

Hop like a Bunny, Jump like a Joey

Welcome to
the Year of
the Rabbit.
2023



STRATEGY 1Q23

 InnovestX Research

 innovest^x
Securities

1Q23 InnovestX Strategy – Hop like a bunny, jump like a joey

ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน เศรษฐกิจโลกจะมีลักษณะ 3 ประการ: 1) การเติบโตของเศรษฐกิจโลกจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ 2) อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกได้ทำจุดสูงสุดไปแล้ว และ 3) ธนาคารกลางต่างๆ จะชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย

เติบโตแตกต่างกัน อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่ (EM) จะชะลอตัวลง แต่มีโอกาสเกิดภาวะถดถอยรุนแรงน้อยกว่า DM ตัวชี้วัดเสถียรภาพและการเติบโตของ EM ดีกว่า DM การทำจุดสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ การทำจุดสูงสุดของค่าเงินดอลลาร์ การทำจุดต่ำสุดของวัฏจักรเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งของจีน เป็นปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญที่จะทำให้ performance ของตลาด EM เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ผลกระทบของการของบริษัทใน EM ยังเติบโตสูงกว่า และมี valuation ต่ำกว่า DM ด้วย ดังนั้นเราจึงยังคงชอบ EM เนื่องจากสามารถรับมือกับความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอยและท่าที hawkish ของธนาคารกลางสหรัฐฯ

เงินเฟ้อทำจุดสูงสุดและอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวเข้าหากัน เราเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ และ EM ทำจุดสูงสุดไปแล้ว แม้เราไม่คิดว่าจะมีเหตุการณ์ที่มีผลต่อการชำระหนี้ (credit event) เกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ แต่เรามีมุมมองระยะยาวเกี่ยวกับการขาดเสถียรภาพทางการเงินใน DM และ EM ที่อาจนำไปสู่การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ

คาดหวังว่า real yield จะเป็นบวก Real yield ที่สูงขึ้นยังส่งผลกระทบต่อ valuation ของสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งจะทำให้นักลงทุนยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นได้น้อยลง และจะส่งผลทำให้ราคาตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่และให้ผลตอบแทนสูงปรับตัวลดลง เราแนะนำให้ลงทุนในหุ้นและตราสารหนี้ที่มีลักษณะ defensive และมีคุณภาพสูง

แสงสว่างที่ปลายอุโมงค์สำหรับการกลับมาเปิดประเทศของจีน เราคาดว่าจีนจะกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งใน 2Q23 เราคิดว่าตลาดจะตอบรับเชิงบวกต่อการผ่อนคลายนโยบายของจีน เนื่องจากจีนคิดเป็น 1 ใน 3 ของ traffic และรายได้จากการท่องเที่ยวของประเทศไทย และจะช่วยกระตุ้นให้เม็ดเงินต่างชาติไหลเข้าสู่สุทธิ ดังนั้นธีมเปิดประเทศจึงเป็น bright spot

เศรษฐกิจไทยจะชะลอตัวลง เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยจะชะลอตัวลงในปี 2023 ภาคการท่องเที่ยว ภาคบริการ และการบริโภคในประเทศจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตซึ่งอาจช่วยชดเชยการชะลอตัวลงของการส่งออก การลงทุน และการใช้จ่ายภาครัฐ

แนวโน้มตลาดใน 1Q23 เราไม่คิดว่าแรงกดดันสำหรับภาวะทางการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะสิ้นสุดลง ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ความเสี่ยงที่กำไรชะลอตัวลง และความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นทั่วโลก ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจแสดงสัญญาณชะลอตัวลงอีก เฟดยังไม่น่าจะกลับทิสนโยบาย (Fed Pivot) สหภาพยุโรปกำลังเผชิญกับผลของการ trade-off ระหว่างการเติบโตของเศรษฐกิจกับเงินเฟ้อ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากความยืดหยุ่นของเศรษฐกิจสหรัฐฯ รวมกับการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงมากขึ้น เราจะเห็นเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องก่อนที่จะทำจุดสูงสุดในที่สุด เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดอย่างเห็นได้ชัดเจนมากขึ้นภายในปลาย 1Q23 ถึงต้น 2Q23

การเปิดประเทศและโมเมนตัมทำไรเป็นบวก ตลาดมีความผันผวนสูง เราจึงเห็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้นที่มีงบดุลดี มี exposure กับการเปิดประเทศสูง อุปสงค์ในประเทศแข็งแกร่ง และทำไรมีแนวโน้มเติบโตเป็นบวก หุ้นเด่นใน 1Q23 ของเรา คือ AOT BBL BCP CPALL และ MINT

เศรษฐกิจ

เศรษฐกิจโลกปี 2023 : ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน

- เราเชื่อว่าในปี 2023 จะเป็นปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน จาก “ยุคดอกเบี้ยต่ำ-เศรษฐกิจเติบโตต่ำ” ในปี 2010-2019 สู่ “ยุค COVID” ในปี 2020-2022 ที่การระบาดของ COVID นำไปสู่การล็อกดาวน์ทั่วโลก การใช้จ่ายด้านการคลังจำนวนมหาศาล ยอดหนี้ที่พุ่งสูงขึ้น และโรคระบาดครั้งใหญ่ในรอบศตวรรษ
- ในช่วงเปลี่ยนผ่านของปี 2023 เศรษฐกิจโลกจะมีลักษณะ 3 ประการ ประการแรก การเติบโตของเศรษฐกิจโลกจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้การเติบโตของเศรษฐกิจระหว่างตลาดพัฒนาแล้ว (DM) กับตลาดเกิดใหม่ (EM) จะแตกต่างกัน โดย DM มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation อย่างรุนแรง หรืออย่างน้อยที่สุดจะเกิดภาวะถดถอยอย่างอ่อนๆ ในขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจ EM จะชะลอตัวลง แต่มีโอกาสดังกล่าวจะถดถอยรุนแรงน้อยกว่า
- ประการที่สอง อัตราเงินเฟ้อ เราเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ และเศรษฐกิจ EM หลายประเทศ ได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว โดยจากการศึกษาผ่าน global inflation heatmap แสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยของ 42 ประเทศที่ทำการศึกษา ทำจุดสูงสุดในเดือน มิ.ย. และลดลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่นั้นมา ในปี 2023 อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกจะลดลงจากฐานสูงและอุปสงค์ทั่วโลกที่ลดลงอันเนื่องมาจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจ
- ประการที่สาม อัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราเชื่อว่าประเทศ DM (โดยเฉพาะสหรัฐฯ) จะขึ้นดอกเบี้ยสูงเกินไป (overshoot) เพื่อให้ครอบคลุมอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นอย่างรุนแรง แต่ธนาคารกลางในประเทศ EM จะไม่เร่งขึ้นดอกเบี้ย ดังนั้นทิศทางอัตราดอกเบี้ยของสองกลุ่มนี้จะปรับตัวเข้าหากัน (convergence) ในช่วงครึ่งหลังของปี 2023

เศรษฐกิจไทยปี 2023: ชะลอตัว แต่ยังเติบโตเร็วกว่า DM

- ในกรณีของประเทศไทย เราเชื่อว่าเศรษฐกิจปี 2023 จะชะลอตัวเมื่อเทียบกับปี 2022
- เศรษฐกิจไทยจะเติบโตเร็วที่สุดในไตรมาสที่ 1 (โดย GDP จะเติบโตประมาณ 4%) ในขณะที่จะชะลอตัวลงอีกในช่วงครึ่งปีหลัง (โดยจะเติบโตเกือบ 2% ในไตรมาสที่ 4) จากสาเหตุหลัก 3 ประการ
- ประการแรก เศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวมากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง ซึ่งจะส่งผลทำให้การส่งออกปรับตัวลดลง (เราเชื่อว่าการส่งออกจะไม่เติบโตในปี 2023)
- ประการที่สอง ในขณะที่การบริโภคภาคเอกชนจะเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญของเศรษฐกิจ แต่แรงขับเคลื่อนอื่นๆ เช่น การลงทุนภาคเอกชน และการใช้จ่ายภาครัฐ (ทั้งการบริโภคและการลงทุน) จะอ่อนแรง โดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและการเบิกจ่ายที่ชะลอตัวของโครงการภาครัฐ
- ประการสุดท้าย เราเชื่อว่าภาคการท่องเที่ยวจะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจเติบโต โดยที่คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยราว 21-25 ล้านคน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่านักท่องเที่ยวส่วนใหญ่จะเป็นนักท่องเที่ยวที่เดินทางระยะใกล้ (short-haul) มากกว่าระยะไกล (long-haul) ซึ่งจะสร้างรายได้ให้กับประเทศน้อยกว่า

ปี 2023: ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน

ปี 2023 ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน: จาก “ยุคแห่งการเติบโตต่อเนื่อง (Great Moderation)” สู่ “ยุคดอกเบี้ยสูง-เศรษฐกิจผันผวนมากขึ้น”



ยุคแห่งการเติบโตต่อเนื่อง (Great Moderation)

1. ดอกเบี้ยต่ำ เศรษฐกิจเติบโตต่ำ

ยุค COVID

1. วิกฤตการณ์ครั้งใหญ่ในรอบศตวรรษ
2. ล็อกดาวน์
3. ยอดหนี้พุ่งสูง
4. ภาวะ reflation ครั้งใหญ่

ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน

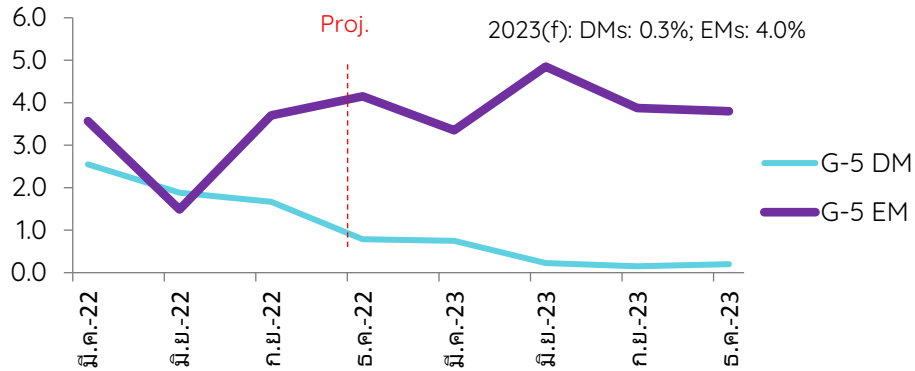
1. การเติบโตของเศรษฐกิจ: Divergence, DM-EM แตกต่างกัน
2. เงินเฟ้อ: ทำจุดสูงสุดไปแล้ว จากฐานสูงและอุปสงค์ที่ลดลง
3. ดอกเบี้ย: Convergence (DM ขึ้นดอกเบี้ยแรง/ EM ไม่เร่งขึ้นดอกเบี้ย)

ระบอบเศรษฐกิจใหม่ (New Economic Regime)

1. เงินเฟ้อสูงขึ้น
2. ดอกเบี้ยสูงขึ้น
3. วัฏจักรคลั่งอ่อนแอ
4. เศรษฐกิจโตดีขึ้น แต่แตกง่ายขึ้น (Boom-and-Bust Growth)
5. ปัจจัยเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์มีมากขึ้น

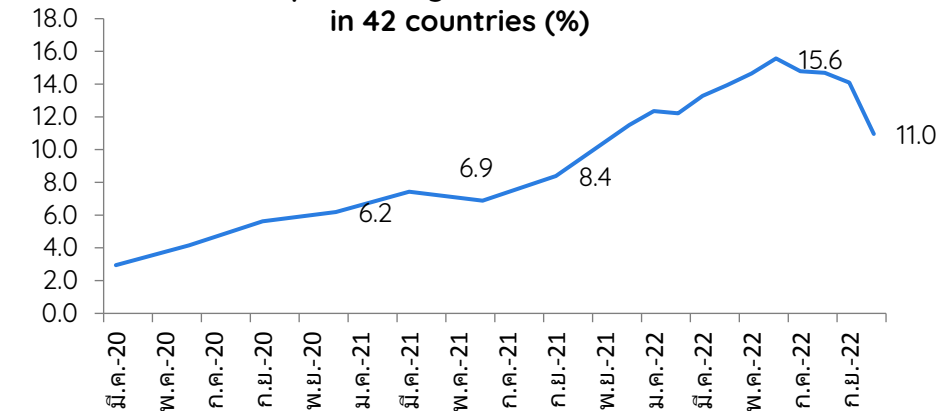
ปี 2023 ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน: Divergence-Peak-Convergence

Global-5 DMs, EMs Quarterly GDP growth (% YoY)



Note: DMs: US, EU, JP; EMs: CN, TH

Simple average of CPI inflation in 42 countries (%)

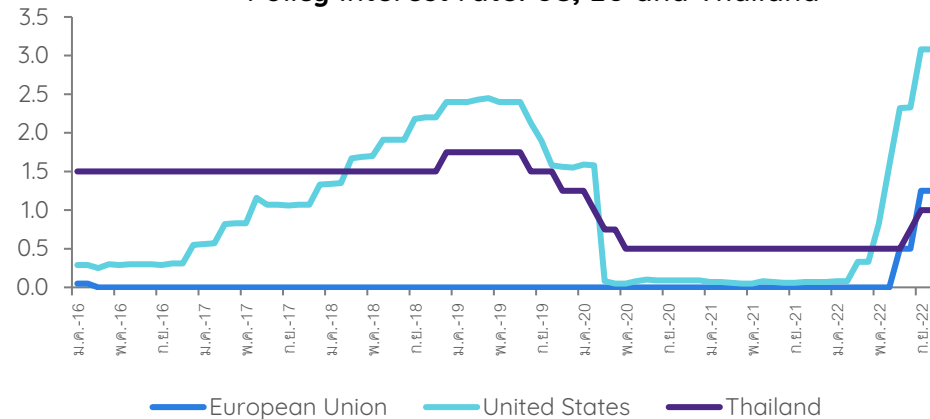


Growth divergence

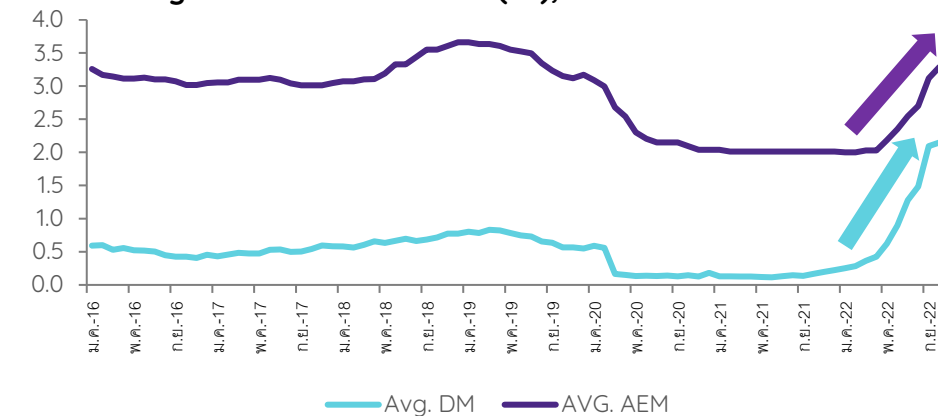
Inflation peak

Rate convergence

Policy Interest rate: US, EU and Thailand



Avg. Interest rate: Global (43), DMs and Asia EMs



*AEM: Asian Emerging Markets

ปี 2023: ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน: เศรษฐกิจเติบโตแตกต่างกัน

เราเชื่อว่าเศรษฐกิจของตลาดพัฒนาแล้ว (DM) กับตลาดเกิดใหม่ (EM) จะเติบโตแตกต่างกัน

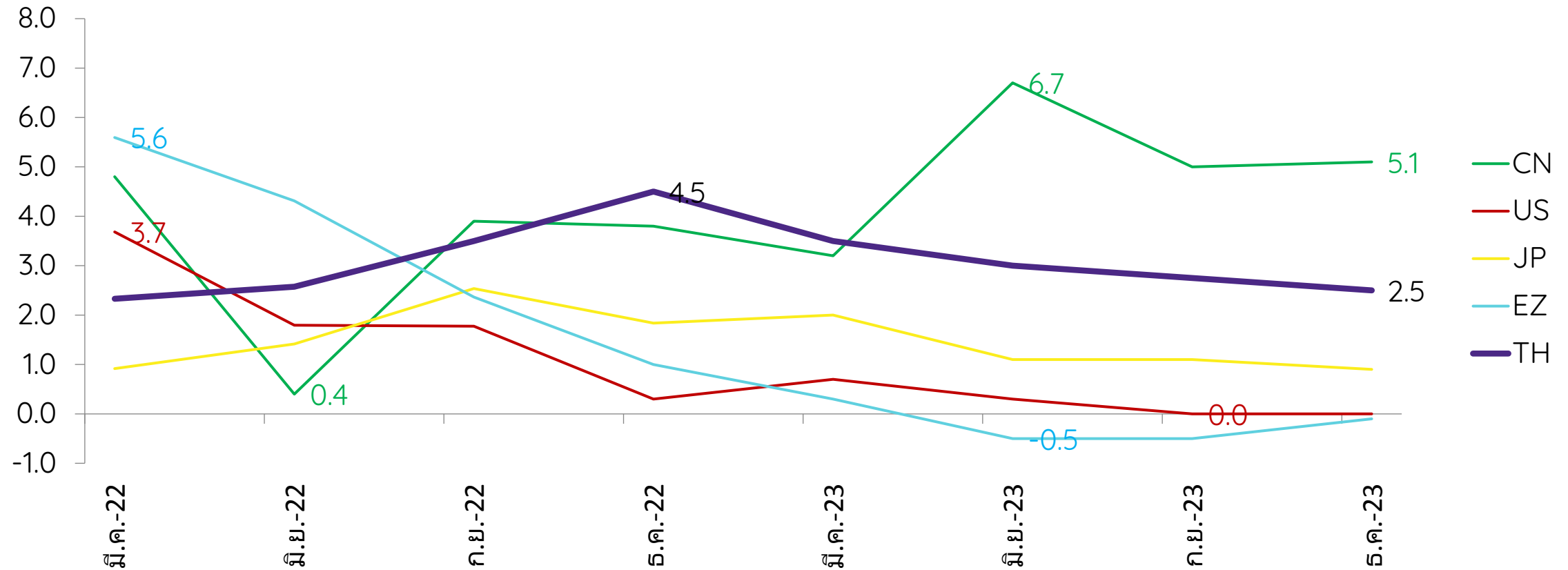
เศรษฐกิจตลาดพัฒนาแล้ว (DM) มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation อย่างรุนแรง หรืออย่างน้อยที่สุดจะเกิดภาวะถดถอยอย่างอ่อนๆ โดยมีสาเหตุมาจากการขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วเพื่อสกัดเงินเฟ้อ ซึ่งอาจนำไปสู่เหตุการณ์ที่มีผลต่อการชำระหนี้ครั้งใหญ่ (big credit events) ในภาคเอกชน หรือการบริโภคและการลงทุนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกัน การเติบโตของเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่ (EM) จะชะลอตัวลง แต่มีโอกาสดังกล่าวจะถดถอยรุนแรงน้อยกว่า ทั้งนี้เป็นเพราะเศรษฐกิจ EM (ไม่ใช่ประเทศชายขอบ) โดยทั่วไปแล้วจะมีการเตรียมพร้อมที่ดีกว่าประเทศ DM ตัวชี้วัดเสถียรภาพของ EM เช่น เงินสำรอง หนี้สาธารณะ หรือแม้กระทั่งอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ยังยืนกว่า DM

