น่าจะต้องเร็วกว่าคราวที่แล้ว (อาจเป็นเดือนละ \$100bn) เพื่อให้คุมความชัน Yield curve ให้อยู่ในระดับเดิม
3. เรากังวลว่า การที่ Fed เร่งทำนโยบายการเงินดังกล่าว จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐไปสู่ Recession ได้ (เพราะ IYC ไม่ใช่สิ่งที่ทำให้เศรษฐกิจเกิด Recession แต่ต้นทุนการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นเกินกว่าที่เศรษฐกิจและธุรกิจจะรับไหวต่างหากที่จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิด Recession)

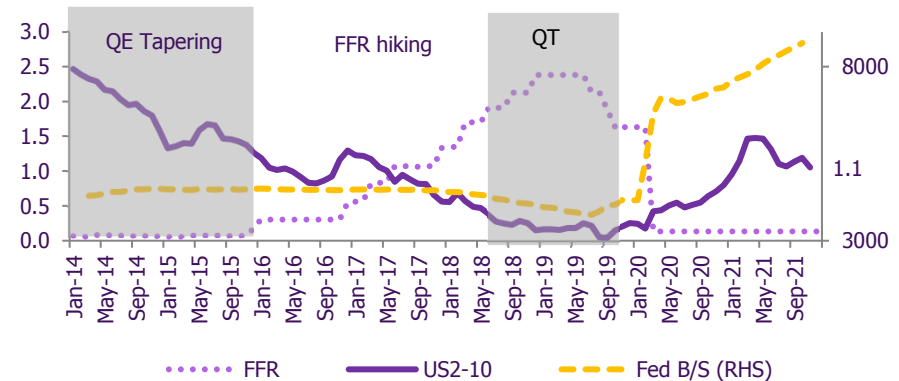
# FOMC minute เดือน ธ.ค. ที่แท้จริง มาจากมุมมอง Kansas city Fed ระบุว่า การทำ QT ก่อนขึ้นดอกเบี้ย จะทำให้เศรษฐกิจมีเสถียรภาพ

- ชื่องานวิจัยคือ "When Normalizing Monetary Policy, the Order of Operations Matters" โดยเนื้อหาสรุปได้ว่า หากภาวะเศรษฐกิจในสหรัฐยังคงดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) อาจพิจารณาปรับนโยบายการเงินให้เป็นปกติ (Normalized) โดยการที่ FOMC ลดขนาดของงบดุล (QT) ก่อนที่จะขึ้นดอกเบี้ย อาจส่งผลต่อลักษณะของเส้นอัตราผลตอบแทน ซึ่งส่งผลต่อสถาบันการเงิน โดยหาก QT พร้อมกับขึ้นดอกเบี้ย (แทนที่จะปล่อยให้ขึ้นดอกเบี้ยก่อนลดขนาดของงบดุล) จะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรยังมีลักษณะเป็นปกติ (คือผลตอบแทนระยะยาวสูงกว่าระยะสั้น) ทำให้สถาบันการเงินมีรายรับดอกเบี้ยมากกว่ารายจ่ายจากดอกเบี้ย ซึ่งทำให้สถาบันการเงินไม่จำเป็นต้องปล่อยกู้ที่มีความเสี่ยงมากขึ้นเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น คู่กับต้นทุนการเงิน สถาบันการเงินก็จะมีเสถียรภาพ
- เรามองว่า งานวิจัยดังกล่าวเป็น "กระสุนในเชิงวิชาการ" ให้กับ FOMC ทำให้ FOMC เลือกที่จะขึ้นดอกเบี้ยและลดขนาดงบดุลในเวลาใกล้เคียงกัน โดยมองว่าการขึ้นดอกเบี้ยครั้งก่อน ที่ขึ้นก่อนหน้าการทำ QT นานถึง 2 ปี นั้น ผิดพลาด ทำให้เส้นผลตอบแทนพันธบัตรแบนลงจนเกิด Inverted Yield curve และทำให้สถาบันการเงินขาดเสถียรภาพ

รูปแบบการทำนโยบายการเงินของสหรัฐในปี 2014-19

Date	Policy	FFR	10YY	2-10
2014-2015	QE Tapering	0.13	2.7->2.2	2.5->1.3
2016-19M6	FFR Hiking	0.13->2.38	2.0->2.0	1.2->0.1
2018-19M6	QT	1.34->2.38	2.5->2.0	0.6->0.1

Fed QE Tapering, FFR hiking and QT



เราวิเคราะห์ว่า

- 1.ขณะนี้ Fed Kansas กำลังมี 2 เป้าหมายพร้อมกัน คือ (1) ลดเงินเฟ้อ และ (2) ป้องกันการเกิด IYC จึงต้องทำ QT ก่อนที่จะขึ้นดอกเบี้ย เพื่อตั้งให้ 10YY เด่งขึ้น เพื่อให้เกิด parallel shift-up
- 2.ดังนั้น ในครั้งนี้ หาก Fed ต้องการทำให้ผลของการทำ QT เพื่อให้ผลของการทำ คือ 10YY ขึ้นแรงเท่ากันหรือแรงกว่าการขึ้นดอกเบี้ย (ที่จะทำให้ตัวสั้น 2YY) ขึ้น เช่น จาก 50bn เป็น 100bn ผลลัพธ์คือ ถ้าดอกเบี้ย FFR ขึ้น 3-4 ครั้ง ดอกเบี้ยตัวยาวจะต้องขึ้น 75-100 bps เช่นเดียวกัน ซึ่งเรามองว่าเศรษฐกิจ รับไม่ได้

# Hypothetical **nightmare** scenario of the US Monetary policy and economy

- ด้วยมุมมองของ Fed ที่ Hawkish เช่นนี้ ทำให้เรามองว่าเป็นไปได้ที่ Fed อาจจะทำ (1) ขึ้นดอกเบี้ย 3-4 ครั้งในปีนี้ และ (2) ทำ QT ด้วยขนาดเป็น 2 เท่าของครั้งก่อน (\$100bn)

Timing	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1H24	2H24
CPI	8%	6%	3%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	3%
FFR	0.25%	0.5%	0.75%	1%	1.25%	1.5%	1.25%	1%	1%	1%
B/S chg	0	-100/mt	-100/mt	-100/mt	-100/mt	-100/mt	-100/mt	0	0	0
B/S (\$tn)	8.9	8.6	8.3	8.0	7.7	7.4	7.1	7.1	7.1	7.1
2YY	0.75	1.00	1.25	1.5	1.75	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50
10YY	1.75	2.00	2.25	2.5	2.75	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50
GDP (%)	4.0%				2.2%				1.8%	

