



TWIST OF **A TAIL**

3Q22 SCBS Strategy – รอคุดหักมุม

รอกุดหักมุม เราเชื่อว่า การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 75 bps ในเดือนมิ.ย. ของเฟด และแนวโน้มที่จะปรับขึ้นต่ออีกมากจะสร้างแรงกระเพื่อมไปทั่วโลก และอาจก่อให้เกิดวิกฤตการเงิน และ/หรือ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ ยุโรป และตลาดเกิดใหม่

ความเสี่ยงใหญ่สุด คือ เศรษฐกิจยุโรป เราเชื่อว่าเศรษฐกิจยุโรปจะเข้าสู่ภาวะถดถอยใน 2H22 โดยมีสาเหตุมาจาก 1) การพึ่งพาทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศในยุโรปกับรัสเซียและยูเครน 2) เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มที่จะเผชิญกับการปรับลดคาดการณ์ GDP และภาวะเงินเฟ้อติดลบ 3) ECB ขึ้นดอกเบี้ยซ้ำเกินไป ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้ระบบการเงินของยุโรปมีความเปราะบาง

ภาวะเศรษฐกิจถดถอยครั้งต่อไปจะเป็นอย่างไร? เราเชื่อว่าเงินเฟ้อครั้งนี้ไม่น่าจะทำจุดสูงสุดที่ระดับเดียวกัน (12-14%) กับในช่วงทศวรรษ 1970 อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ จะสูงและทรงตัวอยู่ในระดับสูงตลอดปีนี้ เรามองว่ามีแนวโน้มที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดที่ 3-4% ใน 1Q23 และต่อจากนั้นใน 2Q24 เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอย เราสามารถระบุจุดอ่อนทั่วโลกที่อาจเป็นต้นเหตุของวิกฤตการเงินครั้งต่อไป และ/หรือ เป็นสาเหตุทำให้เกิดภาวะถดถอย/ภาวะ stagflation ทั่วโลก ได้ดังนี้: 1) เงินเยน 2) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ 3) ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นในยุโรป 4) ภาวะคอขวดทางห่วงโซ่อุปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศพัฒนาแล้ว (DM) 5) credit spread 6) เศรษฐกิจยุโรป และ 7) ตลาดเกิดใหม่

ปี 2022 เป็นปีแห่ง 6-3-3-8 ที่มาพร้อมกับความเสี่ยง downside เงินเฟ้อจะทำจุดสูงสุดใน 3Q22 ที่ประมาณ 8% ก่อนปรับลดลงไปแตะ 2% ในปลายปี 2023; GDP ไทยจะเร่งตัวขึ้นไปทำจุดสูงสุดใน 4Q22 ที่ประมาณ 4% ก่อนจะชะลอลงในปี 2023 โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยฐานและความเสี่ยงเชิงเศรษฐกิจทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลทำให้ GDP ไทยขยายตัว 3.4% ในปี 2022 รูปแบบการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยปีนี้อัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจปรับขึ้น 1-2 ครั้ง สู่ 0.75-1% ขณะที่ปี 2023 อาจปรับขึ้น 3-5 ครั้ง ทำให้อัตราดอกเบี้ยทำจุดสูงสุดที่ 1.5-2%

รอสถานการณ์พลิกกลับ เรากำลังรอจุดกลับตัวในระยะสั้นจากพัฒนาการของสงคราม หรือการล็อกดาวน์ของจีน หรือแรงกดดันต่อมาร์จิ้นของสหรัฐฯ เพื่อสนับสนุนการเข้าซื้อเพิ่ม

เงินเฟ้ออาจทำจุดสูงสุดไปแล้ว แต่จะเกิดอะไรต่อ? โดยเฉลี่ยแล้ว ตลาดมักจะปรับตัวลดลงในช่วงเวลา ก่อนที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะทำจุดสูงสุด สัญญาณที่บ่งชี้ว่าอัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดแล้ว น่าจะดีต่อหุ้นวัฏจักร หุ้นธนาคาร และหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภคที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด ในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา

ความเสี่ยง downside ของประมาณการกำไร จุดเข้าซื้ออยู่ตรงไหน? เป้า SET Index ปี 2022 ของเราซึ่งอิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,650 จุด ทั้งนี้เมื่ออิงกับการวิเคราะห์สถานการณ์และการประเมินมูลค่าด้วยวิธีต่างๆ SET Index อาจปรับลดลงมาอยู่ที่ 1,500-1,550 จุด กำไรสุทธิจะลดลง 1.3% จากกรณีฐาน สำหรับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยทุกๆ 25bps หรือคิดเป็นผลกระทบต่อ SET Index ราว 20-25 จุด

เวลาสำหรับความแข็งแกร่ง โลกกำลังเผชิญกับสงคราม วิกฤตพลังงานและอาหาร การใช้นโยบายทางการเงินแบบตึงตัว และการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ เราขอหุ้นคุณภาพและมีปัจจัยพื้นฐานที่ดีซึ่งมีโอกาสฟื้นตัวได้ดีกว่าและจะช่วยลดความเสี่ยงให้กับพอร์ตลงทุน ท่าทีผ่อนคลาย (dovish) และปัญหาห่วงโซ่อุปทานที่คลี่คลายลงจะกระตุ้นให้เราหันกลับมาให้ความสนใจต่อหุ้นวัฏจักร และหุ้น high beta

เราไม่แนะนำให้ซื้อหุ้น แต่ให้เลือกซื้อหุ้นที่มีแนวโน้มฟื้นตัว เราจะไม่ใช่โอกาสซื้อหุ้นที่ราคาร่วงลง โดยมีสาเหตุมาจากมาร์จิ้นหดตัวและถูกปรับมูลค่าลดลงสืบเนื่องมาจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม เราขอหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดและปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานที่คลี่คลายพร้อมกับมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 2H22

เน้นเลือกซื้อหุ้นรายตัว ความไม่แน่นอนสูง ทำให้การลงทุนมีความซับซ้อนมากขึ้น ดังนั้นเราจึงให้ความสำคัญกับการเลือกหุ้นรายตัวมากกว่า เราเล็งเห็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้นที่ถูกกลบโหม่มากเกินไปในช่วงขาลงและมีโมเมนตัมกำไรที่ดีขึ้น หุ้นเด่นใน 3Q22 ของเรา คือ BBL BJC CPF CBG และ MTC

เศรษฐกิจ

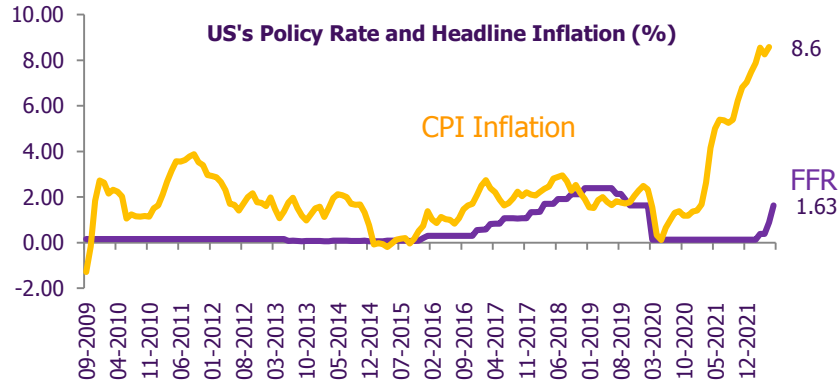
บทสรุป: การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงครึ่งปีแรกเป็นหลักของเฟดจะสร้างแรงกระเพื่อมต่อเศรษฐกิจโลก

- เราเชื่อว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย **75 bps** ของเฟดในเดือนมิ.ย. และการปรับขึ้นต่ออีกมากจะสร้างแรงกระเพื่อมในวงกว้างไปทั่วโลก และอาจก่อให้เกิดวิกฤตการเงิน และ/หรือ ภาวะถดถอยในสหรัฐฯ ยุโรป และตลาดเกิดใหม่ ระดับการปรับขึ้นดอกเบี้ยจะขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเงินเฟ้อและนโยบายการเงินที่ดึงตัวขึ้นเพื่อคุมเงินเฟ้อ เราได้ระบุจุดอ่อนทั่วโลกที่อาจเป็นต้นเหตุของวิกฤตการเงินครั้งต่อไป และ/หรือ เป็นสาเหตุทำให้เกิดภาวะถดถอย/ภาวะ stagflation ทั่วโลก ได้ดังนี้ (1) เงินเยน (2) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐ (3) ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นในยุโรป (4) ภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศพัฒนาแล้ว (DM) (5) Credit spread (6) เศรษฐกิจยุโรป และ (7) ตลาดเกิดใหม่
- หลังจากศึกษาภาวะ stagflation ในทศวรรษ 1970 และเปรียบเทียบกับยุคที่คล้ายกับภาวะ stagflation ในปัจจุบัน เราสรุปได้ว่าภาวะ stagflation ของสหรัฐฯ ในครั้งนี้แตกต่างจากทศวรรษ 1970 เราเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อในครั้งนี้ไม่น่าจะทำสูงสุดที่ระดับเดียวกัน (**12-14%**) กับในช่วงทศวรรษ 1970 อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ จะสูงและทรงตัวอยู่ในระดับสูงตลอดปีนี้ ในขณะที่เดียวกัน จากแบบจำลอง 3 แบบของเรา ได้แก่ (1) แบบจำลองนโยบายการเงิน (2) แบบจำลองแนวโน้มของเครื่องชี้วัดเศรษฐกิจ (Momentum model) และ (3) แบบจำลอง Phillips Curve เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะทำสูงสุดที่ประมาณ **3-4%** ใน **1Q23** และหลังจากนั้น ใน **2Q24** เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอย
- เราเชื่อว่าการเติบโตทางเศรษฐกิจของยูโรโซนจะเข้าสู่ภาวะถดถอยใน **2H22** โดยมีสาเหตุมาจาก (1) การพึ่งพาทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศในยุโรปกับรัสเซียและยูเครน (2) เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มที่จะเผชิญกับการปรับลดคาดการณ์ GDP และภาวะเงินเฟ้อติดลบ (3) ECB "ขึ้นดอกเบี้ยช้าเกินไป" ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะนำไปสู่ความเสี่ยงในระบบการเงินของยุโรป
- เศรษฐกิจจีนดูไม่น่าเป็นห่วงมากนัก เนื่องจากรัฐบาลจีนมีแนวทางที่ดีในการจัดการกับการระบาดใหญ่ของ Omicron ในขณะที่นโยบายของรัฐบาลมีส่วนช่วยสนับสนุน สำหรับเศรษฐกิจ EM อื่นๆ เราเชื่อว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยขึ้นแรงอย่างต่อเนื่องของเฟดจะส่งผลกระทบต่อตลาด **EM** ในเอเชียอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแง่ของนโยบายการเงินที่ดึงตัวขึ้น
- ในแง่ของอัตราเงินเฟ้อ เราปรับเพิ่มประมาณการอัตราเงินเฟ้ออย่างมีนัยสำคัญ โดยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะทำจุดสูงสุดใน **3Q22** โดยเฉพาะสหรัฐฯ ยุโรป และประเทศไทย ในแง่ของนโยบายการเงิน เราเชื่อว่าเฟดจะเป็นธนาคารกลางที่มีท่าที hawkish มากที่สุดใน การศึกษาของเรา โดยที่เราคาดว่าเฟดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 175 bps นับจากนี้ (2Q22) จนถึงสิ้นปี โดยจะปรับขึ้นในช่วงครึ่งปีแรกเป็นหลัก
- สำหรับประเทศไทย เราได้ทำการปรับประมาณการและสมมติฐานทางเศรษฐกิจ และพบว่า:
 1. เงินเฟ้อจะทำจุดสูงสุดใน **3Q22** ที่ประมาณ 8% ก่อนปรับลดลงไปแตะ 2% ในปลายปี 2023;
 2. GDP ไทยจะเร่งตัวขึ้นไปทำจุดสูงสุดใน **4Q22** ที่ประมาณ 4% ก่อนจะชะลอลงในปี **2023** โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยฐานและความเสี่ยงเชิงเศรษฐกิจทั่วโลก; และ
 3. รูปแบบการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยปีนี้ดอกเบี้ยนโยบายอาจปรับขึ้น 2 ครั้ง ไปอยู่ที่ 1% ขณะที่ปี 2023 อาจปรับขึ้น 4 ครั้ง ทำให้ดอกเบี้ยทำจุดสูงสุดที่ 2%

เศรษฐกิจโลกมีความเสี่ยงที่จะได้รับ ผลกระทบจากท่าที HAWKISH ของเฟด

เฟดขึ้นดอกเบี้ยแรงทำให้ภาพรวมเศรษฐกิจโลกเปลี่ยนไป

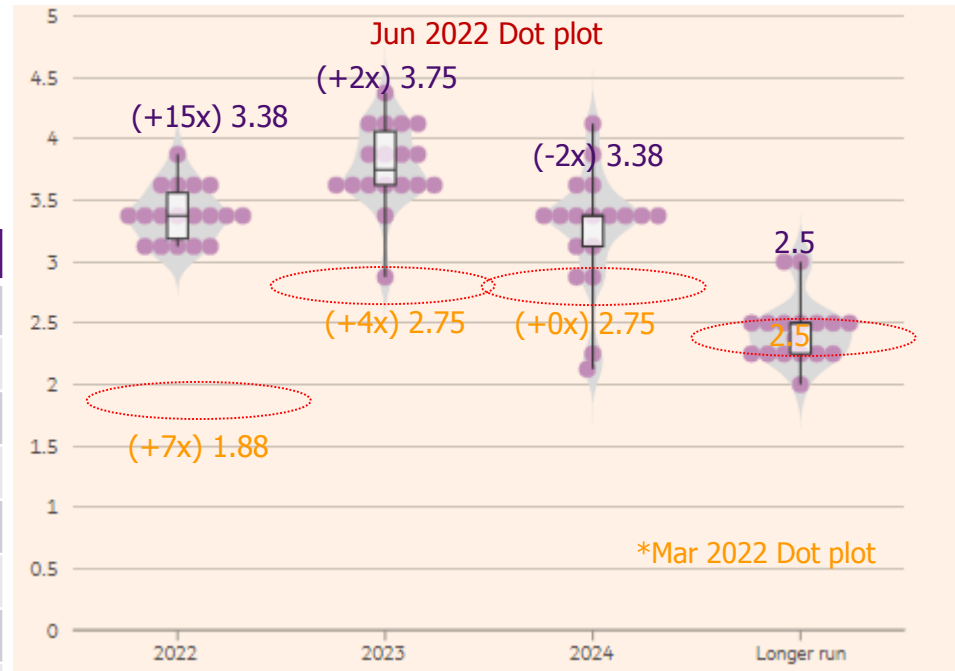
ในการประชุมวันที่ 14-15 มิ.ย. เฟดได้ตัดสินใจปรับอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate เพิ่มขึ้น 75 bps ซึ่งเป็นการปรับขึ้นครั้งเดียวมากที่สุด นับตั้งแต่ปี 1994 สู่ระดับ 1.5-1.75% เพื่อชะลอความร้อนแรงของเงินเฟ้อ นอกจากนี้ เฟดยังได้ปรับลดประมาณการการเติบโตทางเศรษฐกิจ และปรับเพิ่มประมาณการอัตราการว่างงานและอัตราเงินเฟ้ออย่างมีนัยสำคัญ และบอกเป็นนัยว่าจะมีการปรับขึ้นอีกมากเพื่อควบคุมความคาดหวังเงินเฟ้อ



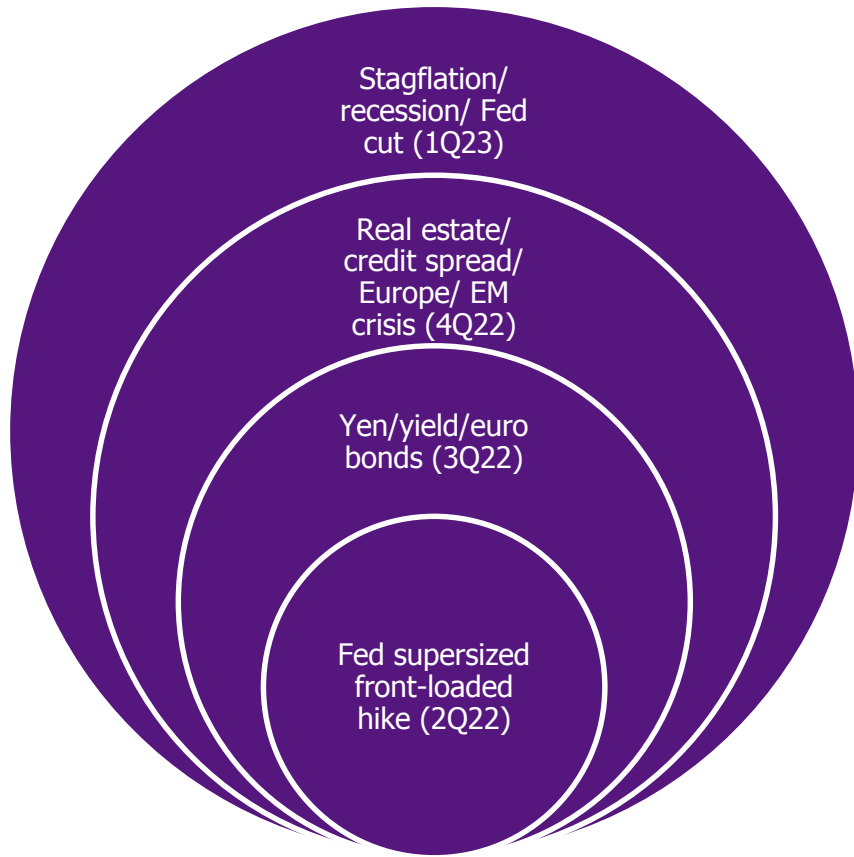
- เราเชื่อว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ย 75 bps ในเดือนมิ.ย. และการปรับขึ้นต่ออีกมากจะสร้างแรงกระเพื่อมไปทั่วโลก และอาจก่อให้เกิดวิกฤตการเงินและ/หรือ ภาวะถดถอยในสหรัฐฯ ยุโรป และตลาดเกิดใหม่ ระดับการปรับขึ้นดอกเบี้ยจะขึ้นอยู่กับพัฒนาการของเงินเฟ้อและนโยบายการเงินที่ดึงตัวขึ้นเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ

Jun 2022 Econ Projection VS Mar 2022

Variable (%)	2022	2023	2024	Longer run
GDP (Mar Proj.)	1.7	1.7	1.9	1.8
	2.8	2.2	2.0	1.8
U-rate (Mar Proj.)	3.7	3.9	4.1	4.0
	3.5	3.5	3.6	4.0
Core PCE (Mar Proj.)	4.3	2.7	2.3	
	4.1	2.6	2.3	
Fed Funds (Mar Proj.)	3.4	3.8	3.4	2.5
	1.9	2.8	2.8	2.4



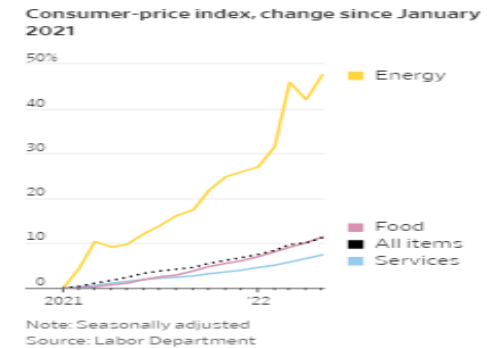
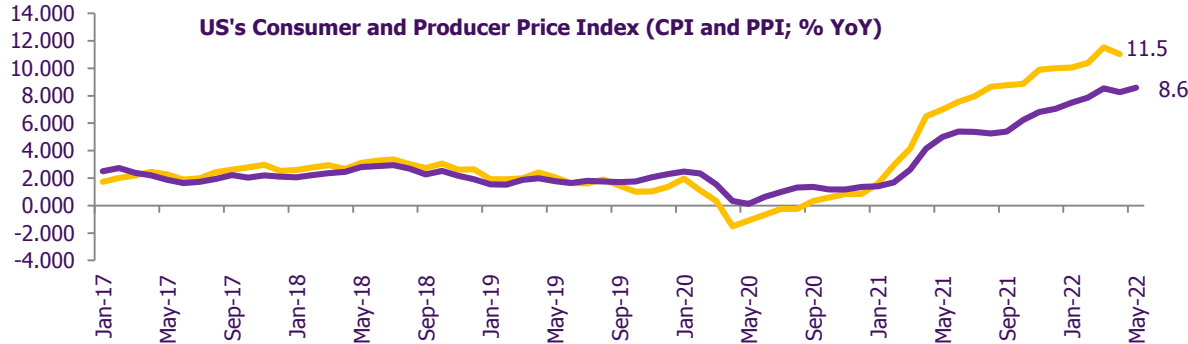
แรงกระเพื่อมจากการขึ้นดอกเบี้ยแรงของเฟดและปรับขึ้นในช่วงครึ่งปีแรกเป็นหลัก



- เราสามารถระบุจุดอ่อนทั่วโลกที่อาจเป็นต้นเหตุของวิกฤตการเงินครั้งต่อไป และ/หรือ เป็นสาเหตุทำให้เกิดภาวะถดถอย/ภาวะ stagflation ทั่วโลก ได้ดังนี้
 1. **เงินเยนที่อ่อนค่าลงอย่างมาก** ต่ำที่สุดในรอบ 24 ปี เนื่องจากความแตกต่างของนโยบายระหว่างธนาคารกลางสหรัฐฯ กับ BoJ
 2. **ผลตอบแทนพันธบัตร** อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากทั้งพันธบัตรระยะสั้นและระยะยาว
 3. **พันธบัตรยุโรป** อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ที่สูงขึ้นส่งผลทำให้ต้นทุนทางการเงินในยุโรปเพิ่มขึ้น ซึ่งกลายเป็นปัญหามากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศชายขอบยุโรปโซน (ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้ ECB จัดทำกลไกแก้ปัญหา "Fragmentation")
 4. **อสังหาริมทรัพย์** เป็นกลุ่มที่มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากที่สุด เรากำลังมองหาเป็นพิเศษเกี่ยวกับตลาดอสังหาริมทรัพย์ในยุโรป เช่น ตลาดในสแกนดิเนเวีย ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ และในสหรัฐฯ ในกรณีที่ราคาเพิ่มขึ้นอย่างมากหลังการระบาดใหญ่; หรือมียอดสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยประเภทอัตราดอกเบี้ยผันแปรคงค้างคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของรายได้ค่อนข้างมาก
 5. **Credit spread** จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ และทั่วโลกปรับขึ้น และจะเพิ่มโอกาสในการผิดนัดชำระหนี้
 6. **เศรษฐกิจยุโรป** จะได้รับผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย ค่าเงินยูโรที่อ่อนค่าซึ่งจะเพิ่มแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ และจะได้รับผลกระทบจากการพึ่งพาอาหารและพลังงานจากรัสเซียและยูเครน
 7. **ตลาดเกิดใหม่** จะได้รับผลกระทบจากการอ่อนค่าของ FX ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น
- เราเชื่อว่าจุดอ่อนทั้ง 7 ประการดังกล่าว ประกอบกับความอ่อนแออื่นๆ ในระบบเศรษฐกิจและการเงินโลก จะส่งผลทำให้เกิดภาวะ stagflation และ/หรือ ภาวะถดถอยในสหรัฐฯ ในปี 2023-2024 และจะนำไปสู่การผ่อนคลายความตึงตัวทางการเงินในสหรัฐฯ ในเวลาต่อมา

สาเหตุที่ทำให้เฟดขึ้นดอกเบี้ยแรง คือ CPI ที่สูงขึ้นในเดือนพ.ค.

- US CPI เพิ่มขึ้น 8.6% YoY ในเดือนพ.ค. โดยเป็นการปรับตัวขึ้นเร็วที่สุดนับตั้งแต่เดือนธ.ค. 1981 การปรับขึ้นในเดือนพ.ค. ได้แรงหนุนส่วนหนึ่งจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากของราคาลงงาน ซึ่งเพิ่มขึ้น 34.6% จากปีก่อน และราคาสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งเพิ่มขึ้น 11.9% จากปีก่อน โดยเพิ่มขึ้นมากที่สุดนับตั้งแต่ปี 1979 แต่แรงกดดันด้านเงินเฟ้อนั้นเกิดขึ้นในวงกว้างอย่างชัดเจนในเดือนพ.ค. เมื่อพิจารณาทุกอย่างตั้งแต่ผลกระทบจาก *การรุกรานยูเครนของรัสเซีย การล็อกดาว์นของจีน และความกระหายในการเดินทาง* สิ่งที่เราพบ คือ พายุที่สมบูรณ์แบบของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อ รวมถึงการปิดโรงงานที่สำคัญบางแห่ง ราคารถยนต์และรถบรรทุกมือสองปรับขึ้น 1.8% ในเดือนพ.ค. เมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า ส่วนทางกับที่ลดลงติดต่อกัน 3 เดือน ค่าที่พักอาศัย ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้แรงกดดันเงินเฟ้อในวงกว้าง เพิ่มขึ้นในเดือนพ.ค. และ เพิ่มขึ้น 5.5% เมื่อเทียบกับปีก่อน ค่าโดยสารสายการบินเพิ่มขึ้น 12.6% ในเดือนพ.ค. ซึ่งเป็นการปรับขึ้นเป็นตัวเลขสองหลักติดต่อกัน 3 เดือนแล้ว
- อย่างไรก็ตาม คาดว่าเงินเฟ้อจะลดความรุนแรงลงในอนาคตอันใกล้ Core CPI เพิ่มขึ้น 6% YoY ในเดือนพ.ค. ลดลงจาก 6.2% ในเดือนเม.ย. การปรับตัวเพิ่มขึ้น 6.5% ในเดือนมี.ค. เป็นอัตราสูงสุทธนับตั้งแต่เดือนส.ค. 1982

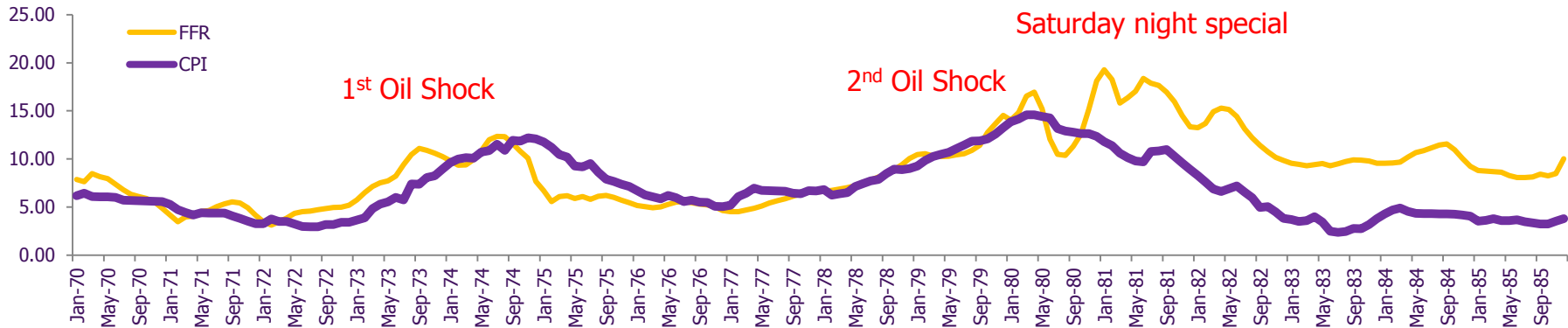


	03/2021	06/2021	09/2021	12/2021	01/2022	02/2022	03/2022	04/2022	05/2022	
Urban	2.6	5.3	5.4	7.1	7.5	7.9	8.6	8.2	8.5	Urban
Food & Beverages	3.4	2.4	4.5	6.0	6.7	7.6	8.5	9.0	9.7	Food & Beverages
Housing	2.1	3.1	3.9	5.1	5.7	5.9	6.4	6.5	6.9	Housing
Apparel	-2.5	4.9	3.4	5.7	5.3	6.6	6.8	5.4	5.0	Apparel
Transport	5.9	21.2	16.5	21.3	20.9	21.1	22.5	19.8	19.3	Transport
Medical Care	1.8	0.4	0.4	2.2	2.5	2.4	2.9	3.2	3.7	Medical Care
Recreation	1.1	2.4	3.5	3.3	4.8	4.9	4.8	4.3	4.5	Recreation
Education & Comm	1.5	2.1	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6	1.0	0.8	Education & Communication (EC)
Core	1.6	4.5	4.0	5.5	6.0	6.4	6.4	6.1	6.0	Core