ดังนั้นเราเชื่อว่าแม้อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ EM จะได้รับผลกระทบบางส่วนจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว แต่เส้นทางการเติบโตของ EM ยังดีกว่า DM อย่างมาก

GDP growth (proj. by IMF & INVX)	2022F		2023F	
	IMF (Oct)	INVX (Nov)	IMF (Oct)	INVX (Nov)
Global GDP (INVX: Avg. G-5)	3.2	2.7*	2.7	1.9*
US	1.6	1.9	1.0	0.3
Eurozone	3.1	3.3	0.5	-0.2
Japan	1.7	1.7	1.6	1.3
China	3.2	3.2	4.4	5.0
Thailand	2.8	3.3	3.7	2.9

โมเมนตัมการเติบโตของ GDP ปี 2023

Global-5 Quarterly GDP growth (% YoY)



ปี 2023: ปีแห่งการเปลี่ยนผ่าน: เงินเฟ้อทำจุดสูงสุด, ดอกเบี้ย Convergence

เราเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วโลก (โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ และเศรษฐกิจ EM หลายประเทศ) ทำจุดสูงสุดไปแล้ว โดยในปี 2023 อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกจะลดลงจากฐานสูงและอุปสงค์ทั่วโลกที่ลดลง โดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว

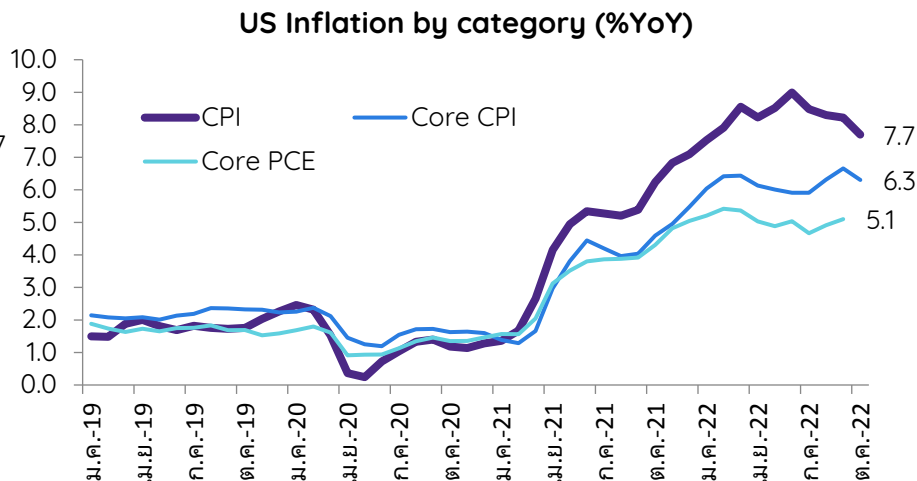
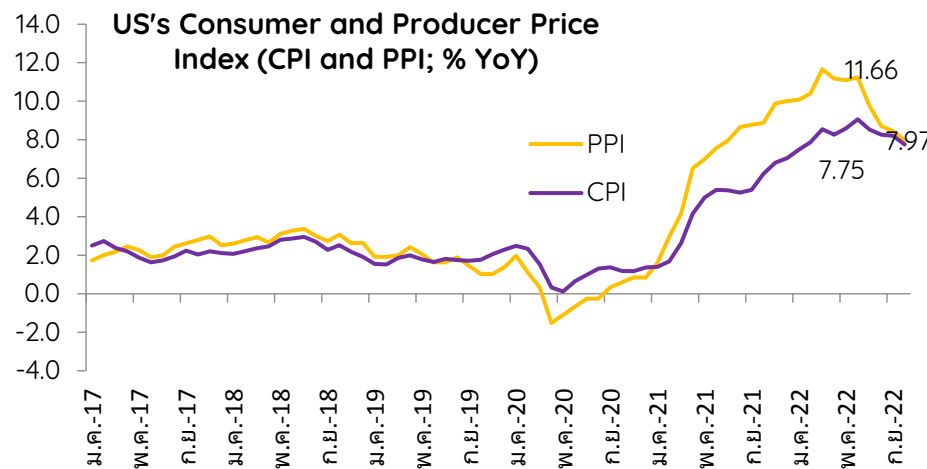
สำหรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราเชื่อว่าประเทศ DM (โดยเฉพาะสหรัฐฯ) จะขึ้นดอกเบี้ยแรง (overshoot) เพื่อให้ครอบคลุมอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นอย่างร้อนแรง แต่ธนาคารกลางในประเทศ EM จะไม่เร่งขึ้นดอกเบี้ย ดังนั้นทิศทางอัตราดอกเบี้ยของสองกลุ่มนี้จะปรับตัวเข้าหากัน (convergence) ในช่วงครึ่งหลังของปี 2023

Inflation and policy rate (INVX)	2022F		2023F	
	CPI (Avg.)	Policy rate (eoy.)	CPI (Avg.)	Policy rate (eoy.)
Avg. G-5	5.1	2.16	3.2	2.36
US	8.2	4.38	5.9	3.88
Eurozone	8.0	2.00	7.3	2.50
Japan	2.3	-0.1	1.0	-0.1
China	1.5	3.5	2.0	3.5
Thailand	6.1	1.25	3.3	2.00

สหรัฐฯ: พลิกฟื้นจาก
วิกฤตได้ด้วยการลด
ดอกเบี้ยเท่านั้น

สหรัฐฯ: อัตราเงินเฟ้อเดือนต.ค. ทำจุดสูงสุดไปแล้ว

US theme: เงินเฟ้อทำจุดสูงสุดไปแล้ว แต่เฟดมีแนวโน้มที่จะปรับดอกเบี้ยขึ้นอีกเพื่อป้องกันไม่ให้เงินเฟ้อกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้นโยบายการเงินเข้าสู่ restrictive zone และจะเป็นสาเหตุทำให้เกิดภาวะล่มสลายทางการเงิน



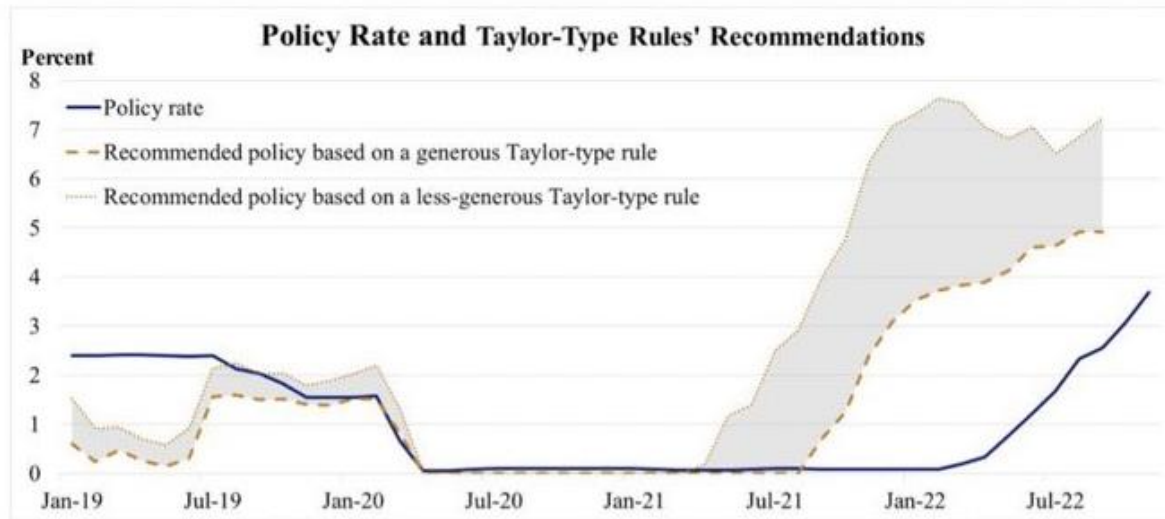
	03/2021	06/2021	09/2021	12/2021	03/2022	06/2022	07/2022	08/2022	09/2022	10/2022	
Urban	2.6	5.3	5.4	7.1	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	Urban
Food & Beverages	3.4	2.4	4.5	6.0	8.5	10.0	10.5	10.9	10.8	10.6	Food & Beverages
Housing	2.1	3.1	3.9	5.1	6.4	7.3	7.4	7.8	8.0	7.9	Housing
Apparel	-2.5	4.9	3.4	5.7	6.8	5.2	5.1	5.0	5.5	4.1	Apparel
Transport	5.9	21.2	16.5	21.3	22.5	19.6	16.4	13.4	12.6	11.2	Transport
Medical Care	1.8	0.4	0.4	2.2	2.9	4.5	4.8	5.4	6.0	5.0	Medical Care
Recreation	1.1	2.4	3.5	3.3	4.8	4.6	4.4	4.1	4.1	4.1	Recreation
Education & Comm	1.5	2.1	1.7	1.6	1.6	0.8	0.5	0.4	0.1	0.0	Education
Core	1.6	4.5	4.0	5.5	6.4	5.9	5.9	6.3	6.6	6.3	Core

- CPI เพิ่มขึ้น 7.7% YoY ในเดือนต.ค. ลดลงจาก 8.2% ในเดือนก.ย. และ 9.1% ในเดือนมิ.ย. Core CPI เพิ่มขึ้น 6.3% YoY ในเดือนต.ค. ลดลงจาก 6.6% ในเดือนก.ย. ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นมากที่สุดนับตั้งแต่เดือนส.ค. 1982
- เมื่อเทียบเป็นรายเดือน CPI เพิ่มขึ้น 0.4% MoM ในเดือนก.ย. เท่ากับเดือนก่อนหน้า Core CPI เพิ่มขึ้น 0.3% ในเดือนต.ค. ลดลงจาก 0.6% ในเดือนก.ย. และต.ค.
- ราคารถยนต์และรถบรรทุกมือสอง (มีน้ำหนักค่อนข้างมากในอัตราเงินเฟ้อปีที่ผ่านมา) ลดลง 2.4% MoM ในเดือนต.ค. หลังจากลดลง 1.1% ในเดือนก่อนหน้า ค่าโดยสารเครื่องบินลดลง 1.1% ในขณะที่ราคาเครื่องนุ่งห่มลดลง 0.7% ค่ารักษาพยาบาลเดือนต.ค. ลดลงอย่างมากเมื่อเทียบกับเดือนก่อน เพราะถูกอุดหนุนโดยค่าเบี้ยประกันสุขภาพที่ลดลง 4% ซึ่งเป็นผลมาจากการอัปเดตข้อมูลพื้นฐานปีละครั้ง ราคาที่อยู่อาศัยที่สูงขึ้นยังคงเป็นแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่สำคัญในเดือนที่ผ่านมา

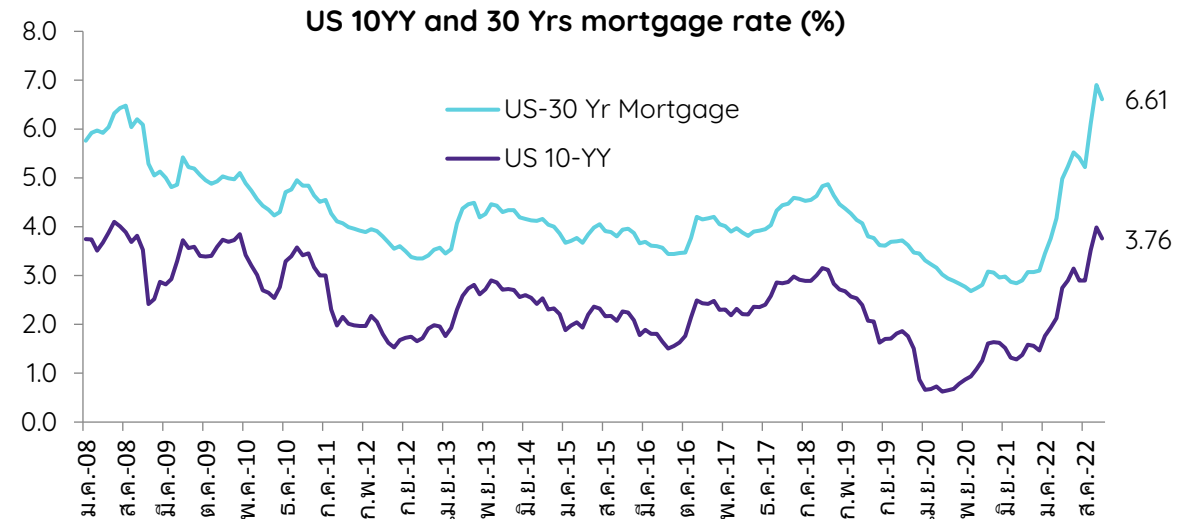
เจ้าหน้าที่เฟดบางราย อาจส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยมากขึ้นสู่ restrictive zone

- หลังจากเปิดเผยข้อมูล สมาชิก FOMC หลายท่านแสดงความคิดเห็นว่าเฟดควรชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะ นางลาเอล เบิร์นาร์ด รองประธานเฟดซึ่งกล่าวว่าในเวลาไม่ช้านี้ น่าจะเหมาะสมที่เฟดจะขึ้นดอกเบี้ยในอัตราที่ช้าลง
- อย่างไรก็ตาม นายเจมส์ บูลาร์ด ประธานเฟด สาขาเซนต์หลุยส์ กล่าวว่า เขายังคงสนับสนุนให้เฟดขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกเพื่อควบคุมเงินเฟ้อให้กลับสู่เป้าหมาย นายบูลาร์ดไม่ได้ระบุตัวเลขที่แน่นอน แต่แผนภูมิประกอบคำอธิบายของเขาชี้ให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดอาจเพิ่มขึ้นสู่ 5% ถึง 7%
- อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยที่นายบูลาร์ดระบุไว้นั้นจะปรับขึ้นถึงได้ยากหากเศรษฐกิจไม่ได้เข้าสู่ภาวะถดถอย ณ เดือนพ.ย. 2022 อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (FFR rate) ที่เพิ่มขึ้นทำให้ผู้ถือบัตรเครดิตในสหรัฐฯ ต้องจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นเป็น 2.56 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ (หรือโดยเฉลี่ย 140 ดอลลาร์สหรัฐต่อบัตร) ในขณะที่ผู้ซื้อบ้านต้องจ่ายเงิน 2,300 ดอลลาร์สหรัฐ/เดือน จาก 1,300 ดอลลาร์สหรัฐในปีที่ผ่านมา

The sufficiently restrictive zone

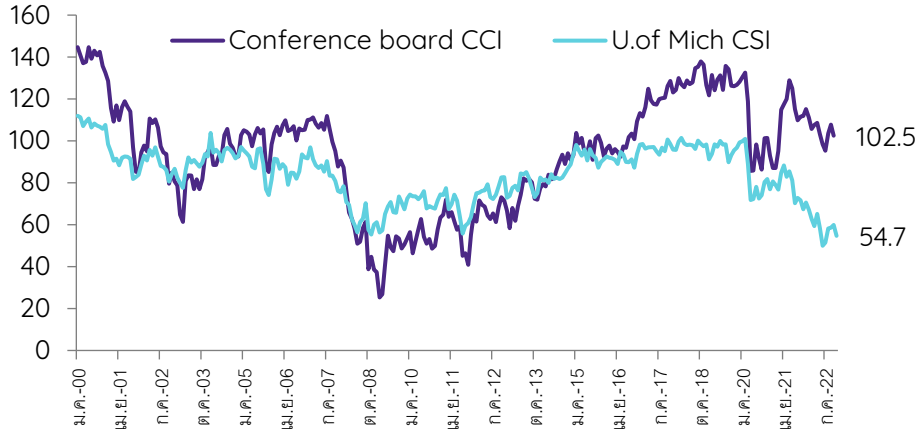


Sources: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve Bank of New York and author's calculations. Last observations: September 2022 and November 2022.