## เราวิเคราะห์ว่า

- Fed ไม่ควรทำ QT เพราะจะเป็นช่วงเวลาที่ยังไม่เหมาะสม เพราะการทำ QT เพื่อดึงผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว เช่น 10 ปี (10YY) ขึ้น จะกระทบต่อภาคธุรกิจ เพราะจะทำให้ภาคเอกชน ต้อง refinance ด้วยดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ขณะเดียวกันกับที่ GDP กำลังลดลง ซึ่งตามหลักการ Debt service coverage ratio คือ หากรายได้ของธุรกิจ (หรือประเทศ) สูงกว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและเงินต้น ธุรกิจ (หรือประเทศ) ก็จะมีเงินสดเหลือเพื่อจ่ายดอกเบี้ย แต่หากรายได้ต่ำกว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยแล้ว ธุรกิจ (หรือประเทศ) ก็จะขาดสภาพคล่องและเผชิญปัญหาการเงิน
- เรามองว่า ด้วย 10YY ที่ 3% (30Yr-mortgage rate @4.5%) ณ 2Q23 ขณะที่ GDP สหรัฐขยายตัวในระดับ 2.2% ต้นทุนการเงินจะสูงกว่ารายได้ และทำให้ภาคเอกชนมีปัญหา รวมถึงทำให้ตลาดการเงินตกต่ำได้ ดังนั้น จึงเป็นไปได้ที่ Fed อาจไม่ทำนโยบายนี้

# Hypothetical blue-sky scenario of the US Monetary policy and economy

- ในอีกสถานการณ์หนึ่ง หากเงินเฟ้อลดลงในไตรมาส 2 (ซึ่ง Fed Hawkishness ทำให้ Inflation expectation ลดลงด้วยเช่นเดียวกัน) ขณะที่ Omicron ทำให้เกิด Herd Immunity starting from 2Q จะเริ่มเกิด The global great reopening ทั่วโลก Pent-up demand ใน EM จะมากขึ้น แต่กำลังแรงงานที่ออกมามากขึ้น ก็จะทำให้ปัญหา Bottleneck หายไป

Timing	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1H24	2H24
CPI	8%	6%	4%	3%	3%	4%	3%	4%	4%	3%
FFR	0.25%	0.5%	0.75%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%	1.5%
B/S chg	0	0	0	-50/mt	-50/mt	-50/mt	-50/mt	-50/mt	-50/mt	-50/mt
B/S (\$tn)	8.9	8.9	8.9	8.7	8.5	8.4	8.2	8.1	7.9	7.7
2YY	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00
10YY	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00
GDP (%)	4.5%				3.5%				3.0%	

เรามองว่า ในสถานการณ์นี้

1. Fed จะขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป จาก Full employment ฉะนั้น ดอกเบี้ยก็ต้อง Normalization โดยอาจจะขึ้นในสูตร 3-2-1-1
2. QT อาจเริ่มได้ช่วงปลายปี ซึ่งจะทำให้ขนาดของ Balance sheet ลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป
3. 2YY และ 10YY อาจค่อย ๆ เพิ่มขึ้น ซึ่งจะไม่สร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจ + ต้นทุนทางการเงินมากนัก เห็นได้จาก GDP ที่ยังขยายตัวมากกว่า 10YY
4. ใน Scenario นี้ จะสามารถเพิ่มการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงได้ตั้งแต่ 2Q22 เป็นต้นไป

# Lesson learned: ประสบการณ์ในอดีต

- การปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง ที่มีส่วนทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (เช่น 10 ปี) ปรับขึ้น มีส่วนสำคัญทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ(Recession) ขึ้น เช่น Cycle ช่วงปี 1999-2001 และช่วง 2003-2006

## Period 1999-2001

Period	First hike	Last hike (Mkt Recession)	Econ Recession
Timing	1Q99	3Q00	3Q01
CPI	1.7%	3.5%	3.4%
FFR	4.87%	6.63%	3.41%
10YY	5.24%	5.80%	4.59%
GDP	3.8%	4.1%	0.0%

## Period 2003-2006

Period	First hike	Last hike (Mkt Recession)	Econ Recession
Timing	4Q03	3Q06	1Q09
CPI	1.9%	3.3%	0.0%
FFR	1.00%	5.32%	0.20%
10YY	4.31%	4.63%	2.66%
GDP	3.8%	3.7%	-0.7%

### บทเรียนจากสถานการณ์ในอดีต

1. ในทั้งสองช่วงวัฏจักร (1999-2001 และ 2003-2006) ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวสูง (10YY) เกิดการขยายตัวเศรษฐกิจ (GDP) ขณะที่ Fed ยังขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่อง
2. การขึ้นดอกเบี้ย Fed Fund Rate จะขึ้นไปสู่จุดสูงสุดจนตลาดจนส่วนต่างของผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี กับการขยายตัว GDP สูงสุดในวัฏจักรนั้น ๆ ก่อนจะเกิดความผันผวนในตลาด (Market Recession) จน Fed ต้องเริ่มลดดอกเบี้ย แต่เศรษฐกิจก็จะชะลอลง จนเกิด Economic Recession
3. ในวัฏจักรนี้ ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี (10YY) ยังต่ำกว่า GDP Growth แต่เงินเฟ้อสูงกว่าทั้งสองวัฏจักรก่อนมาก ทำให้เป็นไปได้สูงที่ Fed ยังจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยและทำ QT อย่างต่อเนื่อง ซึ่งในมุมมองของเรา หากขึ้นดอกเบี้ยและทำ QT เร็วและแรงเกินไป จะทำให้ 10YY มากกว่า GDP Growth ซึ่งจะเป็นตัว Trigger ให้เกิด Market Recession ได้

# Policy divergence: ทิศทางเศรษฐกิจและดอกเบี้ยที่แตกต่างกันของเศรษฐกิจต่าง ๆ

- ภาพเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่แตกต่างกัน ทำให้แนวนโยบายการเงินของธนาคารกลางต่าง ๆ แตกต่างกันในปี 2022

## เศรษฐกิจพัฒนาแล้ว

Policy rate	Jan 2022	Dec 2022*	CPI Proj. 2022**
US	0.25%	1.00%	4.3%
EU	-0.5%	-0.5%	2.6%
UK	0.25%	0.75%	4.5%
Japan	-0.1%	-0.1%	1.3%

Source: Bloomberg\*, The Economist\*\*

## เศรษฐกิจกำลังพัฒนา

Policy rate	Jan 2022	Dec 2022*	CPI Proj. 2022**
China (MLF)	2.95%	2.85% and more cut to come	2.3%
Thailand	0.5%	0.5%	1.7%

Source: Bloomberg\*, The Economist\*\*, Reuter

## สถานการณ์ปัจจุบันและแนวโน้ม

- ณ ปัจจุบัน เงินเฟ้อในประเทศพัฒนาแล้วสำคัญส่วนใหญ่ มีอัตราสูงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ธนาคารกลางต่าง ๆ เริ่มถอนสภาพคล่องที่เคยปล่อยออกมาในช่วงวิกฤต Covid-19 ผ่านมาตรการ Unconventional policy เช่น QE และ Yield curve control โดยเฉพาะธนาคารกลางสำคัญ เช่น สหรัฐ ยุโรป และ อังกฤษ
- ในทางกลับกัน เศรษฐกิจกำลังพัฒนาบางประเทศ เช่น จีน และไทย เผชิญเงินเฟ้อในอัตราที่ต่ำกว่า ทำให้มี Room ที่จะยังคงนโยบายการเงินผ่อนคลาย หรือผ่อนคลายเพิ่มเติมได้ เช่น จีน ที่มีการลดดอกเบี้ยนโยบาย MLF ไปแล้ว และหลายฝ่ายคาดว่าจะลดอีกเพื่อช่วยสนับสนุนเศรษฐกิจ หรือแม้แต่ทางธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ที่ส่งสัญญาณคงดอกเบี้ยต่อเนื่องจนถึงสิ้นปี จากภาวะเศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มศักยภาพขณะที่เงินเฟ้อยังไม่มีความเสี่ยงมากนัก
- นโยบายการเงินที่แตกต่างกันนี้ จะส่งผลต่อความผันผวนทางการเงิน เงินทุนเคลื่อนย้าย และค่าเงินในระยะต่อไป โดยมีความเป็นไปได้ว่าเงินดอลลาร์สหรัฐจะมีแนวโน้มแข็งค่ากว่าเงินสกุลอื่น ๆ ในระยะต่อไป จากการทำนโยบายการเงินที่เข้มงวด