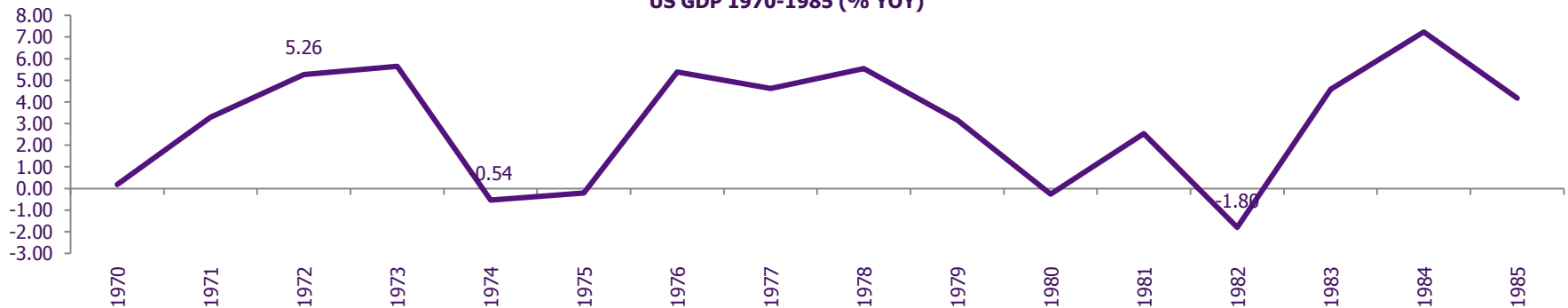
อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ในช่วงที่เกิดภาวะ stagflation ในทศวรรษ 1970

- เพื่อเปรียบเทียบภาวะ stagflation ในปัจจุบัน กับช่วงทศวรรษ 1970 เราจึงศึกษาพัฒนาการของอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ในทศวรรษ 1970
- การเกิดขึ้นร่วมกันของเหตุการณ์ (1) วิกฤตน้ำมัน (2) การเมืองที่ไม่สะอาด (รัฐบาลแทรกแซงธนาคารกลาง) และ (3) ธนาคารกลางที่อ่อนแอ ส่งผลทำให้เงินเฟ้อพุ่งสูงระลอกแรก เฟดจึงต้องขึ้นดอกเบี้ยใกล้เคียงกับอัตราเงินเฟ้อก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย
- ในช่วงที่เกิดวิกฤตน้ำมันครั้งที่ 2 อัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดที่ 12% การใช้นโยบายการเงินการคลังที่เหมาะสมช่วยให้เงินเฟ้อลดลง โดยนายพอล โวลส์เกอร์ ซึ่งเป็นประธานของ Fed ในขณะนั้นใช้ "Saturday night special" (ขึ้นดอกเบี้ย 1% ในวันเสาร์ และจากนั้นก็ขึ้นเรื่อยมาจนกระทั่ง FFRแตะ 20% จาก 11%) และ Reaganomics (การปฏิรูปด้านอุปทานโดยประธานาธิบดีเรแกน) ส่งผลทำให้ภาวะ stagflation สิ้นสุดลง

Fed funds rate and CPI (%)



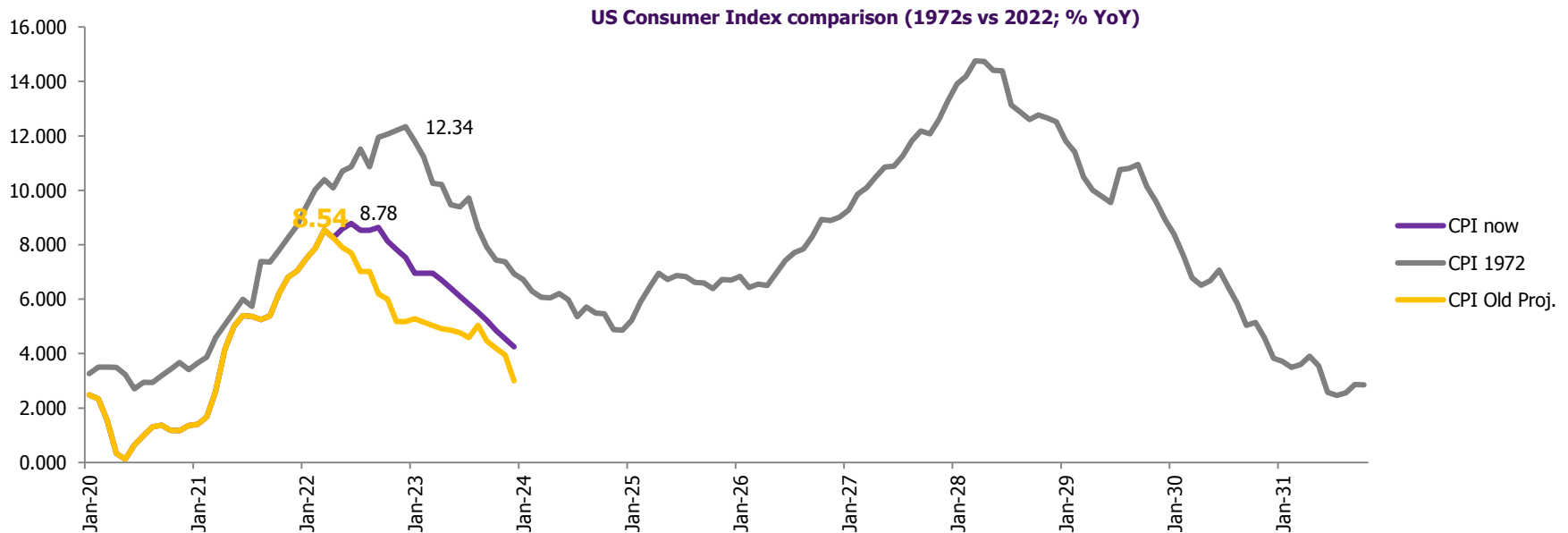
US GDP 1970-1985 (% YOY)



ประมาณการอัตราเงินเฟ้อที่ปรับใหม่ของ SCBS และการเปรียบเทียบกับทศวรรษ 1970

- หลังจากศึกษาภาวะ stagflation ในทศวรรษ 1970 และเปรียบเทียบกับยุคที่คล้ายกับภาวะ stagflation ในปัจจุบัน เราพบว่า "ครั้งนี้แตกต่างออกไป" เราสรุปได้ว่าภาวะ stagflation ในครั้งนี้แตกต่างจากทศวรรษ 1970 จากทศวรรษ 1970: (1) การเมืองดีกว่า (รัฐบาลไม่แทรกแซงธนาคารกลาง) (2) มีความพยายามในการเพิ่มอุปทาน (3) เฟดมุ่งเน้นไปที่การต่อสู้กับเงินเฟ้อ (เพื่อเรียกความน่าเชื่อถือ เฟดต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ย "ahead of the curve") จากนั้นเราสรุปได้ว่าอัตราเงินเฟ้อในครั้งนี้ไม่น่าจะทำสูงสุดที่ระดับเดียวกัน (12-14%) กับในช่วงทศวรรษ 1970
- หลังจากที่เราปรับสมมติฐานราคาน้ำมันในปีนี้เป็นและปีหน้า และรวมสมมติฐาน (1) การหยุดชะงักของอุปทาน (2) สงครามในยูเครน (3) นโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น เข้ามา เราพบว่าอัตราเงินเฟ้อปี 2022-23 ควรอยู่ที่ 8.2% และ 5.9% ตามลำดับ เพิ่มขึ้นจาก 7.0% และ 4.6% ในการคาดการณ์เดือนม.ค.

CPI80	2022f Oil	2022f CPI	2023f Oil	2023f CPI
Jun Forecast	100	8.2	80	5.9
Jan Forecast	80	7.0	60	4.6

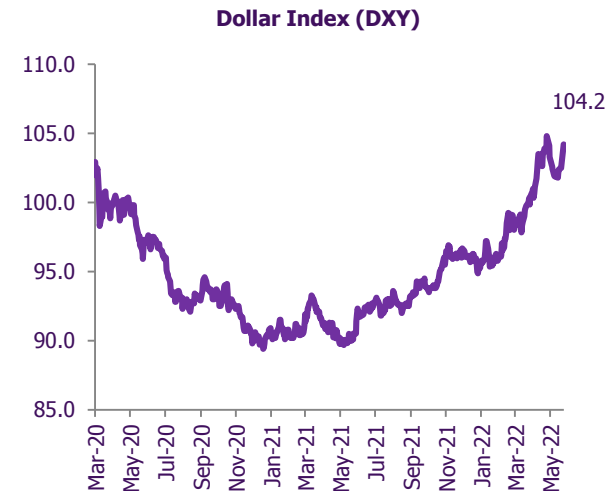
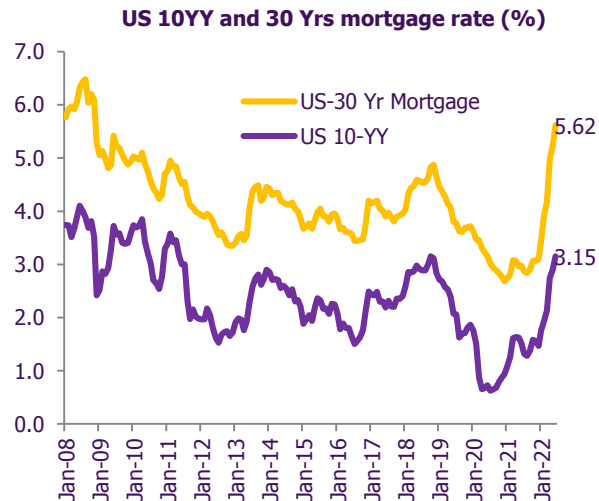
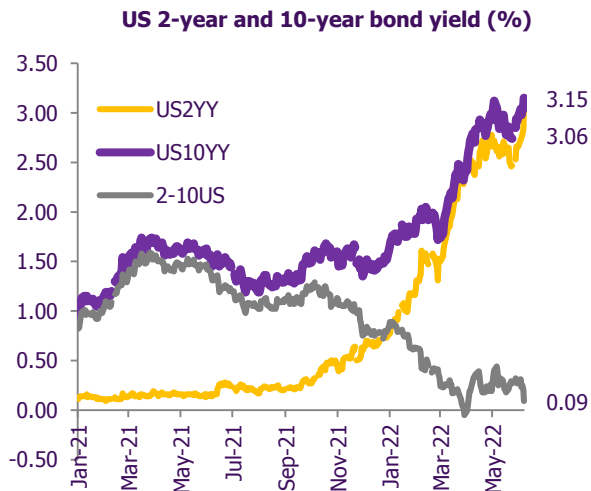


ปัจจุบัน ภาวะสภาพคล่องในสหรัฐฯ ดึงตัวเช่นเดียวกับช่วงก่อนเกิด COVID

- เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น เฟดจึงคุมเข้มนโยบายการเงินมากขึ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น ดอลลาร์สหรัฐฯที่แข็งค่าขึ้น และการลดปริมาณเงินโดยวิธี QT และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ส่งผลทำให้ภาวะสภาพคล่องดึงตัวเช่นเดียวกับช่วงก่อนเกิด COVID

Criteria	US liquidity heatmap (end of period)							
	12/2018	12/2019	6/2020	12/2020	6/2021	12/2021	3/2022	Latest
Fed B/L sheet (\$tr)	4.08	4.17	7.08	7.36	8.08	8.75	8.94	8.91
US2YY (%)	2.48	1.58	0.16	0.14	0.20	0.73	2.28	3.07
US10YY (%)	2.69	1.92	0.66	0.93	1.52	1.52	2.32	3.15
DXY (Pt.)	91.9	95.7	97.4	89.8	91.1	96.0	97.8	104.2
M2 Growth (%YoY)	3.7	6.7	22.9	25.1	12.8	12.7	10.9	8.2
Score (1-->5)	1.6	1.8	3.4	4.6	3.8	3.2	2.8	2.0

*Red = 1; Orange = 2; Yellow = 3; Light green = 4; Dark green = 5; 1 = most tight, 5 = most loose



1) การคาดการณ์ทิศทางนโยบายการเงินของเฟด: หลังการประชุมวันที่ 14-15 มิ.ย.

- ด้วยการปรับมุมมองเงินเฟ้อ ทำให้เราปรับสมมติฐานการขึ้นดอกเบี้ยใหม่ (1) เส้นทางการปรับขึ้นดอกเบี้ยเหมือนกับ dot plot ของเฟด (2) มาตรการ QT คงเดิม

Timing	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1H24	2H24
CPI	8%	8.5%	8.6%	7.8%	6.9%	6.4%	5.5%	4.6%	3%	3%
FFR	0.33%	1.63%	2.88%	3.38%	3.88%	3.50%	2.75%	2.50%	2.0%	2.0%
B/S chg	0	-48/mt	-95/mt	-95/mt	-95/mt	0	0	0	0	0
B/S (\$tn)	8.9	8.7	8.4	8.2	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
2YY (1/3FFR)	2.45	3.40	3.60	3.75	4.00	3.75	3.45	3.45	3.00	3.00
10YY (+30bps/\$300bn)	2.55	3.50	3.75	4.00	4.25	4.10	3.95	4.05	3.75	4.00
2-10	0.10	0.10	0.15	0.25	0.25	0.35	0.50	0.60	0.75	1.00
GDP (%)	1.8%				1.2%				0.0%	
U-rate (%)	4.0%				6.0%				8.0%	

เราวิเคราะห์ว่า:

1. การปรับขึ้นดอกเบี้ยรุนแรงขึ้น (และปรับขึ้นในช่วงครึ่งปีแรกเป็นหลัก) เพื่อคุมความคาดหวังเงินเฟ้อ จะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตร 2 ปี เพิ่มขึ้นรุนแรง และไปอยู่ที่เกือบ 4% ในปลายปีนี้ และทำจุดสูงสุดที่เกิน 4% ในไตรมาส 1 ก่อนจะลดในไตรมาส 2 หลัง Fed ลดดอกเบี้ย
2. ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีจะต้องถูกดันไม่ให้เกิด Inverted YC โดยที่เราเชื่อว่าจะทำจุดสูงสุดใน 1Q23 ที่ 4.25%
3. ด้วยการคาดการณ์ในปัจจุบัน ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี จะสูงกว่าการขยายตัว GDP อย่างมาก ซึ่งจะส่งผลทำให้เกิด market recession ในช่วงต้นปี 2023 และเกิด economic recession ในปี 2024

2) การคาดการณ์เศรษฐกิจมหภาคของสหรัฐฯ: Momentum Model

- เพื่อคาดการณ์ระยะเวลาของการเกิดวิกฤตครั้งถัดไป เราใช้แบบจำลองแนวโน้มของเครื่องชี้วัดเศรษฐกิจ (Momentum model) โดยวัดจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยหรือ Recession 3 ครั้งหลังสุด ดังนี้ นับตั้งแต่ปี 1996 ถึงปัจจุบัน มี 3 ช่วงที่ดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯเป็นขาขึ้น และตามมาด้วยการหดตัวของเศรษฐกิจ อันได้แก่:
 - 1) ช่วงปี 1998-2000 ที่ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯปรับขึ้นจาก 4.1% เป็น 6.5% และนำมาสู่วิกฤต Dot-com ในปี 2001
 - 2) ช่วงปี 2004-2007 ที่ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯปรับขึ้นจาก 1% เป็น 5.25% และนำมาสู่วิกฤต Sub prime ในปี 2009
 - 3) ช่วงปี 2015-2019 ที่ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯปรับขึ้นจาก 0.25% เป็น 2.38% และนำมาสู่วิกฤต Covid-19 ในปี 2020
- ผลการศึกษาสรุปได้ดังนี้: (1) ในทั้ง 3 ช่วงการขึ้นดอกเบี้ย จากจุดต่ำสุดไปจุดสูงสุดจะใช้เวลาเฉลี่ยประมาณ 11 ไตรมาส (หรือเกือบ 3 ปี) และอัตราดอกเบี้ยจากต่ำสุดไปสูงสุดจะเพิ่มขึ้นประมาณ 2.6% (Percentage point); (2) หลังดอกเบี้ยนโยบายไปสู่จุดสูงสุด จะใช้เวลาประมาณ 4-6 ไตรมาส (1-1.5 ปี) ก่อนที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย โดย GDP จะหดตัวประมาณ 3.3-4.6% (Percentage point) ขึ้นอยู่กับความรุนแรงของวิกฤต และ (3) ด้วยภาพดังกล่าว เราได้ลองคาดการณ์ถึง การขึ้นของดอกเบี้ย และระยะเวลาที่เศรษฐกิจสหรัฐฯจะเข้าสู่ภาวะถดถอย โดยพบว่า หากเป็นไปตาม Momentum model ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯจะไปถึงจุดสูงสุดที่ 2.75% ณ 1Q23 และหลังจากนั้น ณ 2Q24 เศรษฐกิจสหรัฐฯจะเข้าสู่ภาวะถดถอย โดยการขยายตัวของ GDP จะหดตัว -0.5% ต่อปี

Summary of FFR hike and accumulated increase (ppt)

FFR	Trough to peak (quarters)	Accrued increase (ppt)
EP.1 4Q98-2Q00	8	2.4
EP.2 1Q04-1Q10	13	3.3
EP.3 2Q12-2Q21	14	2.2
Avg.	11	2.6

Summary of GDP growth contraction and accumulated decrease (ppt)

GDP	FFR peak to GDP trough (quarters)	Accrued decrease (ppt)
EP.1 4Q98-2Q00	4	-2.9
EP.2 1Q04-1Q10	7	-3.7
EP.3 2Q12-2Q21	3	-7.1
Avg.	4.6	-4.6
Avg. (EP.1&2)	5.5	-3.3

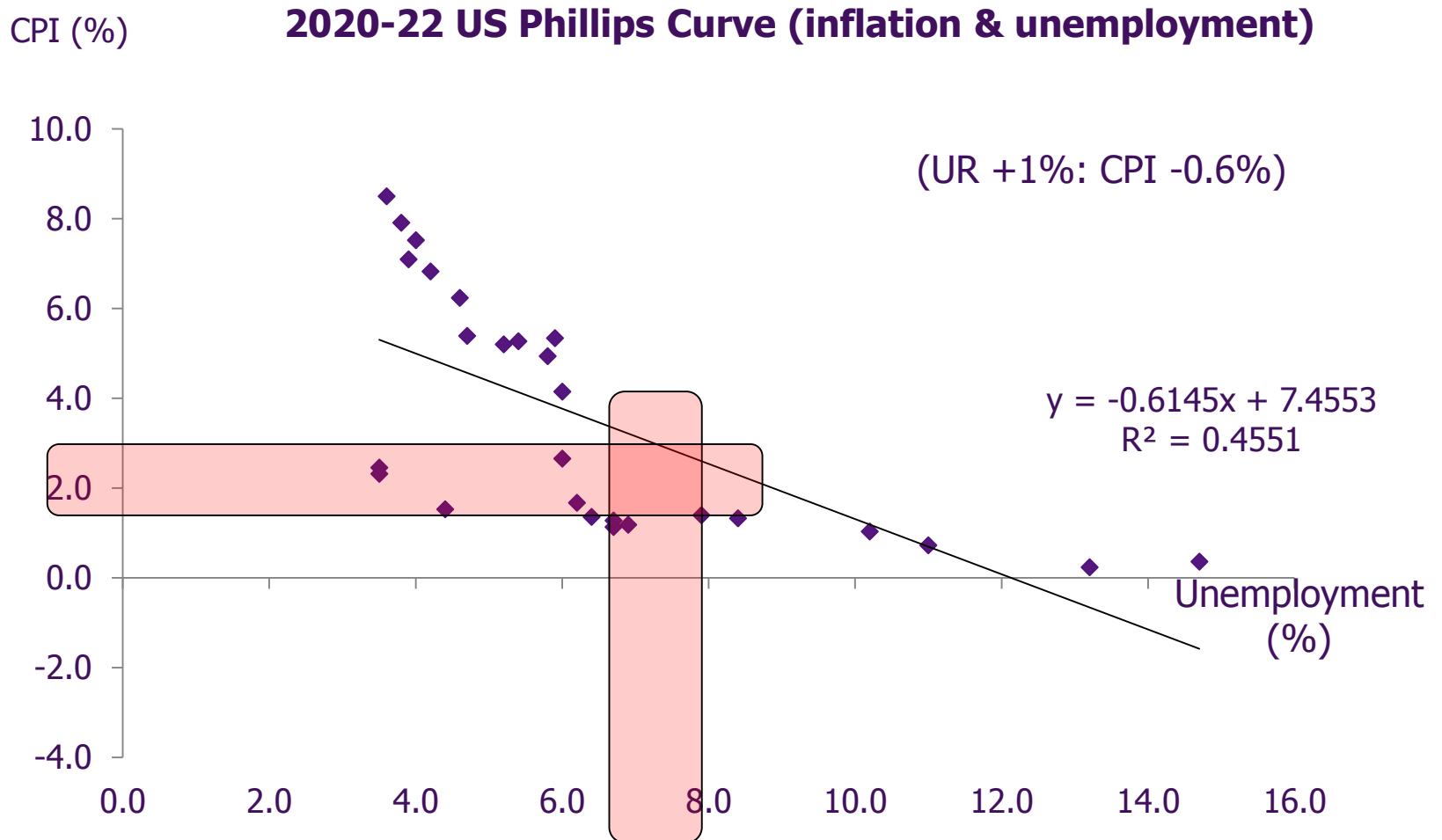
Projection of FFR hike and GDP growth contraction in Ep. 4 (1Q22-4Q24)

EP.4 Projection	Peak (trough)	Rate at peak (trough)
FFR	23Q1	2.75%
GDP (YoY)	24Q2	(2.8%-3.3%) = -0.5 ppt

(3) การคาดการณ์โดยใช้ Phillips Curve Model

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการว่างงานกับอัตราเงินเฟ้อ

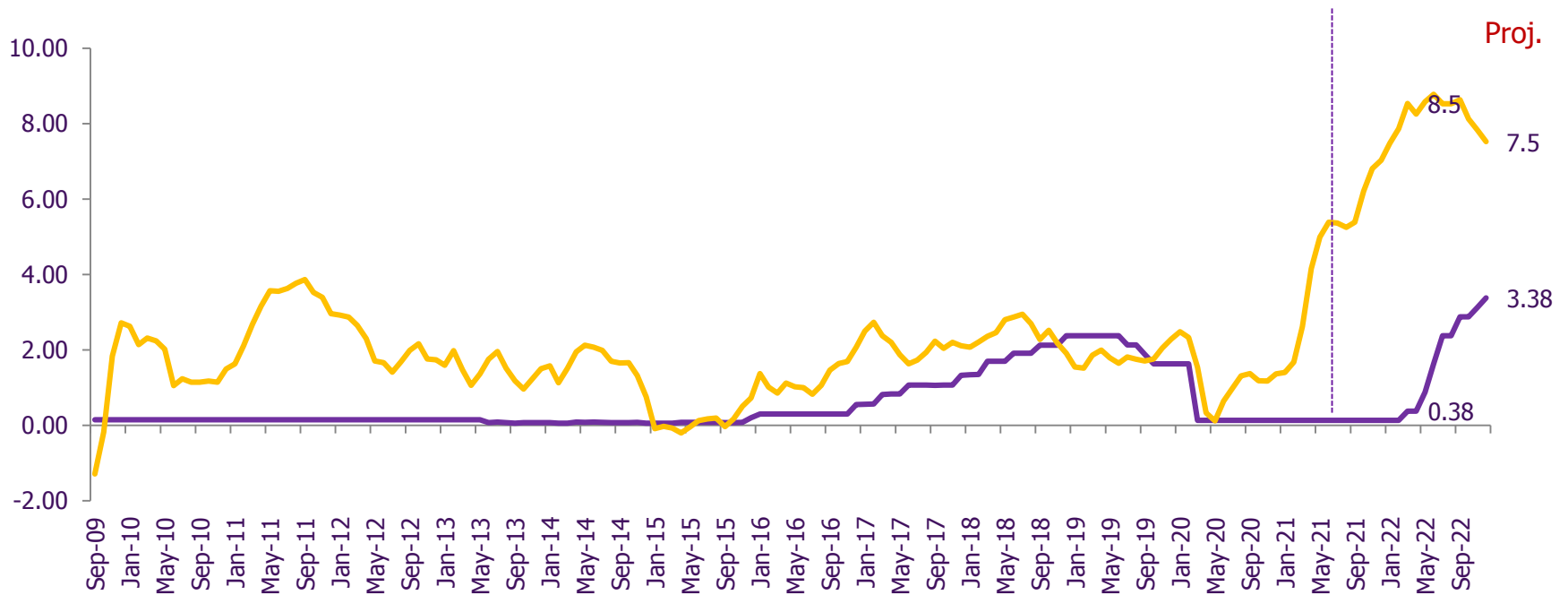
- เพื่อให้ได้อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ที่ +/-2% อัตราการว่างงานจะต้องอยู่ที่ประมาณ 6-8%



การคาดการณ์นโยบายการเงินของเฟดในปี 2022 โดย SCBS (มิ.ย. 2022)

2022	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul (f)	Aug (f)	Sep (f)	Oct (f)	Nov (f)	Dec (f)
CPI	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	8.8	8.5	8.5	8.6	8.1	7.8	7.5
FFR	0.13	0.13	0.38	0.38	0.88	1.63	2.38	2.38	2.88	2.88	3.13	3.38
Chg	-	-	0.25	-	0.50	0.75	0.75	-	0.5	-	0.25	0.25

US policy rate and headline inflation projection (%)

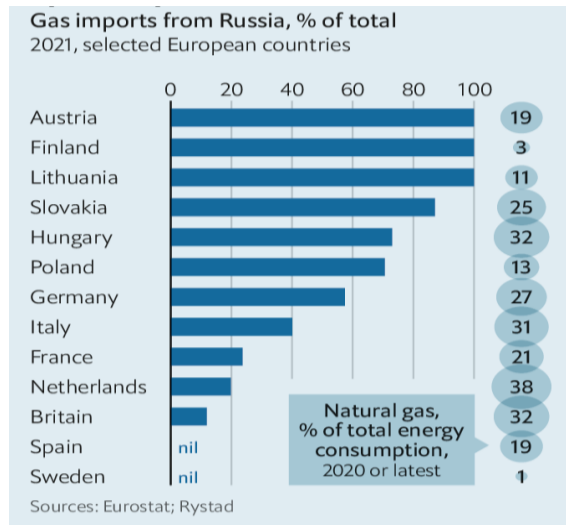


ยุโรป: เข้าสู่ภาวะถดถอยใน 2H22

เราเชื่อว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะเข้าสู่ภาวะถดถอยใน 2H22

- เหตุผล 3 ข้อที่ทำให้เกิดภาวะถดถอยในยุโรป: (1) ความขัดแย้งที่ยืดเยื้อระหว่างรัสเซียกับยูเครน; (2) การวิเคราะห์ความอ่อนไหวแสดงให้เห็นว่ายุโรปเปราะบางต่อการปรับขึ้นของราคาน้ำมัน โดยอาจต้องปรับลดคาดการณ์ GDP และเผชิญภาวะเงินเฟ้อติดลบ (3) ECB "ขึ้นดอกเบี้ยซ้ำเกินไป" ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศชายขอบยูโรโซน ทำให้ ECB นำกลไกแทรกแซงตลาดพันธบัตรเพื่อลดส่วนต่างดอกเบี้ยในยุโรป (หรือ "Anti-fragmentation") มาใช้ ซึ่งเรามองว่าจะส่งผลทำให้เกิดช่องโหว่ในระบบการเงินของยุโรป

ประเทศในยุโรปพึ่งพาการนำเข้าพลังงานจากรัสเซียค่อนข้างมาก

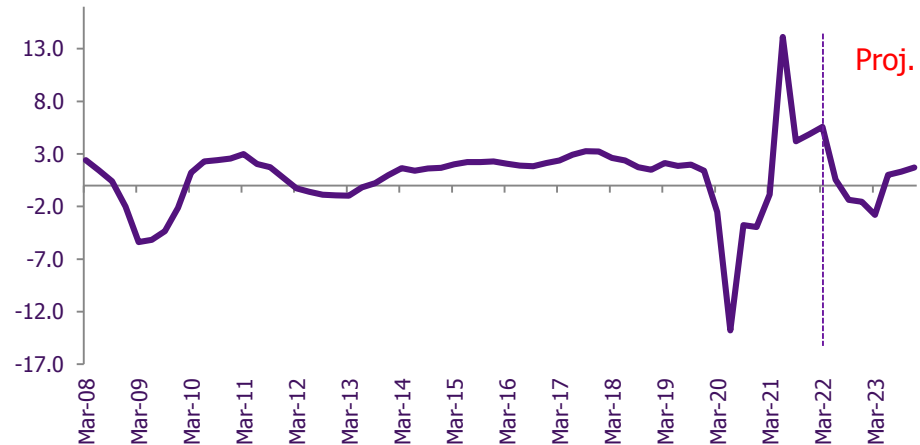


เศรษฐกิจยุโรปอ่อนไหวต่อราคาน้ำมันมากที่สุด

2022 Avg. Oil Price	Sensitivity (+\$10: Oil)
US GDP	-0.1
EU GDP	-0.5
CN GDP	-0.1
TH GDP	-0.08

แบบจำลองของเราบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะเข้าสู่ภาวะถดถอย (GDP หดตัว YoY) ใน 2H22

Quarterly real GDP growth: eurozone (%YoY)