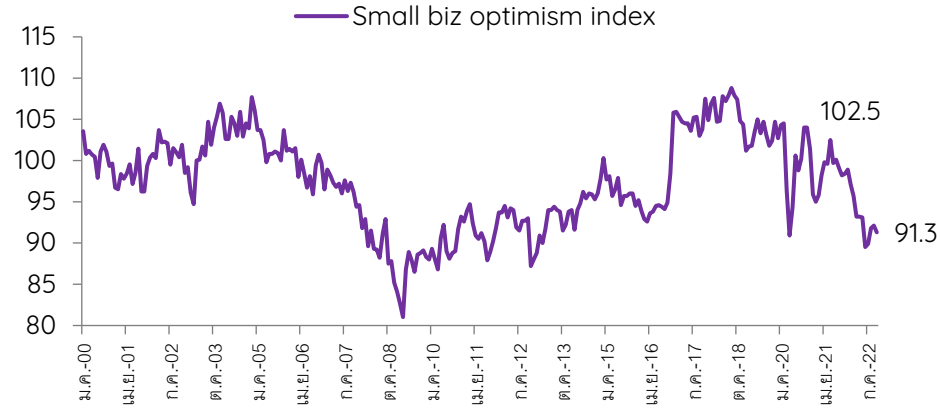


การวิเคราะห์การบริโภคของสหรัฐฯ: Divergence ระหว่างความเชื่อมั่นผู้บริโภคกับยอดขายปลีก

US Leading indicator: Consumer surveys (pt.)

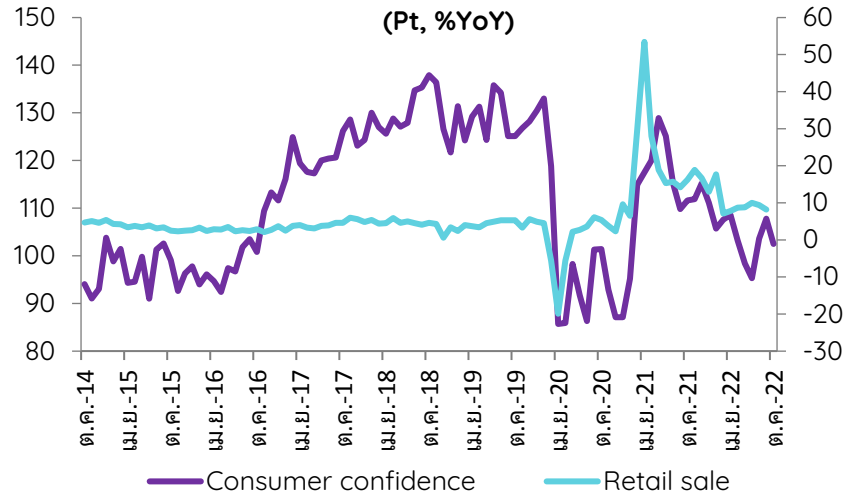


US Leading indicator: Small Business Survey (pt.)

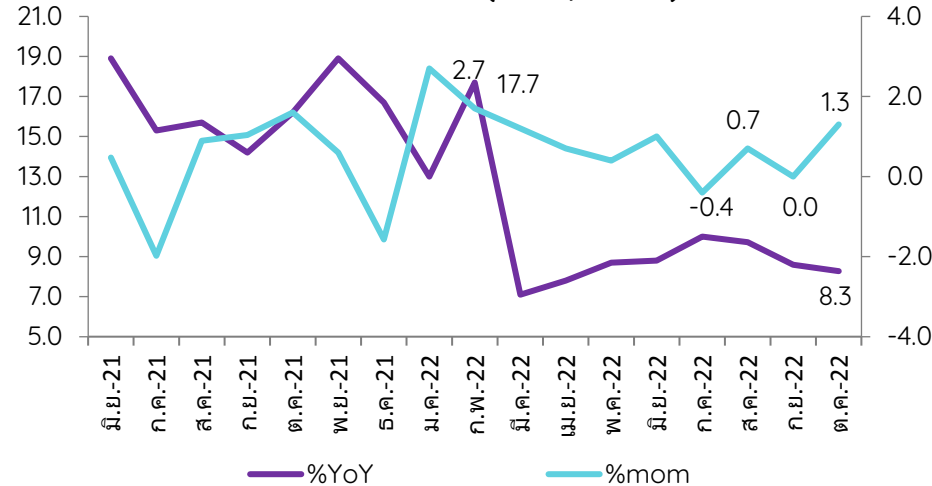


- เราพิจารณาว่าในปัจจุบันมีสัญญาณเศรษฐกิจที่ขัดแย้งกันสี่ประการ:
 1. เงินเฟ้อทั่วไปเริ่มชะลอชัดเจนขึ้น แต่
 2. ความคาดหวังเงินเฟ้อยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่
 3. ความเชื่อมั่นผู้บริโภครวมถึงดัชนีความเชื่อมั่นธุรกิจขนาดเล็กปรับตัวลดลงมาก แต่
 4. การบริโภคชะลอลงแต่ยังคงขยายตัวเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า
- ภาพเหล่านี้บ่งชี้ว่าประชาชนยังคงมีรายได้ที่ใช้ในการจับจ่ายแม้ว่าจะมีมุมมองเชิงลบต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในอนาคต

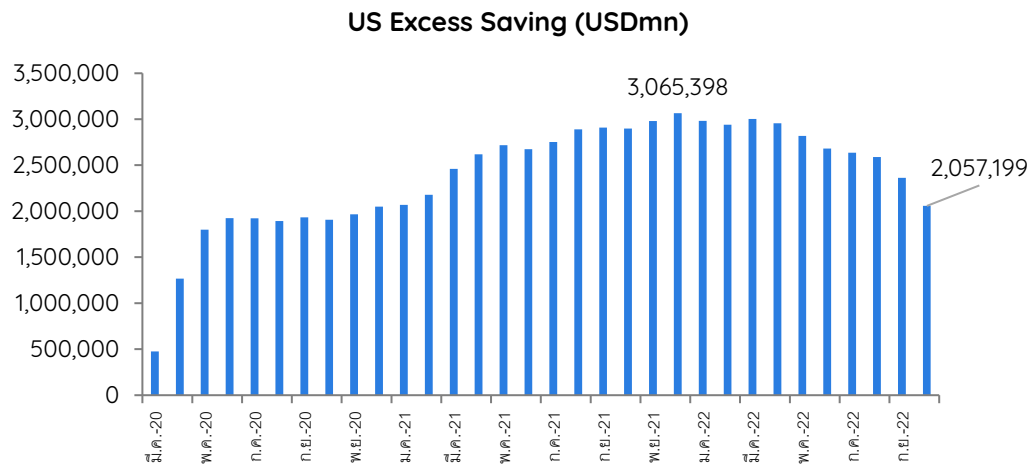
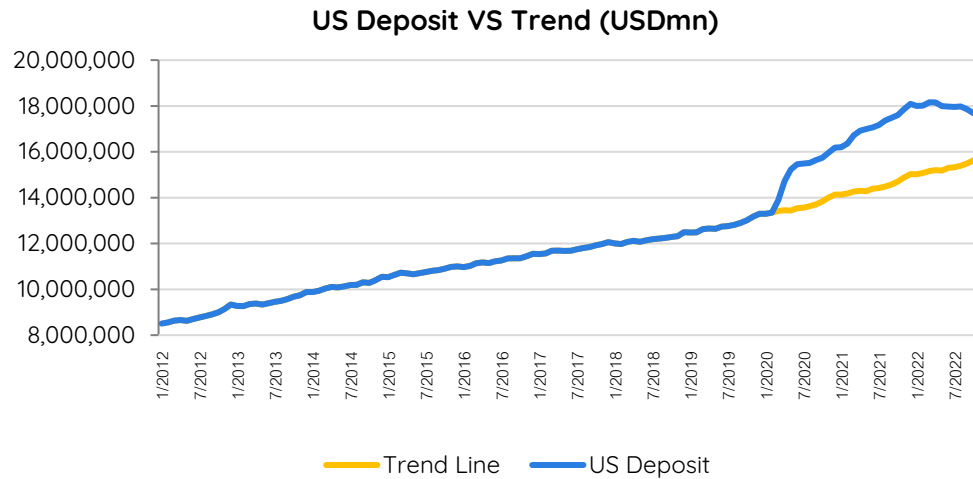
US CB Consumer confidence and Retail Sale (Pt, %YoY)



US Retail Sale (%YoY, %MoM)



“เงินออมส่วนเกิน” คือคำตอบ

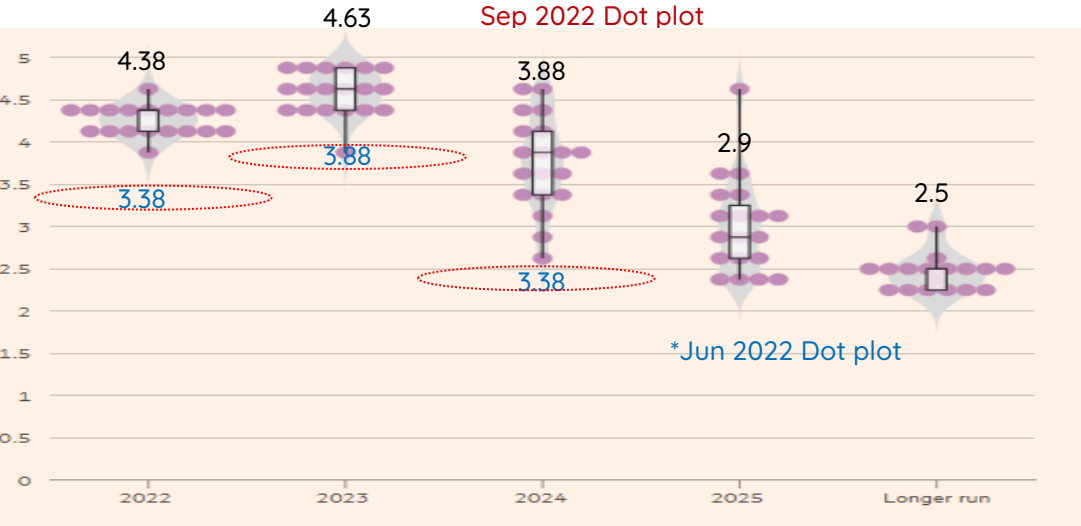


- เราตั้งสมมุติฐานว่า การใช้จ่ายของประชาชนยังคงทรงตัวเพราะมีเงินออมเหลือจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของทั้งรัฐบาล ปธน. ทรัมป์ และ ปธน. ไบเดน จากนั้นเราจึงทำการสำรวจเงินออมของประชาชนสหรัฐฯ และคำนวณส่วนต่างระหว่างเงินออมในปัจจุบัน กับเงินออมที่เป็นไปตามแนวโน้ม (Trend) เดิมหากไม่มีมาตรการช่วยเหลือของรัฐบาล
- จากการคำนวณ พบว่าหากเราตั้งสมมุติฐานว่าเงินออมโดยปกติจะขยายตัวประมาณ 6% ต่อปี เงินออม ณ เดือน ต.ค. 2022 ของสหรัฐที่ปราศจากการช่วยเหลือภาครัฐจะอยู่ที่ประมาณ 15.6 ล้านล้านดอลลาร์ ขณะที่โดยแท้จริงแล้ว เงินฝากของสหรัฐทั้งประเทศอยู่ที่ 17.6 ล้านล้านดอลลาร์ ทำให้มีเงินออมส่วนเกินอยู่ประมาณ 2.1 ล้านล้านดอลลาร์ ลดลงจากช่วงสูงสุด ณ เดือน ม.ค. 2022 ที่ประมาณ 3.06 ล้านล้านดอลลาร์
- เราคาดว่าเงินออมส่วนเกินจะลดระดับจนหมดภายในช่วงกลางปีถึงปลายปี 2023 ซึ่งจะช่วยให้ระดับการบริโภคยังคงทรงตัวหรือไม่หดตัวลงมาก แต่องค์ประกอบของการบริโภคจะเปลี่ยนไป (เปลี่ยนจากสินค้าฟุ่มเฟือยและบริการต่างๆ มาเป็นสินค้าจำเป็น) กล่าวโดยสรุป เราเชื่อว่าเงินออมส่วนเกินจะช่วยให้การชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2023 มีความรุนแรงลดลงได้บ้าง
- ในส่วนของเงินเฟ้อ เรามองว่าความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ลดลงต่อเนื่องจะทำให้ความรู้สึกอยากจับจ่าย ในระยะต่อไปลดลง และจะช่วยลดทอนการบริโภคโดยเฉพาะสินค้าฟุ่มเฟือยและ/หรือบริการต่างๆ ได้บ้าง ซึ่งจะเป็นการลดแรงกดดันเงินเฟ้อได้บ้างในระยะต่อไป

ประมาณการ CPI และ Fed Funds Rate ของ INVX

2022	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov (f)	Dec (f)
CPI (INVX proj.)	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.5	7.5
FFR	0.13	0.13	0.38	0.38	0.88	1.63	2.38	2.38	3.13	3.13	3.88	4.38
Chg	-	-	0.25	-	0.50	0.75	0.75	-	0.75	-	0.75	0.50

2023	Jan (f)	Feb (f)	Mar (f)	Apr (f)	May (f)	Jun (f)	Jul (f)	Aug (f)	Sep (f)	Oct (f)	Nov (f)	Dec (f)
CPI (INVX proj.)	7.4	7.2	7.0	6.7	6.4	6.1	5.8	5.5	5.2	4.8	4.5	4.2
FFR	4.38	4.63	4.88	4.88	4.88	4.88	4.63	4.63	4.38	4.38	4.13	3.88
Chg	-	0.25	0.25	-	0.0	0.0	-0.25	-	-0.25	-	-0.25	-0.25



- เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อผ่านจุดสูงสุดไปแล้วและดัชนีพ้องและชี้นำเศรษฐกิจ เช่น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค และ PMI เริ่มปรับตัวลดลง เราจึงเชื่อว่าเฟดจะเริ่มชะลอการปรับขึ้นดอกเบี้ยตั้งแต่การประชุมเดือนธ.ค. เป็นต้นไป ด้วยการปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 3 ครั้ง (ธ.ค. 22, ก.พ. 23, มี.ค. 23; ปรับขึ้น 50 bps, 25 bps และ 25 bps ตามลำดับ) เราเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย FFR จะขึ้นไปสู่ระดับสูงสุด (terminal rate) ที่ 4.88%
- ด้วย FFR ที่ 4.88% (ปรับขึ้น 100 bps จากเดือนพ.ย. 22) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเพื่อการจำนองแบบคงที่ระยะเวลา 30 ปี (พ.ย. 22: 6.61%) และอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิต (พ.ย. 22: 18.0%) จะสูงกว่าอัตราปัจจุบันอย่างน้อย 1% ซึ่งจะทำให้ผู้จำนองและ/หรือผู้ใช้สินเชื่อบัตรเครดิตประสบปัญหาทางการเงิน นอกจากนี้ ต้นทุนทางการเงินของภาคเอกชนสหรัฐฯ ก็สูงขึ้น
- ปัจจุบันหนี้สินภาคธุรกิจของสหรัฐฯ ทั้งหมดคิดเป็น 80% ของ GDP เทียบกับ 65% ในปี 2007 โดยหนี้สินภาคธุรกิจหนึ่งในสามในอเมริกาได้รับการจัดอันดับเครดิตในระดับ BBB ซึ่งเป็นระดับน่าลงทุนต่ำที่สุด เราเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้อันดับเครดิตของหลายๆ บริษัทปรับลดลง ซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดปัญหาขาดสภาพคล่องและความปั่นป่วนทางการเงิน ดังนั้น เราเชื่อว่าเฟดจะลด FFR ลงเร็วกว่าที่ตลาดคาด โดยอาจจะเกิดขึ้นใน 3Q23

ประมาณการ GDP, Fed Funds Rate และ Bond Yield ของ INVX

- เราเชื่อว่าเฟดจะยังคงขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องจนกว่าเงินเฟ้อจะลดลงชัดเจน โดยมี message ใหม่ คือ อัตราดอกเบี้ยสูงสุด (terminal rate) จะสูงกว่าที่เคยคาด ทำให้เราเชื่อว่ายังเป็นการเพิ่มโอกาสที่จะเกิด Recession และ/หรือ Big credit event ในปีหน้า และทำให้เฟดต้องลดดอกเบี้ยในปี 2023 เร็วกว่าที่ตลาดคาดไว้

Timing	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1H24	2H24
CPI	8.0%	8.6%	8.6%	7.8%	6.9%	6.4%	5.5%	4.6%	3%	3%
FFR	0.33%	1.63%	3.13%	4.38%	4.88%	4.63%	4.38%	3.88%	3.00%	3.00%
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)	2.28	2.92	4.20	4.80	5.20	4.40	4.40	3.90	3.25	3.25
10YY (+30bps/\$300bn)	2.32	2.98	3.80	4.40	4.80	4.10	4.45	4.15	3.75	4.00
02-Oct	0.04	0.04	-0.40	-0.40	-0.40	-0.30	0.05	0.25	0.75	1.00
GDP (YoY%)	3.7	1.8	1.8	0.3	0.7	0.3	0.0	0.0	0.0%	
U-rate (%)	3.6	3.6	3.6	3.9	4.2	4.7	5.5	6.0	8.0%	

- ด้วยการส่งสัญญาณ Hawkish เช่นนี้ จะทำให้ Inverted Yield Curve (IYC) ยังคงรุนแรงในระยะต่อไป (ณ เดือนพ.ย. 22 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปี อยู่ที่ 4.48% และ 10 ปี อยู่ที่ 3.79% ทำให้ 2-10 spread อยู่ที่ 69 bps) เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ขึ้นแรงขึ้นในช่วงสั้น จะทำให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร 2 ปี ปรับขึ้นเร็วขึ้นด้วย และดึงให้พันธบัตร 10 ปี ซึ่งเป็นฐานคำนวณต้นทุนการเงินภาคเอกชนขึ้นตาม ภาพเช่นนี้ จะทำให้เกิดสถานการณ์ Big credit event อันเป็นผลมาจากต้นทุนทางการเงินที่อยู่ในระดับสูง ประกอบกับเศรษฐกิจที่จะชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญจะทำให้เกิด Market turbulence ดังนั้นเฟดจะต้องลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อลดความรุนแรงลง