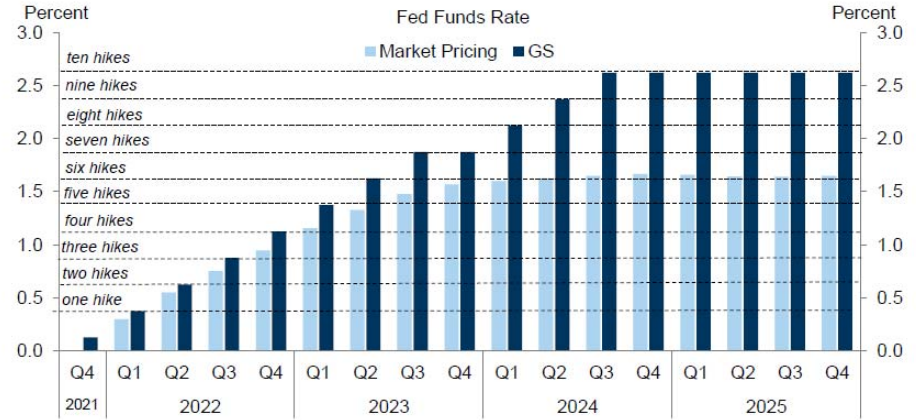
# บทสรุปของการวิเคราะห์และเปรียบเทียบมุมมองกับสำนักวิจัยอื่น

สำนักวิจัย Goldman Sachs คาดการณ์ Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่อง 4 ครั้งในปีนี้ ขณะที่เรามองว่านโยบายการเงินที่ตึงตัวเกินไปจะกดดันเศรษฐกิจ

ในมุมมองของ SCBS เราเชื่อว่า

- แม้เงินเฟ้อในสหรัฐและในระดับโลกจะยังสูงอยู่ในปัจจุบัน แต่จะชะลอลงในระยะต่อไปจาก (1) Supply bottleneck ที่จะเริ่มคลี่คลาย (2) การระบาดของ Omicron ที่ “เร็วแต่ไม่แรง” และไม่กระทบต่อ Supply bottleneck มากนัก และอาจนำไปสู่สถานการณ์ Herd immunity ทั่วโลกได้ในครึ่งปีหลัง ซึ่งจะช่วยให้ Covid-19 กลายเป็น Endemic (3) เมื่อความเสี่ยงเงินเฟ้อชะลอลง Fed ก็สามารถลดทอนทำที่ที่จะทำนโยบายการเงินตึงตัวอย่างแข็งกร้าวได้ ทำให้ Fed ขึ้นดอกเบี้ย 2-3 ครั้งในปีนี้ ซึ่งนโยบายการเงินที่ไม่ตึงตัวเกินไป จะช่วยให้เศรษฐกิจสหรัฐขยายตัวได้ต่อเนื่อง และไม่เกิด Recession ในปี 2023 (เราเรียกสถานการณ์นี้ว่า Bluesky scenario โดยให้ความน่าจะเป็นประมาณ 60%)
- อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบัน สัญญาณจาก Fed ที่ถูกส่งมาใน FOMC Minute ในเดือน ธ.ค. บ่งชี้ว่า Fed พร้อมจะทำการ Balance sheet run-off หรือนโยบาย QT ในอัตราที่ใกล้เคียงกับการขึ้นดอกเบี้ย เพื่อยังสามารถควบคุมความชันของ Yield curve (แม้ว่าถ้อยแถลงล่าสุดของนาย Jerome Powell ประธาน Fed จะไม่ส่งสัญญาณรีบลดดอกเบี้ยและทำ QT ดังเช่นที่ตลาดคาดไว้ก็ตาม) โดยหาก Fed ทำการขึ้นดอกเบี้ยและ QT ตามที่ส่งสัญญาณไว้แล้วนั้น ตามการคำนวณของเรา อาจทำให้เศรษฐกิจและตลาดการเงินเกิดภาวะ Recession ภายในช่วงปี 2023 ได้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ย (ซึ่งสะท้อนต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจ) สูงกว่าการขยายตัวของ GDP (ซึ่งสะท้อนการขยายตัวของรายได้ภาคธุรกิจ) (โดยเราเรียกสถานการณ์นี้ว่า Nightmare scenario โดยให้ความน่าจะเป็น 40%)