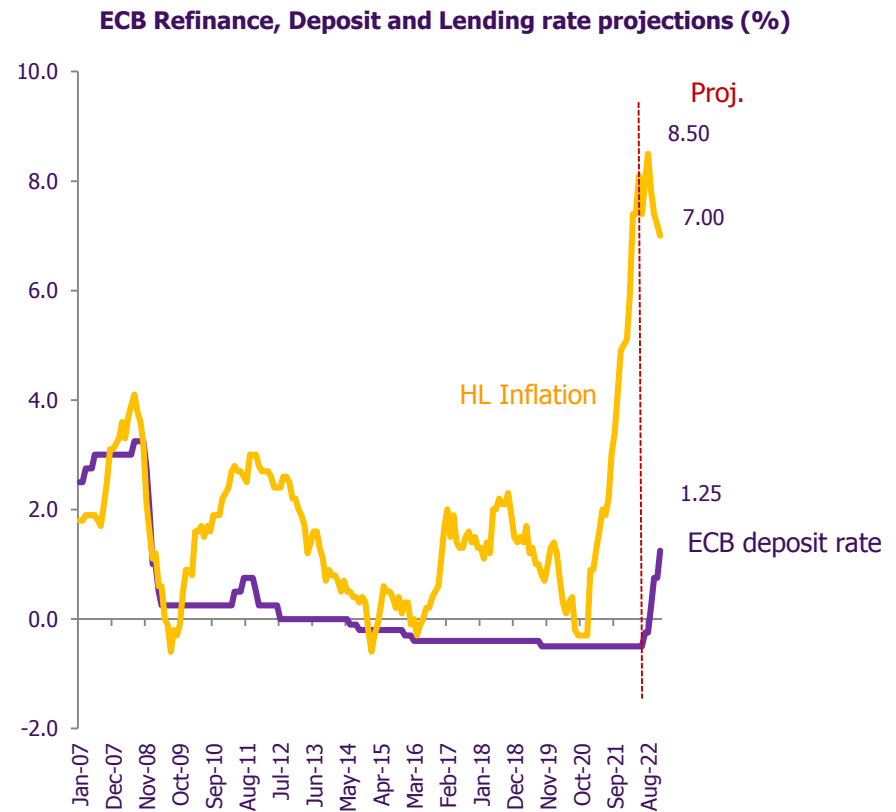
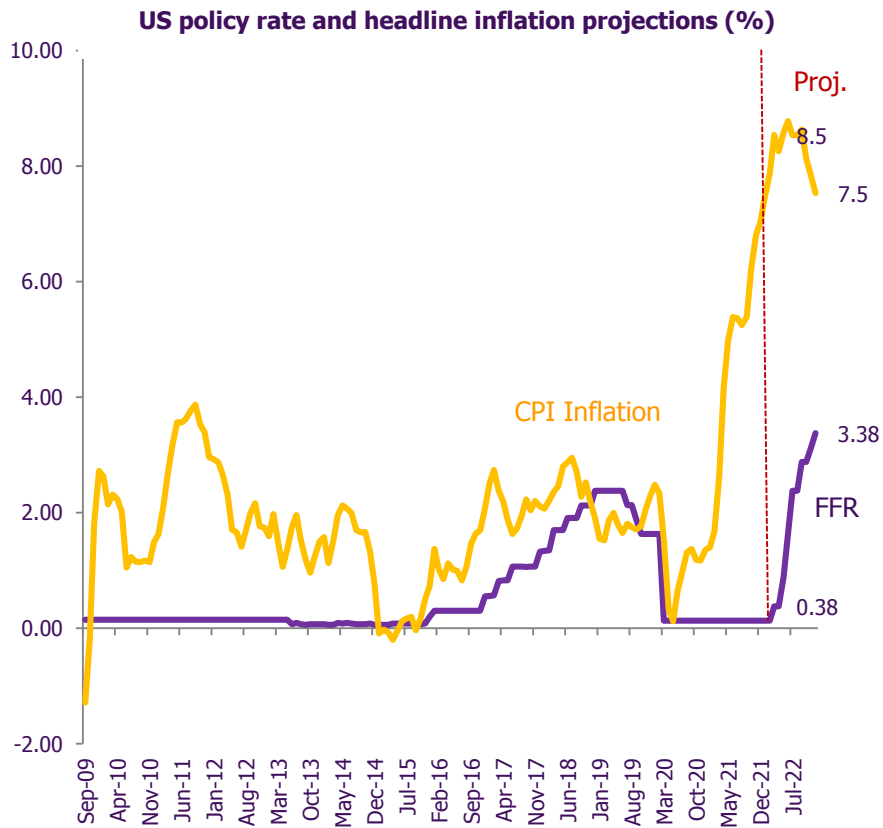


ประมาณการเศรษฐกิจยูโรโซน (%YoY)

(%)	1Q	2Q	3Q	4Q	Year
2022	5.6	0.5	-1.4	-1.6	0.8
2023	-2.8	1.0	1.3	1.7	0.3

ECB ขึ้นดอกเบี้ยซ้ำเกินไป

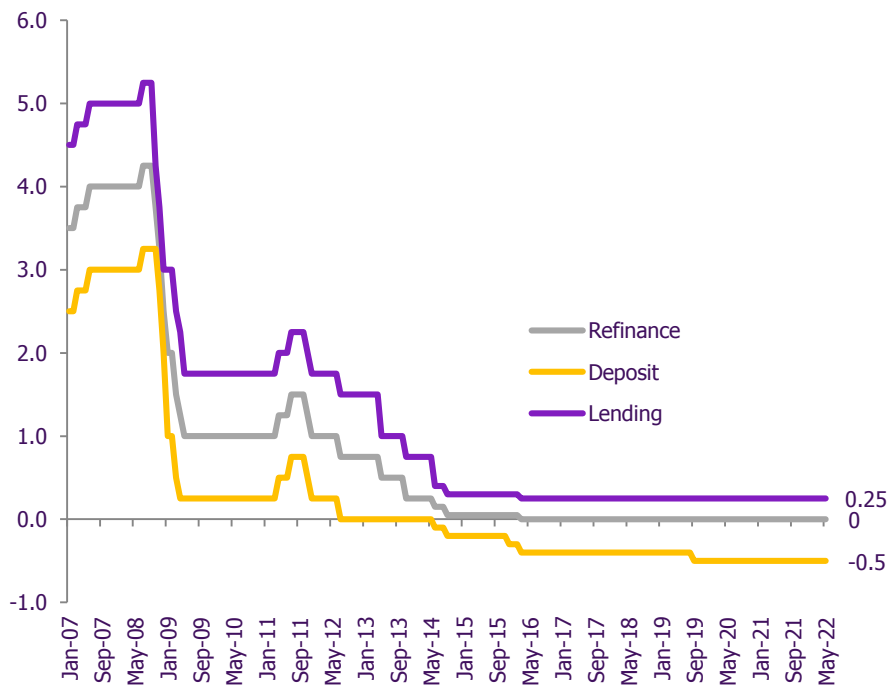
- อัตราเงินเฟ้อเท่ากับสหรัฐฯ แต่อัตราดอกเบี้ยนโยบายยังต่ำกว่าอย่างมาก
- ภาพรวมเช่นนี้สะท้อนถึง: (1) เงินเฟ้อในยุโรปมีแนวโน้มที่จะได้แรงหนุนจากฝั่งอุปทานมากกว่า; (2) อัตราดอกเบี้ยเงินจะต้องปรับขึ้นค่อนข้างมาก (มากกว่าตลาดคาด)



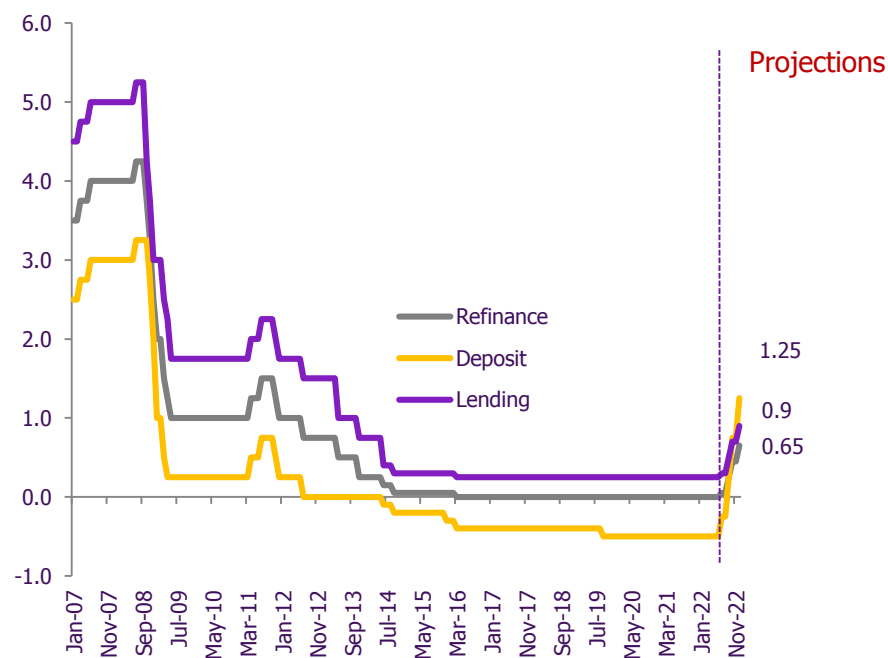
เราเชื่อว่า ECB จำเป็นต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วเพื่อตามเงินเฟ้อให้ทัน

2022	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul (f)	Aug (f)	Sep (f)	Oct (f)	Nov (f)	Dec (f)
Lending	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.25	0.45	0.45	0.65
Ref/n	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.30	0.30	0.50	0.70	0.70	0.90
Deposit	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.25	-0.25	0.25	0.75	0.75	1.25
Chg	-	-	-	-	-	-	+0.25	-	+0.50	+0.50	-	+0.50

ECB Refinance, Deposit and Lending Rates (%)



ECB Refinance, Deposit and Lending Rate Projections (%)

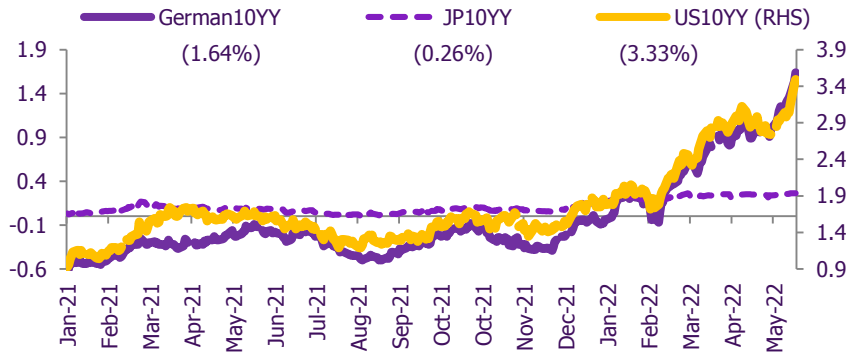


Source : CEIC, and SCBS Investment Research

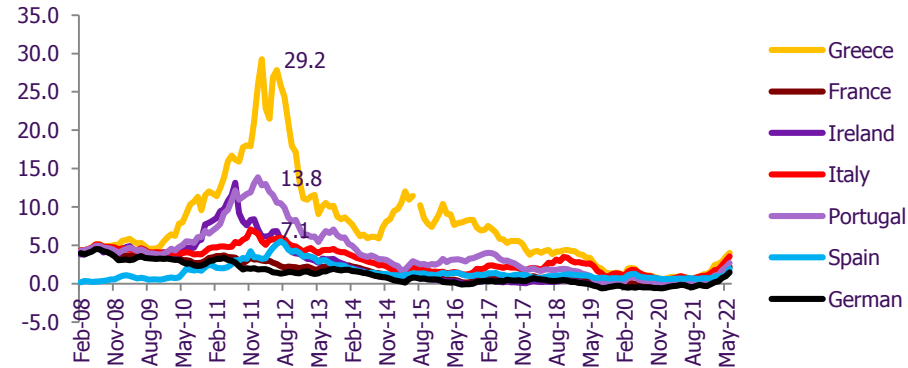
“การควบคุมเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร” ของ ECB จะส่งผลทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (yield curve) คงที่และมีแนวโน้มที่จะเกิดวิกฤตการเงิน

- เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น รวมถึงแรงกดดันเงินเฟ้อจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ส่งผลทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรป ปรับตัวสูงขึ้น นอกจากนี้ ประเทศที่มีความเสี่ยงด้านเครดิต โดยเฉพาะประเทศชายขอบ เช่น กรีซ อิตาลี และโปรตุเกส กำลังเผชิญกับแรงกดดันจากผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของอิตาลีและกรีซเพิ่มขึ้นสู่ประมาณ 4% แม้วาน้อยกว่าในปีที่แล้วอยู่ที่ 1% ภาวะ “Fragmentation” ส่งผลทำให้ ECB จัดการประชุมฉุกเฉินเมื่อวันที่ 15 มิ.ย. ซึ่ง ECB มีมติเห็นชอบให้จัดตั้งกลไกควบคุมเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรโดยใช้มาตรการ QE เราเชื่อว่าการควบคุมเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (ในทางปฏิบัติ) ของ ECB จะส่งผลทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรในประเทศชายขอบปรับตัวในลักษณะแบนราบมากขึ้น ทำให้สถาบันการเงินมีแนวโน้มที่จะเกิดวิกฤตทางการเงิน

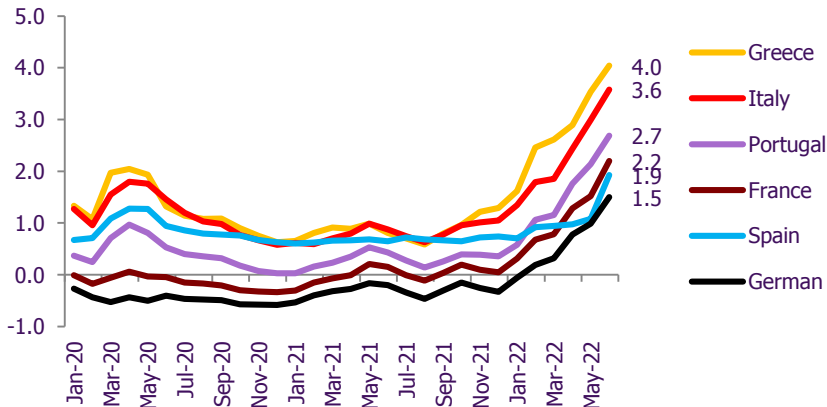
German Bund, UST and JGB 10YY (%)



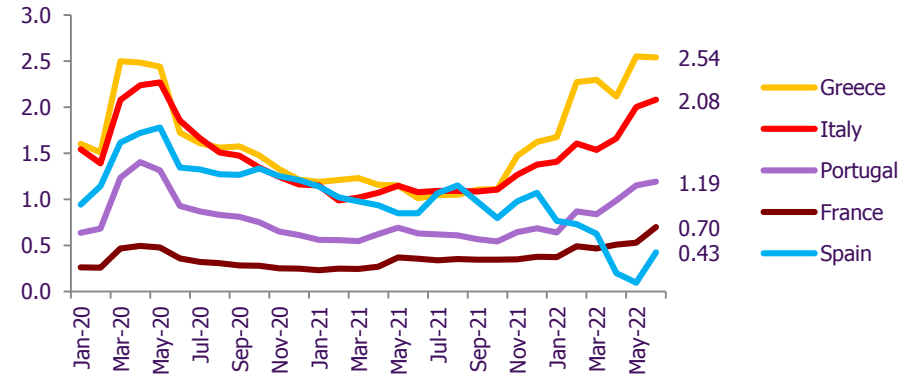
European Country 10-Yr Bond Yield (%)



European country 10Y bond yield (%)



European country 10Y bond yield spread with 10Y Bund (%)



(เสริม) ตลาดอสังหาริมทรัพย์ในยุโรปและสหรัฐฯ อาจเป็นจุดเริ่มต้นของวิกฤตครั้งใหม่

House of scorecards

Housing-risk indicators, selected countries

(Ranking out of 20*)	House-price increase, Q4 2019-Q4 2021, %	Share of homeowners with a mortgage, 2019 [†] , %	Variable-rate mortgages as a share of total, 2018 [†] , %	Total outstanding residential loans to disposable income of households, 2019 [†] , %
Sweden (1)	28	43	69	177
Netherlands (=2)	30	49	16	182
New Zealand (=2)	46	67	18	142 [‡]
Norway (4)	16	50	94	169
Australia (=5)	28	32	81	150
Luxembourg (=5)	31	34	47	147
Canada (7)	26	39	28	137
Denmark (=8)	17	38	16	170
United States (=8)	31	40	15	70 [§]
Finland (10)	9	31	96	73
Poland (11)	22	11	100	33
Ireland (12)	17	26	39	70
Britain (13)	18	31	7	101
Germany (=14)	22	18	12	71
Lithuania (=14)	15	9	97	28
Hungary (=16)	24	12	16	17
Spain (=16)	2	24	36	64
France (18)	14	24	2	71
Romania (19)	10	1	75	13
Italy (20)	6	10	33	32

Sources: OECD; Hyostat; Suttle Economics; Knight Frank; *The Economist*

*Average of four indicators (1=most exposed to interest-rate rises)

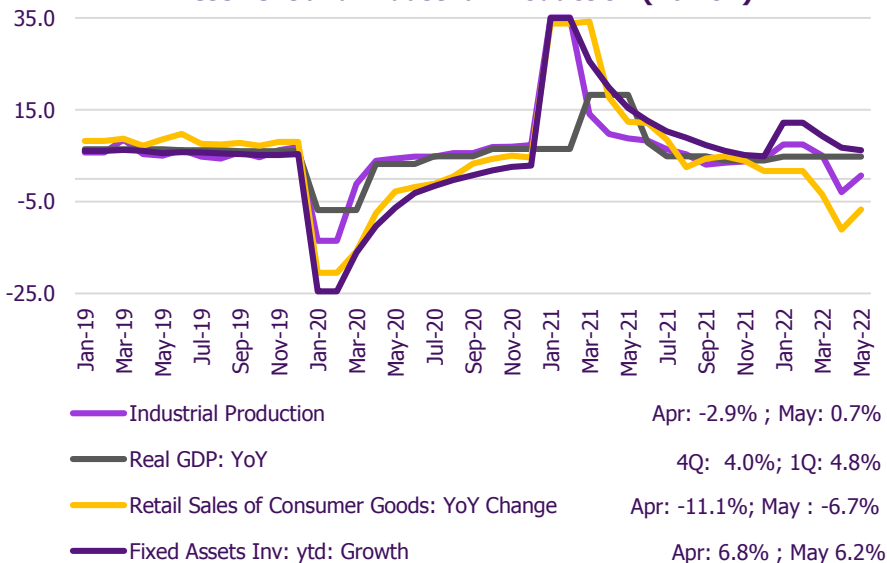
[†]Or latest available [‡]Estimate [§]2018

เศรษฐกิจจีน: ความเสี่ยงจากนโยบาย ZERO COVID แต่มีการผ่อนปรนนโยบายมากขึ้น

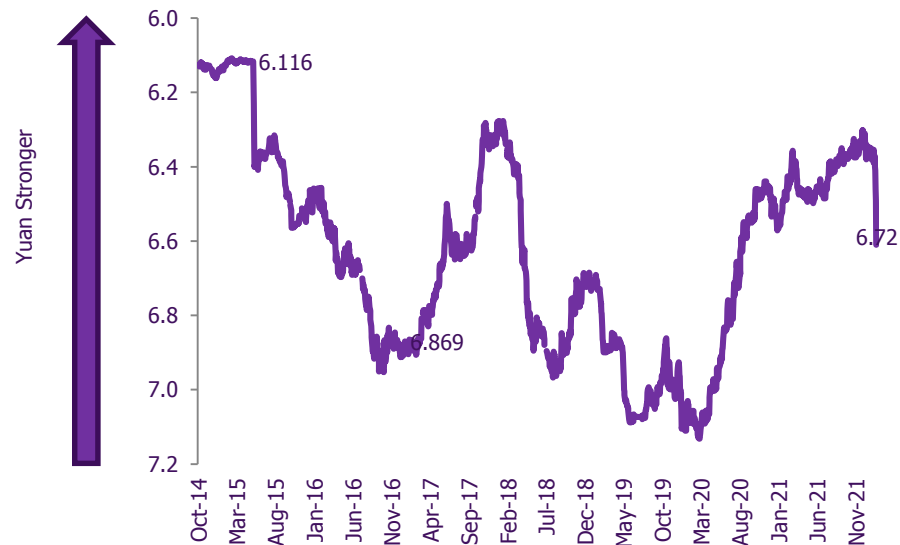
เศรษฐกิจจีนแสดงการฟื้นตัวไม่ชัดเจน

- เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวไม่ชัดเจนในเดือนพ.ค. เนื่องจากจีนค่อยๆ ผ่อนคลายข้อจำกัดในการควบคุม COVID โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นอย่างไม่คาดคิด ขณะที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคและตลาดอสังหาริมทรัพย์ยังคงหดตัว แต่ในระดับที่ลดลง ซึ่งบ่งชี้ว่าการเติบโตทำจุดต่ำสุดไปแล้ว และเพิ่งเริ่มฟื้นตัว รัฐบาลจีนได้ผ่อนคลายนโยบายการควบคุม COVID บางส่วนในเชิงไฮ้ในเดือนพ.ค. โดยอนุญาตให้โรงงานต่างๆ ทอยกลับมากำหนดการผลิตได้และปัญหาคอขวดด้านโลจิสติกส์ก็คลี่คลายลง อย่างไรก็ตาม การควบคุมอย่างเข้มงวดยังคงเป็นอุปสรรคต่อการทำกิจกรรมทั่วประเทศ เส้นทางฟื้นตัวยังคงไม่แน่นอน เนื่องจากปักกิ่งยังคงพึ่งพาการล็อกดาวน์และข้อจำกัดอื่นๆ เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดในวงกว้างของ COVID เราเชื่อว่ารัฐบาลจีนจะดำเนินนโยบายดังกล่าวต่อไปจนกว่าประธานาธิบดีสี จิ้นผิงจะสาบานตนรับตำแหน่งเป็นสมัยที่ 3 ในเดือนพ.ย. โดยมีความเสี่ยงที่จะมีการล็อกดาวน์บางครั้งบางคราวเป็นช่วงๆ และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ
- อย่างไรก็ตาม ทางการจีนได้เริ่มส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินและการคลัง เช่น การปรับลดอัตราดอกเบี้ยสำรองธนาคารพาณิชย์ (RRR) และออกมาตรการ 23 มาตรการเพื่อผ่อนคลายนโยบายการคลังที่ตึงตัว ควบคู่กับการออกมาตรการทางการเงิน 33 มาตรการเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ทางการจีนยังยอมให้หยวนอ่อนค่าลง ซึ่งเราเชื่อว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะลดลงและจะรักษาอัตราการเติบโตของ GDP ในปีนี้ไว้ให้อยู่ภายในระดับ 4%

China's GDP Growth, Retail Sales, Fixed Asset Investment and Industrial Production (% YoY)

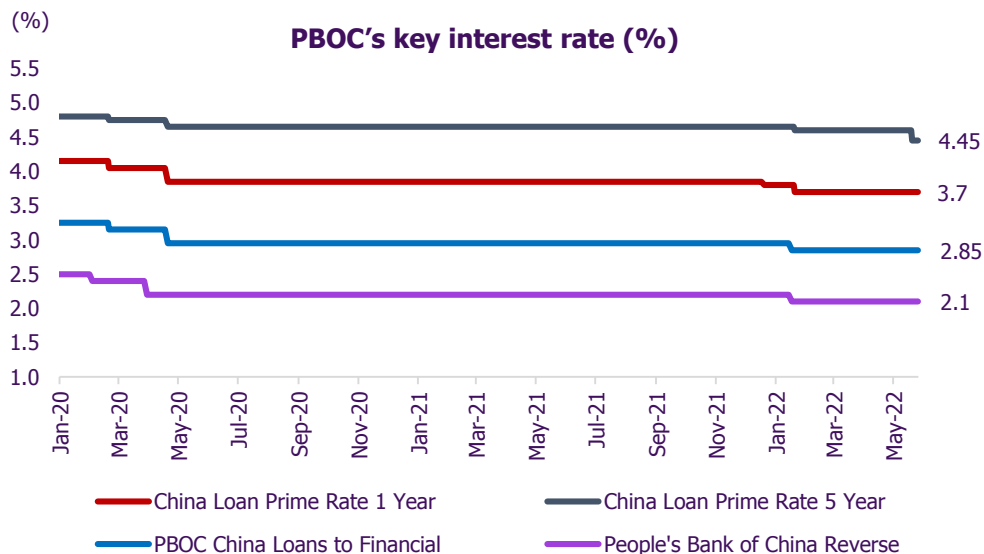


USDCNY



มาตรการการเงินและการคลัง “machine gun” ของจีน

- จีนได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้หลักค่าขั้นดี (LPR) ประเภท 5 ปี และออกมาตรการช่วยเหลือภาคอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงมาตรการทางการคลัง 33 มาตรการ และมาตรการเสริมสภาพคล่อง 23 มาตรการเพื่อช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ มาตรการทางการคลังส่วนใหญ่เป็นการลดหย่อนและบรรเทาภาระภาษี เพื่อสนับสนุน SMEs และประชาชนรากหญ้า



Summary of China's US\$21bn fiscal measures (mainly tax relief)

1	Tax rebates to companies
2	Cuts on passenger car purchase taxes
3	Tax cuts equal about 0.1% of China's GDP
4	China to double small business loan quota
5	Extend delay on social insurance payments

Bigger Efforts

China expands policy easing for home sales to revive growth

	Tier-1 cities	Tier-2 cities
Lower the bar prohibiting purchase by certain homebuyers	Shanghai (employees in some companies in suburban Lingang area)	Nanjing, Ningbo, Suzhou, Lanzhou, Zhengzhou, Fuzhou, Nanchang
Shorten the period prohibiting buyers to sell their properties	None	Suzhou, Lanzhou, Harbin
Allow mortgage borrowing for more purchase, especially buying a second home	None	Lanzhou, Zhengzhou, Chongqing, Wenzhou, Nanning
Lower mortgage rates	Beijing, Shanghai, Shenzhen, Guangzhou	Suzhou, Zhengzhou, and many more cities
Give out home-buying subsidies	Shanghai (Jinshan district)	Kunming, Dalian, Zhengzhou
Relaunch the shanty town redevelopment program	None	Nanning, Zhengzhou, Lanzhou, Kunming
Offering property-buying perks to families with second or third kids	None	Hangzhou, Shenyang, Dazhou, Wuxi
Cut interest rate for new mortgages by 20 basis points	All	All

Source: China Index Holdings, government announcements

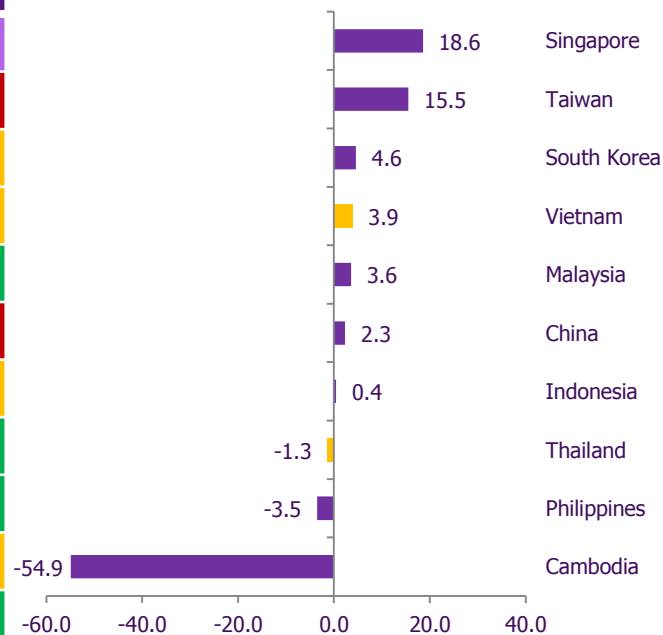
เศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่: ความเสี่ยงของ 3 วิกฤต

ตลาดเกิดใหม่กำลังเผชิญกับปัจจัยลบสามประการ และจะทำให้ความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป

- ความเสี่ยงเชิงเศรษฐกิจที่เกิดจากปัจจัย 3 ประการ ได้แก่ สงครามยูเครน-รัสเซียที่ยืดเยื้อ การล็อกดาวน์เป็นบางครั้งบางคราวในจีน และสภาพคล่องที่ตึงตัวอันเป็นผลมาจากการดำเนินการของเฟด จะส่งผลให้เศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่ปรับตัวแยกลง Bloomberg Economics ได้จัดอันดับ 19 ประเทศในตลาดเกิดใหม่ที่มีความเสี่ยงต่อการเกิดวิกฤต โดยพิจารณาจากความเพียงพอด้านอาหารและพลังงานและความเสี่ยงที่จะเกิดเงินทุนไหลออก ทั้งจากหนี้สกุลเงินต่างประเทศที่ค่อนข้างมากและการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดในระดับสูง โดยสามารถระบุดตลาดเกิดใหม่ 10 ตลาดที่มีความเสี่ยงต่อการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในอนาคต รวมถึงประเทศไทย ประเทศอื่นๆ ได้แก่ ตุรกี อียิปต์ เวียดนาม ฟิลิปปินส์ โปแลนด์ เกาหลีใต้ ชิลี จีน และเปรู ในขณะที่มาเลเซีย อินдия และอินโดนีเซีย อยู่ในอันดับที่ 11 12 และ 18 ตามลำดับในกลุ่มประเทศที่มีความเสี่ยงสูงของ Bloomberg ปัจจัย 3 ประการดังกล่าวจะส่งผลลบต่อเศรษฐกิจเกิดใหม่ในระยะถัดไป