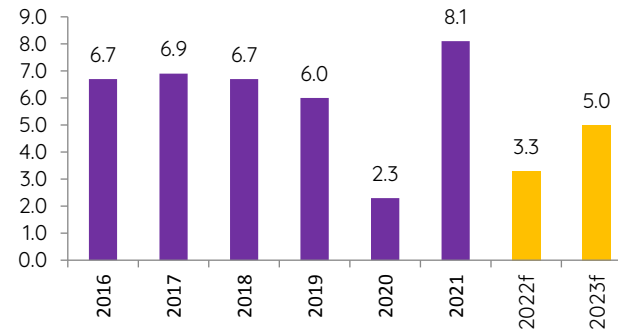
จีน
ส่วนตัว

จีน: ด้วยการผ่อนคลายนโยบายและฐานต่ำ ปี 2023 จะเป็นปีที่ดี

- เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวเล็กน้อยสู่ 5.0% YoY ในปี 2023 อันเป็นผลมาจากการยกเลิกมาตรการ Zero Covid ใน 2Q23 และเสถียรภาพในตลาดอสังหาริมทรัพย์ โดยการบริโภคภาคเอกชนจะฟื้นตัวได้ดีกว่าการลงทุน ขาดดุลการค้าที่เพิ่มขึ้นจะแค่ลงแต่ยังคงมีขนาดใหญ่ที่ 10.2% ของ GDP โดยการจัดหาเงินทุนส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นมากในช่วงครึ่งปีแรกเพื่อสนับสนุนรายจ่ายลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน ด้วยการเปิดประเทศแบบค่อยเป็นค่อยไป จีนจะปลดปล่อย pent-up demand ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา ปัจจุบันจีนมีเงินออมส่วนเกินเท่ากับ 5.86 ล้านล้านหยวน หรือ 3.4% ของ GDP เงินออมส่วนเกินนี้จะช่วยสนับสนุนให้การบริโภคและเศรษฐกิจภายในประเทศฟื้นตัวในปี 2023

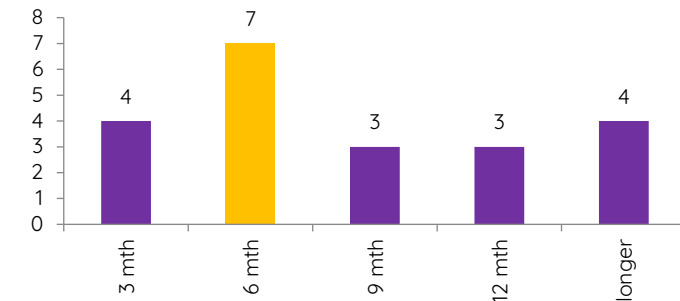
เราเชื่อว่าปี 2023 จะเป็นปีที่ดีของจีน

INVX China's GDP Growth Projection (%YoY)



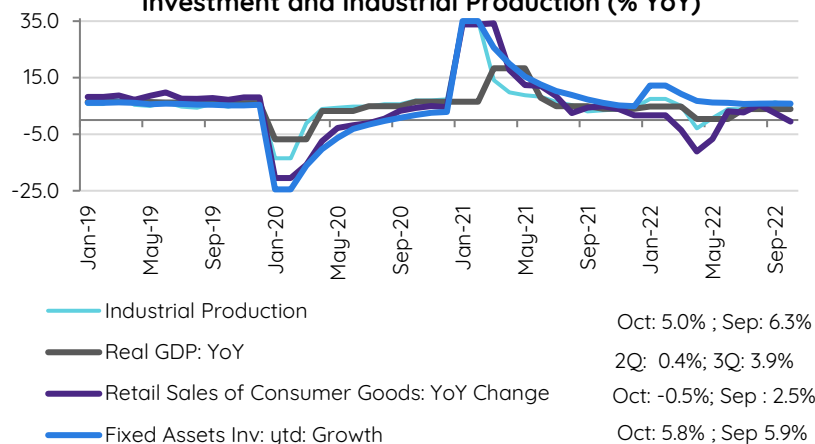
เราเชื่อว่าจีนจะเปิดประเทศเต็มรูปแบบในไตรมาสที่ 2

Bloomberg Survey of Economists on China Reopen (Mth from relaxation)



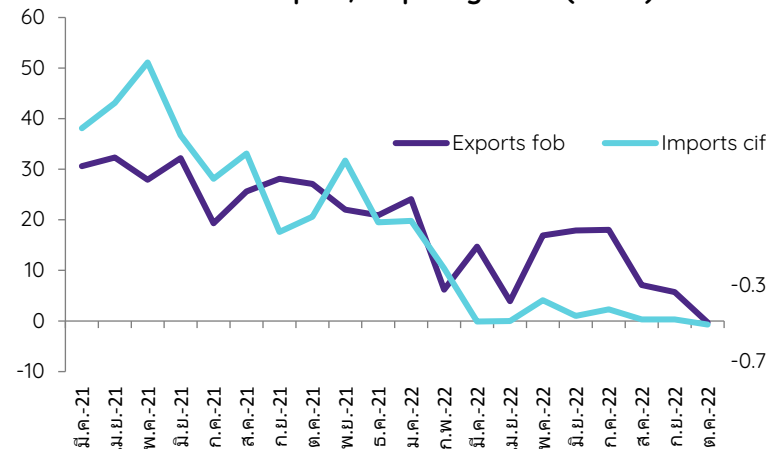
การเปิดประเทศจะหนุนให้การบริโภคของจีนฟื้นตัว ในขณะที่
การใช้จ่ายด้านการคลังจะหนุนให้การลงทุนฟื้นตัว

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



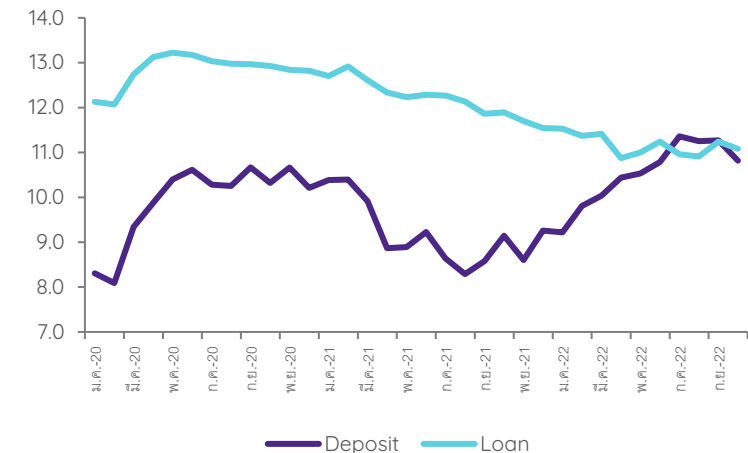
ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวจะเป็นตัวจุดรั้งที่สำคัญ

China export/ import growth (%YoY)



ด้วยการเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอตัวและเงินฝากส่วนเกิน
การเปิดประเทศจะช่วยกระตุ้นการบริโภคของจีน

China Deposit and Loan Growth (% YoY)

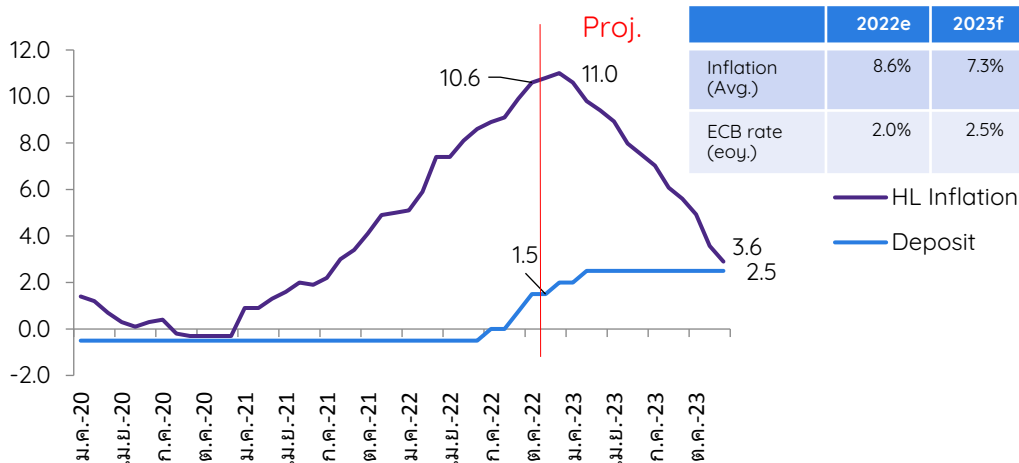


ยุโรปเข้าสู่ภาวะ
Stagflation

ยูโรโซนจะเข้าสู่ภาวะ Stagflation ในปี 2023

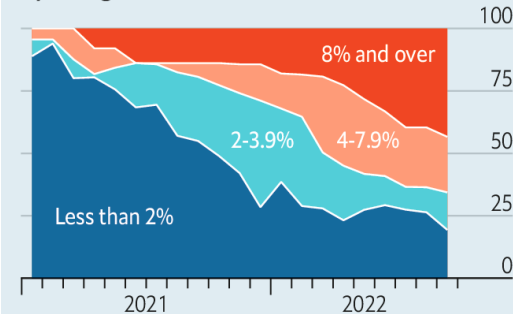
- เราคาดว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจจะหดตัวลงในปี 2023 โดยมีสาเหตุมาจากวิกฤตพลังงานที่ดำเนินอยู่และนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น โดยอัตราเงินเฟ้อยังคงสูงกว่าเป้าหมายทั้งในปี 2022 และปี 2023 แรงกดดันเงินเฟ้อในยูโรโซนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เคยคาด เนื่องจาก (1) ราคาพลังงานที่จะปรับสูงขึ้นตามราคาซื้อขายล่วงหน้า ขณะที่มาตรการอุดหนุนภาครัฐเริ่มจำกัดลง (2) เงินเพื่อการกระจายตัวเพิ่มมากขึ้น และ (3) สหภาพแรงงานเริ่มมีอำนาจในการเจรจาต่อรองยิ่งขึ้น ท่ามกลางภาวะตลาดแรงงานที่ค่อนข้างตึงตัว ทำให้เป็นไปได้สูงว่ายุโรปจะเกิดภาวะ Stagflation หรือเศรษฐกิจถดถอยแต่เงินเฟ้อสูงในระยะต่อไป โดยเฉพาะในประเทศยุโรปตะวันออกที่มีก๊าซสำรองในคลังต่ำกว่ายุโรปตะวันตก
- ความกังวลเรื่องเงินเฟ้อทำให้เราคิดว่า ECB จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นอีกสู่ระดับสูงสุดที่ 2.5% ใน 1Q23 ก่อนที่จะลดระดับลงสู่ neutral ในช่วงต้นปี 2024 ทั้งนี้แม้ว่าจะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย แต่เราคาดว่า ECB จะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ไม่เปลี่ยนแปลงในช่วงที่เหลือของปี โดยจะรอให้อัตราเงินเฟ้อลดลง เราคาดว่าหลังจากอัตราเงินเฟ้อปรับตัวลงอย่างมีนัยสำคัญเข้าใกล้เป้าหมายแล้วเท่านั้น ECB จึงจะเริ่มกลับมาลดดอกเบี้ยนโยบายเหลือ 2%

Euro inflation and ECB deposit rate proj. (%)



เราเชื่อว่าภาวะเงินเฟ้อจะฝังรากลึกมากยิ่งขึ้น

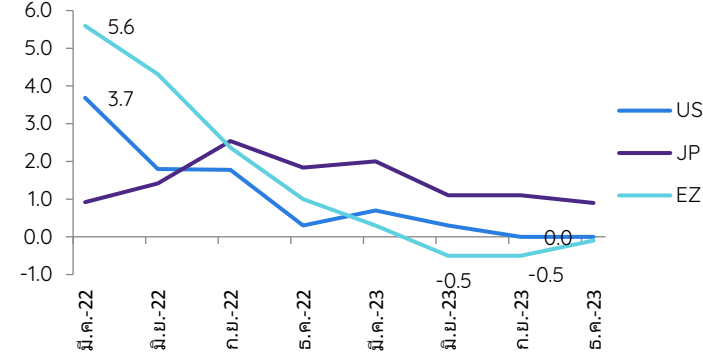
Euro area, share of consumer-price-index items† by change in annual inflation rate, %



*GDP-weighted average of Germany, Italy, Netherlands & Spain
†Weighted by household spending
Sources: National statistics; Oxford Economics; Eurostat; The Economist

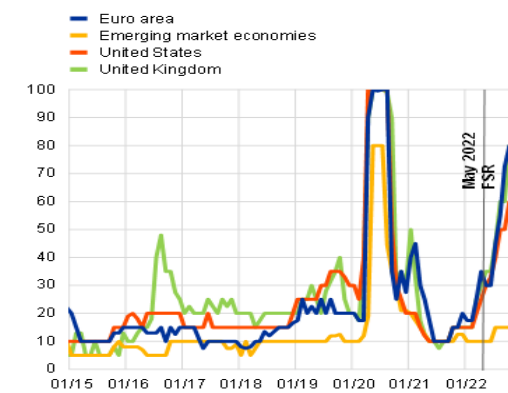
เราเชื่อว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะหดตัวลงใน 2H66

EU, US and JP Quarterly GDP growth Proj. (% YoY)

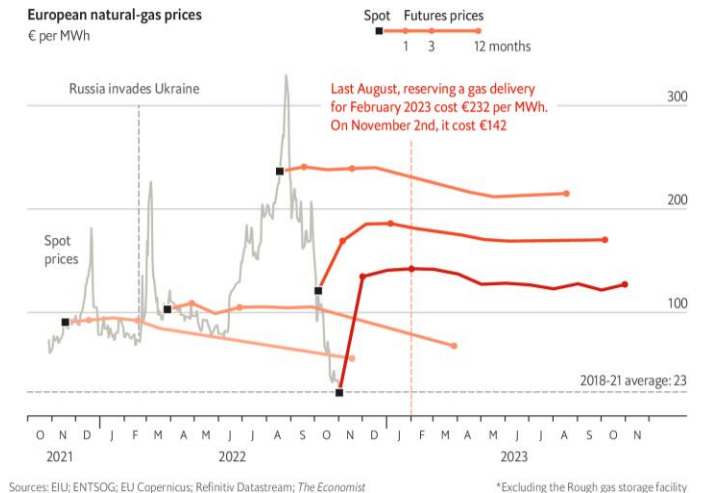


ECB มองว่ามีโอกาส 80% ที่จะเกิดภาวะถดถอย และมีความเสี่ยงที่จะเกิดวิกฤตการเงิน

(Jan. 2015-Oct. 2022, percentages)