## การคาดการณ์การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐของสำนักวิจัย Goldman Sachs

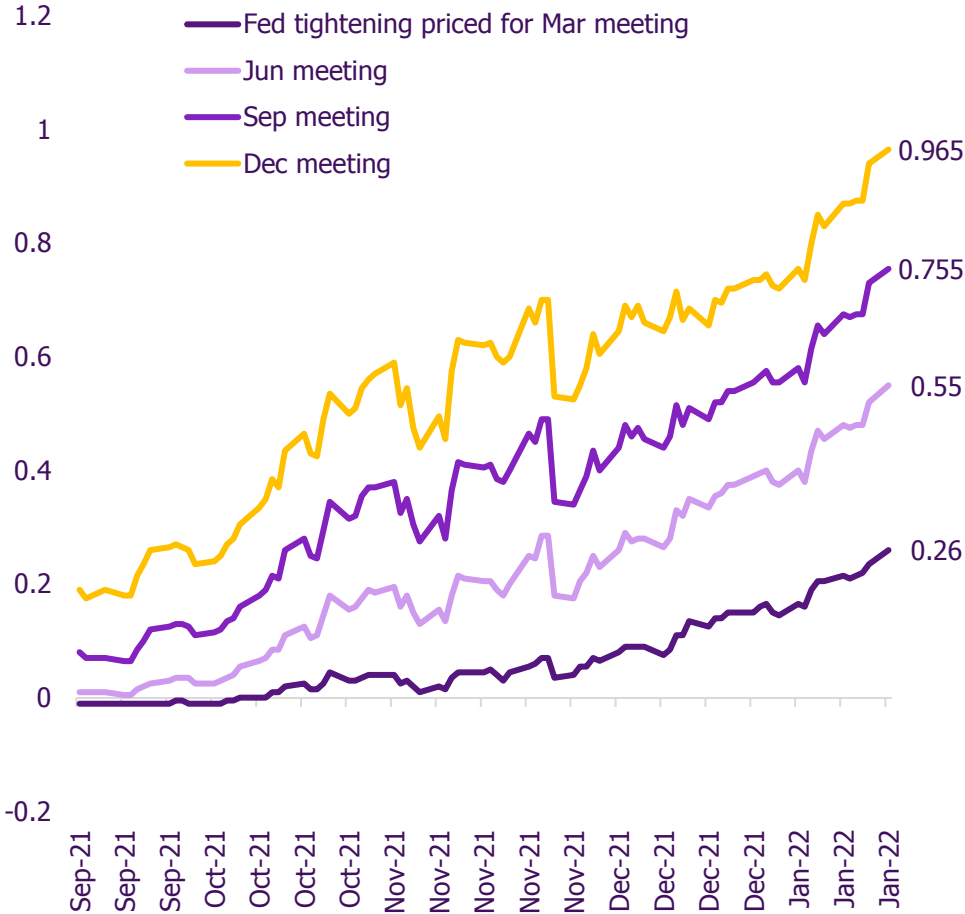


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

- ในมุมมองของสำนักวิจัยอื่น เช่น Goldman Sachs (GS) มีการปรับมุมมองนโยบายการเงินให้แข็งกร้าวขึ้น ตามทิศทางของเงินเฟ้อ โดย GS คาดการณ์ว่าเงินเฟ้อสหรัฐจะปรับขึ้นในปี 2022 จำนวน 4 ครั้ง ปี 2023 จำนวน 3 ครั้ง ปี 2024 จำนวน 3 ครั้ง ทำให้ดอกเบี้ยนโยบายไปอยู่ที่ 2.75% ณ ปลายปี 2024
  - เรามองว่า การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (และ QT) ในรูปแบบดังกล่าวแข็งกร้าวเกินไป ขณะที่เศรษฐกิจไม่สามารถรับไหว และจะนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ได้ในปี 2023

# ตลาดดอกเบี้ยรับรู้ประเด็นนี้ถึงระดับไหนแล้ว?

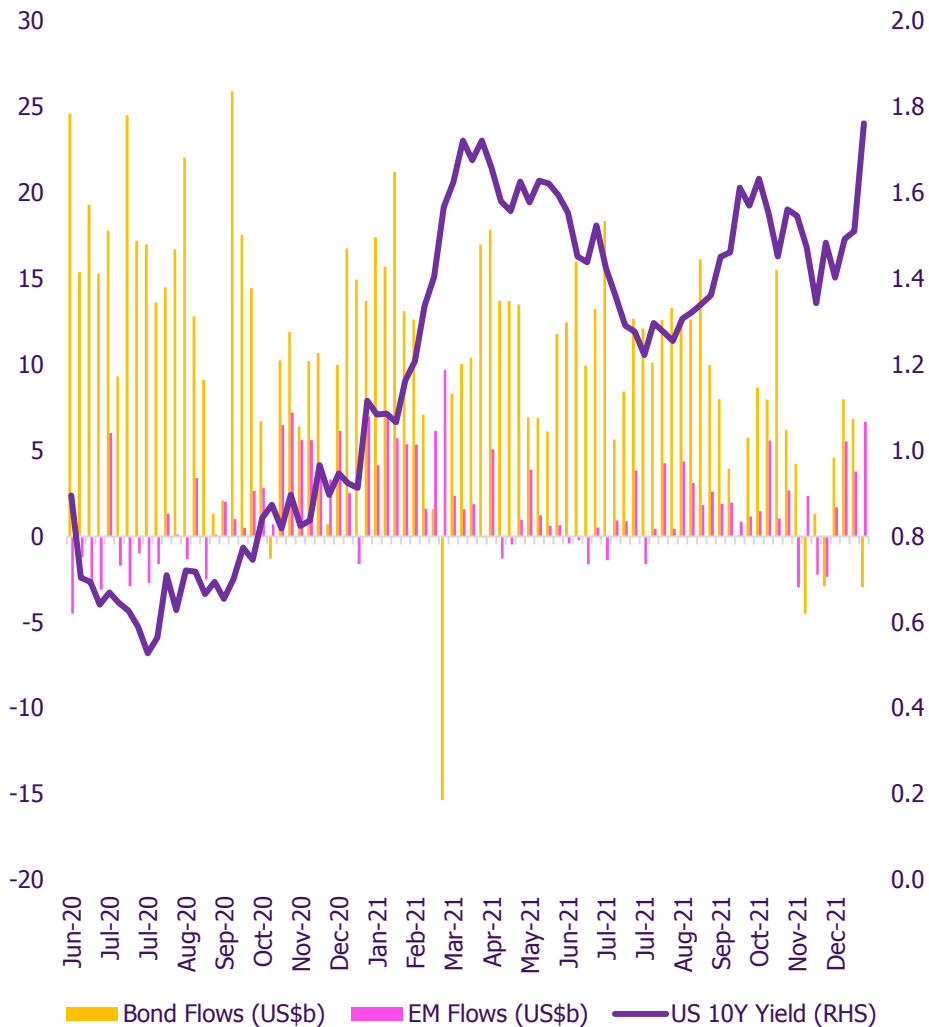
**Rates markets have penciled in a rate hike every quarter in 2022**



- หลังจากที่มีคณะกรรมการของธนาคารกลางส่วนใหญ่ส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยและทำให้ตลาดเริ่มรับรู้และสะท้อนอยู่ในราคาไปแล้วระดับหนึ่งและมีการรับรู้ค่อนข้างเร็ว
- จากข้อมูลในตลาดดอกเบี้ยสหรัฐนั้น- เราพบว่านักลงทุนรับรู้และสะท้อนอยู่ในราคาแล้ว โดยนักลงทุนได้คาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐจะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ย 25bps ในทุกไตรมาส โดยในเดือน มี.ค. มิ.ย. และ ก.ย. นั้นสะท้อนไปในราคาแล้ว แต่ในเดือน ธ.ค. นั้นมองว่าจะปรับขึ้นราว 92% ในขณะที่นักเศรษฐศาสตร์มองว่าจะขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้ง (75bps) ในปี 2022
- ดังนั้นข้อมูลในตลาดดอกเบี้ยและการสะท้อนของราคานั้น เรามองว่าตลาดอาจจะไม่ได้มีอะไรใหม่จากการขึ้นดอกเบี้ยแต่ตลาดจะมีความผันผวนตามตัวเลขเศรษฐกิจถ้าออกมาต่ำกว่าที่คาดเพราะจะทำให้ให้นักลงทุนจะต้องปรับความคาดหวังลง