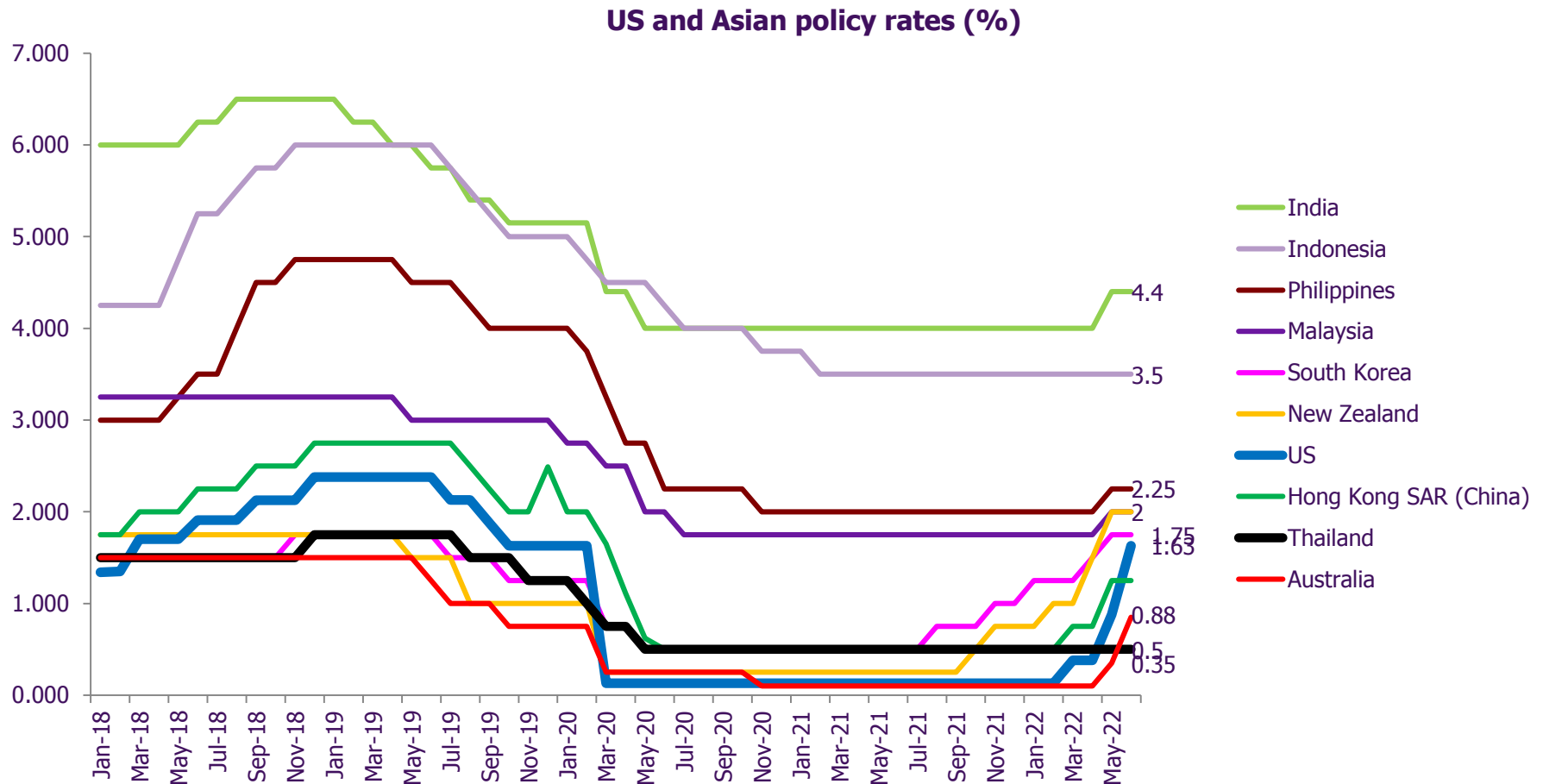
	Overall exposure	Capital flight risk	Net energy exports	Net grain exports	Trade and inv. exposure to Russia
	Rank (Out of 19)	Rank(Out of 19)	% of GDP	% of GDP	% of GDP
Turkey	1	2	-0.9	-0.4	2.68
Egypt	2	4	-0.9	-1.6	1.12
Vietnam	3	15	-3.6	-0.9	1.33
Philippines	4	10	-3.5	-0.5	0.44
Poland	5	7	-2.3	0.1	3.45
South Korea	6	17	-5.2	-0.2	1.11
Thailand	7	16	-4.6	-0.1	0.51
Chile	8	8	-3.8	-0.2	0.04
China	9	11	-2.1	0.0	0.56
Peru	10	13	-1.2	-0.6	0.20

Selected countries with current account deficit (4Q22; % of GDP)



การขึ้นดอกเบี้ยแรงอย่างต่อเนื่องของเฟด

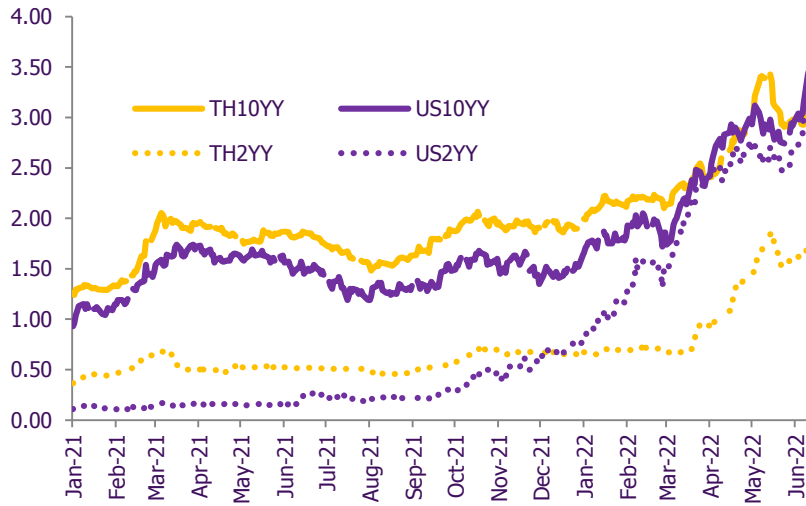
จะส่งผลกระทบต่อตรงต่อตลาด EM ในเอเชียอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแง่นโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น



พันธบัตรของ DM เอเชีย และไทย ได้รับผลกระทบจากผลตอบแทนที่สูงขึ้น

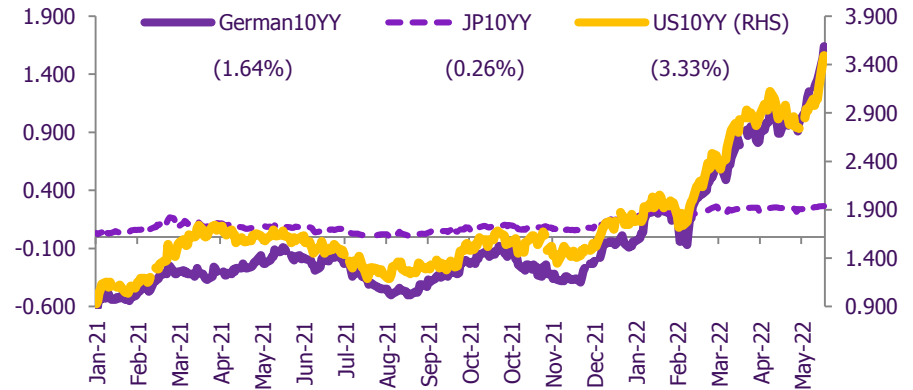
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐที่เพิ่มขึ้นอย่างมากส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในประเทศอื่นๆ เพิ่มขึ้น และ/หรือ สกูลเงินท้องถิ่นในประเทศอื่นๆ อ่อนค่าลง

US and Thailand 2-year and 10-year bond yield (%)

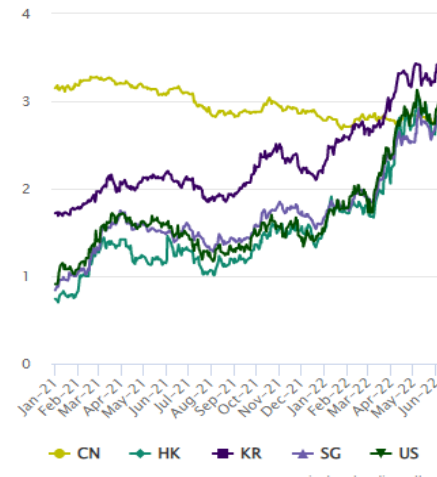


	US	US 2021	Chg	TH	TH2021	Chg
2Yr	3.20	0.73	2.47	1.78	0.66	1.12
10Yr	3.33	1.50	1.83	3.09	1.90	1.19

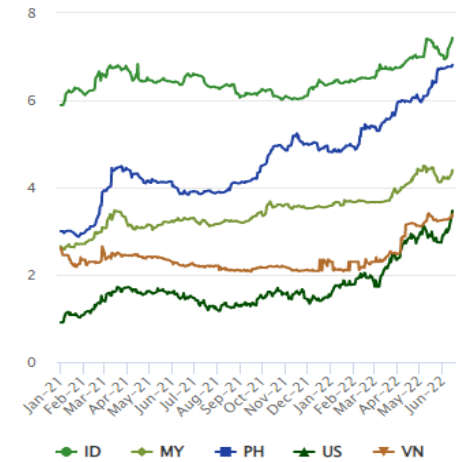
German Bund, UST and JGB 10YY (%)



10-Year Local Currency Government Bond Yields



10-Year Local Currency Government Bond Yields

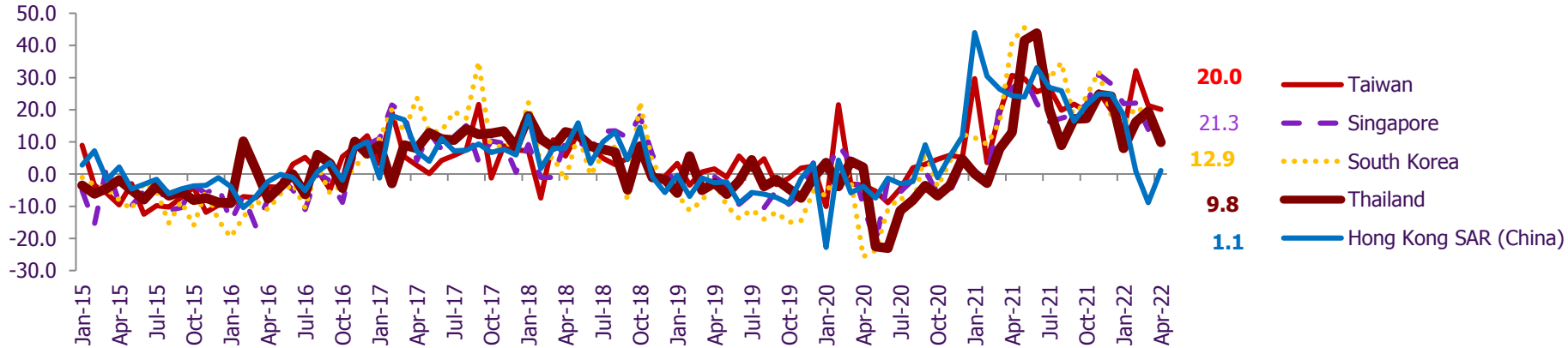


asianbondsonline.adb.org

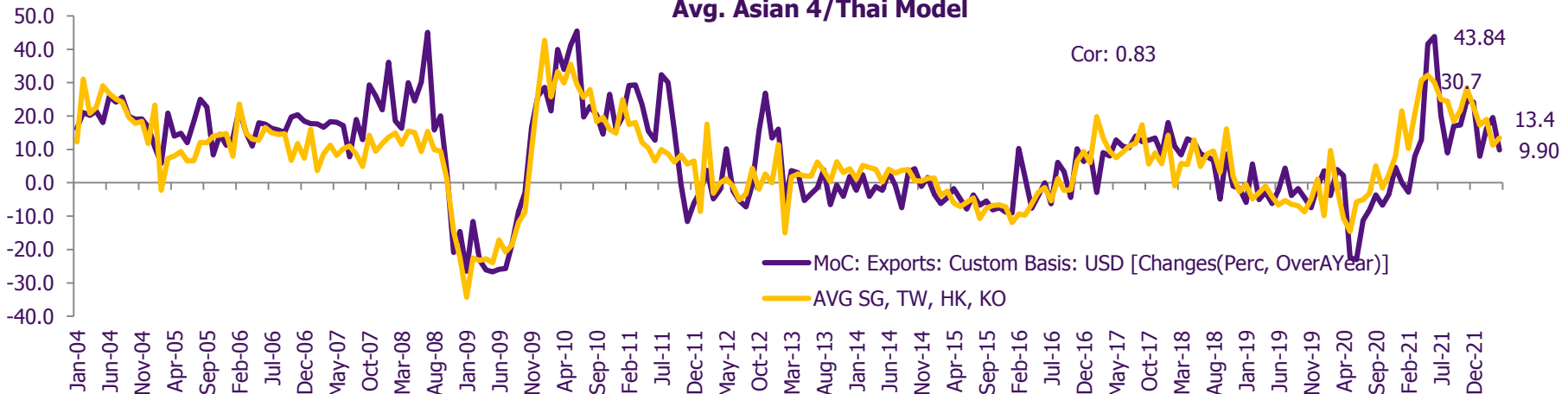
การส่งออกของเอเชียชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญจากจุดสูงสุดในปี 2021

- การส่งออกของเอเชียชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญจากจุดสูงสุดในปี 2021 การเติบโตของการส่งออกในกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชียชะลอตัวลงสู่ 13.4% YoY จากจุดสูงสุดที่ 30.7% ในช่วงกลางปี 2021 ขณะที่การส่งออกของไทยก็ชะลอตัวลงเช่นกัน ด้วยโมเมนตัมเช่นนี้ มีความเป็นไปได้ว่าการส่งออกของกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมใหม่ในเอเชียและไทยอาจหดตัวลงในช่วงปลายปีนี้

Export of Asian NICS and Thailand (% YoY)



Avg. Asian 4/Thai Model



ประมาณการเศรษฐกิจโลก

ประมาณการเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลกและประเทศไทยของ SCBS

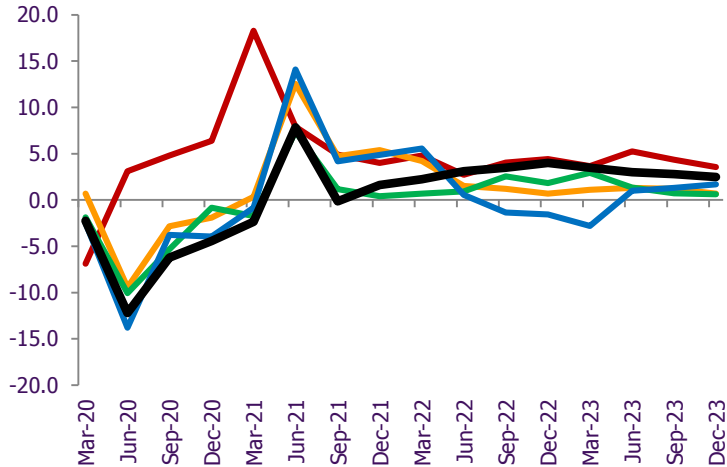
- จากประมาณการที่อิงกับแบบจำลองเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลกของเรา เราเชื่อว่ายุโรปโซนมีความเสี่ยงมากขึ้นที่จะเกิดภาวะถดถอยในปีนี้ โดย GDP จะหดตัวใน 2H22 และต่อเนื่องมาถึง 1Q23 โดยมีสาเหตุมาจากจุดอ่อนที่กล่าวถึงข้างต้น การเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ ปรับตัวแยกลง แต่จะยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอยในปีนี้หรือปีหน้า
- ในแง่ของอัตราเงินเฟ้อ เราปรับเพิ่มประมาณการอัตราเงินเฟ้ออย่างมีนัยสำคัญ โดยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะทำจุดสูงสุดใน 3Q22 โดยเฉพาะ สหรัฐฯ ยุโรปโซน และประเทศไทย ฐานที่สูงมากขึ้นของราคาน้ำมัน และผลกระทบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งปีแรกเป็นหลัก จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงใน 4Q22 และปี 2023 อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อยังคงเป็นฝั่ง upside
- ในแง่ของนโยบายการเงิน เราเชื่อว่าเฟดจะเป็นธนาคารกลางที่มีท่าที hawkish มากที่สุดในการศึกษาของเรา โดยที่เราคาดว่าเฟดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 175 bps นับจากนี้ (2Q22) จนถึงสิ้นปี โดยจะปรับขึ้นในช่วงครึ่งปีแรกเป็นหลัก ECB ก็ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น 175 bps นับจากนี้ไป แต่ด้วยฐานที่ต่ำกว่าของเฟด อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ECB จะอยู่ที่ประมาณ 1.25% ณ สิ้นปีนี้ ธนาคารกลางจีน (PBOC) อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงเล็กน้อยในอัตรา 10 bps ขณะที่ ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายประมาณ 50bps นับจากนี้ไป จนถึงสิ้นปี

(%)	1Q22	2Q22f	3Q22f	4Q22f	1Q23f	2Q23f	3Q23f	4Q23f	2022f	2023f
GDP (US, YoY)	4.2	1.5	1.2	0.7	1.1	1.3	1.2	0.7	1.8	1.2
GDP (EZ, YoY)	5.6	0.5	-1.4	-1.6	-2.8	1.0	1.3	1.7	0.8	0.3
GDP (CH, YoY)	4.8	2.7	4.0	4.4	3.7	5.3	4.4	3.6	4.0	4.2
GDP (TH, YoY)	2.2	3.1	3.5	4.0	3.5	3.0	2.8	2.5	3.4	3.0
CPI (US)	8.0	8.5	8.6	7.8	6.9	6.4	5.5	4.6	8.2	5.9
HICP (EZ)	6.1	7.6	8.1	7.2	5.4	4.0	3.8	2.8	7.3	3.8
CPI (China)	1.1	1.4	1.8	1.8	2.3	1.7	1.9	1.9	1.5	2.0
CPI (Thailand)	4.7	6.4	7.5	5.7	4.4	3.7	2.9	2.2	6.1	3.3
FFR (US)	0.33	1.63	2.88	3.38	3.88	3.50	2.75	2.50	3.38	2.50
ECB (Deposit)	-0.5	-0.5	0.25	1.25	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
China (1-yrLPR)	3.7	3.7	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
RP (Thailand)	0.5	0.5	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	1.00	2.00

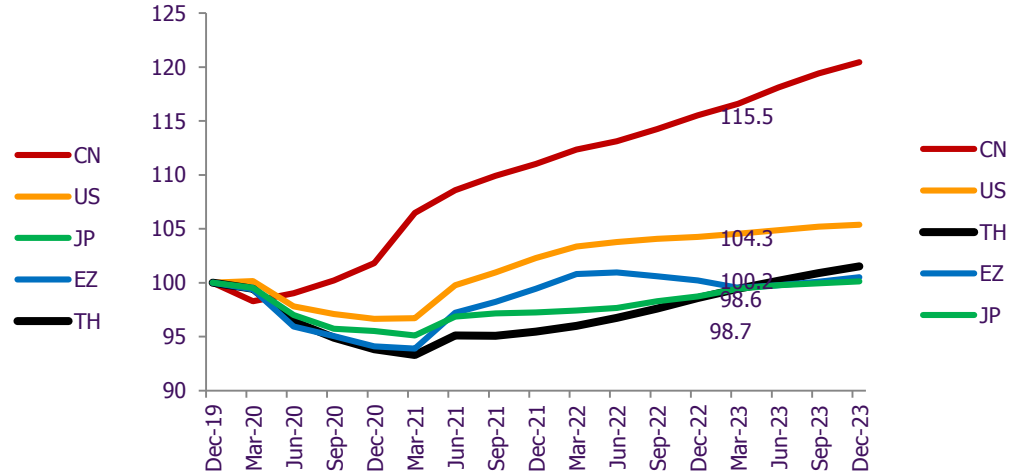
Source : CEIC, and SCBS Investment Research

ประมาณการเศรษฐกิจโลก

Global-5 Quarterly GDP growth (% YoY)



Global-5 GDP Recovery pace (4Q19 = 100)

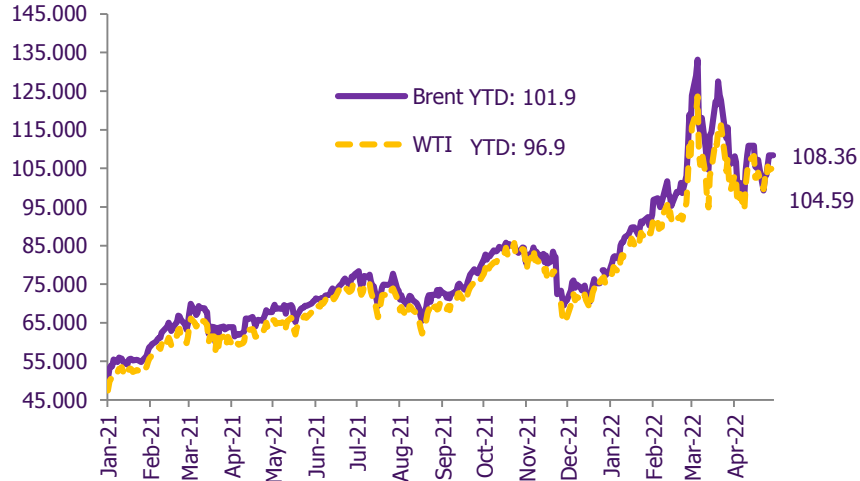


	03/2022	06/2022	09/2022	12/2022	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	yr 2020	yr 2021	yr 2022	yr 2023
US	4.2	1.5	1.2	0.7	1.1	1.3	1.2	0.7	-3.4	5.8	1.9	1.1
EZ	5.6	0.5	-1.4	-1.6	-2.8	1.0	1.3	1.7	-6.0	5.6	0.8	0.3
CN	4.8	2.7	4.0	4.4	3.7	5.3	4.4	3.6	1.9	8.8	4.0	4.2
JP	0.7	0.9	2.5	1.8	2.9	1.3	0.7	0.6	-4.5	1.8	1.5	1.4
TH	2.2	3.1	3.5	4.0	3.5	3.0	2.8	2.5	-6.3	1.7	3.2	3.0
US	103.4	103.8	104.1	104.3	104.5	104.9	105.2	105.4				
EZ	100.8	101.0	100.6	100.2	99.5	99.8	100.1	100.5				
CN	112.4	113.1	114.3	115.5	116.6	118.1	119.4	120.5				
JP	97.4	97.7	98.3	98.7	99.4	99.8	100.0	100.1				
TH	96.0	96.8	97.6	98.6	99.4	100.2	100.9	101.5				

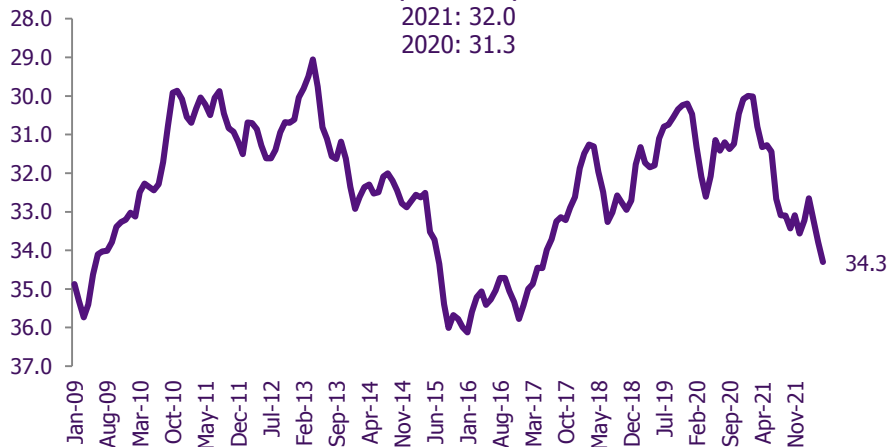
เศรษฐกิจไทย: ทีม "6-3-3-8" พร้อมความเสี่ยง DOWNSIDE

สมมติฐานทางเศรษฐกิจที่สำคัญ

Brent and WTI in 2021-22 (\$/bbl.)



USDTHB
(YTD: 33.4)
2021: 32.0
2020: 31.3



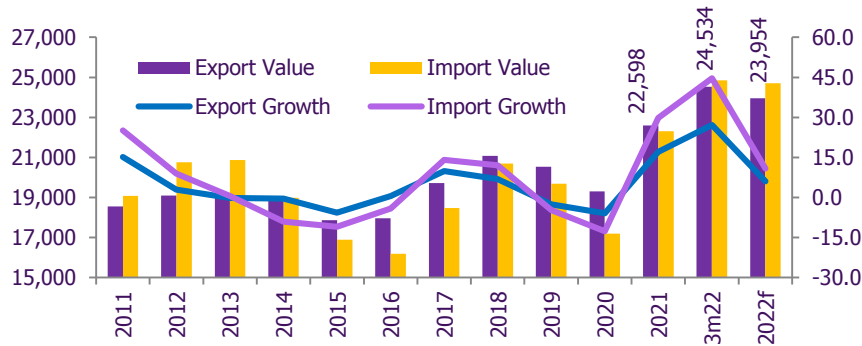
สมมติฐานทางเศรษฐกิจที่สำคัญ	สมมติฐานเก่า	กรณีฐาน	กรณีเลวร้าย
สงครามยูเครน	ยุติเดือนพ.ค.	ยุติใน 1H22	ยุติใน 2H22
ราคาน้ำมันดิบเบรนท์	US\$80/bbl	US\$100/bbl	US\$120/bbl
ราคาน้ำมันดีเซลในประเทศ	30 บาท/ลิตร	35 บาท/ลิตร	38 บาท/ลิตร
อัตราค่าจ้างขั้นต่ำ	คงไว้ที่ 310-336 บาทต่อวัน	ปรับขึ้นเป็น 360 บาทต่อวันใน 2H22	ปรับขึ้นเป็น 400 บาทต่อวันใน 2H22
การส่งออก	ขยายตัว 2%	ขยายตัว 6%	ขยายตัว 2%
นักท่องเที่ยวต่างชาติ	8 ล้านคน	8 ล้านคน	4 ล้านคน
ค่าเงินบาท	32 บาท	32-34 บาท	33-35 บาท

ปี 2022: ปีแห่ง "6-3-3-8"

จากธีมเศรษฐกิจที่เราเคยคาดการณ์ไว้ใน 1H22 ว่าจะเป็น 2-4-4-8 แต่การส่งออกในช่วง 4 เดือนแรกก็ดูเหมือนจะดีเกินคาด (แต่ยังมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวแยกลง) ขณะที่การบริโภคในประเทศอาจถูกระทบจากค่าครองชีพที่สูงขึ้นจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน และ Covid zero ในจีน ทำให้ธีมเศรษฐกิจเปลี่ยนเป็น 6-3-3-8

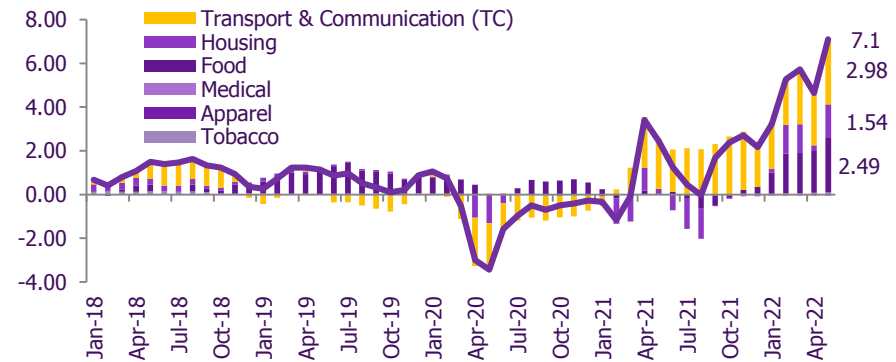
เราปรับประมาณการส่งออกดีขึ้นจากความต้องการที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามส่งออกอาจเผชิญความเสี่ยงจากการชะลตัวของเศรษฐกิจโลก

Thai export and import value and growth (Avg. Mthly; USD and %YoY)



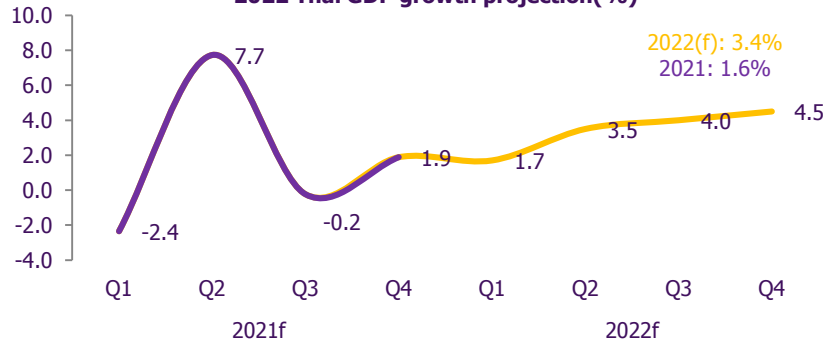
การบริโภคในภาพใหญ่อาจไม่ชะลอลงมากนัก แต่ค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้นจะกระทบต่อคนรากหญ้าที่ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่ คือ อาหาร และการเดินทางมากกว่า