ราคาลงทุนที่แท้จริงจะเพิ่มขึ้น แม้ว่าจะลดลงในระยะหลังนี้



เงินเพื่อทำจุดสูงสุดแล้ว,
ดอกเบี้ยย Convergence,
ความเสี่ยงทางการเงิน

Global inflation heatmap

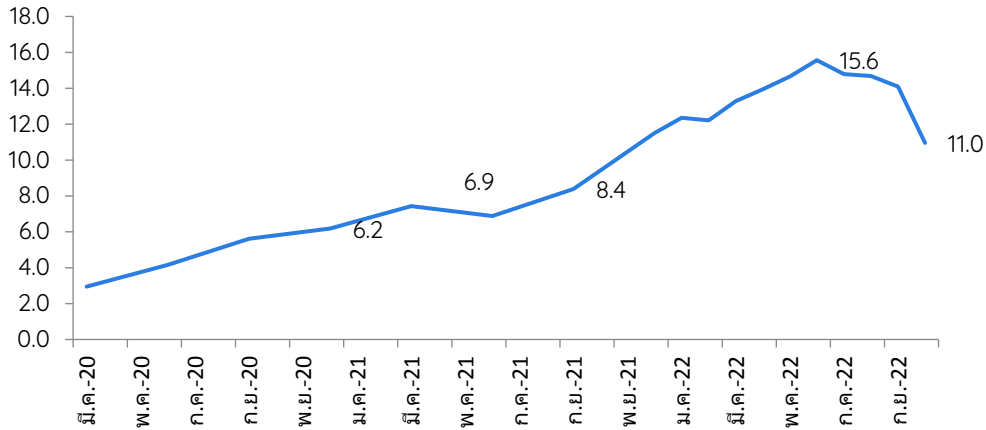
Region	03/2020	06/2020	09/2020	12/2020	03/2021	06/2021	09/2021	12/2021	01/2022	02/2022	03/2022	04/2022	05/2022	06/2022	07/2022	08/2022	09/2022	10/2022	
China	4.3	2.5	1.7	0.2	0.4	1.1	0.7	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	China
India	5.8	6.2	7.3	4.6	5.5	6.3	4.3	5.7	6.0	6.1	7.0	7.8	7.0	7.0	6.7	7.0	7.4	6.8	India
Indonesia	3.0	2.0	1.4	1.7	1.4	1.3	1.6	1.9	2.2	2.1	2.6	3.5	3.6	4.3	4.9	4.7	6.0	5.7	Indonesia
Japan	0.6	0.1	-0.2	-1.2	-0.4	-0.4	0.2	0.8	0.5	0.9	1.2	2.4	2.4	2.3	2.6	3.0	3.0	3.8	Japan
Malaysia	-0.2	-1.9	-1.4	-1.4	1.7	3.4	2.2	3.2	2.3	2.2	2.2	2.3	2.8	3.4	4.4	4.7	4.5		Malaysia
Philippines	2.5	2.5	2.3	3.5	4.5	4.1	4.8	3.1	3.0	3.0	4.0	4.9	5.4	6.1	6.4	6.3	6.9	7.7	Philippines
Singapore	0.0	-0.5	0.0	0.0	1.3	2.4	2.5	4.0	4.0	4.3	5.4	5.4	5.6	6.7	7.0	7.5	7.5		Singapore
South Korea	1.0	0.0	1.0	0.5	1.5	2.4	2.5	3.7	3.6	3.7	4.1	4.8	5.4	6.0	6.3	5.7	5.6	5.7	South Korea
Taiwan	0.0	-0.7	-0.6	0.0	1.2	1.8	2.6	2.6	2.8	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7	2.8	2.7	Taiwan
Thailand	-0.5	-1.6	-0.7	-0.3	-0.1	1.2	1.7	2.2	3.2	5.3	5.7	4.6	7.1	7.7	7.6	7.9	6.4	6.0	Thailand
Vietnam	4.9	3.2	3.0	0.2	1.2	2.4	2.1	1.8	1.9	1.4	2.4	2.6	2.9	3.4	3.1	2.9	3.9	4.3	Vietnam
European Union	1.1	0.7	0.2	0.2	1.7	2.2	3.6	5.3	5.6	6.2	7.8	8.1	8.8	9.6	9.8	10.1	10.9	11.5	EU
France	0.7	0.2	0.0	0.0	1.1	1.5	2.2	2.8	2.9	3.6	4.5	4.8	5.2	5.8	6.1	5.9	5.6	6.2	France
Germany	1.4	0.9	-0.2	-0.3	1.7	2.3	4.1	5.3	4.9	5.1	7.3	7.4	7.9	7.6	7.5	7.9	10.0	10.4	Germany
Greece	0.0	-1.6	-2.0	-2.3	-1.6	1.0	2.2	5.1	6.2	7.2	8.9	10.2	11.3	12.1	11.6	11.4	12.0	9.1	Greece
Iceland	2.1	2.7	3.5	3.6	4.3	4.2	4.4	5.1	5.7	6.2	6.7	7.2	7.6	8.8	9.9	9.7	9.3	9.4	Iceland
Ireland	0.7	-0.4	-1.2	-1.0	0.0	1.6	3.7	5.5	5.0	5.6	6.7	7.0	7.8	9.1	9.1	8.7	8.2	9.2	Ireland
Italy	0.1	-0.2	-0.6	-0.2	0.8	1.3	2.5	3.9	4.8	5.7	6.5	6.0	6.8	8.0	7.9	8.4	8.9	11.8	Italy
Netherlands	1.4	1.6	1.1	1.0	1.9	2.0	2.7	5.7	6.4	6.2	9.7	9.6	8.8	8.6	10.3	12.0	14.5	14.3	Netherlands
Norway	0.7	1.4	1.6	1.4	3.1	2.9	4.1	5.3	3.2	3.7	4.5	5.4	5.7	6.3	6.8	6.5	6.9	7.5	Norway
Portugal	0.0	0.1	-0.1	-0.2	0.5	0.5	1.5	2.7	3.3	4.2	5.3	7.2	8.0	8.7	9.1	8.9	9.3	10.1	Portugal
Russian Federation	3.1	2.6	2.5	2.1	3.1	3.9	6.3	8.4	8.7	9.2	16.7	17.8	17.1	15.9	15.1	14.3	13.7	12.6	Russian Federation
Spain	2.5	3.2	3.7	4.9	5.8	6.5	7.4	6.5	6.1	7.6	9.8	8.3	8.7	10.2	10.8	10.5	8.9	7.3	Spain
Sweden	0.6	0.7	0.4	0.5	1.7	1.3	2.5	3.9	3.7	4.3	6.0	6.4	7.3	8.7	8.5	9.8	10.8	10.9	Sweden
Switzerland	-0.5	-1.3	-0.8	-0.8	-0.2	0.6	0.9	1.5	1.6	2.2	2.4	2.5	2.9	3.4	3.4	3.5	3.3	3.0	Switzerland
Turkey	11.9	12.6	11.8	14.6	16.2	17.5	19.6	36.1	48.7	54.4	61.1	70.0	73.5	78.6	79.6	80.2	83.5	85.5	Turkey
United Kingdom	1.5	0.6	0.5	0.6	0.7	2.5	3.1	5.4	5.5	6.2	7.0	9.0	9.1	9.4	10.1	9.9	10.1	11.1	United Kingdom
Canada	0.9	0.7	0.5	0.7	2.2	3.1	4.4	4.8	5.1	5.7	6.7	6.8	7.7	8.1	7.6	7.0	6.9	6.9	Canada
Mexico	3.2	3.3	4.0	3.2	4.7	5.9	6.0	7.4	7.1	7.3	7.5	7.7	7.7	8.0	8.2	8.7	8.7	8.4	Mexico
US	1.5	0.6	1.4	1.4	2.6	5.4	5.4	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	US

Global policy interest rate heatmap

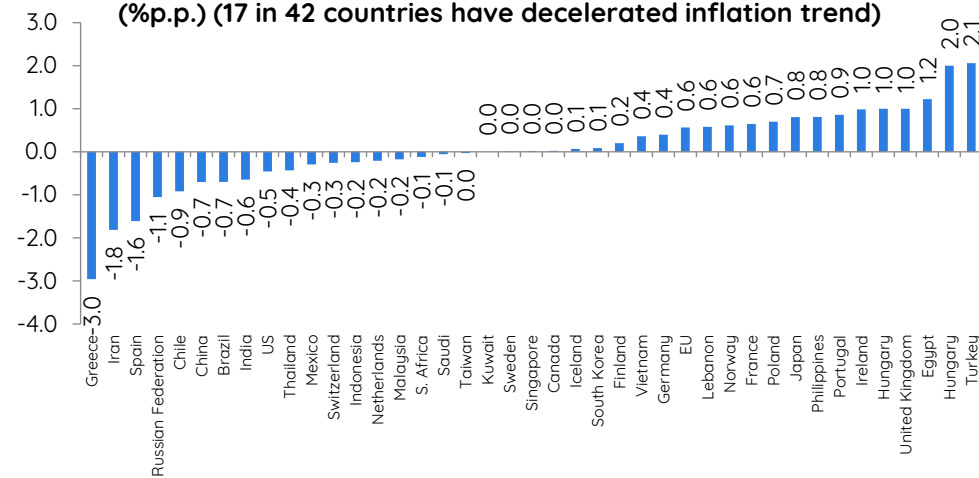
Region	03/2021	06/2021	09/2021	12/2021	01/2022	02/2022	03/2022	04/2022	05/2022	06/2022	07/2022	08/2022	09/2022	10/2022	
Australia	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.9	1.4	1.9	2.4	2.6	Australia
China	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	China
Hong Kong SAR (C	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	1.3	2.0	2.8	2.8	3.5	3.5	Hong Kong SAR (C
India	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.4	4.9	4.9	5.4	5.9	5.9	India
Indonesia	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.8	4.3	4.8	Indonesia
Japan	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	Japan
Malaysia	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	2.0	2.3	2.3	2.5	2.5	Malaysia
New Zealand	0.3	0.3	0.3	0.8	0.8	1.0	1.0	1.5	2.0	2.0	2.5	3.0	3.0	3.5	New Zealand
Philippines	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.8	3.0	3.8	4.3	4.8	4.8	Philippines
Singapore	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.6	0.7	0.7	1.7	2.1	2.3	4.4	2.9	Singapore
South Korea	0.5	0.5	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3	1.5	1.8	1.8	2.3	2.5	2.5	3.0	South Korea
Taiwan	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	Taiwan
Thailand	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0	1.0	Thailand
Vietnam	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3.5	4.5	Vietnam
European Union	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	1.3	1.3	European Union
Norway	0.0	0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	1.3	1.3	1.8	2.3	2.3	Norway
Poland	0.1	0.1	0.1	0.5	2.3	2.8	3.5	4.5	5.3	6.0	6.5	6.5	6.8	6.8	Poland
Portugal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	1.3	1.3	Portugal
Russian Federation	4.5	5.5	6.8	8.5	8.5	20.0	20.0	17.0	11.0	9.5	8.0	8.0	7.5	7.5	Russian Federation
Sweden	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.8	0.8	1.8	1.8	Sweden
Switzerland	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.2	-0.2	-0.2	0.4	0.5	Switzerland
Turkey	19.0	19.0	18.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	13.0	12.0	10.5	Turkey
United Kingdom	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.5	0.8	0.8	1.0	1.3	1.3	1.8	2.3	2.3	United Kingdom
Egypt	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	9.8	9.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	13.8	Egypt
Kuwait	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.8	1.8	2.0	2.3	2.5	2.8	3.0	3.0	Kuwait
Saudi Arabia	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.8	2.3	3.0	3.0	3.8	3.8	Saudi Arabia
South Africa	3.5	3.5	3.5	3.5	4.0	4.0	4.3	4.3	4.8	4.8	5.5	5.5	6.3	6.3	South Africa
United Arab Emira	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5	1.8	1.8	2.3	3.0	3.8	3.8	3.2	3.2	United Arab Emirates
Brazil	2.8	4.3	6.3	9.3	9.3	10.8	11.8	11.8	12.8	13.3	13.3	13.8	13.8	13.8	Brazil
Canada	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	1.0	1.0	1.5	2.5	2.5	3.3	3.8	Canada
Chile	0.5	0.5	1.5	4.0	5.5	5.5	7.0	7.0	8.3	9.0	9.8	9.8	10.8	11.3	Chile
Mexico	4.0	4.3	4.5	5.5	5.5	6.0	6.5	6.5	7.0	7.8	7.8	8.5	9.3	9.3	Mexico
United States	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.8	1.6	2.3	2.3	3.1	3.1	United States
Avg. Global	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.4	2.6	2.6	2.7	2.9	3.2	3.4	3.8	3.9	Avg. Global
Avg. DM	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	0.9	1.3	1.5	2.1	2.1	Avg. DM
AVG. AEM	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.4	2.5	2.7	3.1	3.3	AVG. AEM

เงินเฟ้อทั่วโลก ถึงจุดสูงสุดแล้ว ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายกลุ่ม DM จะขึ้นสูงเกินไป (Overshoot)

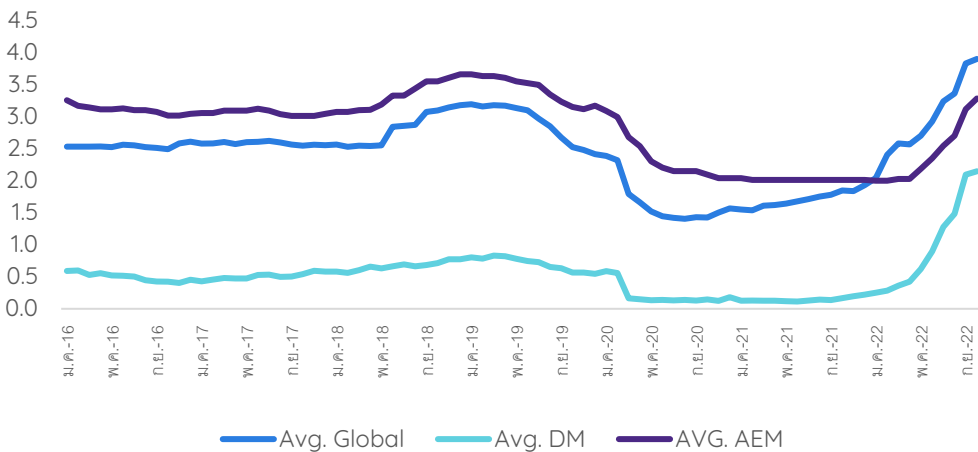
Simple average of CPI inflation in 42 countries (%)



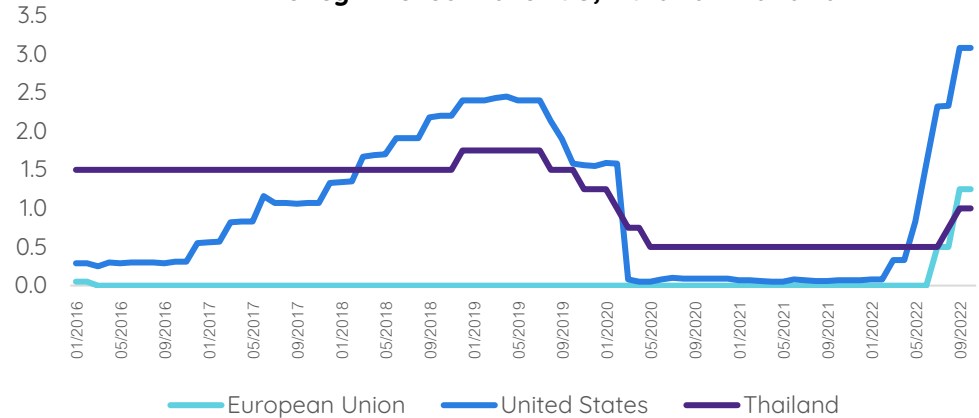
Dif between latest inflation rate and the month before (%p.p.) (17 in 42 countries have decelerated inflation trend)



Policy Interest rate: US, EU and Thailand



Policy Interest rate: US, EU and Thailand



- จากการติดตามอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยของ 42 ประเทศ เราพบว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วโลกทำสูงสุดไปแล้วตั้งแต่เดือนมิ.ย. 2022 โดยที่มีอย่างน้อย 17 ประเทศแสดงสัญญาณอัตราเงินเฟ้อลดลง
- ในด้านอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราพบว่าแม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของเกือบทุกประเทศจะเพิ่มขึ้น (ยกเว้นบางประเทศ เช่น ตุรกี) แต่อัตราการปรับขึ้นใน DM (โดยเฉพาะสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร และสหภาพยุโรป) นั้นเร็วกว่า EM Asia
- เราเชื่อว่าการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นแรงใน DM มีแนวโน้มที่จะกลับมาปรับลดลงในปีหน้าเนื่องจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วเกินไปจะนำไปสู่ภาวะถดถอยและ/หรือวิกฤตการเงิน

วิเคราะห์ความเปราะบางของภาคการเงินโลก

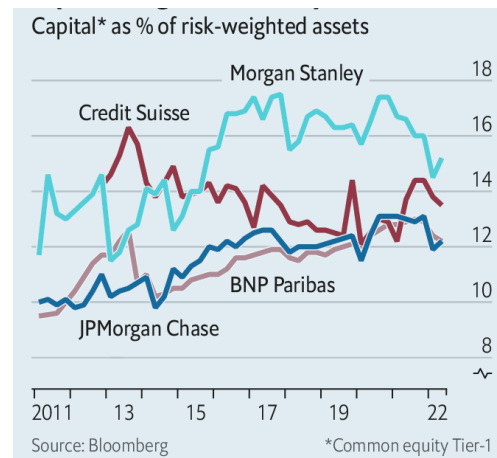
ความผันผวนตลาดพันธบัตรระดับเดียวกับช่วง
Covid-19



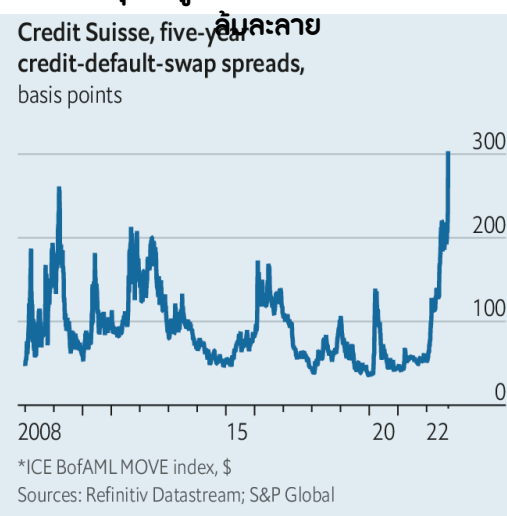
ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี อังกฤษพุ่งขึ้นระดับ
เดียวกับช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์



เงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงของธนาคาร
ขนาดใหญ่ยังคงค่อนข้างสูง



Credit-default-swap ของธนาคาร Credit Suisse พุ่งขึ้นสูงกว่าช่วง Lehman Brothers



- ปัจจุบัน ตลาดการเงินกำลังประสบปัญหาสองประการ กล่าวคือ (1) การขาดสภาพคล่อง (Illiquidity) หรือ (2) การล้มละลาย (Insolvency) โดยนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นมีแนวโน้มที่จะทำให้เกิดทั้ง 2 สถานการณ์ โดยปัญหาสภาพคล่องจะเกิดขึ้นก่อน โดยเรามองว่า ภาคธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงสุด ได้แก่ กองทุนที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญ และกองทุนตราสารหนี้ปลายเปิด ขณะที่ธนาคารจะมีความเสี่ยงสูงขึ้นจากการมีรูปแบบธุรกิจที่น่าสงสัย และ/หรือมีความเสี่ยงสูง แต่เงินกองทุนที่อยู่ในระดับสูงจะช่วยเป็นกันชนในระดับหนึ่ง
- ขณะที่ธุรกิจอื่นๆ ที่มีความเสี่ยงต่อไป ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ สินเชื่อเพื่อผู้บริโภคที่ไม่มีหลักประกัน (unsecured consumer finance) ธุรกิจประเภทให้บริการซอฟต์แวร์ ที่มีรายได้ในรูปแบบการสมัครสมาชิก และสินทรัพย์ทางเลือกอื่น ๆ เช่น Private Equity, REITs และ Hedgefund รวมถึงธุรกิจประกันที่มีความเสี่ยงจากผลตอบแทนพันธบัตรที่พุ่งขึ้น

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญอื่นๆ ที่ต้องจับตา



1. การดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นก่อให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลก เราเชื่อว่าจะเกิดภาวะถดถอยปานกลางในสหภาพยุโรป และภาวะถดถอยแบบอ่อนๆ ในสหรัฐฯ อันเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว แต่ถ้าเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูง และ/หรือธนาคารกลางของ DM มีท่าที hawkish มากกว่าที่คาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน ระดับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลกอย่างรุนแรง