# ซึ่งก็สอดคล้องกับทิศทางกระแสเงินที่ไหลออกจากตราสารหนี้ตั้งแต่เดือน พ.ย.

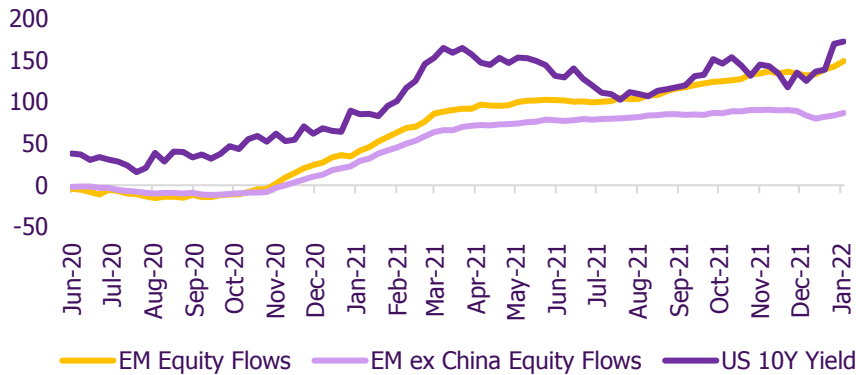
US 10Y Yield vs Bond and EM Flows



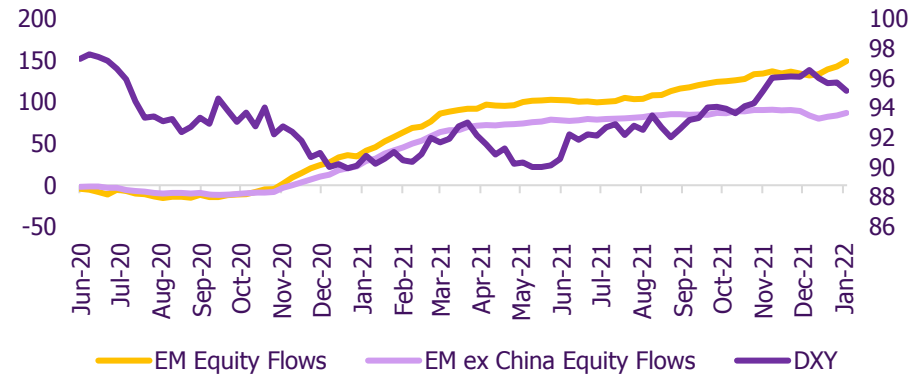
- หากพิจารณาจากกระแสเงินนั้นเราจะพบว่านักลงทุนนั้นได้มีการตั้งสถานะสำหรับการขึ้นดอกเบี้ยไปแล้วในระดับหนึ่งสะท้อนจากการลดสถานะการถือครองในตราสารหนี้ภาคเอกชน US\$4b ในช่วงเดือน ธ.ค. ถึงเดือน ม.ค.
- นักลงทุนมีการขายตราสารหนี้ระยะสั้นและไปซื้อตราสารหนี้ระยะยาว ซึ่งเป็นการยืนยันว่านักลงทุนได้มีการเตรียมสถานการณ์ขึ้นดอกเบี้ย แต่อาจจะกังวลกับแนวโน้มของเงินเฟ้อน้อยลงหรืออาจจะมองได้ว่านักลงทุนเชื่อว่าธนาคารกลางจะดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากจนสามารถควบคุมเงินเฟ้อได้ในระยะต่อไป
- เราไม่เห็นกระแสเงินไหลออกจากตลาด EM อย่างที่ตลาดมองว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้นจะนำไปสู่กระแสเงินที่ผันผวนและไหลออกจากตลาดตราสารหนี้และตราสารทุนของ EM

# กระแสเงินใน EM นั้นขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตมากกว่า Yield

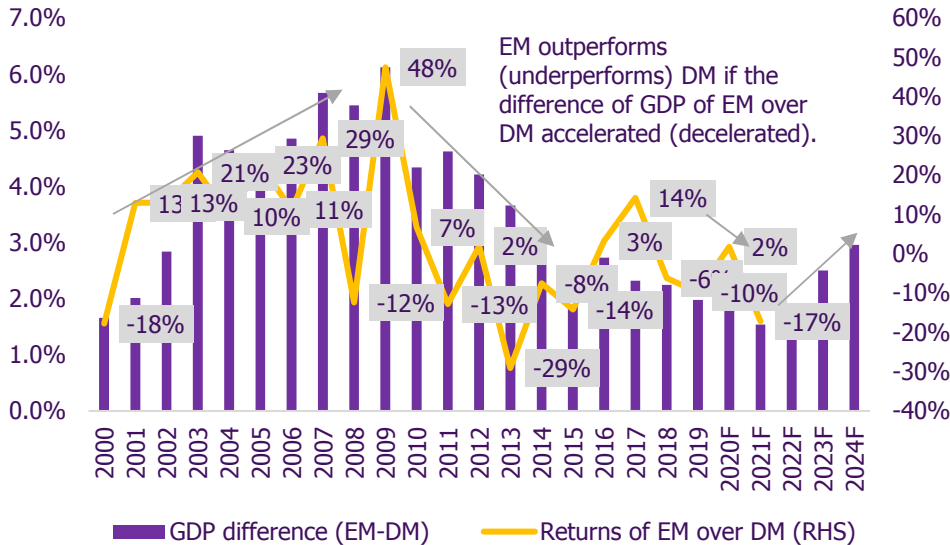
### EM Flows vs US 10Y Yield



### EM Flows vs DXY



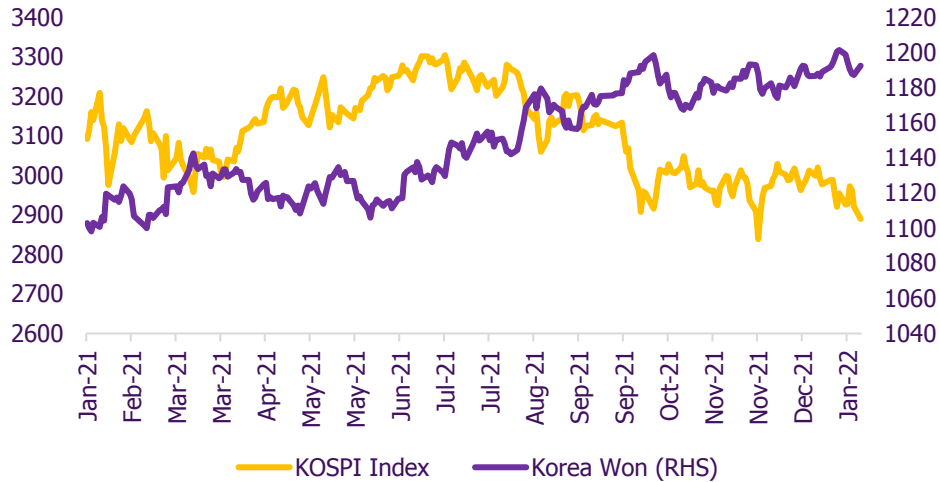
## Different between EM and DM GDP growth could translate into excess returns of EM over DM