Component of Thailand's inflation in May 2022(%)



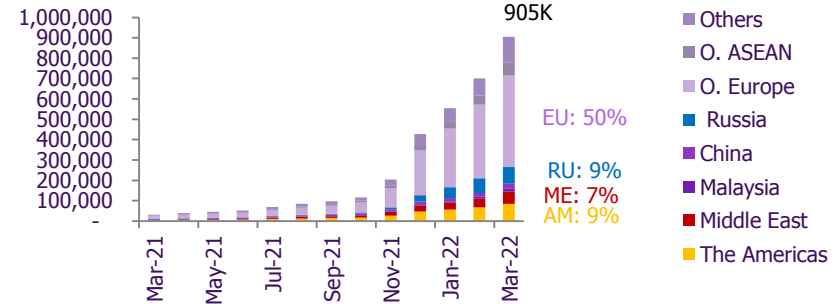
เศรษฐกิจไทยปี 2022 จะขยายตัวประมาณ 3.4% ชะลอลงจากที่เคยคาดที่ 3.6% เล็กน้อยจากการใช้จ่ายในประเทศที่ชะลอลง แต่การส่งออกดีกว่าคาด

2022 Thai GDP growth projection(%)



เรายังคงประมาณการนักท่องเที่ยวไว้ที่ 8 ล้านคนเช่นเดิม โดยมองว่าไตรมาส 2-4 จะมีนักท่องเที่ยวที่ 1.5 2 และ 4 ล้านคน ตามลำดับ

Tourist arrivals (Acc.12 mths)



Source: CEIC, NESDC, SCBS Research

ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานราชการล่าสุด เปรียบเทียบกับ SCBS

Macro growth projection	Actual	Actual	FPO (Apr 2022)	BOT (Jun 2022)	NESDC (May 2022)	SCBS (Feb 2022)	SCBS Base (May 2022)	SCBS Worst (May 2022)
	2020	2021	2022f	2022f	2022f	2022f	2022f	2022f
GDP growth	-6.2	1.6	3.5	3.2	3.0	3.6	3.4	2.9
Private investment	-8.2	3.2	4.5	5.4	3.5	6.3	4.5	4.0
Public investment	5.1	3.8	4.6	3.5	3.4	4.1	4.1	4.1
Private consumption	-1.0	0.8	4.3	4.9	3.9	4.2	3.5	2.9
Public consumption	1.4	3.2	-0.2	-1.9	-0.2	2.5	2.5	2.5
Export value in US\$ terms (%)	-6.5	18.8	6.0	7.9	7.3	2.0	6.0	2.0
Import value in US\$ terms (%)	-13.8	15.0	11.3	13.8	10.9	2.8	10.8	2.8
Current account to GDP (%)	4.2	-2.2	-0.8	-0.6	-1.5	2.5	-0.5	-2.0
Headline inflation (%)	-0.8	1.2	5.0	6.2	4.7	2.1	5.1	6.1
USD/THB	31.3	32.0	33.1	N/A	33.7	32.0	33.0	34.0
Policy rate (%)	0.50	0.50	0.5	N/A	N/A	0.50	1.00	1.50
No. of inbound tourists (mn)	6.7	0.43	6.1	6.0	7.0	8.0	8.0	4.0

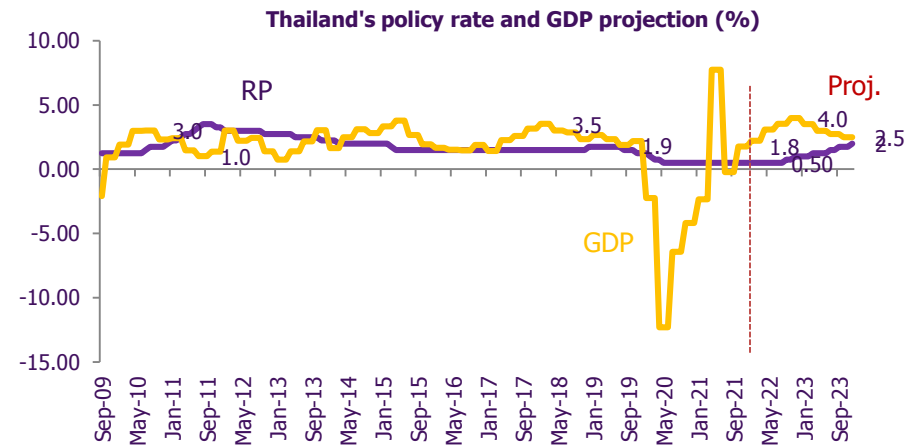
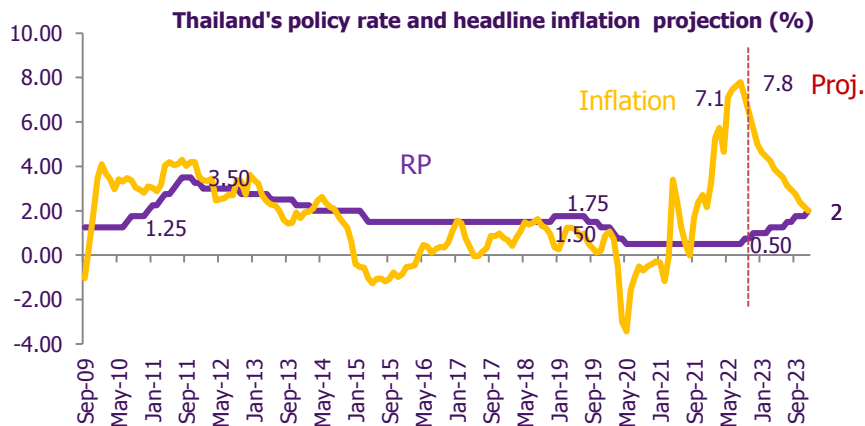
Source: CEIC, NESDC, BOT, FPO, SCBS Research

ประมาณการเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และดอกเบี้ยนโยบายของไทย

- เนื่องด้วยภาพรวมเศรษฐกิจโลกและประเทศไทยเปลี่ยนไป เราจึงปรับประมาณการและสมมติฐานทางเศรษฐกิจดังนี้:
 1. เงินเฟ้อจะทำจุดสูงสุดใน 3Q22 ที่ประมาณ 8% ก่อนปรับลดลงไปแตะ 2% ในปลายปี 2023;
 2. GDP ไทยจะเร่งตัวขึ้นไปทำจุดสูงสุดใน 4Q22 ที่ประมาณ 4% ก่อนจะชะลอลงในปี 2023 โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยฐานและความเสี่ยงเชิงเศรษฐกิจทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลทำให้ GDP ไทยในปี 2022-23 ขยายตัวที่ 3.4% และ 3.0% ตามลำดับ
- รูปแบบการขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยปีนี้อัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจปรับขึ้น 1-2 ครั้ง สู่ 0.75-1% ขณะที่ปี 2023 อาจปรับขึ้น 3-5 ครั้ง ทำให้ดอกเบี้ยทำจุดสูงสุดที่ 1.5-2%

ประมาณการเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และดอกเบี้ยนโยบายของไทยในปี 2022-23

(%)	1Q22	2Q22f	3Q22f	4Q22f	1Q23f	2Q23f	3Q23f	4Q23f	2022f	2023f
GDP	2.2	3.1	3.5	4.0	3.5	3.0	2.8	2.5	3.4	3.0
CPI (Avg.)	4.7	6.4	7.5	5.7	4.4	3.7	2.9	2.2	6.1	3.3
RP (end period)	0.5	0.5	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	1.00	2.00



Source : CEIC, and SCBS Investment Research

กลยุทธ์

สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 3Q22

		สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค		เราเชื่อว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายแรงในเดือนมิ.ย. ของเฟด และแนวโน้มที่จะปรับขึ้นต่ออีกมากจะสร้างแรงกระเพื่อมไปทั่วโลก และอาจก่อให้เกิดวิกฤตการเงิน และ/หรือ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ ยุโรป และตลาดเกิดใหม่
จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ		กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการ กลุ่มขนส่ง และกลุ่มที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง
วัฏจักรเศรษฐกิจ		ความเสี่ยงจากนโยบายการเงินตึงตัวยืดเยื้อ โดยมีสาเหตุมาจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งปีแรกเป็นหลักของเฟด ในขณะที่ความเสี่ยงด้านการเติบโตก็มีมากขึ้น เศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญกับภาวะชะงักงัน บวกกับวิกฤตพลังงานและอาหาร เราอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักรเศรษฐกิจขาขึ้น (late expansion cycle) พร้อมกับภาวะ bear flattening ที่โดยทั่วไปแล้วมักให้ผลตอบแทนต่ำและมีความผันผวนสูง นอกจากนี้ความกังวลภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังสร้างแรงกดดันต่อ upside ด้วย
ความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอย		เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยแบบอ่อนๆ งบดุลของบริษัทต่างๆ ยังแข็งแกร่งเป็นส่วนใหญ่ ความเสี่ยงในระบบการเงินดูเหมือนจะอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้โดยไม่พบความไม่สมดุลอย่างมีนัยสำคัญทั้งในตลาดและเศรษฐกิจ สภาพคล่องเริ่มลดลงแต่ยังคงมีอยู่มากเมื่อเทียบกับช่วงที่เศรษฐกิจถดถอยครั้งก่อนและยังคงเป็นเกราะป้องกันที่ใช้การได้ดี
ท่าที hawkish		เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเริ่มฟื้นตัวใน 2H22 โดยได้รับการสนับสนุนจากการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว และปัญหาห่วงโซ่อุปทานที่คลี่คลายมากขึ้น ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบของเงินเฟ้อที่จะส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อได้ ดังนั้นหากเศรษฐกิจใน 2H22 เป็นไปตามที่คาด SET Index จะได้รับผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยไม่มากนัก แต่ผลตอบแทนอาจจะน้อยเมื่อเทียบกับในอดีต โดยที่เรามองว่าการขึ้นดอกเบี้ย 1-2 ครั้งในปีนี้อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยมากนัก
เงินเพื่อทำจุดสูงสุด		ตลาดมักจะปรับตัวลดลงในช่วงเวลาก่อนที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะทำจุดสูงสุด ช่วงเวลาที่อัตราเงินเฟ้อทำสูงสุดถือเป็นจังหวะเวลาที่ดีในการเข้าซื้อหุ้นในตลาดที่จุดต่ำสุดของเศรษฐกิจ สัญญาณที่บ่งชี้ว่าอัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดแล้วน่าจะดีต่อหุ้นวัฏจักรหุ้นธนาคาร และหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภคที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา
ห่วงโซ่อุปทาน		เงินเฟ้อส่งสัญญาณทำจุดสูงสุดในกลุ่มขนส่งสินค้าทางเรือ กลุ่มชิป และกลุ่มการเกษตร ราคาชิป คอนเทนเนอร์ขนส่งสินค้า และโลหะอุตสาหกรรมลดลงจากจุดสูงสุด ซึ่งหมายความว่าแรงกดดันด้านเงินเฟ้อต่อบริษัทต่างๆ จะคลี่คลายลงในอนาคตอันใกล้นี้ ระยะเวลาในการขนส่งสินค้าที่ดีขึ้นของซัพพลายเออร์บ่งชี้ว่าปัญหาคอขวดเริ่มคลี่คลายลงซึ่งจะช่วยควบคุมแรงกดดันด้านราคาในช่วงปลายปีนี้
กลยุทธ์ 3Q22		คาดว่า SET จะเคลื่อนไหวในกรอบแคบ และมีความเสี่ยง downside จากการปรับลดประมาณการกำไรใน 3Q22 ตลาดกำลังจะเข้าสู่ช่วงโลว์ซีชัน เราคาดว่าจะมีการเปลี่ยนกลุ่มลงทุนจากกลุ่มหุ้นเชิงรับที่เป็นตัวหลักหันไปตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อไม่นานนี้มายังกลุ่มหุ้นวัฏจักร หรือหุ้น high beta ที่มีปัจจัยพื้นฐานที่ดีและกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น
เป้า SET Index		การคำนวณของเราพบว่าเป้า SET Index ปี 2022 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,650 จุด จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,500-1,550 จุด ขณะที่ระดับขายทำกำไรอยู่ที่สูงกว่า 1,750 จุด
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่มใน 3Q22	Overweight	ธนาคาร อาหารและเครื่องดื่ม เงินทุน พาณิชยกรรม และท่องเที่ยว
	Neutral	พลังงาน ปิโตรเคมี อสังหาริมทรัพย์ การแพทย์ และสื่อสาร
	Underweight	ธุรกิจการเกษตร วัสดุก่อสร้าง บันเทิง/สื่อ และสายการบิน
คำแนะนำ		เราแนะนำหุ้นที่: 1) ถูกกลบโหม่มากเกินไปในช่วงขาลง 2) ได้รับโมเมนตัมเชิงบวกจากการกลับมาเปิดประเทศ 3) กำไรมีแนวโน้มเติบโตหรือฟื้นตัว เนื่องจากปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานเริ่มคลี่คลาย 4) มี valuation ที่สมเหตุสมผล หุ้นเด่นใน 3Q22 ของเราคือ BBL BJC CPF CBG และ MTC

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ และมุมมองของเรา

	สถานการณ์ปัจจุบัน	แนวโน้ม	มุมมอง
ความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน	ไม่มีพัฒนาการเชิงบวกใหม่ๆ กองกำลังรัสเซียและยูเครนยังคงปักหลักสู้รบกันในเมืองสำคัญๆ	เรามีความกังวลเกี่ยวกับความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงขึ้น เนื่องจากสวีเดนและฟินแลนด์มีแนวโน้มที่จะเข้าร่วม NATO	คาดการณ์พลังงานสูง วิกฤตอาหารก็เป็นอีกประเด็นที่น่ากังวล อัตราเงินเฟ้อน่าจะทำจุดสูงสุดและลดลงเมื่อสงครามสิ้นสุดลง
เงินเฟ้อ	เงินเฟ้อพุ่งสูงสุดเป็นประวัติการณ์และยังไม่ผ่านจุดสูงสุด ต้นทุนพลังงานและค่าจ้างเป็นแรงกดดันหลัก	เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะยังคงอยู่ในระดับสูง แต่เห็นสัญญาณเริ่มต้นของการชะลอตัว เงินเฟ้อกระทบกำลังซื้อของผู้บริโภค ส่งผลให้มีการปรับลดการใช้จ่ายลง	ตราบิตที่อัตราเงินเฟ้อยังสูงกว่าเป้าหมายและตลาดแรงงานยังตึงตัวอยู่มาก ตรรกะของภาวะการเงินที่ตึงตัวและการเติบโตที่ชะลอตัวลงเป็นเรื่องยากที่จะหลีกเลี่ยง
COVID-19	หลายประเทศกำลังเตรียมพร้อมสำหรับการกลับมาเปิดพรมแดนอีกครั้ง โดยได้รับการสนับสนุนจากการป้องกันระดับสูงอันเป็นผลมาจากการฉีดวัคซีนได้อย่างรวดเร็ว	เราคาดว่าประเทศต่างๆ ส่วนใหญ่จะเปลี่ยนผ่านจากโรคระบาดเป็นระยะเข้าสู่โรคประจำถิ่นกันมากขึ้นใน 2H22 เราคาดว่าจะมีกิจกรรมข้ามพรมแดนมากขึ้นทั่วโลก	การประกาศให้ COVID-19 เป็นโรคประจำถิ่นจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของภาคบริการ การเติบโตของกลุ่มประเทศ EM น่าจะดีกว่ากลุ่มประเทศ DM ผลประกอบการของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว น่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก
การล็อกดาวน์ของจีน	รัฐบาลจีนใช้นโยบาย Zero COVID-19 โดยเข้มมาตรการที่เข้มงวดในการควบคุมจำนวนผู้ป่วยรายใหม่ต่อวัน จีนเริ่มหันมาให้ความสำคัญกับการตรวจคัดกรองและกักตัว	เราคาดว่าจีนจะยกเลิกนโยบาย Zero-COVID ใน 4Q22 หลังจากประชากร 70% ได้รับความคุ้มครอง	การกลับมาเปิดประเทศของจีนจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกและลดความกังวลเรื่องการเติบโต อย่างไรก็ตาม หากนโยบาย Zero-COVID ยังคงมีผลบังคับใช้ในปี 2023 ผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ และสหภาพยุโรปชะลอตัวอาจสร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจของเอเชีย และจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการเปิดประเทศ
ห่วงโซ่อุปทาน	ปัญหาห่วงโซ่อุปทานยังไม่คลี่คลาย ระยะเวลาจัดส่งยังคงสูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ อาหารเด็กเล็ก ผ้าอนามัยแบบสอด และเซมิคอนดักเตอร์ล้วนหายาก	เราคาดว่าปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานจะคลี่คลายใน 2H22 เนื่องจากจะมีอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มขึ้น เช่น ผลผลิตที่เพิ่มขึ้นสำหรับผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรในสหรัฐฯ และอเมริกาใต้ การกลับมาเปิดท่าเรือของจีนและอุปทานใหม่ในปี 2023-24 และกำลังการผลิตใหม่ของบริษัทเซมิคอนดักเตอร์	ความตึงเครียดด้านอุปทานคาดว่าจะผ่อนคลายลง วิกฤตห่วงโซ่อุปทานที่เลวร้ายที่สุดอาจจะผ่านไปแล้ว แต่จะต้องใช้เวลากว่าจะฟื้นตัวได้อย่างเต็มที่ พัฒนาการเชิงบวกล่าสุดน่าจะช่วยลดความร้อนแรงของเงินเฟ้อและภาวะการเงินที่ตึงตัว รวมถึงแรงกดดันต่อมาร์จิ้น
ภาวะเศรษฐกิจถดถอย	ดัชนีชี้ราคาเศรษฐกิจหลายตัวออกมาต่ำกว่าคาด ทำให้เกิดความกังวลว่าเศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย	มีความเป็นไปได้สูงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยหลังจากนโยบายการเงินตึงตัว แต่ไม่ใช่ว่าจะหลีกเลี่ยงไม่ได้หรือใกล้ที่จะเกิดขึ้น นักเศรษฐศาสตร์ของเราคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยใน 2H23	มีความเสี่ยงสูงขึ้นที่จะเห็นการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราผลตอบแทนจะลดลงและคำสั่งซื้อสินค้าโภคภัณฑ์จะตกอยู่ในความเสี่ยง

โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาค

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
US	3 Stagflation Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sectors - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		4 Recession Bonds over stocks Style - Low beta, quality, defensive, dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG	
EU	3 Stagflation Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		4 Recession Bonds over stocks Style - Low beta, quality, defensive, dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG	
China	3 Stagflation Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		2 Reflation Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY	
EM	3 Stagflation Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		2 Reflation Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY	1 Goldilocks Stocks over bonds Style - Secular growth, High beta, mid-caps Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Telecom, Materials Fixed Income - HY, EM debt
Thailand	3 Stagflation Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		2 Reflation Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY	1 Goldilocks Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, mid-caps Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Telecom, Materials Fixed Income - HY, EM debt

Source: SCBS Investment Research

หุ้นแนะนำใน 2Q22 ของเราปรับตัว outperform SET อยู่ 6%

2Q22 ใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว โดยตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 8% แต่ outperform ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค และตลาดโดยรวมอยู่ 2% และ 10% ตามลำดับ เงินเฟ้อกลายเป็นประเด็นที่สร้างความกังวลมากขึ้นจนนำไปสู่การขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าคาดทั่วโลกเพื่อชะลอเงินเฟ้อ สถานการณ์ทวีความรุนแรงมากขึ้นอันเป็นผลมาจากการที่รัสเซียยังคงบุกโจมตียูเครนอย่างต่อเนื่องและการล็อกดาวน์เพื่อควบคุมการระบาดของ COVID-19 อย่างเข้มงวดมากขึ้นในจีน ภาพรวมสถานการณ์ในปัจจุบันทำให้มีความเสี่ยงสูงขึ้นที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในระยะเวลาอันใกล้

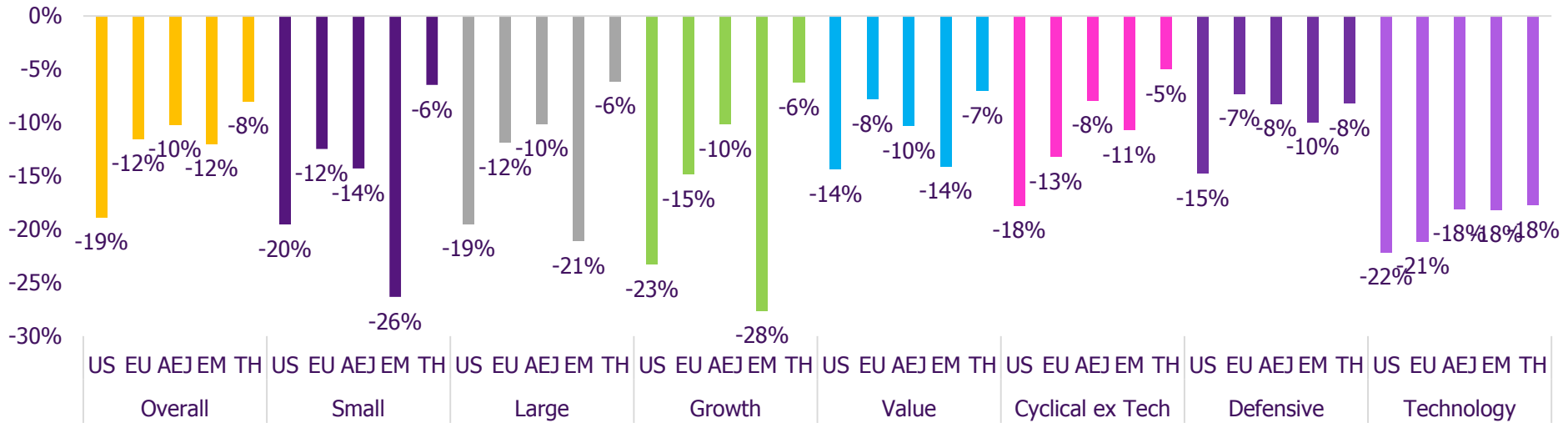
ใน 2Q22 หุ้นทุกกลุ่ม (ยกเว้นหุ้นที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์) ปรับตัวลดลงแรง เราพบว่ากลุ่มพลังงาน และหุ้นกลุ่มเชิงรับ เช่น กลุ่มการแพทย์ กลุ่มสินค้าจำเป็น และกลุ่มสาธารณูปโภค ปรับตัว outperform หุ้นเติบโต และหุ้นที่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจโลก เนื่องจากหุ้นเติบโตได้รับผลกระทบจากความกลัวการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและเศรษฐกิจชะลอตัว ตะกร้าหุ้นเชิงรับ หุ้น rate-sensitive และหุ้นสินค้าโภคภัณฑ์ ปรับตัว outperform ตะกร้าหุ้น asset-sensitive และหุ้นที่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจโลก สืบเนื่องมาจากแรงกดดันด้าน valuation อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นสะท้อนภาวะอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นไปค่อนข้างมากแล้วและสะท้อนภาวะการชะลอตัวของการเติบโตทางเศรษฐกิจไปบ้างแล้ว

ตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนติดลบใน 2Q22 contribution ของดัชนีตลาดกระจุกตัวอยู่ใน 4 กลุ่ม: พลังงาน ปีโตรเคมี ท่องเที่ยว และขนส่ง ในขณะที่กลุ่มหุ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ การเงิน และพาณิชย์ ให้ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง นักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิหุ้นไทย 338 ล้านดอลลาร์สหรัฐ QTD ต่อเนื่องจากที่มียอดซื้อสุทธิจำนวนมากถึง 3.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐใน 1Q22 การเคลื่อนย้ายเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติมีทิศทางเดียวกันในตลาดอื่นๆ ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย (2.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) เวียดนาม (244 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมาเลเซีย (29 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

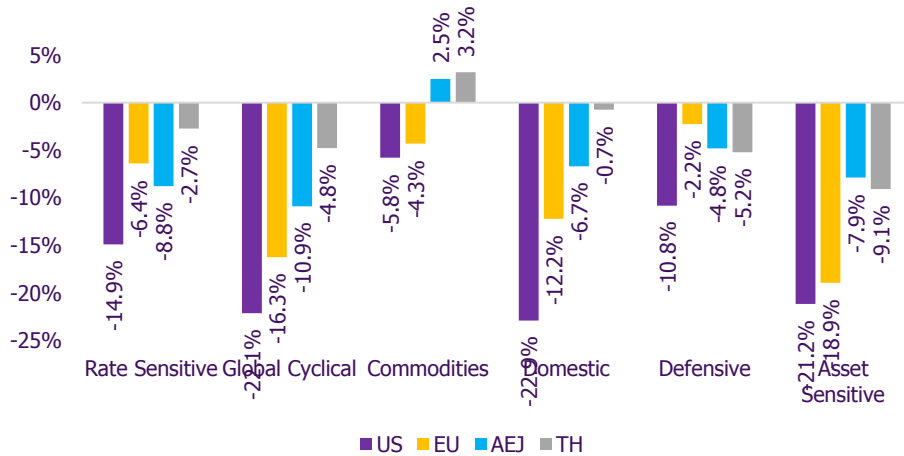
หุ้นเด่นของ SCBS ซึ่งมุ่งเน้นที่หุ้นเติบโตที่มีคุณภาพ มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง และได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศให้ผลตอบแทนเฉลี่ย -1.3% สะท้อนถึงผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดอยู่ 6% เนื่องจากหุ้นเด่นของเราทุกตัว (ยกเว้น CRC) ปรับตัว outperform ตลาด หุ้น beta play ของเรา เช่น AOT (+4.2%) BDMS (-5.5%) และ GULF (-6%) ให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้นขนาดใหญ่อยู่ 2.5% นอกจากนี้หุ้น alpha play ของเรา เช่น PTTEP (+12%) ก็ปรับตัว outperform ตลาดอย่างมาก

หุ้นสินค้าโภคภัณฑ์และหุ้นเชิงรับปรับตัว outperform ใน 2Q22

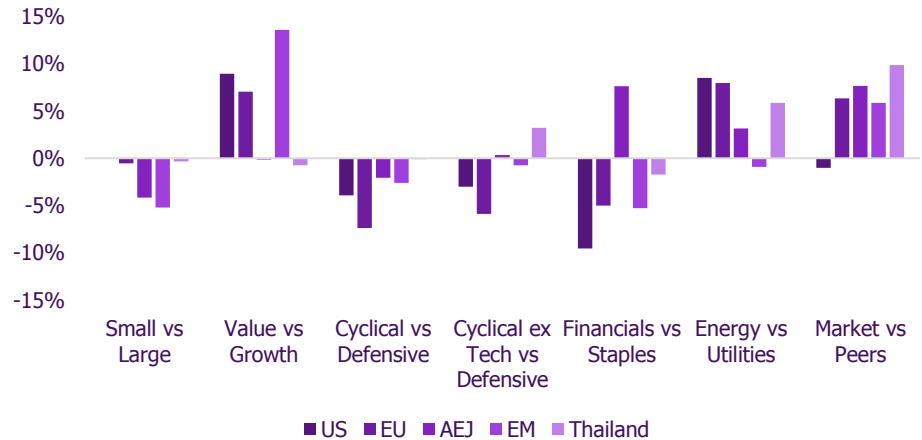
เปรียบเทียบ performance ใน 2Q22 (ณ วันที่ 17 มิ.ย. 2022)