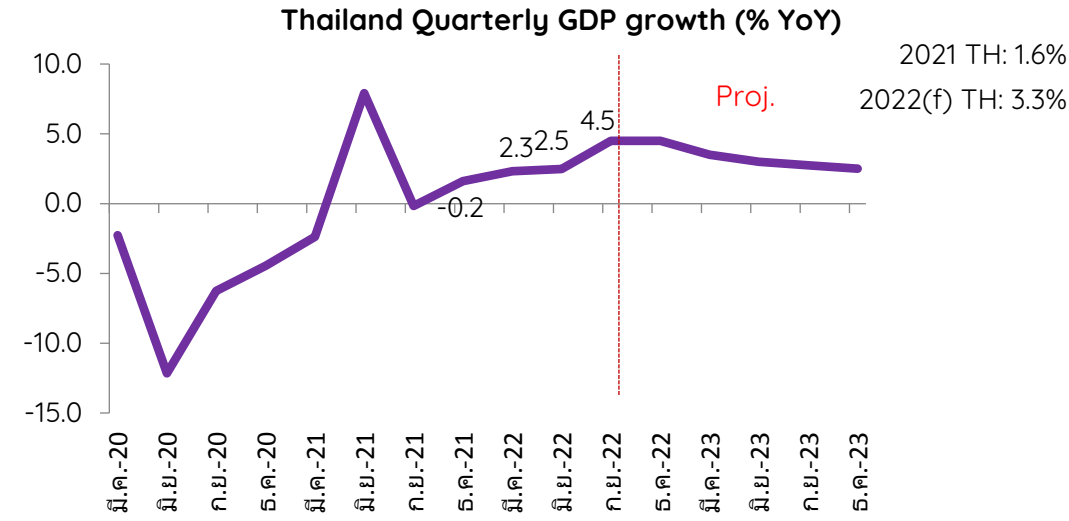
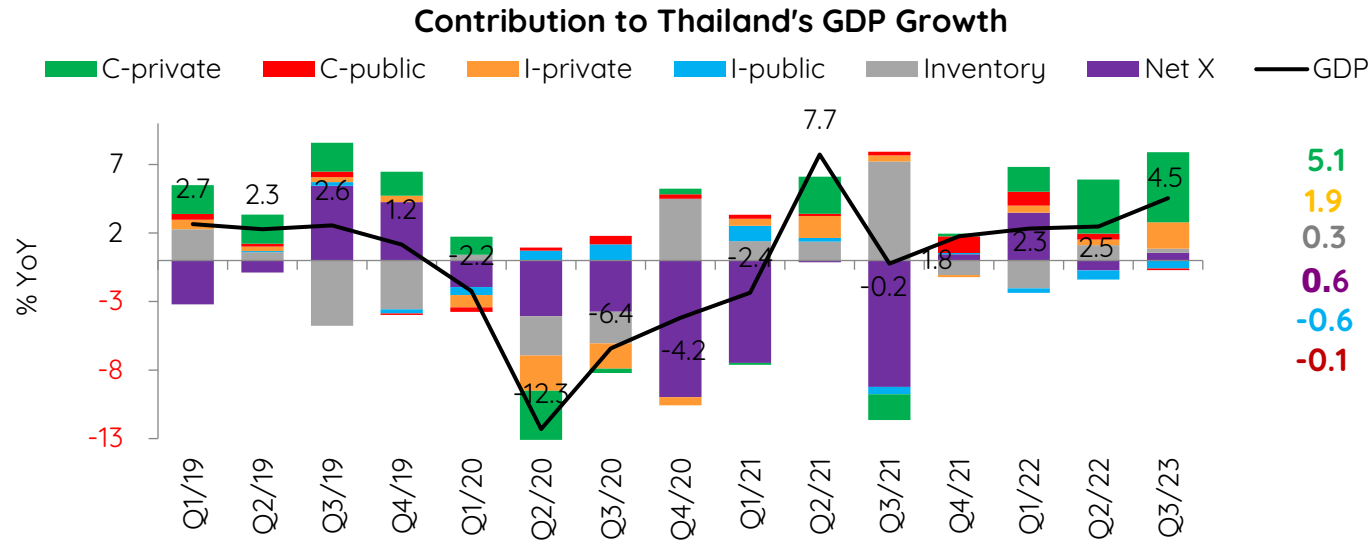
2. . นโยบาย Zero-covid ของจีนก่อให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างรุนแรง เราเชื่อว่ารัฐบาลจีนจะยกเลิกนโยบาย Zero-covid ในไตรมาส 2 อย่างไรก็ดี หากพบเชื้อไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่ในช่วงฤดูหนาว จีนอาจจะยังคงใช้มาตรการล็อกดาวน์อย่างเข้มงวด เมื่อประกอบกับภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอต่อเนื่องของจีน อาจทำให้เศรษฐกิจจีนหดตัวอย่างรุนแรง ซึ่งจะส่งผลกระทบอย่างมากต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลก



3. ความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนกลายเป็นสงครามโลก เราเชื่อว่ามีโอกาสที่สงครามยูเครนจะลดระดับความรุนแรงในปีหน้า แต่ถ้าสงครามลุกลามไปถึงประเทศเพื่อนบ้าน (เช่น ภูมิภาคนิวโรดักในโปแลนด์) ก็อาจถึงประเทศอื่นๆ เข้าสู่ความขัดแย้งโดยไม่ตั้งใจ และก่อให้เกิดสงครามระหว่างประเทศที่มีความเสี่ยงที่จะทวีความรุนแรงขึ้นจนกลายเป็นสงครามโลก

ประเทศไทย

เศรษฐกิจไทยใน 3Q22 เติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 4.5% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากการเปิดประเทศ



- เศรษฐกิจไทยใน 3Q22 เติบโต 4.5% YoY หรือ 1.2% QoQSA (ดีขึ้นจาก 1.2% และ 0.7% QoQSA ใน 1Q22 และ 2Q22) สูงกว่าประมาณการของเราที่ 4.0% YoY
- การบริโภคภาคเอกชนเติบโตอย่างรวดเร็วที่ 9% YoY ทั้งนี้เนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรค COVID-19 ที่คลี่คลายลงและรายได้ของประชาชนปรับตัวดีขึ้น ส่งผลทำให้การใช้จ่ายแรงตัวขึ้นในทุกหมวด การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวสูงถึง 11.0% แรงตัวขึ้นจาก 2.3% ในไตรมาสก่อน สอดคล้องกับการลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์ที่แรงตัวขึ้น ขณะที่การลงทุนในภาคก่อสร้างเริ่มฟื้นตัว
- การส่งออกบริการแรงตัวขึ้นตามการท่องเที่ยว อย่างไรก็ตาม การส่งออกสินค้าชะลอตัวตามเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าที่ชะลอตัว ขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐลดลงใน 3Q22 การเบิกจ่ายงบประมาณประจำปีที่ 663,391 ล้านบาท ลดลง 15.4% เมื่อเทียบกับไตรมาสเดียวกันของปีก่อน ในทางกลับกัน การเบิกจ่ายงบประมาณจาก พ.ร.ก.เงินกู้จำนวน 1.5 ล้านล้านบาท แรงตัวขึ้น การลงทุนภาครัฐก็ลดลง เนื่องจากความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณก่อสร้างถนน สะพาน อาคารสำนักงาน
- โดยสรุปแล้ว หากพิจารณาจากรายจ่าย เศรษฐกิจที่เติบโตดีกว่าคาดมีสาเหตุมาจาก (1) การบริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นหลังเปิดประเทศ และ (2) การท่องเที่ยวภายหลังการเปิดประเทศ ทำให้ปริมาณการส่งออกบริการสูงถึง 87%

ด้านการผลิต พึ่งตัวจากการเปิดประเทศและการส่งออกที่ดี

Growth	Share	GDP Growth Production side						
		Yr2018	Yr2019	Yr2020	Yr2021	22Q1	22Q2	22Q3
GDP	100.0%	4.2	2.2	-6.2	1.5	2.3	2.5	4.5
Agri	9.0%	6.1	-0.9	-3.5	1.0	4.7	4.4	-2.3
Industrial	31.7%	4.1	2.4	-6.4	1.6	0.6	-1.8	4.7
Manufacturing	26.3%	3.5	-0.8	-5.6	4.9	2.0	-0.5	6.3
Electric	2.3%	2.2	4.5	-8.0	-2.5	2.1	1.4	5.8
Construction	2.9%	2.3	1.6	1.3	2.7	-5.5	-4.5	-2.8
Wholesale, Retail	17.2%	6.4	4.5	-3.2	1.7	2.8	3.1	3.5
Transport	4.9%	3.9	2.8	-22.9	-2.9	4.2	5.2	9.9
Hotel & Rest.	3.2%	8.0	7.7	-37.5	-14.4	33.5	44.9	53.6
ICT	2.6%	8.8	11.4	1.1	5.6	5.7	6.3	4.9
Financial	8.0%	3.7	1.9	5.1	5.7	1.3	1.6	0.5
Real Estate	2.7%	5.4	3.8	1.5	1.8	1.0	2.4	3.0

- ด้านการผลิต การฟื้นตัวส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการเปิดประเทศ สาขาที่ฟื้นตัวได้มากที่สุด คือ สาขาที่พักแรมและบริการด้านอาหาร โดยขยายตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 ที่ 53.6% และเร่งขึ้นจากการขยายตัว 44.9% ในไตรมาสก่อนหน้า ตามการขยายตัวในเกณฑ์สูงและเร่งขึ้นของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศ และการขยายตัวต่อเนื่องของการท่องเที่ยวในประเทศ โดยในไตรมาสนี้ นักท่องเที่ยวต่างประเทศที่เดินทางเข้ามาท่องเที่ยวในประเทศไทยมีจำนวน 3.608 ล้านคน (คิดเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศในช่วงก่อนเกิดการแพร่ระบาดของโรค COVID-19) ซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินมาตรการเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างประเทศ และสถานการณ์ด้านการเดินทางท่องเที่ยวระหว่างประเทศเริ่มปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติมากขึ้น โดยนักท่องเที่ยวสำคัญที่เดินทางเข้ามาในราชอาณาจักรในไตรมาสนี้ ได้แก่ นักท่องเที่ยวจากภูมิภาคเอเชียตะวันออก 2.135 ล้านคน (59.17%) ภูมิภาคยุโรป 0.587 ล้านคน (16.28%) และภูมิภาคเอเชียใต้ 0.403 ล้านคน (11.16%)
- ในขณะเดียวกัน สาขาการผลิตสินค้าอุตสาหกรรมก็ฟื้นตัวขึ้นทั้งเพื่อการส่งออกและในประเทศ การผลิตสินค้าอุตสาหกรรมขยายตัว 6.3% เทียบกับการลดลง 0.5% ในไตรมาสก่อนหน้าตามการกลับมาขยายตัวของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต นอกจากนี้การผลิตในสาขาอื่นๆ ก็ฟื้นตัวดีขึ้น
- ภาคการผลิตหลักที่หดตัว ได้แก่ สาขาเกษตรกรรม การป่าไม้ และการประมง ปรับตัวลดลง 2.3% ตามการลดลงของผลผลิตพืชเกษตรสำคัญที่ได้รับผลกระทบจากปัญหาอุทกภัย และสภาพอากาศไม่เอื้ออำนวยในหลายพื้นที่ สินค้าเกษตรที่ได้รับผลกระทบ ได้แก่ ไม้ผล ยางพารา สุกร และมันสำปะหลัง
- อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าเกษตรปรับตัวดีขึ้น ดัชนีราคาสินค้าเกษตรเพิ่มขึ้น 20.1% ตามการเพิ่มขึ้นของดัชนีราคาสินค้าเกษตรสำคัญๆ เช่น สุกร ผลไม้ ข้าวเปลือก และไก่เนื้อ ส่งผลให้ดัชนีรายได้เกษตรกรโดยรวมเพิ่มขึ้นเป็นไตรมาสที่ 3 ติดต่อกันที่ 17.7%

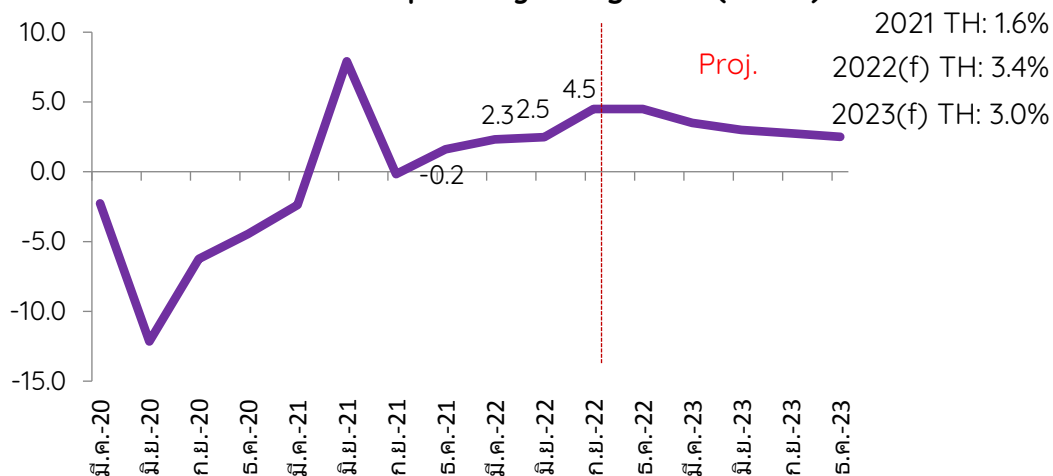
มุมมองที่เรามีต่อเศรษฐกิจหลังการประกาศ GDP 3Q22

2022-23 Thai GDP growth projection (Nov 2022)(%)

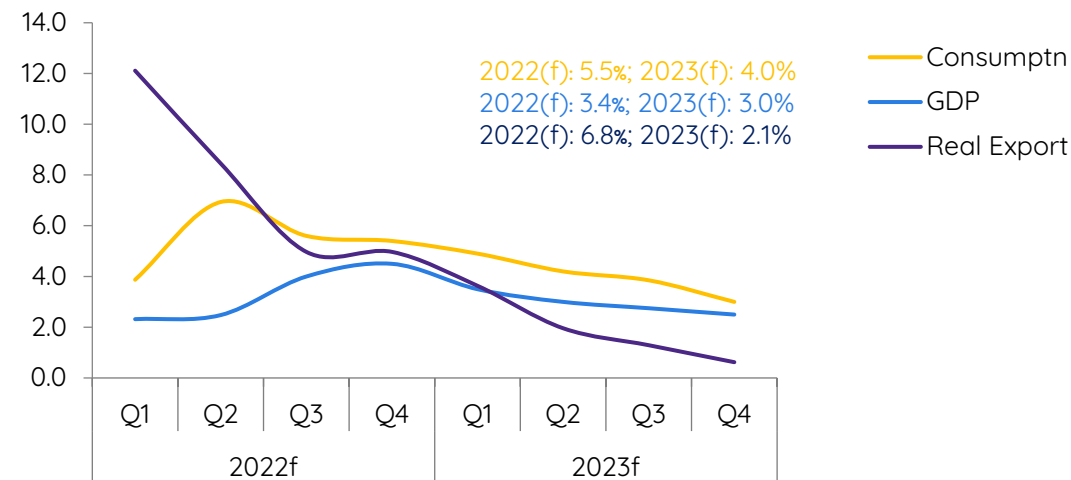
	2022f				2023f			
	Q1	Q2	Q3	Q4f	Q1	Q2	Q3	Q4
Priv. Cons.	3.5	7.1	9.0	-	-	-	-	-
Public. Cons.	7.2	2.8	-0.6	-	-	-	-	-
Priv. Inv.	2.9	2.3	11.0	-	-	-	-	-
Public. Inv.	-4.7	-9.0	-7.3	-	-	-	-	-
X of G&S	12.1	8.5	9.5	-	-	-	-	-
M of G&S	6.2	9.5	8.2	-	-	-	-	-
GDP Growth	2.3	2.5	4.5	4.5	3.5	3.0	2.8	2.5

- ในประเทศไทย เราเชื่อว่าเศรษฐกิจปี 2023 จะชะลอตัวเมื่อเทียบกับปี 2022 เศรษฐกิจไทยจะเติบโตเร็วที่สุดในไตรมาสที่ 1 (โดย GDP จะเติบโตประมาณ 3.5-4.0%) ในขณะที่จะชะลอตัวลงอีกในช่วงครึ่งปีหลัง (โดยจะเติบโตในช่วง 2.0-2.5% ในไตรมาสที่ 4) จากสาเหตุหลัก 3 ประการ
- ประการแรก เศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวมากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง ซึ่งจะส่งผลทำให้การส่งออกปรับตัวลดลง (เราเชื่อว่าการส่งออกจะไม่เติบโตในปี 2023)
- ประการที่สอง ในขณะที่การบริโภคภาคเอกชนจะเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญของเศรษฐกิจ แต่แรงขับเคลื่อนอื่นๆ เช่น การลงทุนภาคเอกชน และการใช้จ่ายภาครัฐ (ทั้งการบริโภคและการลงทุน) จะอ่อนแรง โดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและการเบิกจ่ายที่ชะลอตัวของโครงการภาครัฐ
- ประการสุดท้าย เราเชื่อว่าภาคการท่องเที่ยวจะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจเติบโต โดยที่คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยราว 21-25 ล้านคน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่านักท่องเที่ยวส่วนใหญ่จะเป็นนักท่องเที่ยวที่เดินทางระยะใกล้ (short-haul) มากกว่าระยะไกล (long-haul) ซึ่งจะสร้างรายได้ให้กับประเทศน้อยกว่า

Thailand quarterly GDP growth (% YoY)



2022-23 Thai GDP growth and component projection (Nov 2022)(%)



ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานราชการล่าสุดเปรียบเทียบกับ InnovestX