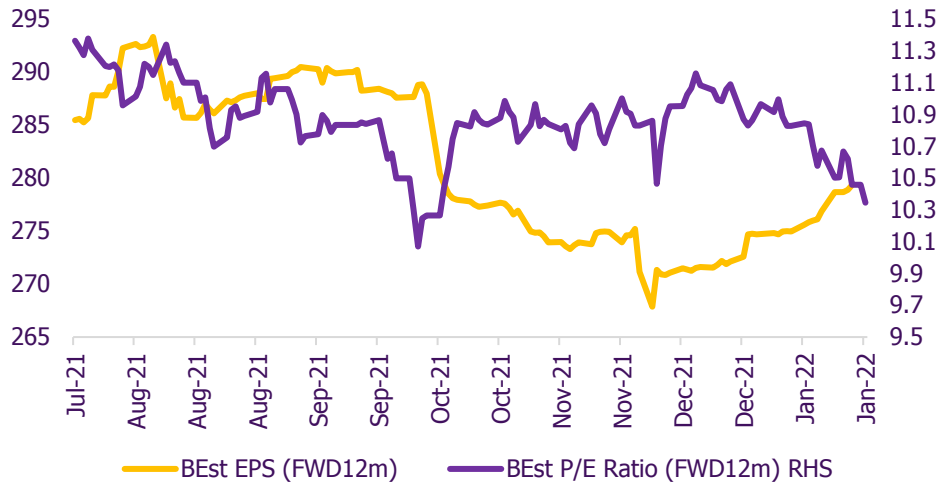
- เราพบว่ากระแสเงินในตลาด EM ตั้งแต่ปี 2021 นั้นไม่ค่อยแปรผันไปกับแนวโน้มของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและค่าเงินดอลลาร์เหมือนอดีต
- เรามองว่าเศรษฐกิจ EM มีแนวโน้มฟื้นตัวซึ่งเป็นปัจจัยหลัก ค่าเงินมีเสถียรภาพและกระแสเงินได้ไหลออกไปก่อนหน้านี้
- ตั้งแต่ปี 2000 เราพบว่ากระแสเงินจะไหลเข้ามาในตลาด EM จะเป็นช่วงเวลาที่ EM มีการเติบโตมากกว่า DM ซึ่งเรามองว่า EM มีการเติบโตของ GDP และกำไรมากกว่า DM นอกจากนั้น DM จะมีแรงกดดันจากเศรษฐกิจมหภาคมากกว่า

# ...ตลาดหุ้นเกาหลีใต้เป็นตัวอย่างที่ดี

Korea Won vs Kospi Index



EPS and P/E



- เกาหลีใต้เป็นประเทศที่มีการปรับเพิ่มดอกเบี้ยนโยบาย 3 ครั้งตั้งแต่เดือน ก.ค. 2021 ซึ่งเร็วกว่าการพูดถึงการปรับขึ้นดอกเบี้ยของสหรัฐ จาก 0.5% เป็น 1.25%
- แต่ก็ไม่ได้ทำให้ค่าเงินวอนของเกาหลีใต้นั้นแข็งค่าขึ้นแต่กลับอ่อนค่าลง บ่งชี้ว่าการขึ้นดอกเบี้ยในตลาด EM นั้นอาจจะไม่ได้ทำให้ค่าเงินของตลาด EM นั้นแข็งค่าขึ้น
- ในภาพของตลาดหุ้นนั้นก็มีปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในระดับที่ค่อนข้างจำกัด แต่ก็ไม่ได้ทำให้ดัชนีราคาหุ้นปรับตัวลดลงแรง และสาเหตุในการปรับตัวลดลงก็อาจจะไม่ได้มาจากสาเหตุของการขึ้นดอกเบี้ย
- แต่สิ่งที่ต้องจับตาคือแนวโน้มกำไรของตลาดเกาหลีใต้นั้นมีการปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังจากที่ Omicron ระบาด แต่ด้วยราคาหุ้นขึ้นในระดับที่ค่อนข้างจำกัดทำให้การประเมินมูลค่าหุ้นลดลงมาอยู่ที่ราว 10.3 เท่าจากกรอบบนในช่วง เดือนก่อนหลังที่ 11.1 เท่า

# กระแสเงินจะ Rotate อย่างไรดี?

## ผลตอบแทนรายกลุ่มอุตสาหกรรมก่อนและหลังธนาคารกลางมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย

	Market	Comm. Svcs	Cons. Discr.	Cons. Staples	Energy	Financials	Healthcare	Industrials	Technology	Materials	Utilities	Real Estate	
US	-3M	4%	3%	2%	2%	6%	1%	-1%	7%	7%	8%	2%	1%
	-2M	2%	2%	1%	0%	-3%	1%	1%	4%	7%	1%	-1%	1%
	-1M	2%	3%	2%	0%	-1%	1%	2%	3%	5%	2%	-2%	-1%
	+1M	-5%	-1%	-6%	-3%	-2%	-6%	-6%	-5%	-6%	-5%	1%	-2%
EU	-3M	5%	4%	0%	0%	0%	9%	6%	3%	14%	2%	2%	1%
	-2M	0%	1%	-2%	-2%	-3%	2%	2%	-1%	4%	-1%	-2%	-1%
	-1M	3%	2%	3%	1%	1%	4%	3%	3%	8%	3%	2%	0%
	+1M	4%	7%	4%	1%	1%	0%	5%	5%	14%	4%	1%	1%
TH	-3M	4%	7%	5%	10%	7%	-1%	15%	-3%	4%	10%	-1%	4%
	-2M	4%	9%	5%	6%	7%	2%	7%	-2%	5%	8%	4%	3%
	-1M	1%	3%	2%	3%	6%	-3%	5%	-2%	4%	1%	5%	0%
	+1M	6%	6%	9%	9%	5%	2%	6%	3%	6%	8%	3%	13%

- ตั้งแต่ปี 1990 เราพบว่าสหรัฐ ยุโรปและไทยมีรอบการปรับเพิ่มดอกเบี้ยนโยบายสามารถรอบ แต่ช่วงเวลาแตกต่างกัน จากผลการศึกษาการตอบสนองของตลาดในช่วงก่อนและหลังการปรับขึ้นดอกเบี้ยเราพบว่า 1) ตลาดหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ดีก่อนปรับขึ้นดอกเบี้ย 1-3 เดือน 2) ตลาดหุ้นสหรัฐจะมีการปรับตัวลดลงในช่วง 1 เดือนหลังจากปรับขึ้นดอกเบี้ย 3) กลุ่มอุตสาหกรรมที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุดก่อนปรับขึ้นดอกเบี้ยได้แก่หุ้นกลุ่มเทคโนโลยี 4) กลุ่มโรงพยาบาลของไทยเป็นหุ้นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนดีที่สุดก่อนขึ้นดอกเบี้ย
- สำหรับการขึ้นดอกเบี้ยในปี 2022 นั้นเรามองว่าการขึ้นดอกเบี้ยอาจจะทำให้ตลาดมีการขายทำกำไรได้หลังปรับตัวเพิ่มขึ้นแรง ส่วนจะเทรนด์จะลดลงแรงหรือไม่ขึ้นอยู่กับภาพเศรษฐกิจและความเร็วในการขึ้นดอกเบี้ย

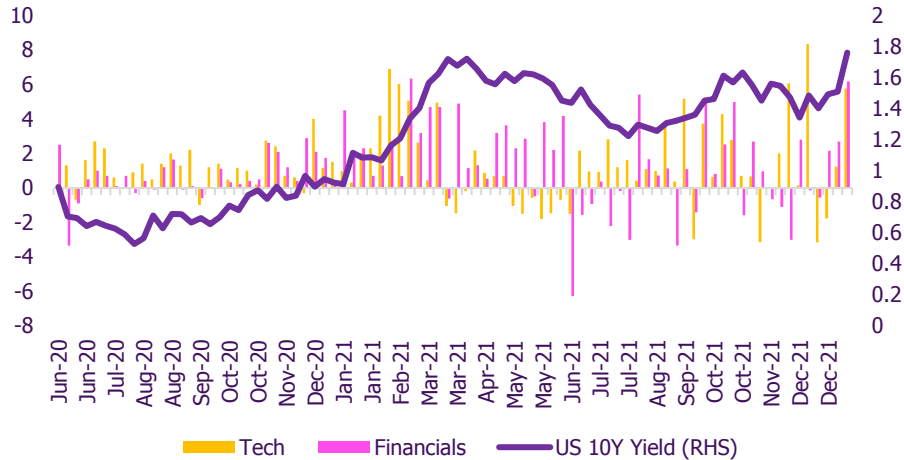
## ผลตอบแทนรายชั้นสินทรัพย์ช่วงที่ Yield มีการปรับตัวขึ้น