2QTD returns

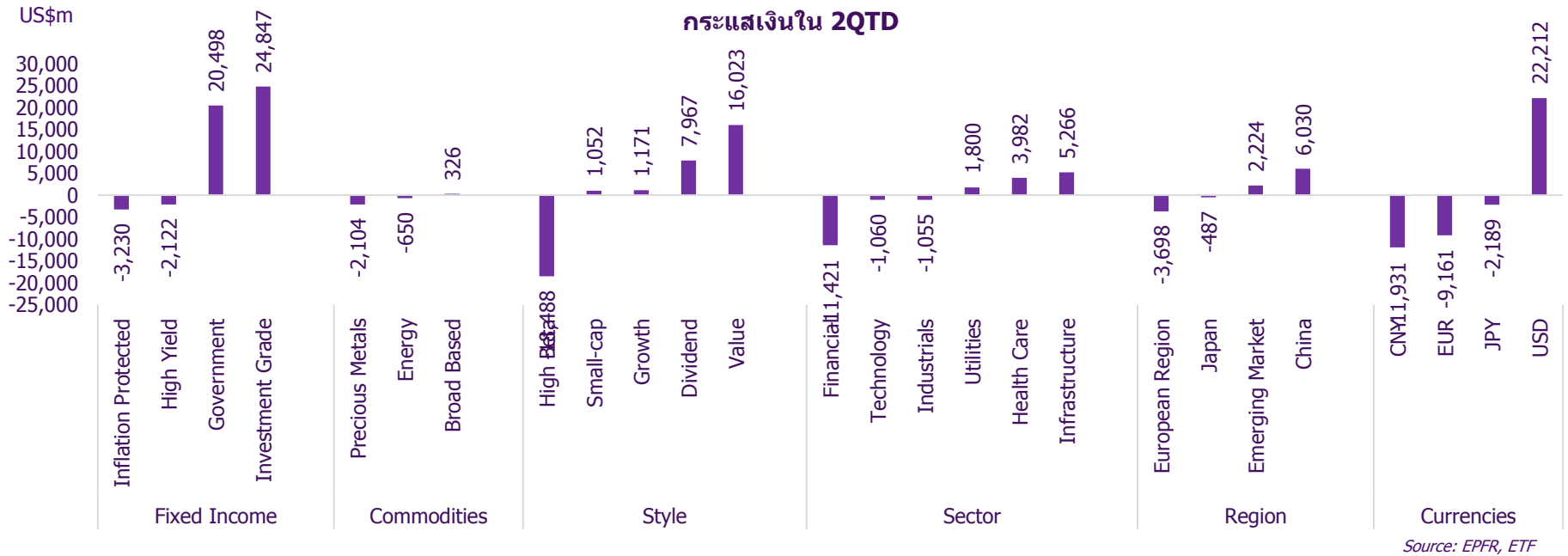


Relative performance



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

เม็ดเงินไหลเข้าสินทรัพย์ปลอดภัย; เงินสดคือพระเจ้า

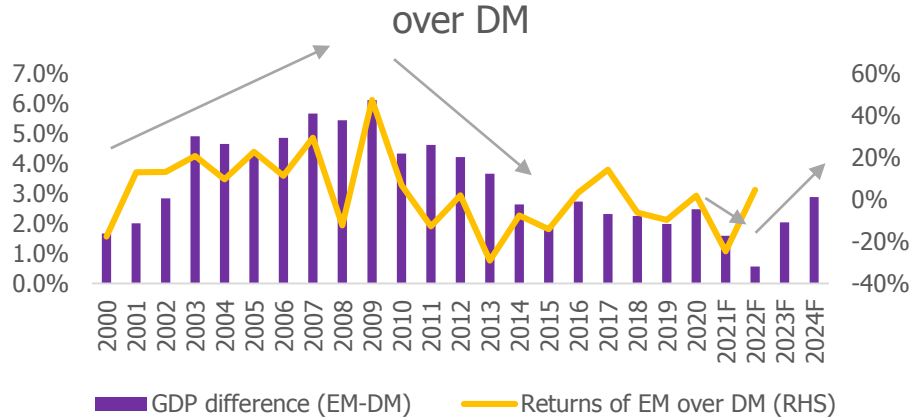


เม็ดเงินที่ไหลเข้ากองทุนรวมและผลิตภัณฑ์การลงทุนที่เกี่ยวข้องแสดงให้เห็นว่ายอดขายสุทธิในตราสารทุนเร่งตัวขึ้น ในขณะที่เม็ดเงินที่ไหลเข้ากองทุนตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้กลุ่ม investment grade แรงกดดันด้านต้นทุนและต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นส่งผลทำให้เกิดการเทขายตราสารหนี้กลุ่ม high-yield กระแสเงินไหลเข้าซื้อเงินดอลลาร์สหรัฐเพิ่มขึ้นเล็กน้อย นักลงทุนเริ่มหันมาลดความเสี่ยงกันมากขึ้นอันเป็นผลมาจากอัตราเงินเฟ้อที่พุ่งสูงขึ้น การคุมเข้มนโยบายการเงินทั่วโลก และความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอย โดยพบเม็ดเงินไหลออกสุทธิจำนวนมากในกลุ่ม high beta และการเงินซึ่งสวนทางกับ 1Q22 ในขณะเดียวกัน ความต้องการลงทุนในกลุ่มเชิงรับ เช่น สาธารณูปโภค การแพทย์ และโครงสร้างพื้นฐานพบว่ามีเม็ดเงินไหลเข้าสุทธิเล็กน้อย

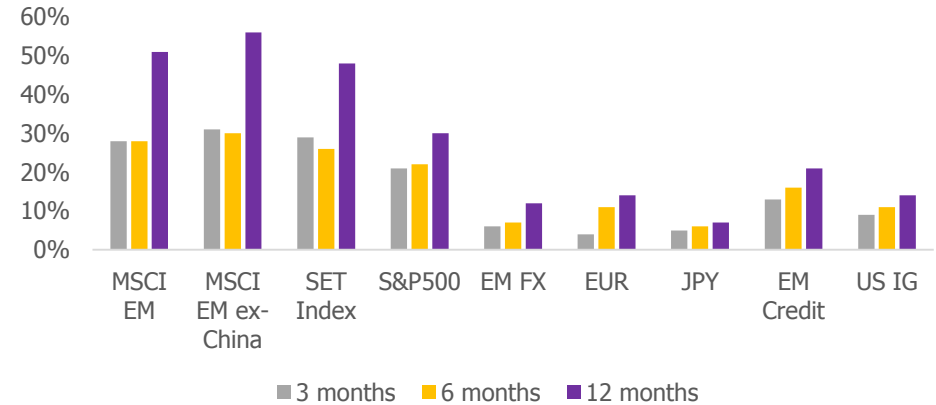
การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวบ่งชี้ว่านักลงทุนลดความเสี่ยงของพอร์ตลงทุนผ่านการจัดสรรสินทรัพย์และการเปลี่ยนกลุ่มลงทุนไปยังสินทรัพย์ปลอดภัยและความผันผวนต่ำ เราคิดว่านักลงทุนส่วนใหญ่หันมาถือเงินสดมากขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มที่แย่งสำหรับสินทรัพย์เสี่ยง ดังนั้นเราจึงคาดการณ์ถึงแรงซื้อจำนวนมากเมื่อความเสี่ยงหลักๆ ลดลง

การทำจุดสูงสุดของดัชนีดอลลาร์สหรัฐและการเติบโตทางเศรษฐกิจมีความหมายอย่างไรสำหรับตลาด EM?

Difference between EM and DM GDP growth could translate into excess returns for EM over DM



EM assets outperform DM peers following dollar peaks



EM จะปรับตัว outperform (underperform) DM หากส่วนต่าง GDP ของ EM กับ DM มีมากขึ้น (ลดลง) เราคาดว่าเม็ดเงินจะไหลเข้า EM เนื่องจากนักลงทุนจะมองหาโอกาสลงทุนที่ไกลออกไป หุ่นในตลาดเกิดใหม่มีแนวโน้มแข็งแกร่งในปี 2022-2024 เราคาดว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศ EM จะโดดเด่นกว่าประเทศ DM ในปี 2022 โดยได้รับการสนับสนุนจากความคาดหวังในการเปิดประเทศ กำไรของบริษัทใน EM คาดว่าจะเติบโตมากกว่า 8% ในปีหน้า เทียบกับการเติบโตของ DM ที่ 6% valuation ของ EM ก็ถูกกว่า DM ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากการเติบโตและ valuation โอกาสที่เม็ดเงินจะไหลออกจาก EM เป็นจำนวนมากมีน้อย

การทำจุดสูงสุดของ USD มักมีนัยยะ (เชิงบวก) อย่างมีนัยสำคัญต่อสินทรัพย์ใน EM ผลตอบแทนเฉลี่ยหลังจาก USD ทำจุดสูงสุดค่อนข้างมากสำหรับสินทรัพย์เสี่ยง และ EM จะปรับตัว outperform DM ในช่วงเวลา 3-12 เดือน หุ่น EM outperform หุ่น DM ที่ไม่ใช่สหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญตลอดช่วงของการฟื้นตัวในระยะแรกหลัง USD ทำจุดสูงสุด ช่วงเวลาที่ USD แข็งค่าไม่จำเป็นต้องเกิดจากการที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตอย่างโดดเด่นเท่านั้น แต่ยังรวมถึงการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงโดยทั่วไปด้วย เราพบว่าการเติบโตของ EM มักจะทำจุดต่ำสุดในช่วงที่ USD ทำจุดสูงสุด และ valuation ของหุ้น EM มีแนวโน้มที่จะเทรดในระดับ discount ในช่วงที่ USD ทำจุดสูงสุดมากกว่าระดับปัจจุบัน ความคาดหวังผลตอบแทนในระดับสูงน่าจะช่วยสนับสนุนให้เม็ดเงินไหลเข้า EM

ภาวะเศรษฐกิจถดถอยครั้งต่อไปจะเป็นอย่างไร?

			Drawdown	Recession
16/7/1990	Oct-90	87	-20%	Yes
17/7/1998	Aug-98	45	-19%	No
24/3/2000	Oct-02	929	-49%	Yes
9/10/2007	Mar-09	517	-57%	Yes
23/4/2010	Jul-10	70	-16%	No
29/4/2011	Oct-11	157	-19%	No
20/9/2018	Dec-18	95	-20%	No
19/2/2020	Mar-20	33	-34%	Yes
4/1/2022	May-22	141	-19%	30% Chances
	Average	242	-29%	
	Median	91	-20%	
	Days between Bear & Recession			70-95 days
	Recession duration			14-15 months

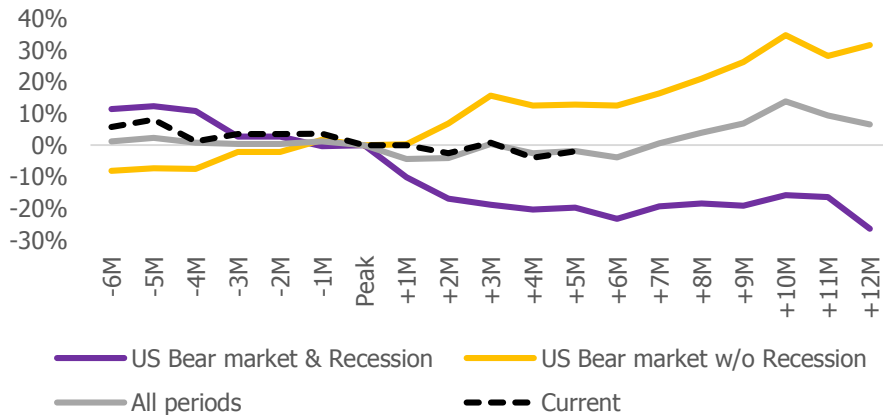
เราสามารถสรุปประเด็นสำคัญได้ 3 ประเด็น

- 1) ภาวะตลาดหมีไม่เคยเกิดขึ้นก่อนการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย โดยทั่วไปแล้วตลาดมักปรับตัวลดลง 20% หลังจากเศรษฐกิจเริ่มหดตัวราว 2-3 เดือน
- 2) ตลาดใช้เวลา 4 เดือน (ค่ามัธยฐาน) ในการปรับตัวลงทำจุดต่ำสุด ระดับของการปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดจุดต่ำสุดมีค่ามัธยฐานอยู่ที่ 34%
- 3) มีสัญญาณหลอก 4 ครั้ง ในปี 1998 2010 2011 และ 2018 เมื่อตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลดลงราว 20% โดยเศรษฐกิจไม่มีแนวโน้มที่จะเกิดภาวะถดถอย

เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยแบบอ่อนๆ งบดุลของบริษัทต่างๆ ยังแข็งแกร่งเป็นส่วนใหญ่ ความเสี่ยงในระบบการเงินดูเหมือนจะอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้โดยไม่พบความไม่สมดุลอย่างมีนัยสำคัญทั้งในตลาดและเศรษฐกิจ สภาพคล่องเริ่มลดลงแต่ยังคงมีอยู่มากเมื่อเทียบกับช่วงที่เศรษฐกิจถดถอยครั้งก่อนและยังคงเป็นเกราะป้องกันที่ใช้การได้ดี

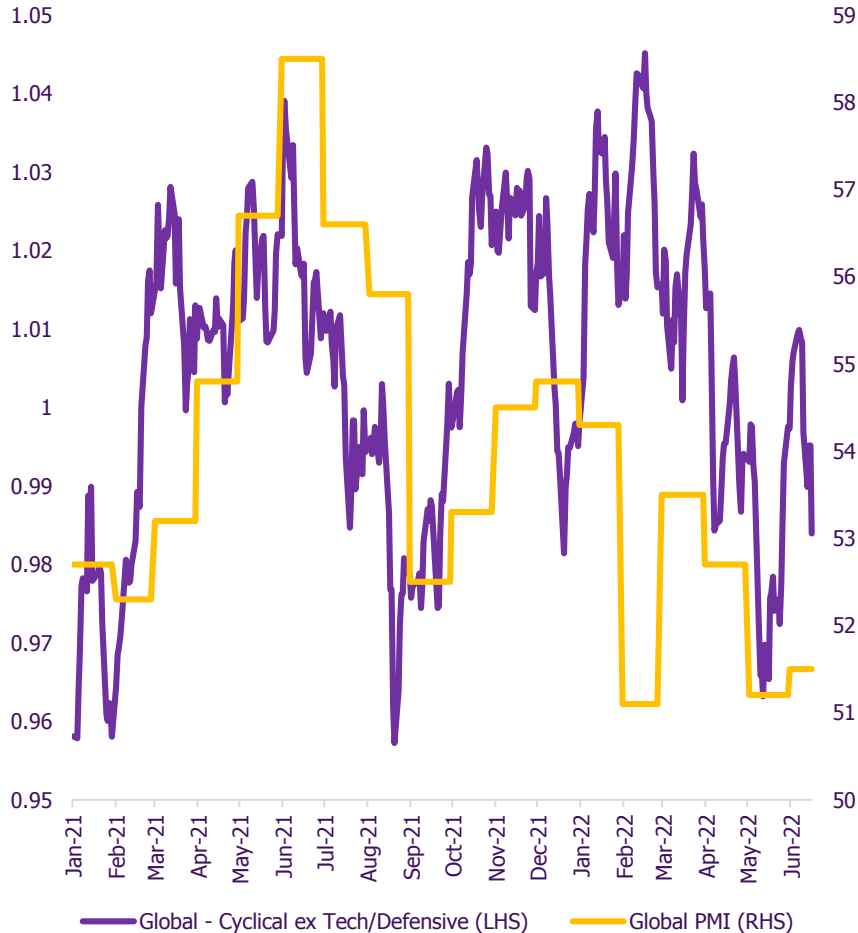
เมื่อดูที่การเคลื่อนไหวของ SET ในช่วงที่ตลาดสหรัฐฯ อยู่ในภาวะตลาดหมี เราพบว่าผลตอบแทนขึ้นอยู่กับสถานะถดถอยของตลาด ปัจจุบัน SET ยังไม่ได้ให้หน้าหนักกับโอกาสที่จะเกิดภาวะถดถอย หุ้นวัฏจักรให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นเชิงรับในช่วงที่ตลาดหมีฟื้นตัว โดยไม่เกิดภาวะถดถอย

SET Index reaction during US bear market with and without recession



Forward pricing ในขณะที่สะท้อนการชะลอตัวทางเศรษฐกิจไปเรียบร้อยแล้ว

Cyclical/Defensive vs Global PMI



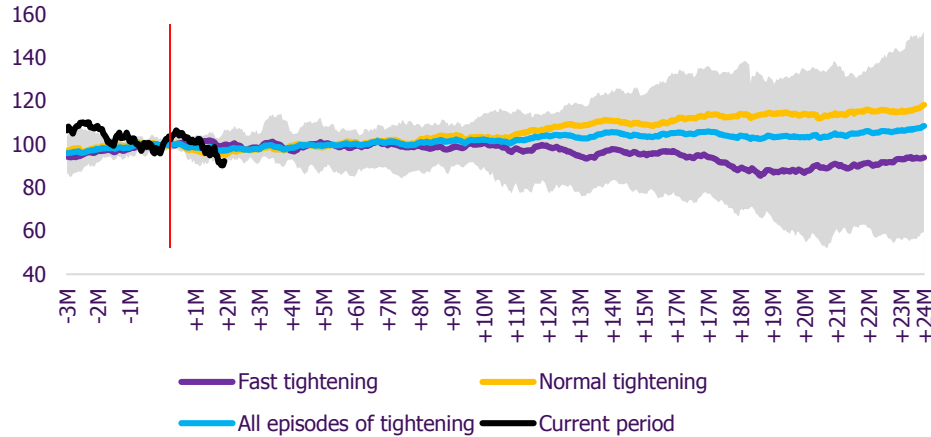
ในขณะที่การเติบโตที่ชะลอตัวลงและนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้นบ่งชี้ถึงแรงกดดันต่อตลาดหุ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ sentiment ในตลาดกลายเป็นเชิงลบไปเรียบร้อยแล้ว เนื่องจากตลาดหุ้นทั่วโลกได้เข้าสู่ภาวะ "ตลาดหมี" และมีการเปลี่ยนกลุ่มลงทุนไปยังกลุ่มหุ้นเชิงรับแล้ว

การปรับตัว underperform ของหุ้นที่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจโลกนั้นเป็นไปในทิศทางที่สอดคล้องกับการชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญของเศรษฐกิจประเทศที่ถูกขับเคลื่อนด้วยภาคการผลิต นอกจากอัตราเงินเฟ้อแล้ว PMI และความเชื่อมั่นผู้บริโภคก็เริ่มเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจนมากขึ้น

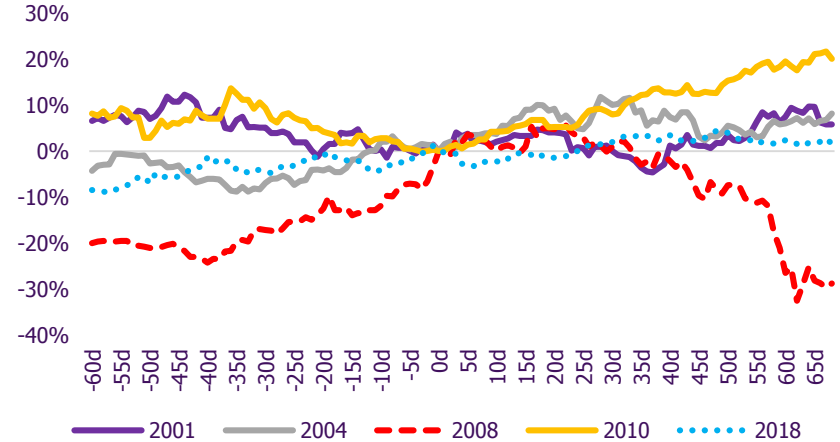
ดังนั้น forward pricing และผลตอบแทนรายกลุ่มอุตสาหกรรมจึงสะท้อนการชะลอตัว เราเชื่อว่าความกังวลเกี่ยวกับการเติบโต โดยเฉพาะภาวะถดถอย จะทำให้ตลาดหุ้นมีโอกาสปรับตัวลดลง หุ้นเชิงรับน่าจะเป็น core portfolio ในสถานะที่มีความไม่แน่นอนสูง

ตลาดรับรู้ภาวะที่อัตราดอกเบี้ยกำลังเป็นขาขึ้นแล้ว; วงจรเศรษฐกิจเป็นปัจจัยสำคัญ

ปฏิกิริยาตอบสนองของดัชนี S&P500 หลังจากมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกทั้งในวงจรคุมเข้มนโยบายการเงินตามปกติและวงจรคุมเข้มนโยบายการเงินอย่างรวดเร็ว



การเคลื่อนไหวของ SET Index ก่อน/หลังการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก



จากการศึกษาพฤติกรรมราคาของ SET Index ต่อการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรก (ปี 2001, 2004, 2008, 2010 และ 2018) เราพบว่า:

- 1) SET Index ขอบภาวะที่อัตราดอกเบี้ยกำลังเป็นขาขึ้น และโดยปกติแล้วจะได้รับผลกระทบจากการขึ้นดอกเบี้ยไม่มากนัก
- 2) SET Index มีแนวโน้มตอบสนองในทิศทางเชิงบวกหลังปรับขึ้นดอกเบี้ย 1-3 เดือน และหุ้นขนาดเล็กจะให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นขนาดใหญ่ และหุ้นกลุ่มการเงินมีแรงกดดันให้เห็นก่อนขึ้นดอกเบี้ย
- 3) ในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัวลง หากขึ้นดอกเบี้ยจะทำให้ตลาดปรับตัวลดลงหรือให้ผลตอบแทนไม่สูงมากนัก ผลตอบแทนของหุ้นจะขึ้นอยู่กับวงจรเศรษฐกิจมากกว่าแนวโน้มดอกเบี้ย
- 4) ตลาดหุ้นมักจะยังอยู่ในแดนลบในช่วงที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ ตลาดยังตอบรับเร็วกว่าในช่วงที่มีการปรับขึ้นดอกเบี้ยรอบก่อนๆ ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าตลาดรับรู้ภาวะที่อัตราดอกเบี้ยกำลังเป็นขาขึ้นไปค่อนข้างมากแล้ว

เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเริ่มฟื้นตัวใน 2H22 โดยได้รับการสนับสนุนจากการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว และปัญหาห่วงโซ่อุปทานที่คลี่คลายมากขึ้น ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบของเงินเฟ้อที่จะส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อได้ ดังนั้นหากเศรษฐกิจใน 2H22 เป็นไปตามที่คาด SET Index จะได้รับผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยไม่มากนัก แต่ผลตอบแทนอาจจะน้อยเมื่อเทียบกับในอดีต โดยที่เรามองว่าการขึ้นดอกเบี้ย 1-2 ครั้งในปีนี้อาจจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยมากนัก

จะเกิดอะไรขึ้นถ้าอัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นครั้งสุดท้าย?

การตอบสนองของตลาดและกลุ่มอุตสาหกรรมเมื่อเฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งสุดท้ายตั้งแต่ปี 1988

	-6M	-3M	-1M	+1M	+3M	+6M	+12M
S&P500	2%	-1%	-2%	0%	4%	11%	14%
SET	-2%	-5%	-4%	-3%	-1%	6%	14%
Energy	-10%	-8%	-7%	4%	5%	5%	5%
Utility	-13%	-6%	-7%	7%	6%	18%	12%
Energy & Utilities	-10%	-7%	-8%	3%	5%	5%	11%
Commerce	-5%	-2%	-2%	-2%	0%	6%	3%
Bank	3%	-7%	-6%	-5%	-5%	-6%	-3%
ICT	-6%	-18%	-9%	-1%	2%	-6%	-1%
Transportation	-14%	-5%	-6%	1%	4%	1%	4%
F&B	-5%	-7%	-6%	-1%	0%	4%	8%
Property	-14%	-12%	-6%	-7%	-7%	-7%	-9%
Healthcare	10%	0%	1%	-5%	-1%	6%	10%
Financials	-9%	-14%	-11%	-9%	-12%	-7%	-2%
Con Mat	-3%	-7%	-3%	-1%	1%	-2%	-6%
Electronics	3%	-16%	-12%	2%	4%	-7%	-8%
Petrochem	-15%	-15%	-6%	-7%	-10%	-15%	-14%
PF&REIT	2%	-4%	-4%	2%	4%	15%	12%
Packaging	-14%	-12%	-6%	0%	-2%	-1%	7%
Media	-9%	-16%	-9%	-1%	1%	1%	1%
Insurance	-7%	-8%	-5%	-2%	-1%	1%	1%
Hotel	-1%	-7%	-4%	-3%	-1%	-6%	-12%
Automotive	-12%	-13%	-6%	-2%	-2%	-8%	-12%

ธนาคารกลางสหรัฐฯคาดว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 7-8 ครั้งภายในปี 2022 ในอดีตที่ผ่านมา ตลาดกังวลเกี่ยวกับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยก่อนที่จะเกิดขึ้น ในขณะที่ให้ผลตอบแทนที่แข็งแกร่งในช่วงที่คุมเข้มนโยบายการเงินด้วยผลตอบแทนเฉลี่ย 11% กลุ่มหุ้นเชิงรับให้ผลตอบแทนที่ดีตลอดช่วงเวลาของการดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัวและหลังจากปรับขึ้นดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย 3 เดือน ที่ผ่านมามีการดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปมักส่งผลดีต่อ valuation ของตลาด

อย่างไรก็ตาม ตลาดคาดการณ์ไว้แล้วว่าเฟดจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 8 ครั้งในช่วงที่เหลือของปี 2022 เราคาดว่าจะเห็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ยใน 2Q23 เมื่อสามารถควบคุมเงินเฟ้อได้ ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีตตั้งแต่ปี 1988 เราพบว่าตลาดมักตอบสนองเชิงลบต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย โดยหลังจากขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งสุดท้าย กลุ่มพาณิชย์ ขนส่ง และ REIT ปรับตัว outperform โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลที่ลดน้อยลงเกี่ยวกับต้นทุนทางการเงินและ relative valuation ในทางกลับกัน กลุ่มหุ้นวัฏจักร เช่น ธนาคาร การเงิน อสังหาริมทรัพย์ ปีโตรเคมี โรงแรม และยานยนต์ ปรับตัว underperform สืบเนื่องมาจากภาพรวมเศรษฐกิจมหภาค

ผลกระทบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย

	ไม่รวมรายได้ดอกเบี้ย		รวมรายได้ดอกเบี้ย	
	+25bps	+100bps	+25bps	+100bps
Leisure Facilities & Services	-3.2%	-13.0%	-2.6%	-10.4%
Food	-3.2%	-12.9%	-2.9%	-11.8%
Renewable Energy	-2.4%	-9.6%	-1.6%	-6.4%
Retail - Consumer Staples	-2.4%	-9.5%	-1.8%	-7.3%
Electric Utilities	-2.4%	-9.5%	-2.0%	-8.0%
Telecommunications	-1.8%	-7.1%	-1.6%	-6.4%
Chemicals	-1.8%	-7.1%	-1.5%	-5.8%
Real Estate Owners & Developers	-1.7%	-6.9%	-1.6%	-6.2%
Transportation & Logistics	-1.7%	-6.8%	-1.4%	-5.8%
Construction Materials	-1.5%	-6.0%	-1.2%	-4.7%
Oil & Gas Producers	-1.5%	-5.8%	-0.9%	-3.8%
Home Construction	-1.3%	-5.1%	-1.1%	-4.6%
Engineering & Construction	-1.3%	-5.1%	-1.0%	-3.9%
Advertising & Marketing	-1.1%	-4.5%	-0.7%	-2.9%
Gas & Water Utilities	-1.0%	-4.1%	-1.0%	-3.9%
Industrial Intermediate Prod	-0.9%	-3.7%	-0.3%	-1.1%
Containers & Packaging	-0.8%	-3.1%	-0.5%	-2.1%
Machinery	-0.6%	-2.6%	-0.5%	-2.0%
Commercial Support Services	-0.5%	-2.0%	0.0%	0.0%
Health Care Facilities & Svcs	-0.4%	-1.5%	-0.2%	-0.6%
Publishing & Broadcasting	-0.3%	-1.1%	0.2%	0.9%
Electrical Equipment	-0.2%	-1.0%	-0.1%	-0.5%
Technology Hardware	-0.2%	-0.6%	0.0%	-0.2%
Beverages	-0.1%	-0.6%	0.0%	-0.1%
Automotive	0.0%	0.0%	0.5%	1.8%
Total	-1.6%	-6.6%	-1.3%	-5.1%

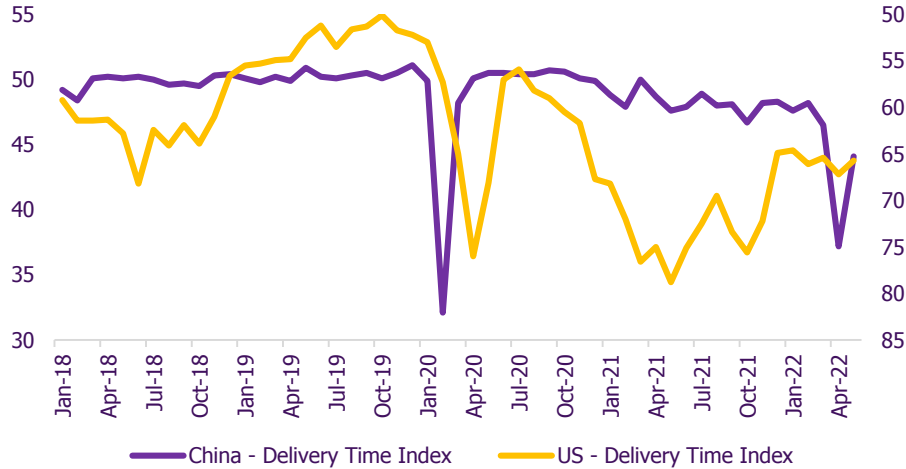
จากการวิเคราะห์ผลกระทบของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนไทย พบว่าอุตสาหกรรมส่วนใหญ่จะได้รับผลกระทบเชิงลบจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยในกรณีเลวร้ายสุดที่ใช้สมมติฐานว่าหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยทั้งหมดถูกคิดอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว โดยไม่มีระยะเวลาปลอดชำระคืนเงินต้น กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดจะลดลง 1.69 หมื่นล้านบาทต่อปี หรือลดลง 1.3% จากกรณีฐานซึ่งใช้สมมติฐานต้นทุนทางการเงินคงที่ สำหรับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยทุกๆ 25bps หรือคิดเป็นผลกระทบต่อ SET Index ราว 20-25 จุด ผลกระทบจะลดน้อยลงถ้ารวมส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่เพิ่มขึ้นของกลุ่มธนาคารเข้ามา

บริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงและมีการลงทุนสูง เช่น ท่องเที่ยว อาหาร พาณิชยกรรม สื่อสาร และ สาธารณูปโภค มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบอย่างมากจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่บริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็กค่อนข้างน่าเป็นห่วง

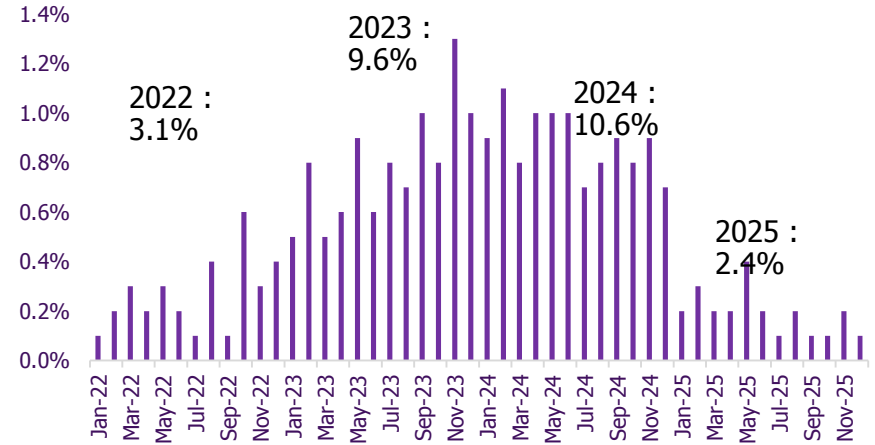
ในทางกลับกัน กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ยานยนต์ เครื่องดื่ม และการแพทย์ มีหนี้สินต่ำและมีเงินสดในมือสูง หากเศรษฐกิจมีการฟื้นตัวจริงใน 2H22 กำไรที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจะสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายทางการเงินที่สูงขึ้นได้

เงินเพื่อจะทรงตัวและลดลงใน 2H22

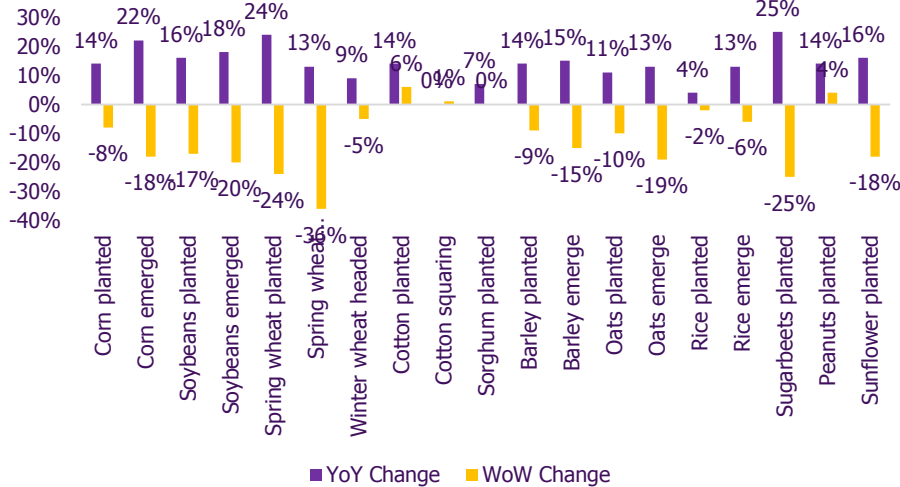
Delivery times are improving



Orderbook delivery schedule (by TEU and % of end 2021 capacity)



US crop progress and conditions

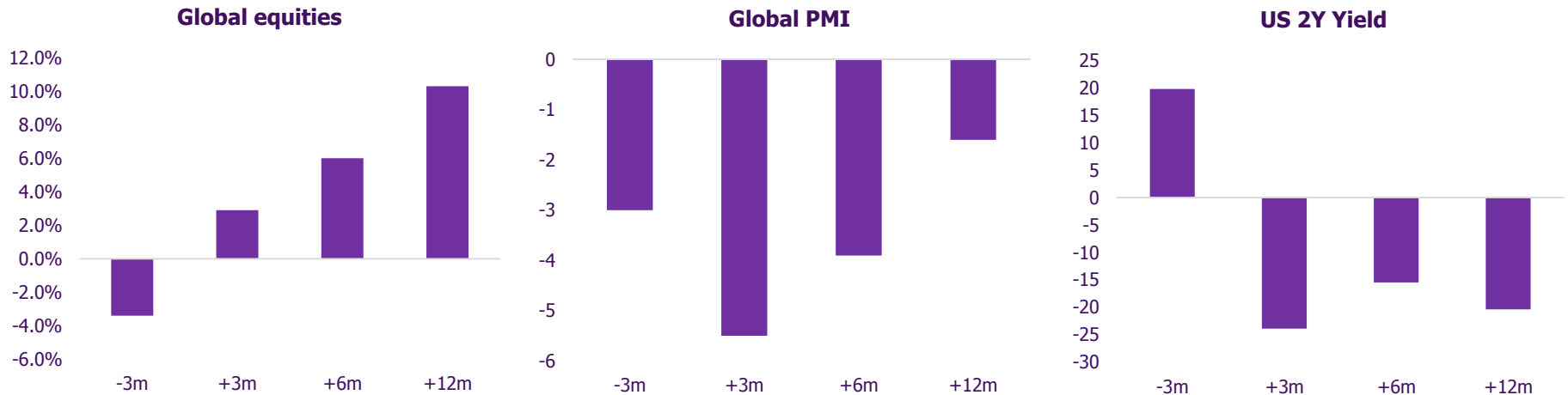


เงินเพื่อส่งสัญญาณทำจุดสูงสุดในกลุ่มขนส่งสินค้าทางเรือ กลุ่มชิป และกลุ่มการเกษตร ราคาชิป คอนเทนเนอร์ขนส่งสินค้า และโลหะอุตสาหกรรมลดลงจากจุดสูงสุด ซึ่งหมายความว่าแรงกดดันด้านเงินเพื่อต่อบริษัทต่างๆ จะคลี่คลายลงในอนาคตอันใกล้

ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อในบางส่วนของโลกยังไม่ทำจุดสูงสุด แต่ก็มีสัญญาณบางอย่างที่แสดงว่าเราอาจอยู่ไม่ไกลเกินไป จากจุดเปลี่ยนที่อัตราเงินเฟ้ออาจจะเริ่มปรับตัวลดลง ระยะเวลาในการขนส่งสินค้าที่ดีขึ้นของซัพพลายเออร์บ่งชี้ว่า ปัญหาคอขวดเริ่มคลี่คลายลงซึ่งน่าจะช่วยควบคุมแรงกดดันด้านราคาในช่วงปลายปีนี้

เงินเฟ้ออาจจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว แต่จะเกิดอะไรต่อ?

ปฏิกริยาตอบสนองของตลาดหุ้นทั่วโลก, PMI, อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอายุ 2 ปี ในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปทำจุดสูงสุด



โดยเฉลี่ยแล้ว ตลาดมักจะปรับตัวลดลงในช่วงเวลาก่อนที่อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะทำจุดสูงสุด เช่นเดียวกับที่เราสังเกตเห็นได้ในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา แต่หลังจากทำจุดสูงสุด มีความแปรปรวนเพิ่มขึ้นเล็กน้อยและโดยเฉลี่ยแล้วตลาดจะฟื้นตัว เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีต ช่วงเวลาที่อัตราเงินเฟ้อทำสูงสุดถือเป็นช่วงเวลาที่ดีในการเข้าซื้อหุ้นในตลาดที่จุดต่ำสุดของเศรษฐกิจ

ความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อไม่ได้คงที่เมื่อเวลาผ่านไป หุ้นวัฏจักรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราเงินเฟ้อ เนื่องจากราคาที่สูงขึ้นถูกมองว่าเป็นอันตรายต่อการเติบโต ดังนั้นสัญญาณที่บ่งชี้ว่าอัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดแล้วน่าจะดีต่อหุ้นวัฏจักร หุ้นธนาคาร และหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภคที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา downside scenario สำหรับอัตราเงินเฟ้อมักเกี่ยวข้องกับการเติบโตที่ลดลง สำหรับ upside scenario เราคิดว่าจุดหักเหสำคัญของการเติบโตในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง และ valuation ของหุ้นในระดับต่ำน่าจะช่วยสนับสนุนให้ตลาด rally ได้แรงหลังจากอัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุด

เราคิดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มที่กำลังจะทำจุดสูงสุด อย่างไรก็ตาม เส้นทางการเติบโตยังมีความไม่แน่นอนสูงเมื่อพิจารณาจากภาพรวมที่อึมครึมของสงครามรัสเซียและการล็อกดาว์นของจีน ดังนั้นเราคิดว่าปฏิกริยาตอบสนองของตลาดไม่น่าจะอยู่ในฝั่ง upside scenario แต่จะไม่เลวร้ายเท่ากับ downside scenario

การประเมินความเสี่ยง downside ของประมาณการกำไร

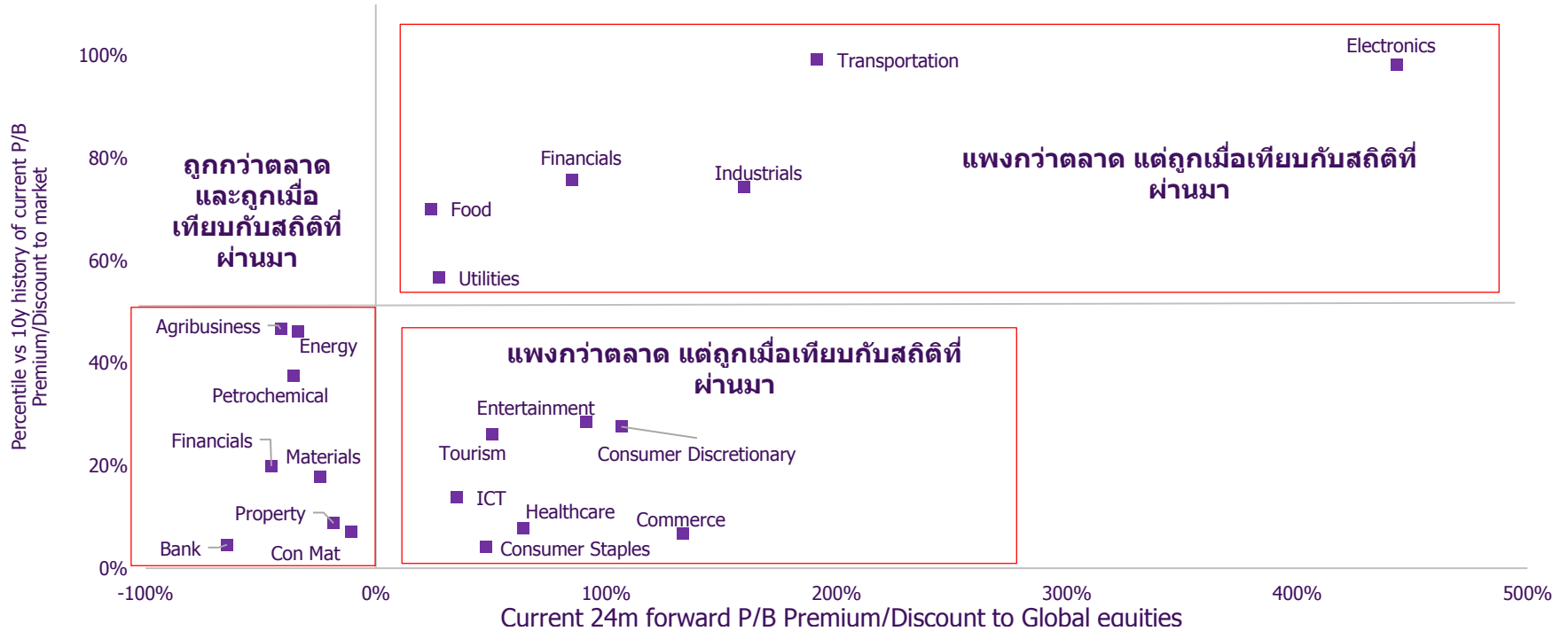
Assumption			
Oil price		100	120
Energy cost		+20%	+40%
GDP		3.4%	2.9%
TH Consumption		3.5%	2.9%
TH CPI		5.1%	6.0%
Policy rate		1.0%	1.3%
Baht		34	35
	FY22	Scenario A	Scenario B
ICT	30,255	-1%	-1%
Land trans & Logistic	6,547	-9%	-16%
Beverage	6,842	0%	-4%
Property	28,578	0%	-2%
Energy	210,061	18%	14%
Petrochemical	64,335	0%	-3%
Utilities	31,204	-8%	-23%
Tourism	-5,534	-6%	-10%
Hospital	19,446	0%	-1%
Automotive	3,784	-8%	-15%
Restaurant	70	-1%	-1%
Airline	-6,787	-9%	-18%
Airport	-10,012	1%	-2%
Bank	209,180	0%	1%
Finance	27,251	0%	-3%
Insurance	3,826	0%	3%
Commerce	46,229	-2%	-3%
Construction Materials	41,434	-8%	-18%
Food	16,114	-3%	-5%
Packaging	7,679	-6%	-11%
Total		4%	1%
Total (Ex Energy and Bank)		-4%	-9%
Negative to oil sensitive sectors		-4%	-12%

แนวโน้มของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคส่วนใหญ่ เช่น อัตราการขยายตัวของ GDP ราคาน้ำมัน และอัตราดอกเบี้ย เปลี่ยนไปในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา ควบคู่กับการใช้นโยบายทางการเงินแบบตึงตัว (hawkish) ทั่วโลก และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน เราทำการวิเคราะห์สถานการณ์โดยใช้ indicator หลักๆ 4 ตัว ซึ่งหนุนให้เราคาดว่ากำไรของบริษัทกลุ่ม non-oil จะมี downside ~9% ถ้าสงครามยืดเยื้อ และส่งผลทำให้เกิดภาวะ stagflation เนื่องจากกลุ่มพลังงาน (ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันสูง) และกลุ่มธนาคาร (ได้ประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย) คิดเป็นสัดส่วน ~21% ของ market cap และ 58% ของกำไรที่ SCBS คาดการณ์ ดังนั้นกำไรโดยรวมอาจจะไม่สะท้อนผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับบริษัทไทย ทั้งนี้จากการประเมินของเรา scenario B (กรณีเลวร้าย) จะส่งผลทำให้เป่า SET Index ปรับลดลงจาก 1,650 จุด สู่ 1,560 จุด

ปัจจุบันการปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำเป็นประเด็นที่อยู่ในความสนใจรัฐบาลไทยกำลังพิจารณาปรับค่าจ้างขั้นต่ำใหม่โดยอิงกับปัจจัยต่างๆ ที่รวมถึงอัตราเงินเฟ้อ กลุ่มผู้สนับสนุนแรงงานเสนอว่าควรปรับค่าจ้างขั้นต่ำเพิ่มขึ้น 48% เป็น 492 บาททั่วประเทศ แต่เราคิดว่าข้อเสนอดังกล่าวสูงเกินไป เมื่ออิงประมาณการของเรา ถ้าเราใช้สมมติฐานการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ 10% ในปี 2023 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลงประมาณ 4-5% กลุ่มอาหารเป็นอุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานเข้มข้นและคาดว่าจะเห็น downside ~10% จากค่าจ้างขั้นต่ำที่สูงขึ้น

ค่าพรีเมียมของหุ้นเชิงรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

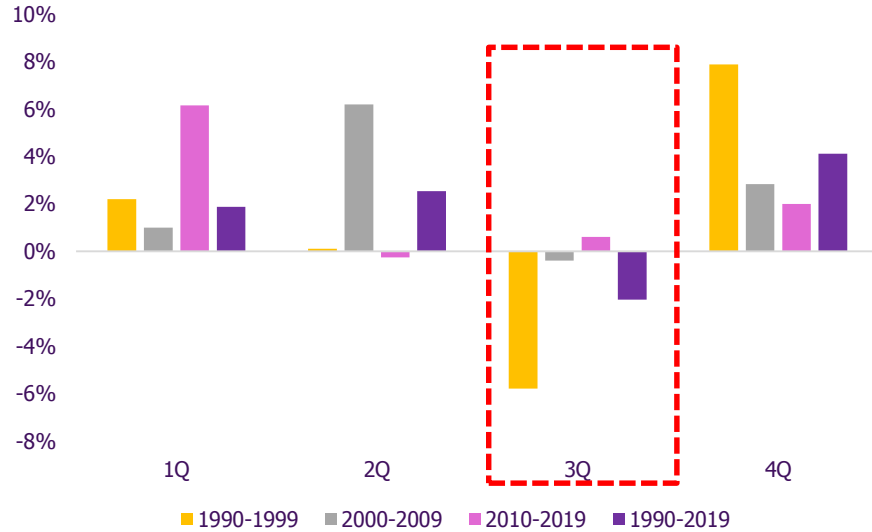
หุ้นบางกลุ่มถูกลดเมื่อเทียบกับตลาดและสถิติที่ผ่านมาของกลุ่ม



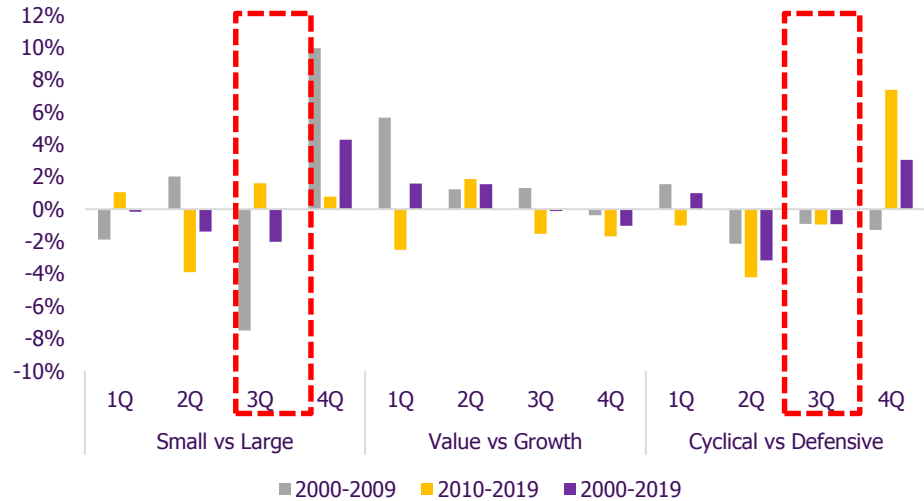
บนพื้นฐานของการประเมินมูลค่ากลุ่มธุรกิจโดยการเปรียบเทียบ relative valuation ปัจจุบันที่อิงกับประมาณการ consensus ในระยะ 24 เดือนข้างหน้า กับเปอร์เซ็นต์ไทล์ของ relative valuation ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา พบว่าหุ้นวัฏจักรถูกลดเมื่อเทียบกับตลาดและสถิติที่ผ่านมา และมี earnings visibility ที่ผันผวน ในทางกลับกัน หุ้นคุณภาพบางส่วนในกลุ่มหุ้นเชิงรับ เช่น กลุ่มสินค้าจำเป็น พาณิชยกรรม และการแพทย์ เทรดที่พรีเมียม โดยได้รับการสนับสนุนจากการมีอำนาจในการกำหนดราคาสูง การกระจายความเสี่ยงโดยได้รับผลกระทบจำกัดจากปัจจัยมหภาค และช่วยป้องกันความผันผวน ดังนั้นเราจึงคิดว่าหุ้นเชิงรับเป็นหุ้นที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่แนะนำให้ซื้อในช่วงที่เกิดความกลัวภาวะ quasi-stagflation และภาวะถดถอย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าหุ้นเชิงรับมี risk/reward ต่ำและมี margin of safety จำกัด เราแนะนำให้ลงทุนในหุ้นวัฏจักรที่ valuation ไม่แพงและปัจจัยพื้นฐานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 2H22

เข้าสู่โลว์ซีซั่น

ไตรมาส 3 มีแนวโน้มอ่อนแอ ขณะที่ performance ปรับตัวดีขึ้น
ในไตรมาส 4

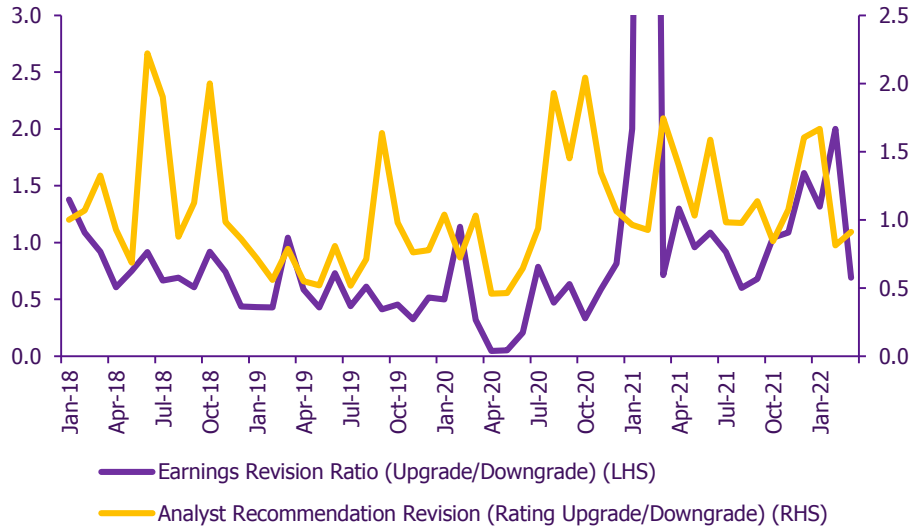


หุ้นขนาดใหญ่ หุ้นเติบโต และหุ้นเชิงรับมีแนวโน้มปรับตัว
outperform ในไตรมาส 3 แต่จะพลิกกลับเป็นทางตรงกันข้ามใน
ไตรมาส 4

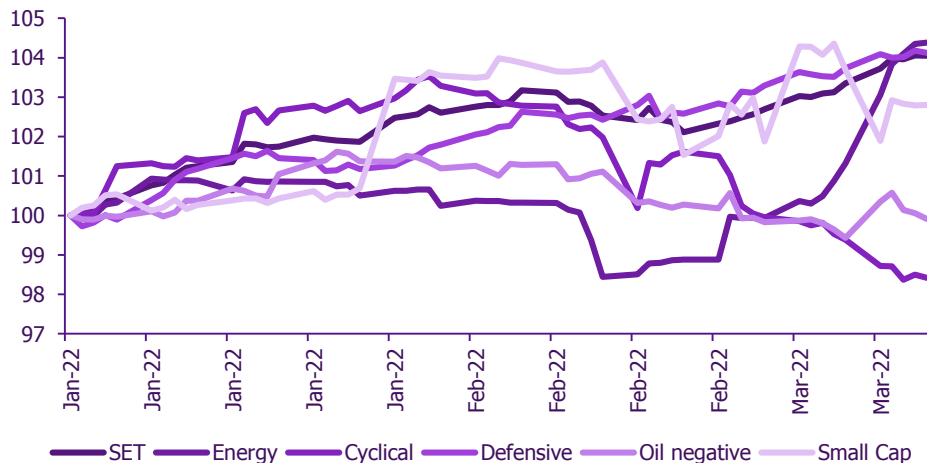


- 1) ตลาดกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาดว่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึง 3Q22 นอกจากนี้ yield ที่เพิ่มขึ้นอาจสร้างแรงกดดันต่อ valuation ของสินทรัพย์ระยะยาว ด้วยเหตุนี้ เราจึงคิดว่าแรงกดดันต่อตลาดหุ้นจะมีมากขึ้น
- 2) ในทศวรรษที่ผ่านมา ไตรมาส 3 เป็นไตรมาสที่อ่อนแอที่สุด โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 0.7% เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีต ไตรมาส 3 มีแนวโน้มอ่อนแอ ขณะที่ performance ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 ความผันผวนของตลาดมักเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3 โดยเป็นไตรมาสที่มีการเปลี่ยนแปลงสูงสุดในทศวรรษที่ผ่านมา หุ้นขนาดใหญ่ หุ้นเติบโต และหุ้นเชิงรับมีแนวโน้มปรับตัว outperform ในไตรมาส 3 แต่จะพลิกกลับเป็นทางตรงกันข้ามในไตรมาส 4 เราคิดว่า การ pullback หรือการปรับฐานของตลาดใน 3Q22 เป็นโอกาสที่ดีในการสร้างสถานะ เนื่องจากเศรษฐกิจไทยดูเหมือนว่าจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 4Q22 โดยได้แรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวและภาคบริการ
- 3) โดยรวมแล้ว เศรษฐกิจโลกอยู่ในช่วงปลายของวัฏจักรเศรษฐกิจขาขึ้น (late expansion cycle) และมี headwind หลายอย่างด้วยกัน Future curve มีลักษณะเป็น bear flattening ซึ่งมี upside จำกัด ทั้งนี้แม้เศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัว แต่ upside ยังมีจำกัด

เริ่มเห็นการปรับลดประมาณการกำไรลง แต่นักวิเคราะห์ยังมองบวก...



Thai market - earnings revisions



ประมาณการ EPS ปี 2022 ของ consensus ถูกปรับขึ้นมา 4% หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 4Q21 และ contribution จากการปรับเพิ่มประมาณการกำไรในกลุ่มพลังงานค่อนข้างสูงอันเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (+39% YTD) เนื่องจากกำไรกว่า 45% (วัดโดยน้ำหนัก) ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ดังนั้นเราอาจจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรลงเพื่อสะท้อนแรงกดดันด้านต้นทุนและภาพการเติบโตหากราคาน้ำมันและต้นทุนพลังงานไม่ลดลง นักวิเคราะห์จะเริ่มปรับลดคาดการณ์แนวโน้มกำไรลงเพื่อสะท้อนต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น แต่ยังไม่เห็นการเติบโตของรายได้ชะลอตัวลง ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรในกลุ่มหุ้นที่ได้รับผลกระทบด้านลบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เนื่องจากเพียงมีการปรับลดประมาณการลงเพียง 1%

นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับแนวโน้มในช่วงที่ราคาหุ้นปรับฐานเมื่อพิจารณาจากการสวนทางกันระหว่าง earnings revision ratio กับการปรับเปลี่ยนคำแนะนำ ซึ่งบ่งชี้ว่า consensus คิดว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยระยะสั้นที่จะถูกชดเชยด้วยความคาดหวังในการเปิดประเทศ กลุ่มหุ้นเชิงรับ (31% ของน้ำหนักกำไร) ที่มีมาร์จิ้นสูงและมีเสถียรภาพมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

Bottom-up P/B approach - เป้า SET Index อยู่ที่ 1,650 จุด

	Book value (2022)	Target PB		Market Cap	
		SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
Energy	2,718,842	1.2	1.0	3,322,271	2,718,842
Utilities	199,881	2.3	2.0	410,298	399,763
Bank	2,673,877	0.8	0.7	2,001,607	1,871,714
Trans	336,242	3.6	3.2	1,256,089	1,075,975
ICT	654,344	4.0	3.5	2,535,984	2,316,377
Food	589,616	2.4	2.2	1,389,842	1,297,155
Commerce	724,291	4.5	5.2	3,187,332	3,766,312
Petro	571,200	1.3	1.1	709,529	628,320
Healthcare	200,193	5.5	5.5	1,089,625	1,101,064
Electronics	100,871	5.6	2.6	562,496	262,266
Property	745,619	1.5	1.3	1,081,868	969,304
Tourism	56,799	3.2	2.2	172,753	124,737
Media	88,954	3.4	2.6	271,131	231,282
Con Mat	558,066	1.7	1.5	931,763	837,100
Finance	291,992	3.1	2.9	892,305	846,775
Cons	99,929	1.3	0.8	138,189	78,994
Others	1,061,544	1	1.0	1,031,494	1,061,544
Implied target				1,790	1,650

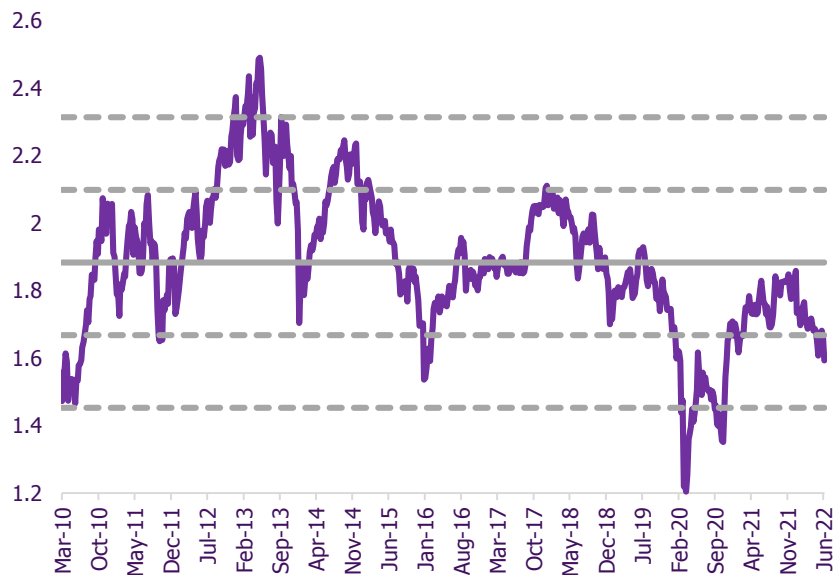
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ระดับสำคัญในการเข้าซื้อและขายทำกำไร