Start	End	Equity				Commodities		
		SET	EM	DM	AEJ	Gold	Oil	Commodities
Oct-98	Jan-00	0%	35%	20%	28%	-9%	102%	27%
Jun-03	Jun-04	40%	30%	22%	27%	14%	22%	24%
Jun-05	Jun-06	0%	32%	15%	22%	41%	32%	13%
Mar-08	Jun-08	-6%	-2%	-2%	-9%	1%	39%	16%
Dec-08	Jun-09	33%	34%	5%	34%	5%	52%	5%
Oct-10	Apr-11	11%	9%	14%	8%	15%	51%	19%
Jul-12	Sep-13	15%	4%	23%	9%	-18%	3%	-12%
Jan-15	Jul-15	-9%	-6%	5%	-5%	-15%	-1%	-9%
Jul-16	Mar-17	3%	10%	8%	10%	-8%	24%	1%
Sep-17	May-18	3%	4%	5%	7%	1%	35%	7%
<b>Average</b>		<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>3%</b>	<b>33%</b>	<b>9%</b>
<b>Median</b>		<b>3%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>1%</b>	<b>32%</b>	<b>9%</b>

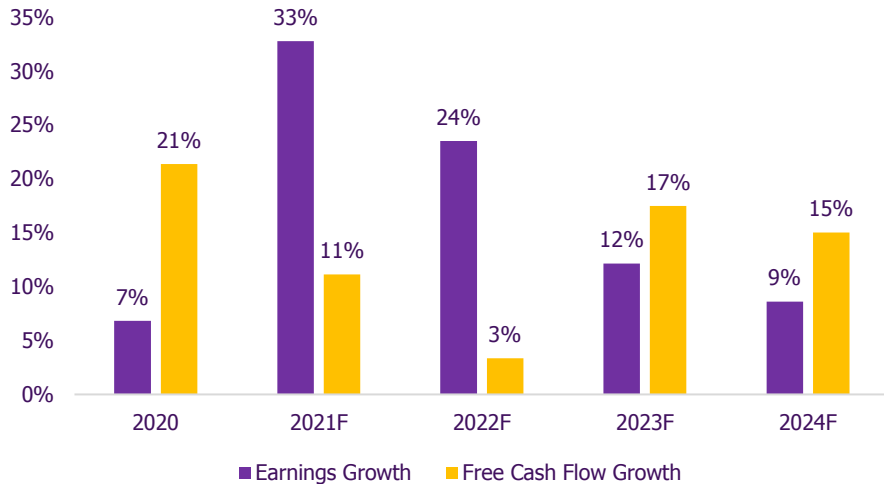
- ในอดีตผลกระทบของการจัดสรรสินทรัพย์เพื่อรับมือกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น คือ: 1) หุ้นปรับตัว outperform พันธบัตร 2) หุ้น non-US ปรับตัว outperform หุ้น US 3) หุ้น Value ปรับตัว outperform หุ้น Growth 4) หุ้นน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัว outperform สินทรัพย์ปลอดภัย และ 5) เมื่อดูเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ากลุ่มพลังงาน พาณิชยกรรมแพทย์ และปิโตรเคมีให้ผลตอบแทนดีที่สุด และให้ประโยชน์จากการกระจายความเสี่ยงในช่วงที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวสูงขึ้น

# ทิศทางราคาของกลุ่มเทคโนโลยีจะถูกกำหนดด้วยการเติบโตไม่ใช่ Yield

US 10Y Yield vs Financials and Tech flows



Tech - Strong earnings and FCF growth



- นอกจากนั้นเรายังพบว่ามีการแสวงหาเงินไหลเข้าในกลุ่มการเงินราว US\$10b ในช่วงเดือน ธ.ค. ถึง ม.ค. ที่มองว่าจะได้ประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและดอกเบี้ยขาขึ้น
- แต่อย่างไรก็ดีเราไม่พบตัวเลขกระแสเงินที่กังวลต่อกลุ่มอุตสาหกรรมที่มองกันว่าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่จะให้ผลตอบแทนไม่ดีในช่วงเวลาที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรฟื้นตัว อาทิเช่น กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มสาธารณสุข กลุ่มการแพทย์ และกลุ่มโครงสร้างพื้นฐานนั้น
- ทำให้เรามองว่าการใช้หลักการที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้นและจะทำให้กลุ่มอุตสาหกรรมระยะยาว (Long Duration) หรือกระแสเงินในตลาด EM นั้นปรับตัวลดลงนั้นไม่สอดคล้องกับกระแสเงิน อาจจะใช้ได้ในระยะสั้นมากกว่าในระยะกลาง



# ถ้าจะเปลี่ยนกลุ่มเล่นจะเน้นตลาด EM หรือ DM เพราะอะไร?

การเติบโตและนโยบายเป็นปัจจัยหลัก

## DM → EM

- เรามองว่าการ Rotate จากกลุ่มตลาด DM ไปเป็นตลาด EM นั้นมีความน่าสนใจมากที่สุด ทั้งนี้สืบเนื่องจากอัตราการเติบโตของกลุ่มตลาด EM จะเร่งตัวขึ้นจากฐานต่ำและการฟื้นตัวของกลุ่มบริการ ทำให้การเติบโตของกลุ่มประเทศ EM นั้นมีความน่าสนใจมากกว่า DM ซึ่งกลุ่มประเทศที่มองว่ามีปัจจัยเสี่ยงรออยู่ อาทิเช่น ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ของจีน สหรัฐ รวมถึงการเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐที่อาจจะสร้างแรงกดดันต่อการออกนโยบายในระยะถัดไปได้ และนโยบายการเงินที่ดึงตัวขึ้นของ ECB

ใช้นโยบายที่แตกต่างกันและธิมการลงทุนเป็นปัจจัยหลัก

## DM → DM

- เรามองว่าการเปลี่ยนกลุ่มประเทศจากกลุ่มประเทศ DM ไปเป็น DM เองนั้นให้เน้นนโยบายการเงินเป็นสำคัญ สหรัฐดึงตัวที่สุด ยุโรปรองลงมา และญี่ปุ่นเป็นประเทศที่นโยบายการเงินน้อยสุด หากมองว่าอัตราการเติบโตของ DM นั้นมีแนวโน้มชะลอตัวลง ดังนั้นการเปลี่ยนกลุ่มเล่นใน DM นั้นให้เน้นไปยังธิมการลงทุนใหญ่ โดยสหรัฐให้เน้นกลุ่มเทคโนโลยีและ Metaverse ส่วนยุโรปนั้นให้เน้นหุ้นกลุ่ม Quality Growth ที่มีความผันผวนน้อยกว่าเมื่อนโยบายการเงินตึงตัวและหุ้นในธิมพลังงานสะอาดที่จะมีการลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนญี่ปุ่นเน้นหุ้นขนาดเล็กที่มีการเติบโตสูง

เน้นภาคบริการและสถานะทางการเงินเป็นหลัก

## EM → EM

- การเปลี่ยนกลุ่มจากประเทศ EM ไปยัง EM นั้นมองว่าหุ้นในตลาด ASEAN นั้นได้รับประเด็นบวกจากการฟื้นตัวของกลุ่มภาคบริการแต่อย่างไรก็ดีความเสี่ยงหลักคือการเปิดประเทศของจีนที่ยังดำเนินนโยบาย Zero COVID อยู่ในฝั่งเอเชียเหนือที่แนวโน้มการเติบโตดูเหมือนสะท้อนอยู่ในราคาไปแล้วในระดับหนึ่งซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีและภาคการผลิตที่ฐานสูงจากปีก่อน ดังนั้นหากเปรียบเทียบกันแล้วกลุ่มประเทศใน ASEAN นั้นมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีกว่าหุ้นใน EM หรือเอเชียเหนือด้วยตัวเอง และเน้นที่กลุ่มบริการหลักเสี่ยงหุ้นหรือประเทศที่มีสถานะทางการเงินอ่อนแอ



## Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใด ๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใด ๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) และ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBAM) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้ ธนาคารฯ ได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ CPALL และอาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัทต่าง ๆ ที่กล่าวถึงในเอกสารฉบับนี้ ความเห็น ข่าวก่อนหน้านี้ บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอข้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอข้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของบริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าวก่อนหน้านี้ บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอข้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอข้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าวก่อนหน้านี้ บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอข้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอข้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

## CG Rating 2021 Companies with CG Rating

### Companies with Excellent CG Rating

AAV, ADVANC, AF, AH, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, AUCT, AWC, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BCPG, BDMS, BEM, BGC, BGRIM, BIZ, BKI, BOL, BPP, BRR, BTS, BTW, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COM7, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EP, ETC, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GFPT, GGC\*, GLAND, GLOBAL, GPI, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, INTUCH, IP, IRPC, ITEL, IVL, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LPN, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MVP, NCL, NEP, NER, NKI, NOBLE, NSI, NVD, NWR, NYT, OISHI, OR, ORI, OSP, OTO, PACE, PACO, PAF, PERM, PF, PICO, PIM, PJW, PL, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRIME, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, PSL, PTG, PTT, PTPE, PTITGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOIL, SE-ED, SELIC, SENA, SHR, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMP, SNC, SONIC, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, STEC\*, STI, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, S & J, SAAM, SYMC, SYNTAC, TACC, TASC, TPCAP, TEAMG, TFMAMA, TGH, THANA, THANI, THCOM, THP, THIP, THRE, THREL, TIDLR, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMT, TNDD, TNITY, TOA, TPA, TPBI, TQM, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UAC, UBIS, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER, ZEN

### Companies with Very Good CG Rating

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, AEONTS, AGE, AHC, AIT, ALL, ALLA, ALUCON, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASEFA, ASIAN, ASK, ATP30, BA, BC, BEC, BFIT, BJCHI, BR, CBG, CGH, CHAYO, CHOTI, CI, CMC, CPL, CRD, CSP, DCC, ASAP, ASIA, ASIMAR, ASN, B, BAM, BCH, BEYOND, BJC, BLA, BROOK, CEN, CHARAN, CHG, CHOW, CIG, COLOR, CPW, CSC, CWT, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, FE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FSS, FTE, FVC, GEL, GENCO, GJS, GYT, HEMP, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, IMH, IND, INET, INSET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, J, JAS, JCK, JCHK, JMART, JMT, KBS, KCAR, KEX, KGI, KIAT\*, KISS, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC\*, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NETBAY, NEX, NINE, NRF, NTV, OCC, OGC, PATO, PB, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRIME, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RBF, RCL, RICHY, RML, ROJNA, RPT, RT, RWI, S11, SA, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCP, SE, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMIT, SMT, SNP, SO, SORKON, SPA, SPC, SPGC, SR, SRICHA, SSC, SSF, STANLY, STGT, STOWER\*, STPI, SUC, SWC, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TFG, TFI, TIGER, TITLLE, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMILL, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPS, TRITN, TRT, TSE, TVT, TW, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UTP, VCOM, VL, VNT, VPO, VRANDA, WGE, WIJK, WP, XO, XPG, YUASA

### Companies with Good CG Rating

A, AI, AIE, AJ, AMC, APP, AQ, ARIN, AS, AU, B52, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BSM, BYD\*, CCP, CITY, CMO, CPT, CSR, EKH, EP, FMT, GLOCON\*, GSC, HTECH, IHL, INGRS, JAK, JTS, KASET, KK, KWG, LEE, BTNC, CAZ, CGD, CMAN, CMR, CRANE, D, EMC, F&D, GIFT, GREEN, GTB, HUMAN, IIG, INOX, JR, JUBILE, KCM, KKC, KYE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MORE, MUD, NC, NDR, NFC, NNCL, NOVA, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PTL, RCI2, RJH, RP, RPH, RSP, SABUY, SF, SGK, SICT, SIMAT, SISB, SK, SMART, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, SSP, STAR, SICT, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TNH, TNR, TOPP, TPCH, TPILN, TPPIP, TPLAS, TPOLY, TQR, TTI, TYAN, UKEM, UMS, UNIQ, UPA, UREKA, VIBHA, W, WIN, WORK, WPH, YGG, ZIGA

### Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2020 to 26 October 2021) is publicized.

1 TIP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 24, 2021

2 RCI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 16, 2021

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อจำกัดประกอบด้วย

## Anti-corruption Progress Indicator

### Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AKP, ALPHAX, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BEYOND, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HEMP, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFEC, IFS, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JKN, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, KWI, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PE, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTPE, PTITGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SEAOIL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTAC, TAE, TAKUNI, TASC, TBSP, TPCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

### Declared (ประกาศเจตนาแนบ)

7UP, ABICO, AJ, ALT, APCO, AS, BEC, BGD, CHG, CPL, CPR, CPW, CRC, DDD, DHOUSE, DOHOME, ECF, EVER, GULF, III, INOX, J, JMART, JMT, JR, KEX, KUMWEL, LDC, MAJOR, MATCH, MILL, NCL, NOVA, NRF, NUSA, PIMO, PR9, RS, SAK, SCGP, SCM, SIS, STAR, STARG, STGT, SUPER, TQM, TSI, VCOM, VIBHA, WIN, YUASA, ZIGA

### N/A

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ASW, ATP30, AU, AUCT, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BE8, BEAUTY, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BJ, BYD, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHO, CI, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CV, CWT, D, DCON, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DTCT, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GYT, HENG, HEP, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IHL, IIG, ILM, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, JAK, JAS, JCK, JCHK, JCT, JP, JSP, JTS, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, MENA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MODERN, MORE, MPIC, MUD, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ONEE, OR, OSP, OTO, PACE, PACO, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPU, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTL, RAM, RBF, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SICI, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SF, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNPN, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPAG, SPVI, SQ, SR, SSC, STANLY, STAR, STC, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TCC, TCCC, TCI, TCOAT, TEAM, TEAMG, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TIPH, TITLLE, TK, TKC, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDD, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPCS, TPPL, TPPIP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TRV, TSE, TSF, TSR, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WFX, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, XPG, YGG

### Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 24, 2021) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.