Approach	Current level	Target valuation (Based case)	Implied SET Index	Potential Upside / Downside	Bull case	Implied SET Index	Potential Upside / Downside	Bear case	Implied SET Index	Potential Upside / Downside
P/E	16.1	17.4	1,683	8%	18.8	1,819	17%	16.0	1,548	-1%
P/B and ROE	1.7	1.7	1,702	9%	1.9	1,860	19%	1.5	1,508	-3%
Equity Risk Premium	ERP 7% / Rf 0.5%	ERP 7% / Rf 0.5%	1,668	7%	ERP 6% / Rf 1%	1,759	13%	ERP 7.5% / Rf 0.25%	1,488	-5%
Earnings Yield Gap	296	320	1,632	5%	341	1,815	16%	379	1,503	-8%
Hopes and Dreams	25%	24%	1,610	3%	32% (Percentile 90%)	1,725	11%	20% (Percentile 20%)	1,510	-3%
		Average	1,659	6%		1,796	15%		1,499	-4%
		Median	1,668	7%		1,815	16%		1,508	-3%

Source: SCBS Investment Research

P/BB - Undemanding valuation



Source: SCBS Investment Research

วิธีประเมินมูลค่าเหมาะสมต่างๆ ที่เรารวบรวมได้ ชี้ให้เห็นว่า valuation มี upside จำกัดแม้กระทั่งในกรณี bull case เราประเมินกรณี bull case และ bear case ที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งบ่งชี้ว่า valuation มี upside ที่เป็นค่ามัธยฐานอยู่ที่ 6% และมี downside 4% จากระดับปัจจุบัน ทั้งนี้เมื่อเทียบกับเป้าหมายของ SET ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานที่ 1,650 จุด และภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบัน เราใช้ bear case valuation เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญ โดยให้ margin of safety ที่ 3-4% จากระดับปัจจุบัน หรือต่ำกว่า 1,550 จุด เราแนะนำให้ขายทำกำไรที่ระดับดัชนีสูงกว่า 1,750 จุด และคาดว่าตลาดหุ้นไทยจะเทรตในกรอบ 1,550 ถึง 1,750 จุด ในปี 2022

กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งๆ ที่มีปัจจัยกดดันจากภายนอก

	Net Profit (Btm)			Growth (%)		
	21A	22F	23F	21A	22F	23F
Agribusiness	209	1,582	1,739	-84.5	655.9	9.9
Automotive	4,001	4,497	5,100	118.2	12.4	13.4
Banking	184,404	209,113	232,735	30.2	13.4	11.3
Commerce	39,101	46,177	59,768	15.6	18.1	29.4
Construction Materials	54,719	42,552	50,313	34.7	-22.2	18.2
Energy & Utilities	209,893	244,033	261,814	360.6	16.3	7.3
Finance & Securities	28,316	31,601	36,956	9.9	11.6	16.9
Food & Beverage	14,139	20,928	33,099	-21.2	48.0	58.2
Health Care Services	21,214	20,247	18,781	94.0	-4.6	-7.2
Information & Communication Technology	28,850	30,255	36,444	-14.1	4.9	20.5
Insurance	3,828	5,113	7,782	44.3	33.6	52.2
Media & Publishing	179	213	227	-42.6	18.9	6.4
Packaging	8,294	7,615	8,717	28.4	-8.2	14.5
Paper & Printing Materials	917	973	1,021	-9.3	6.0	5.0
Personal Products & Pharmaceuticals	119	138	174	-29.0	16.2	25.9
Petrochemicals & Chemicals	71,601	63,595	72,089	2,155.8	-11.2	13.4
Property Development	25,753	27,511	30,268	17.2	6.8	10.0
Tourism & Leisure	(3,784)	(1,686)	872	-15.7	-55.4	nm
Transportation & Logistics	(19,071)	(11,141)	20,160	-351.3	-41.6	nm
Total	672,684	743,318	878,060	71.6	10.5	18.1

Source: SCBS Investment Research

กำไรของบริษัทจดทะเบียนไทยเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 4.6% QoQ และ 11.3% YoY ใน 1Q22 แต่เราสังเกตเห็นความท้าทายเพิ่มมากขึ้นใน 2Q22 หลังจากเกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในปีจัมมภาค เราเชื่อว่ารายได้จะยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่งใน 2Q22 ในขณะที่เรามีความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันต่อมาร์จิ้นซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องจับตา โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนที่สูงขึ้นและกำลังซื้อที่ชะลอตัว อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจะทำให้ผู้ประกอบการให้ความสำคัญมากขึ้นกับมาร์จิ้นและทำให้มาร์จิ้นมีความผันผวนมากขึ้น ในปี 2022 การเติบโตในภาคบริการจะถูกหักล้างโดยการเติบโตที่ลดลงในภาคการผลิต เนื่องจากการสร้างภูมิคุ้มกันจะนำไปสู่การป้องกันและการยุติมาตรการล็อกดาวน์ ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาคบริการฟื้นตัวจากปี 2021 ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่ากำไรของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS จะเติบโต 10.5% YoY ในปี 2022 (เทียบกับ cons est ที่ +2%) EPS growth ในปี 2022 จะได้รับแรงหนุนจากกลุ่มพลังงาน ธนาคาร พาณิชยกรรม อาหารและเครื่องดื่ม ประกัน และธุรกิจการเกษตร ขณะที่คาดว่ากลุ่มท่องเที่ยวและขนส่งจะรายงานขาดทุนลดลงในปี 2022 กลุ่มการแพทย์จะเผชิญกับผลกระทบของฐานสูง ในขณะที่กลุ่มวัสดุก่อสร้าง และปิโตรเคมีได้รับแรงกดดันจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นควบคู่กับการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2H22

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
คาดว่าภาระดำเนินงานจะดีขึ้นใน 2H22 (4Q22 จะดีกว่า 3Q22) จากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวไทยและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาในไทยเพิ่มมากขึ้น AOT (ท่าอากาศยาน) อยู่ในตำแหน่งที่ดีกว่า AAV (สายการบิน) เนื่องจากเรามีความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันต่อมาร์จิ้นของ AAV จากต้นทุนเชื้อเพลิงเครื่องบินที่เพิ่มสูงขึ้นและเงินบาทที่อ่อนค่าลง	ยอดผลิตรถยนต์ใน 3Q22 จะเพิ่มขึ้น QoQ เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวต่อเนื่องในช่วงที่จากปัจจัยฤดูกาล และผลประกอบการของบริษัทผลิตรถยนต์ได้รับการสนับสนุนจากคำสั่งซื้อใหม่ 4Q22 จะเป็นไตรมาสที่การผลิตรถยนต์ชะลอตัวลงตามฤดูกาล ปัญหาขาดแคลนชิปยังคงมีอยู่ แต่ขนาดใหญ่คาดว่าจะคลี่คลายใน 2H22	ราคาตัวกำไรจะฟื้นตัวต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ หลังๆ เกิดจาก credit cost ที่ลดลง การเติบโตของสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น NIM ที่ยังยืน โดยมี upside จากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสำหรับธนาคาร คาดว่าจะคลี่คลายใน 2H22	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะกลับมาเติบโต YoY ใน 2H22 โดยได้รับการสนับสนุนจาก SSS growth ที่ฟื้นตัวจากฐานต่ำของปีก่อนจากการล็อกดาวน์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวโดยได้รับผลกระทบจำกัดจาก COVID-19 การปรับราคาสินค้าและจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับการขยายสาขาที่เร่งตัวขึ้นและมาร์จิ้นที่ดีขึ้น 4Q22 มีแนวโน้มที่จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้จากปัจจัยฤดูกาลและกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว	คาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะตกอยู่ภายใต้แรงกดดันใน 2H22 จากต้นทุนพลังงานที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว การปรับราคาสินค้าขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนท่ามกลางอุปสงค์ที่ดีขึ้นเล็กน้อยจะเป็นปัจจัยที่ต้องติดตาม
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหาร	การแพทย์
ยังเติบโตแข็งแกร่งอันเป็นผลมาจากการนำเทคโนโลยีมาปรับใช้ในธุรกิจ ในขณะที่เรามีความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของอุปทานหลังจากเกิดการหยุดชะงักและอุปทานใหม่ใน 2H22 นอกจากนี้การทำงานที่บ้านและการเรียนออนไลน์ที่ลดลงจะสร้างแรงกดดันต่อการเติบโตในระยะสั้นควบคู่กับต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจเป็นความท้าทายที่สำคัญสำหรับการเติบโตของกลุ่มฯ	ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นน่าจะส่งผลกระทบต่อบริษัทที่ประกอบธุรกิจ E&P และน้ำมันและก๊าซครบวงจรอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันจะได้รับผลกระทบจากมาตรการของรัฐบาลในการควบคุมราคาน้ำมันสำหรับใช้ในภายในประเทศ สำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้าธุรกิจ IPP ยังคงได้รับความคุ้มครองจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น ในขณะที่ธุรกิจ SPP จะยังคงต้องแบกรับภาระต้นทุนก๊าซและถ่านหินที่สูงขึ้นสำหรับไฟฟ้าที่ขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม แต่จะได้รับการชดเชยจากการปรับค่า Ft เพิ่มขึ้น เราคาดว่า 4Q22 น่าจะดีกว่า 3Q22 เนื่องจากเป็นไฮซีซั่นและผลกระทบจากมาตรการอุดหนุนราคาน้ำมันภายในประเทศของรัฐบาลลดน้อยลง	คาดว่ากำไรฟื้นตัวปานกลางจากการเติบโตของสินเชื่อที่เร่งตัวขึ้นและ credit cost ที่ลดลงเล็กน้อย (ยกเว้น SAWAD) แต่จะถูกจุดรั้งโดย NIM ที่ลดลงจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น	คาดว่ากำไรกลุ่มอาหารเติบโต YoY ใน 2H22 โดยได้รับการสนับสนุนจากมาร์จิ้นที่กว้างขึ้น YoY จากผู้ประกอบการสัตว์บก (ราคาสัตว์บกในประเทศเพิ่มขึ้นเร็วกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ YTD) และพัฒนาการเชิงบวกของราคาสุกรในต่างประเทศ (จีนและเวียดนาม) อันเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวและการปรับอุปทาน 3Q22 มีแนวโน้มที่จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้จากปัจจัยฤดูกาล	ทิศทางกำไรจะคลี่คลายใน 2H22 เราคาดการณ์ถึงกำไรที่แข็งแกร่งสำหรับ BDMS และ BH โดยได้แรงหนุนจากบริการ non-COVID-19 และบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เติบโตเพิ่มขึ้น ฐานสูงของรายได้จากบริการ COVID-19 ใน 2H21-1Q22 จะส่งผลทำให้กำไรของ BCH และ CHG มีแนวโน้มปรับตัวลดลง
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อภาคการท่องเที่ยวไทย เนื่องจากการยกเลิกข้อจำกัดการเดินทางจะช่วยเรียกความเชื่อมั่นของผู้บริโภคให้กลับคืนมาและลดความเสี่ยง downside ต่อการฟื้นตัว เราคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าประเทศไทยจำนวน 8 ล้านคนในปี 2022 ซึ่งบ่งชี้ถึงการเติบโตที่เร่งตัวขึ้นใน 3Q-4Q22 จาก 1.3 ล้านคนใน 5M22 ภาพรวมที่เป็นบวกจะช่วยสนับสนุนผลประกอบการของผู้ประกอบการโรงแรมใน 2H22	เราคาดว่าจะเห็นรายได้จากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ฟื้นตัวเล็กน้อยตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ รายได้จากกลุ่มลูกค้าองค์กรและ fixed broadband น่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้การควมรวมระหว่าง DTAC กับ TRUE ก็น่าจะทำให้การแข่งขันในกลุ่มลดลง โดยที่เราคาดว่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นใน 4Q22	การฟื้นตัวของผลประกอบการอย่างแข็งแกร่งจากแรงหนุนปริมาณจราจรและจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2022 จากฐานต่ำในปี 2021 และเราเชื่อว่าตัวแปรทั้งหมดจะทยอยกลับคืนสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอาจจะส่งผลกระทบต่อกำไรจากการเติบโตของปริมาณจราจรบนทางด่วนลดลงหากราคาน้ำมันยังยืนอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน แต่ปริมาณจราจรโดยรวมน่าจะยังคงปรับตัวดีขึ้นอย่างแข็งแกร่ง YoY ในปี 2022	ผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ในขณะที่การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้ซื้อด้วยการปรับราคาผลิตภัณฑ์ทำให้ยากขึ้นท่ามกลางความไม่แน่นอนของตลาดและราคาน้ำมัน ผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบก๊าซที่สูงขึ้นและอุปทานก๊าซที่ขาดหายไปในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่ดำเนินการสำหรับ PSC ฉบับใหม่ในอ่าวไทย เราคาดว่าตลาดจะยังคงมีความกังวลต่อกลุ่มปิโตรเคมีใน 3Q22 และ 4Q22	ราคาวัสดุก่อสร้างหลักๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นซึ่งเราประเมินว่าจะส่งผลกระทบต่อเชิงลบมากขึ้นต่ออัตรากำไรขั้นต้นปี 2022 เนื่องจากโครงการส่วนใหญ่ในปี 2022 มีการล็อกต้นทุนเริ่มต้นไว้เพียงบางส่วนและการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจาก COGS ประมาณ 20% เป็นค่าแรง

สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q22

	Analyst score			ปัจจัยกระตุ้น/ปัจจัยเสี่ยง
	1Q22	2Q22	3Q22	
พลังงาน	7	8	7	Upside ของราคาน้ำมันจากวิกฤตอุปทานสืบเนื่องมาจากการคว่ำบาตรน้ำมันของรัสเซียจะถูกหักล้างโดยการผลิตที่เพิ่มขึ้นของ OPEC+ ทั้งนี้แม้ GRM สูงขึ้น อันเป็นผลมาจากการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างกว้างขวางมากขึ้นและความต้องการเชื้อเพลิงเครื่องบินที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากอัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น แต่บริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันจะได้รับแรงกดดันจากความแรงกดดันในการควบคุมราคาน้ำมันของรัฐบาล ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ crude premium ที่กว้างขึ้น อุปสงค์ที่เติบโตต่ำกว่าคาดเพราะราคาน้ำมันสูง และความเสี่ยงด้านกฎหมาย
พาณิชย์	8	8	7	SSS growth และมาร์จิ้นจะฟื้นตัว YoY ใน 3Q22 จากฐานต่ำของปีก่อนที่มีสาเหตุมาจากการล็อกดาวน์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวเพราะผลกระทบจาก COVID-19 ลดลง การปรับราคาสินค้า และจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อและต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น
การแพทย์	7	7	7	ความต้องการใช้บริการ non-COVID-19 จะเติบโตต่อเนื่องใน 2H22 สอดคล้องกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น และความสามารถในการให้บริการที่มีมากขึ้นจากที่ก่อนหน้านี้มีการสำรองไว้สำหรับการรักษาผู้ป่วย COVID-19 ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญอีกอย่างหนึ่ง คือ บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่แข็งแกร่งขึ้น โดยเฉพาะ BDMS และ BH ฐานสูงของรายได้จาก COVID-19 จะสร้างแรงกดดันต่อกำไรของ BCH และ CHG ใน 2H22
ท่องเที่ยว	6	7	8	การยกเลิกข้อจำกัดการเดินทางจะช่วยเรียกความเชื่อมั่นของผู้บริโภคให้กลับคืนมา การท่องเที่ยวไทยดูเหมือนจะฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่งมากขึ้น เรายังคงประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทยไว้ที่ 8 ล้านคนในปี 2022 ซึ่งบ่งชี้ถึงการเติบโตที่เร่งตัวขึ้นใน 2H22 (เทียบกับ 1.3 ล้านคนใน 5M22) ปัจจัยเสี่ยงคือ การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และนักท่องเที่ยวจากจีนฟื้นตัวช้า
ธนาคาร	6	6	6	valuation ไม่แพง และกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดี หลักๆ เกิดจาก credit cost ที่ลดลง สินเชื่อในระดับคงที่ upside ต่อ NIM จากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสำหรับธนาคารขนาดใหญ่ non-NII ในระดับคงที่ และอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ในระดับคงที่
ประกัน	6	6	6	คาดเบี้ยประกันรับฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (ได้แรงหนุนจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ดีขึ้นและความต้องการทำประกันสุขภาพเพิ่มมากขึ้น) combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2022-2023 (จากการหันมาขายผลิตภัณฑ์ให้มาร์จิ้นสูงเพิ่มมากขึ้นและการตั้งสำรองเผื่อเคม COVID ลดลง) และ ROI จะได้รับประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น
อสังหาริมทรัพย์	7	6	7	ค่างาไร 3Q22 เติบโตทั้ง YoY และ QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากการรับรายได้จาก backlog โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากโครงการคอนโดมิเนียมขนาดใหญ่ของผู้ประกอบการหลายราย เช่น AP และ SPALI และฐานต่ำจากกำไร 3Q21 ที่ได้รับผลกระทบจากการปิดแคมเปญก่อสร้าง กำไร 4Q22 จะเป็นจุดสูงสุดของปีนี้เนื่องจากเป็นไตรมาสสุดท้ายที่มีการผ่อนคลายนโยบาย LTV
ICT	7	6	6	เราคาดว่าจะเห็นผลประกอบการปรับตัวดีขึ้นบ้างเล็กน้อยใน 3Q22 เนื่องจากเราคาดว่าสัดส่วนรายได้ที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวจะเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญน่าจะมีให้เห็นใน 4Q22 จากดีลระหว่าง TRUE-DTAC
อาหาร	6	6	7	ราคาเนื้อสัตว์ในประเทศปรับขึ้นแรงกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น YTD บ่งชี้ถึงส่วนต่างราคาเนื้อสัตว์ในประเทศที่แข็งแกร่ง YoY นับถึงปัจจุบัน ราคาสุกรในจีนและเวียดนามปรับขึ้นแตะระดับสูงสุดของปีนี้ โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวและการปรับอุปทาน แม้ว่ายังลดลง YoY อันเป็นผลมาจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นหลังจากสถานการณ์โรค ASF คลี่คลาย เงินบาทอ่อนเมื่อเทียบกับสกุลเงินต่างประเทศจะช่วยสนับสนุนการส่งออกจากประเทศไทย ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อและต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น
เครื่องมือ	6	5	7	แรงกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น เช่น อลูมิเนียม ลดน้อยลง การออกผลิตภัณฑ์ใหม่จะช่วยสนับสนุนปริมาณขายและรายได้
ขนส่งทางบก	6	5	7	คาดปริมาณจราจรปรับตัวดีขึ้น QoQ และ YoY ใน 3Q22 โดยได้รับการสนับสนุนจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะเห็นการประกาศผู้ชนะการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกในช่วงปลาย 3Q22
ปิโตรเคมี	6	5	5	ต้นทุนแนฟทาจะยังอยู่ในระดับสูงเมื่อพิจารณาจากความต้องการสารผสมน้ำมันเบนซินที่เพิ่มมากขึ้น กำลังการผลิตเพิ่มเติม (ส่วนใหญ่มาจากจีน) จะเพิ่มแรงกดดันต่ออุปทาน ในขณะที่ราคาน้ำมันที่ผันผวนและแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ไม่แน่นอนจะส่งผลกระทบต่อ trade flow และอุปสงค์ การส่งผ่านต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นไปยังลูกค้าทำได้ยากขึ้น ดังนั้นมาร์จิ้นจะหดตัวลง
ยานยนต์	5	5	5	ความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นและ sentiment ตลาดที่ดีขึ้นจากเยอรมัน EV ปัจจัยเสี่ยง คือ ปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานจากการขาดแคลนชิป แต่มีแนวโน้มที่จะคลี่คลายลง
เงินทุน	5	5	5	คาดการเติบโตของสินเชื่อเร่งตัวขึ้น คุณภาพสินทรัพย์อยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ แต่ NIM จะอ่อนแอลงจากการแข่งขันทางราคาที่สูงขึ้น
วัสดุก่อสร้าง	5	4	4	ต้นทุนเชื้อเพลิง (ถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ) สูงขึ้นท่ามกลางราคาผลิตภัณฑ์และอุปสงค์ที่ปรับขึ้นปานกลาง ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ต้นทุนเชื้อเพลิงอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานานท่ามกลางกำลังซื้อที่เปราะบางจากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ

Source: SCBS Investment Research

มองหาหุ้นที่มีโมเมนตัมกำไรเป็นบวก

กลุ่ม	2Q22		3Q22		4Q22		เหตุผล
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน	+	+	+	=	+	+	กลุ่มพลังงาน – ราคาน้ำมันสูงเนื่องจากอุปสงค์เพิ่มขึ้นและอุปทานดิ่งตัว / กลุ่มสาธารณูปโภค – ค่า Ft และกำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานเพิ่มขึ้น
ท่องเที่ยว	+	+	+	+	+	+	ผ่อนคลายข้อจำกัดล็อกดาวน์ traffic พื้นตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดระยะใกล้
ประกัน	+	+	+	+	+	+	การเคลมประกัน COVID-19 ลดลง ได้ประโยชน์จาก bond yield ที่สูงขึ้น
ปิโตรเคมี	+	+	+	=	+	=	ราคาน้ำมันที่มีความผันผวนสูงจะสร้างแรงกดดันต่อการจกเก็บสต็อกสินค้าคงคลัง ต้นทุนวัตถุดิบคาดว่าจะเพิ่มขึ้น
พาณิชย์	+	-	+	=	+	+	ผลกระทบจากฐานต่ำ รายได้ค่าเช่าที่ปรับตัวดีขึ้น และมาตรการกระตุ้นเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโต เงินเพื่อเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญต่อผลประกอบการ
ยานยนต์	=	-	+	+	+	-	การผลิตและราคาขายที่สูงขึ้น และคำสั่งซื้อใหม่จะช่วยลดผลกระทบจากราคาเหล็กที่เพิ่มขึ้น
การแพทย์	+	-	=	=	=	-	ปริมาณผู้ป่วยชาวต่างชาติคาดว่าจะฟื้นตัว ในขณะที่ปริมาณผู้ป่วยในประเทศจะชะลอตัวลงจากฐานสูง
ICT	-	=	+	+	+	+	รายได้จากการท่องเที่ยวระหว่างประเทศคาดว่าจะเติบโต โดยได้รับการสนับสนุนจากกิจกรรมเปิดประเทศที่เพิ่มขึ้น
ขนส่งทางบก	+	+	+	+	+	+	ได้ประโยชน์จากการกลับมาดำเนินกิจกรรมภายในประเทศ
อาหาร	-	+	+	+	+	-	ผลกระทบจากฐานต่ำสืบเนื่องมาจากการล็อกดาวน์ในประเทศไทย/เวียดนาม ในขณะที่ต้นทุนที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญใน 2H22
อสังหาริมทรัพย์	=	=	+	+	=	+	ผลกระทบจากฐานต่ำสืบเนื่องมาจากการล็อกดาวน์ และการรับรู้รายได้และ backlog เร่งตัวขึ้น การปรับเพิ่ม LVT ใน 4Q22 เป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญ
ธนาคาร	+	+	+	+	+	+	คุณภาพสินทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อ แต่จะได้รับการชดเชยจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่เพิ่มขึ้นจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย
สื่อ	+	=	+	=	+	+	ผลกระทบจากฐานต่ำ เรามีความกังวลเกี่ยวกับการใช้จ่ายโฆษณาที่ลดลงใน 3Q22 แต่คาดว่าจะฟื้นตัวใน 4Q22
วัสดุก่อสร้าง	-	-	-	=	=/-	=	แนวโน้มทรงตัว บริษัทต่างๆ จะเร่งส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้น แต่การเติบโตของอุปสงค์ยังคงเปราะบาง
เงินทุน	+	+/=	+	+	+	+	มีแรงกดดันเพิ่มเติมจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น

Source: SCBS Investment Research

สรุปน้ำหนักการลงทุนและ valuation รายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q22

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2021 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 21-23	P/E		P/B	
					22F	23F		22F	23F	22F	23F
Bank	Overweight	10%	23%	-10%	13%	11%	12%	8.2	7.4	0.7	0.6
Food & beverage	Overweight	6%	12%	-1%	48%	58%	53%	33.4	21.1	1.5	1.4
Hotel	Overweight	1%	23%	22%	-55%	-152%	n.m.	(44.1)	85.3	3.3	3.2
Automotive	Neutral	0%	24%	-8%	12%	13%	13%	8.3	7.3	0.9	0.8
Commerce	Neutral	10%	10%	-6%	18%	29%	24%	32.7	25.3	1.8	1.7
Electronics	Neutral	3%	7%	-30%	48%	20%	26%	30.4	25.3	4.7	4.2
Energy	Neutral	22%	8%	-3%	16%	7%	12%	11.2	10.5	1.0	1.0
Healthcare	Neutral	5%	22%	8%	-5%	-7%	-6%	30.5	32.9	4.6	4.4
Land Transportation	Neutral	0%	-26%	2%	47%	23%	34%	43.6	35.4	2.2	2.1
Petrochemical	Neutral	3%	10%	-7%	-11%	13%	0%	7.5	6.6	0.9	0.8
REITs / PF / IF	Neutral	2%	-2%	-10%	23%	9%	4%	12.1	11.1	0.8	0.8
Residential/IE	Neutral	6%	16%	-3%	7%	10%	8%	14.5	13.2	1.2	1.1
Telecoms	Neutral	9%	42%	-7%	5%	20%	12%	28.5	23.6	4.8	4.6
Utilities	Neutral	0%	24%	-1%	31%	32%	31%	34.3	26.0	3.2	3.0
Agribusiness	Underweight	1%	23%	-9%	656%	10%	188%	14.3	13.1	1.4	1.3
Air Transportation	Underweight	0%	-15%	2%	27%	177%	n.m.	n.m.	77.4	8.9	8.0
Building Materials	Underweight	4%	7%	-9%	-22%	18%	-4%	12.3	10.4	1.0	1.0
Entertainment / Media	Underweight	1%	30%	-9%	19%	6%	12%	13.4	12.6	1.0	0.9

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

หุ้นเด่นใน 3Q22 ของเรา คือ BBL BJC CPF CBG และ MTC โดยเน้นที่ธีมการเปิดประเทศ ถูกลงโทษมากเกินไปในช่วงขาลง ปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานเริ่มคลี่คลาย และโมเมนตัมกำไรดีขึ้น

- 1) เราคาดว่าสภาพแวดล้อมของตลาดจะเอื้อต่อการเติบโตอย่างมีคุณภาพ
- 2) เรายังคงแนะนำหุ้นคุณค่าที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและหุ้นเติบโตที่ราคาที่ไม่แพง
- 3) เราคาดว่าจะมีการเปลี่ยนกลุ่มลงทุนจากกลุ่มหุ้นเชิงรับที่เป็นตัวหลักดันให้ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อไม่นานนี้ มายังกลุ่มหุ้นวัฏจักร หรือหุ้น high beta ที่มีปัจจัยพื้นฐานที่ดีและโมเมนตัมกำไรดีขึ้น
- 4) มีโอกาสที่จะเข้าซื้อหุ้นที่ถูกลงโทษมากเกินไปในช่วงขาลงเพิ่ม เพราะมีศักยภาพในระยะยาวจากกลยุทธ์ที่มุ่งเน้นคุณค่า

เราแนะนำหุ้นที่: 1) ได้ประโยชน์จากปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานที่เริ่มคลี่คลาย 2) ได้รับโมเมนตัมเชิงบวกจากธีมการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศและการฟื้นตัวของตลาดต่างประเทศ 3) กำไรมีแนวโน้มเติบโตหรือฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง 4) มีความเสี่ยงทางการเงินจากการเพิ่มทุนน้อยมาก และ 5) มี valuation ที่สมเหตุสมผล

หุ้นเด่นใน 3Q22 ของเราคือ BBL (ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย) BJC (โมเมนตัมกำไรดีขึ้น) CPF (เปิดประเทศ, วิกฤตอาหาร) และ CBG (ฟื้นตัว, ปัญหาห่วงโซ่อุปทานคลี่คลาย) และ MTC (valuation สมเหตุสมผล)

Valuation หุ้นเด่น

Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)			
				21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	
BBL	Outperform	136.00	163.0	22.8	9.8	8.1	7.1	54.3	20.4	14.1	0.5	0.5	0.5	6	6	7	2.6	2.9	4.0	-	-	-
BJC	Outperform	33.00	44.0	35.6	37.9	26.0	20.9	(21.8)	46.2	24.4	1.1	1.1	1.0	3	4	5	2.0	2.3	2.6	15.4	14.0	12.7
CBG	Outperform	103.00	118.0	16.6	35.8	33.2	29.4	(18.3)	7.8	12.7	10.1	9.0	8.0	28	29	29	1.8	2.0	2.2	26.34	24.20	21.43
CPF	Outperform	26.50	30.0	15.7	2,922.1	30.3	18.3	(99.7)	9,539.9	65.4	0.7	0.7	0.7	0	3	4	2.5	2.5	2.5	13.1	11.5	11.1
MTC	Outperform	43.25	67.0	55.8	18.5	16.1	13.0	(5.2)	15.3	23.7	3.7	3.1	2.5	22	21	21	0.9	0.9	1.2	-	-	-
Average					604.8	22.7	17.8	(18.1)	1,925.9	28.1	3.2	2.9	2.6	12	13	13	1.9	2.1	2.5	11.0	9.9	9.1

Source: SCBS Investment Research

Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท เอสซีซี เคมิคอลส์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ อาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน 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 ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