Macro growth projection	Actual 2021	FPO (Oct'22) 2022f	BOT (Sep'22) 2022f	NESDC (Nov'22) 2022f	InnovestX (Aug'22) 2022f	FPO (Oct'22) 2023f	BOT (Sep'22) 2023f	NESDC (Nov'22) 2023f	InnovestX (Oct'22) 2023f
GDP growth	1.6	3.4	3.3	3.2	3.4	3.8	3.8	3.5	3.0
Private investment	3.2	5.1	5.4	3.9	3.8	3.7	3.9	2.6	2.8
Public investment	3.8	1.8	3.5	-0.7	3.5	2.5	2.3	2.4	3.8
Private consumption	0.8	4.8	4.9	5.4	5.0	3.2	3.3	3.0	4.0
Public consumption	3.2	-2.0	-1.9	-0.2	2.0	-0.6	-1.1	-0.1	0.9
Export value in US\$ terms (%)	18.8	8.1	7.9	7.5	6.0	2.5	1.1	1.0	0.0
Import value in US\$ terms (%)	15.0	16.6	13.8	17.8	12.4	3.0	1.8	1.6	2.1
Current account to GDP (%)	-2.2	-1.6	-1.5	-3.6	-1.5	1.1	0.7	1.1	0.0
Headline inflation (%)	1.2	6.2	6.2	6.3	6.1	2.6	2.6	3.0	3.3
USD/THB	32.0	35.6	N/A	35.2	35.4	36.7	N/A	36.0	36.0
Policy rate (%)	0.50	N/A	N/A	N/A	1.25	N/A	N/A	N/A	2.00
No. of inbound tourists (mn)	0.43	10.2	6.0	7.0	10.0	21.5	21.0	23.5	25.0

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

กลยุทธ์การลงทุน

หุ้นแนะนำใน 4Q22 ของเรา

Outperform SET อยู่ 1.5%

4Q22 ใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว โดยตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 1% underperform ตลาดหุ้นภูมิภาคอยู่ 6% และตลาดหุ้นโลกอยู่ 12% โดยมีสาเหตุมาจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งใน 9M22 และกำไรสุทธิที่เติบโตต่ำกว่าคาดใน 3Q22 สำหรับ 4Q22 แรงขับเคลื่อนตลาดหุ้นฟื้นตัวดีขึ้นอันเป็นผลมาจาก 1) ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำกว่าคาด 2) การคาดการณ์เกี่ยวกับการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ที่ชะลอตัวลง 3) ความหวังว่าจีนจะกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง และ 4) ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างสหรัฐฯ-จีนลดน้อยลง

ตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนติดลบใน 4Q22 และเป็นหนึ่งในตลาดที่ให้ผลตอบแทนแย่ที่สุดในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นครั้งล่าสุด contribution ของดัชนีตลาดหุ้นไทยกระจุกตัวอยู่ใน 4 กลุ่ม: กลุ่มพลังงาน (PTTGC PTTEP) กลุ่มพาณิชย์ (MAKRO CPALL CRC) กลุ่มอาหาร (MINT CBG) และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (SIRI SPALI) ในขณะที่กลุ่ม ICT (ADVANC DTAC) กลุ่มการแพทย์ (BH) กลุ่มประกัน และกลุ่ม Consumer Finance ให้ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง นักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิหุ้นไทย 689 ล้าน ดอลลาร์สหรัฐ QTD ต่อเนื่องจากที่มียอดซื้อสุทธิแข็งแกร่งใน 3Q22 ที่ 1,076 ล้านดอลลาร์สหรัฐ การเคลื่อนย้ายเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติคล้ายกันกับตลาดอื่นๆ ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย (521 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) เวียดนาม (234 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และฟิลิปปินส์ (68 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) การลงทุนของต่างชาติในเวียดนามและฟิลิปปินส์พลิกกลับมาเป็นบวก ในขณะที่ไทยและอินโดนีเซียมีเม็ดเงินไหลเข้าสุทธิเล็กน้อย

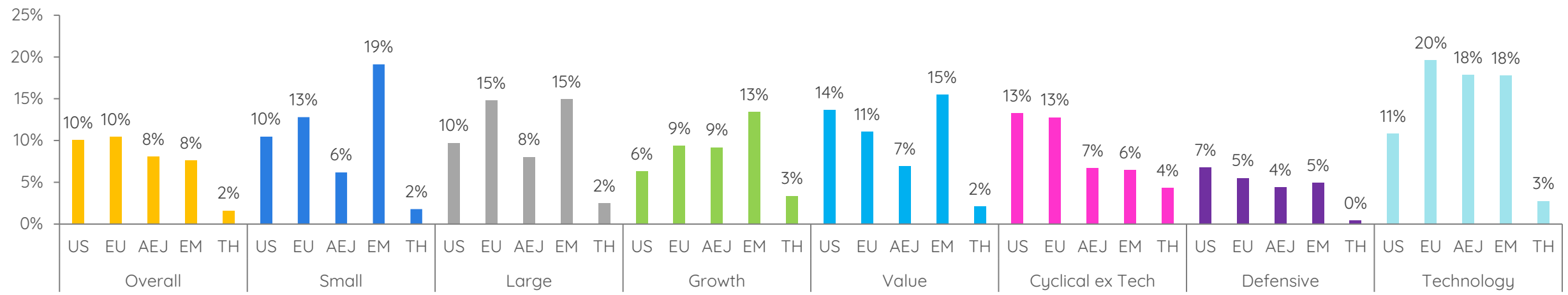
ธีมหลักของเราใน 4Q22 ซึ่งมุ่งเน้นที่การชะลอตัวทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุด อัตราดอกเบี้ยมีเสถียรภาพ และตลาดผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ดูเหมือนจะสอดคล้องกับปฏิกิริยาของตลาด การ rally ของตลาดสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้อย่างมาก ส่งผลทำให้ตราหุ้นสินค้าโภคภัณฑ์และหุ้นวัฏจักรเศรษฐกิจโลกปรับตัว outperform อย่างไรก็ดีตาม หุ้นแนะนำของเราซึ่งอยู่ในตราหุ้น Domestic และ Growth ให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ย โดยได้รับการสนับสนุนจากการฟื้นตัวของกิจกรรมภายในประเทศอย่างแข็งแกร่งในสหรัฐฯ สหภาพยุโรป และไทย

หุ้นเด่นของเราซึ่งเน้นหุ้นเติบโตที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศ พร้อมกับงบดุลที่แข็งแกร่ง และโมเมนตัมกำไรเป็นบวกต่อเนื่อง ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 0.5% outperform SET อยู่ 1.5% เนื่องจากหุ้นเด่นของเราทุกตัว (ยกเว้น MTC) ปรับตัว outperform ตลาด

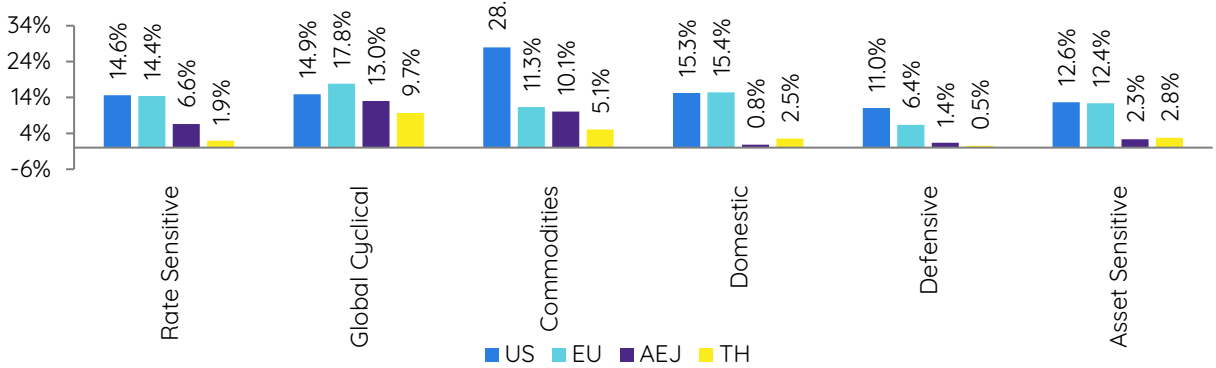
Price performance ใน 4Q22

หุ้นเติบโต หุ้นสินค้าโภคภัณฑ์ หุ้นวัฏจักร และหุ้น domestic ปรับตัว outperform

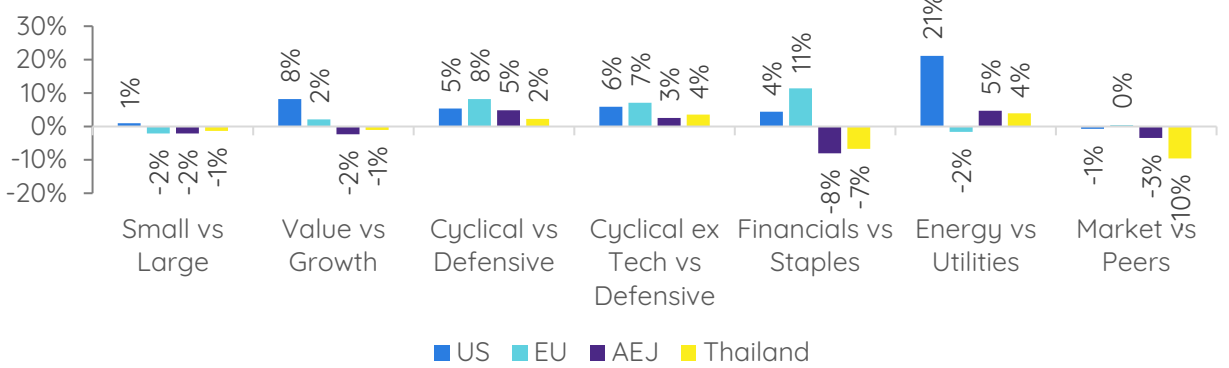
Performance comparison in 4Q22 (as of 18 Nov 22)



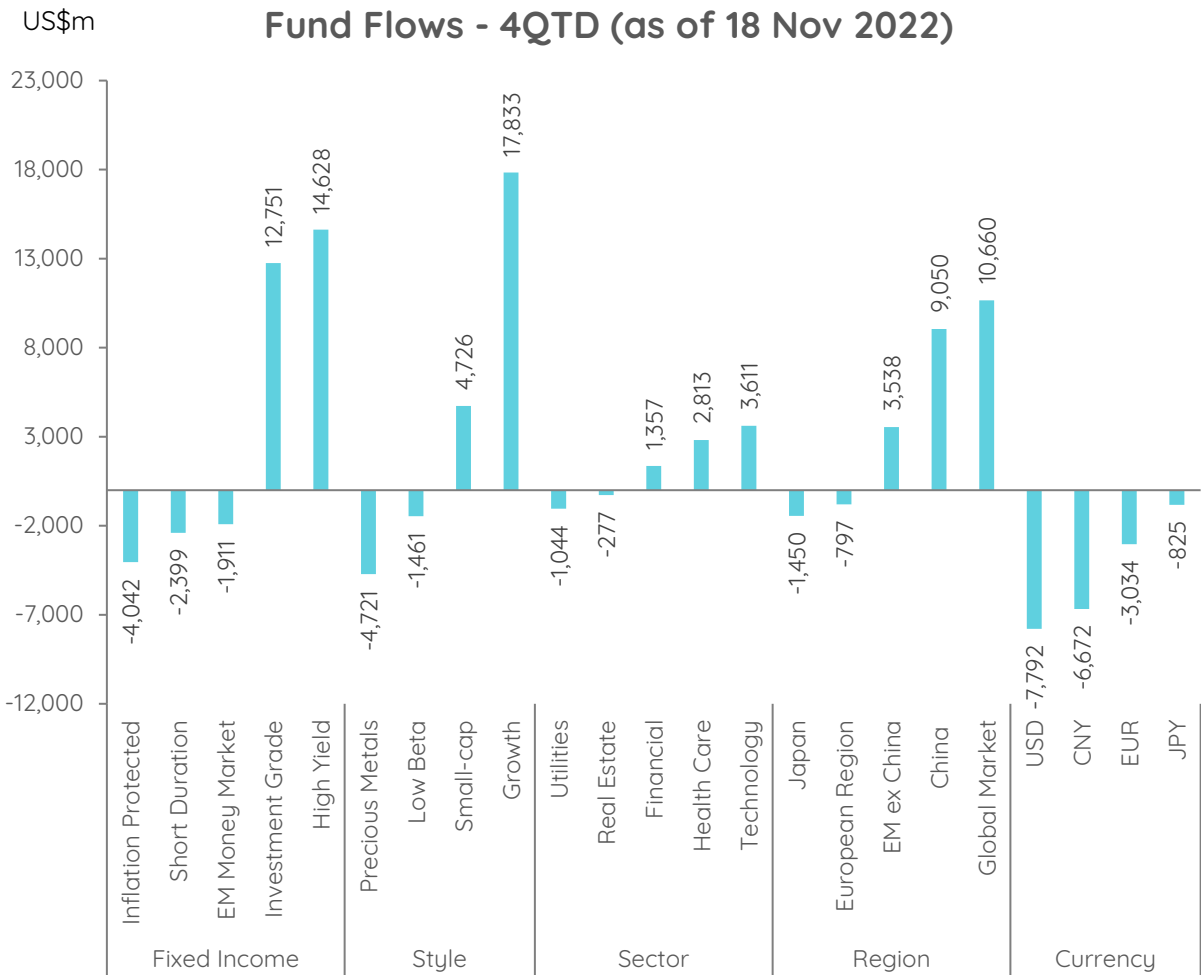
4QTD Returns



Relative performance



ความเคลื่อนไหวของกระแสเงิน เปิดรับความเสี่ยงมากขึ้นใน 4Q22



กระแสเงินที่ไหลเข้ากองทุนรวมและผลิตภัณฑ์การลงทุนที่เกี่ยวข้องเป็นบวกทั้งกองทุนตราสาร
ทุนและกองทุนตราสารหนี้ในเดือนต.ค.-พ.ย. 2022 ในขณะที่กองทุนรวมตลาดเงิน สิ้นค้าโภค
ภัณฑ์ และ currency เผชิญกับกระแสเงินไหลออกสุทธิ

เมื่อพิจารณาจากความเคลื่อนไหวของกระแสเงินใน 4Q22 เราพบว่า

- 1) ตลาดคาดว่าอัตราดอกเบี้ยใกล้ถึงจุดสูงสุด เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อลดลงเมื่อพิจารณา
จากแรงเทขายจำนวนมากในกลุ่ม TIPS นอกจากนี้ หุ่นขนาดเล็กก็มีโมเมนตัมที่ดีขึ้นจาก
ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง
- 2) ตลาดหุ้นฟื้นตัวจากความคาดหวังว่าจีนจะกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง ส่งผลทำให้มีกระแส
เงินไหลเข้าจำนวนมากไหลเข้าตลาด EM และตลาดจีน
- 3) มีแรงขายเงินดอลลาร์สหรัฐและโลหะมีค่าออกมาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากตลาดคาดว่า
ดอลลาร์จะอ่อนค่าลงจากการคาดการณ์ว่าเฟดจะมีท่าที hawkish ลดน้อยลง
- 4) การลดลงของ yield ส่งผลทำให้กระแสเงินไหลเข้ากลุ่มเทคโนโลยีและกลุ่มเติบโต รวมถึง
ตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ได้รับแรงดึงดูดในระดับนำลงทุนและให้ผลตอบแทนสูง
- 5) กลุ่มที่มีความอ่อนไหวทางเศรษฐกิจมากกว่ากลุ่มอื่นๆ เช่น กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และ
กลุ่มวัสดุ ล้วนมีกระแสเงินไหลออกใน 4Q22 อันเนื่องมาจากความกลัวภาวะเศรษฐกิจ
ถดถอยที่เพิ่มขึ้น

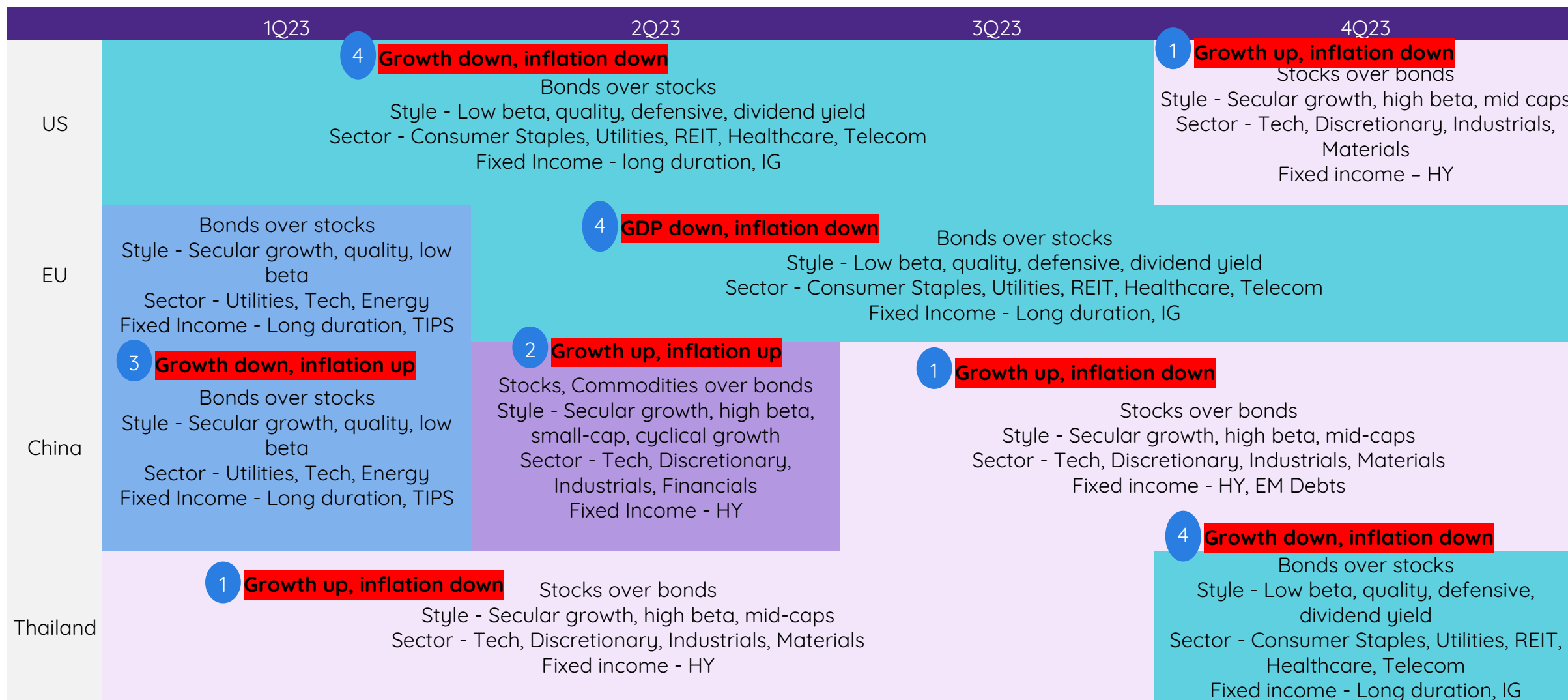
ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนเข้าซื้อสะสมหุ้นเติบโตสูง เนื่องจากคาดว่า sentiment ตลาดจะ
ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น หลังจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยชะลอตัวลง เงินเฟ้อลดลง และจีนกลับมา
เปิดประเทศอีกครั้ง; ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญปรับตัวลดลง

แนวโน้มตลาด

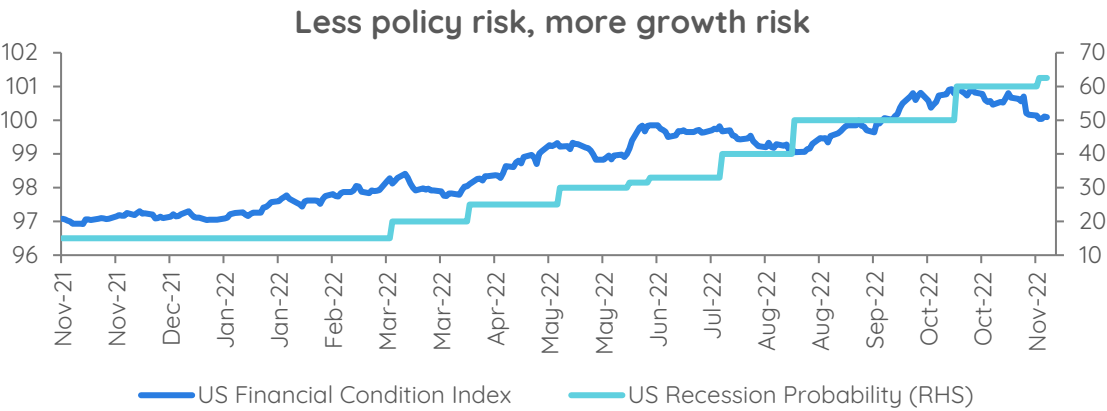
สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 1Q23

Our summary views		
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค	เศรษฐกิจโลกจะมีลักษณะ 3 ประการ: 1) การเติบโตของเศรษฐกิจโลกจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และ EM มีโอกาสที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยรุนแรงน้อยกว่า DM 2) อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกได้ทำจุดสูงสุดไปแล้ว และคาดว่าจะลดลงจากฐานสูงและอุปสงค์ทั่วโลกที่ลดลง 3) ธนาคารกลางต่างๆ จะชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย และเราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยของ EM และ DM จะปรับเข้าหากัน สำหรับประเทศไทย คาดว่าเศรษฐกิจจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง โดยได้แรงหนุนจากการบริโภคภาคเอกชนและการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว ในขณะที่การลงทุนและการใช้จ่ายภาครัฐจะเป็นตัวจุดรั้งที่สำคัญ	
จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ	อุปสงค์การบริโภคในประเทศ กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว และกลุ่มที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง	
ภาวะการเงินผ่อนคลายลงถึงแม้ว่าต้องเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย	เราเชื่อว่าในที่สุดแล้วการผ่อนคลายจากความกลัวเงินเฟ้อ การขึ้นดอกเบี้ย และการล็อกดาวน์ของจีนจะส่งผลให้นักลงทุนกลับมามองหาหุ้นที่ให้ yield และมีค่า beta สูงขึ้น นอกจากนี้แล้ว นักลงทุนก็จะเปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้น เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลก (รวมถึงการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดลดน้อยลงของเฟด) จะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นในปีหน้า เราแนะนำให้เพิ่มการลงทุนในกลุ่มและธีม tactical เช่น กลุ่มหุ้นขนาดเล็ก กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มหุ้นเติบโต และกลุ่มวัฏจักร เมื่อเฟดเปลี่ยนท่าทีเกี่ยวกับนโยบายการเงิน และเศรษฐกิจทำจุดต่ำสุดใน 2Q23	
คาดหวังว่า real yield จะเป็นบวก	real yield ที่กลับมาเป็นบวกทำให้ upside มีจำกัด การหาสินทรัพย์ที่มี upside สูงโดยที่ราคาไม่ได้ถูกมากทำได้ยาก เราแนะนำให้ลงทุนในกลุ่มที่มีลักษณะ defensive (การแพทย์ สาธารณูปโภค สินค้าอุปโภคบริโภค) เพื่อรับมือกับความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญต่อผลประกอบการและ valuation ในสภาพแวดล้อมมหภาคที่มีความผันผวนใน 1Q23	
เติบโตแตกต่างกัน	การทำจุดสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ การทำจุดสูงสุดของค่าเงินดอลลาร์ การทำจุดต่ำสุดของวัฏจักรเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งของจีน เป็นปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญที่จะทำให้ performance ของตลาด EM ฟื้นตัว นอกจากนี้ผลประโยชน์ของการของบริษัทใน EM ก็น่าจะเติบโตกว่า 9% ในปีหน้า เทียบกับ DM ที่เติบโต 5% valuation ของสินทรัพย์ EM ดูน่าสนใจ โดย PE ของ EM อยู่ที่ 11 เท่า ต่ำกว่า DM ที่ 15 เท่า หรือมี discount 27% (ค่าเฉลี่ย 10 ปี) ดังนั้นเราจึงยังคงชอบ EM เนื่องจากสามารถรับมือกับความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอยและท่าที hawkish ของธนาคารกลางสหรัฐฯ	
การผ่อนคลายนโยบาย COVID ของจีน	มาตรการปัจจุบันทั้งหมดชี้ให้เห็นว่าจีนอาจจะกำลังเตรียมพร้อมสำหรับการกลับมาเปิดประเทศ เราคาดว่าตลาดจะตอบรับเชิงบวกต่อการผ่อนคลายนโยบายของจีน เนื่องจากจีนคิดเป็นสัดส่วนราว 1 ใน 3 ของ traffic และรายได้จากการท่องเที่ยวของประเทศไทย และจะช่วยกระตุ้นให้เกิดเงินต่างชาติไหลเข้าสุทธิ ถ้าตลาดหุ้นจีนฟื้นตัว ตลาดหุ้นไทยจะได้รับประโยชน์จากการ rally	
อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเข้าหากัน	ในช่วงที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เราคาดว่ามาตรวัดระดับความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินจะสูงขึ้น แม้เราไม่คิดว่าจะมีเหตุการณ์ที่ผิดต่อการชำระหนี้ (credit event) เกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ แต่เรามีมุมมองระมัดระวังเกี่ยวกับการขาดเสถียรภาพทางการเงินใน DM และ EM ที่อาจนำไปสู่การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ธนาคารกลางหลายแห่งใน EM ได้เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยก่อน DM ในขณะที่ยังไม่มีประเทศใดเลยบรรลุเป้าหมายในการทำให้เศรษฐกิจจะชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (soft landing) ได้อย่างชัดเจน	
กลยุทธ์การลงทุน 1Q23	เราไม่คิดว่าแรงกดดันสำหรับภาวะทางการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะสิ้นสุดลง เฟดยังไม่น่ากลับทิศนโยบาย (Fed Pivot) เราจะเห็นเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องก่อนที่จะทำจุดสูงสุดในที่สุด เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดอย่างเห็นได้ชัดจนมากขึ้นภายในปลาย 1Q23 ถึงต้น 2Q23 ส่วนใน 1Q23 เราแนะนำให้ให้นักลงทุนเข้าซื้อสะสมหุ้น เนื่องจากเราเชื่อว่าตลาดน่าจะทำจุดต่ำสุดไปแล้ว หรือมี downside จำกัด ในขณะที่ upside จะค่อยๆ เพิ่มขึ้นตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป	
เป้าหมาย SET Index	การคำนวณของเราพบว่าเป้าหมาย SET Index ปี 2023 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,750 จุด จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,500-1,600 จุด ซึ่งเราคาดว่าจะเห็นใน 1Q23	
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่มใน 1Q23	Overweight	พาณิชย์ โรงแรม สนามบิน ธนาคาร
	Neutral	พลังงาน สายการบิน อสังหาริมทรัพย์ การแพทย์ ยานยนต์ ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และสื่อสาร
	Underweight	ธุรกิจการเกษตร วัสดุก่อสร้าง บ้านเชิง/สื่อ ปีโตรเคมี
คำแนะนำ	เราแนะนำหุ้นที่: 1) มีงบดุลและกระแสเงินสดที่ดี 2) โมเมนตัมดีขึ้นจากการเปิดประเทศ 3) กำไรมีแนวโน้มเติบโตและฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง 4) มีแนวโน้มเติบโตสูงอย่างชัดเจน หุ้นเด่นใน 1Q23 ของเราคือ AOT BBL BCP CPALL และ MINT	

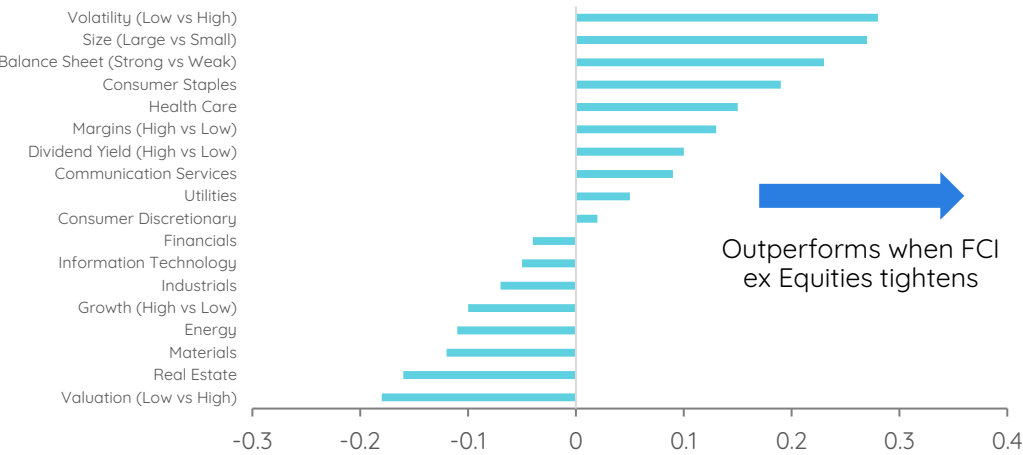
โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาค



ภาวะการเงินผ่อนคลายลงถึงแม้ว่าต้องเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย ส่งผลทำให้เกิดการ rally แต่ความเสี่ยงด้านการเติบโตทำให้ upside มีจำกัด



Correlation of returns and US FCI excluding equities since 1990



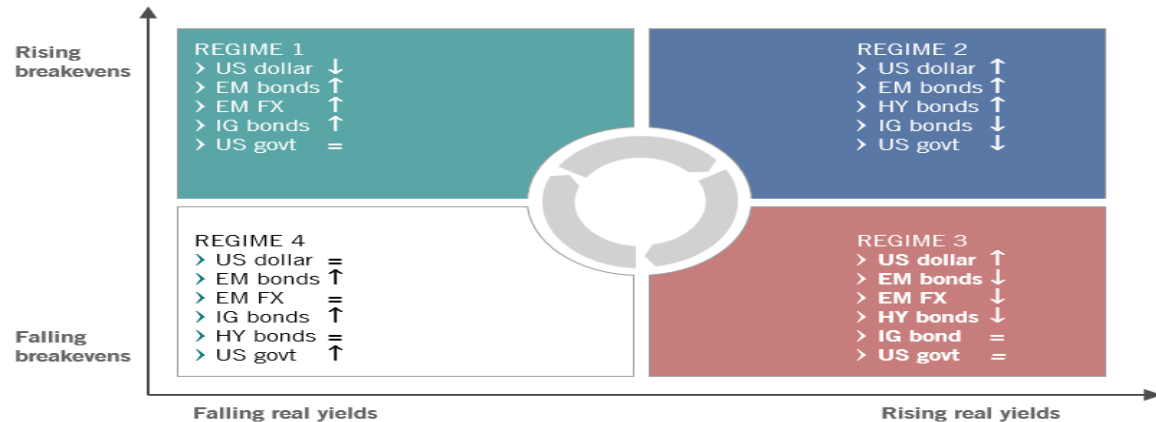
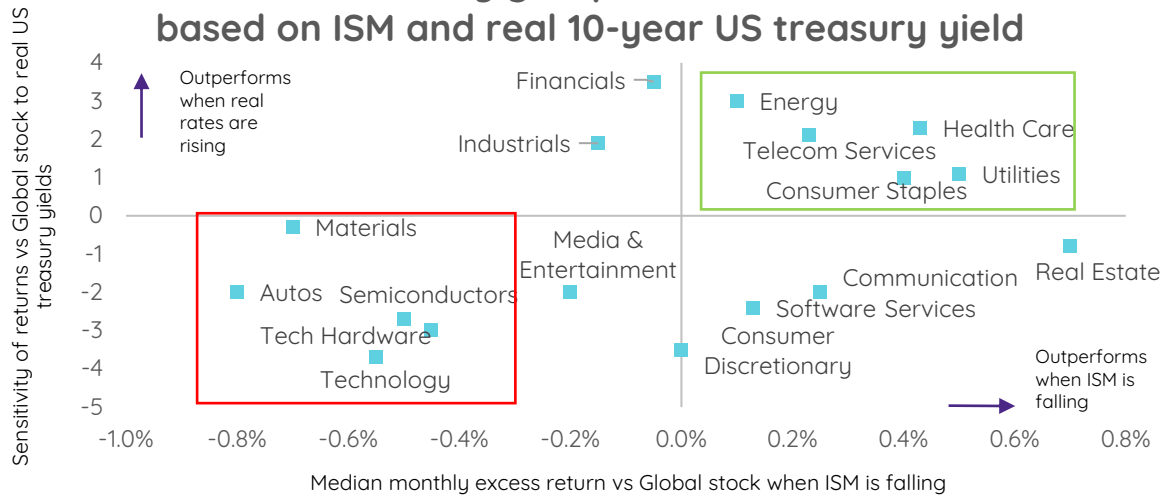
มีสัญญาณที่แสดงถึงความคืบหน้าว่าความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจมหภาคจะลดลงใน 4Q22 ได้แก่ 1) อัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดแล้ว 2) ความเสี่ยงที่เฟดจะใช้นโยบายการเงินตึงตัวมากขึ้นไปมีน้อย 3) การเติบโตชะลอตัว แต่ไม่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจ 4) ภาวะเศรษฐกิจในสหภาพยุโรปถดถอยน้อยกว่าคาด เนื่องจากราคาลงงานลดลง และ 5) จีนส่งสัญญาณว่าจะกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง เราเชื่อว่าในที่สุดแล้วความกลัวที่เบาบางลงจะส่งผลให้นักลงทุนกลับมามองหาหุ้นที่ให้ yield และมีค่า beta สูงขึ้น นอกจากนี้แล้ว นักลงทุนก็จะเปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้น เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลก (รวมถึงการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดลดน้อยลงของเฟด) จะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นในปีหน้า

เฟดจะดึงอัตราเงินเฟ้อกลับคืนสู่เป้าหมายโดยไม่ทำให้เศรษฐกิจเกิดภาวะถดถอยอย่างเต็มรูปแบบได้หรือไม่นั้นยังไม่มีคำตอบ หากเราพบว่าภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างมีนัยสำคัญและมีการ de-rating ราคาสินทรัพย์ลงอย่างมาก ภาพของตลาดกระทิงรอบใหม่จะมีความชัดเจนมากขึ้น ในทางกลับกัน หากปราศจากภาวะถดถอย การฟื้นตัวอาจจะเป็นไปอย่างจำกัดมากขึ้น ความเสี่ยงด้านการเติบโตอาจเป็นสิ่งที่ต้องจับตามากขึ้นในปี 2023

ดังนั้น core portfolio จะเน้นไปที่หุ้นเชิงรับ ในขณะที่เดียวกัน เราแนะนำให้เพิ่มการลงทุนในกลุ่มและธีม tactical เช่น กลุ่มหุ้นขนาดเล็ก กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มหุ้นเติบโต และกลุ่มวัสดุ เมื่อ 1) เฟดเปลี่ยนท่าทีเกี่ยวกับนโยบายการเงิน และ 2) เศรษฐกิจทำจุดต่ำสุด โดยคาดว่าจะเกิดขึ้นใน 1H23

คาดหวังว่า real yield จะเป็นบวก เงินเฟ้อที่มีความหนืด (sticky inflation) ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญ

Sector and industry group returns vs Global stock based on ISM and real 10-year US treasury yield



Real yield (อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง) จะเพิ่มขึ้นในปี 2023 เพราะ 1) เราคาดว่าเฟดจะหยุดขึ้นดอกเบี้ย และ 2) เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดลงอีก ธนาคารกลางต่างๆ อาจจะต้องการให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลงสู่ระดับที่ยอมรับได้มากขึ้นโดยไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย แต่จะระมัดระวังไม่ให้เกิดการเติบโตที่เร่งตัวขึ้นมากเกินไป

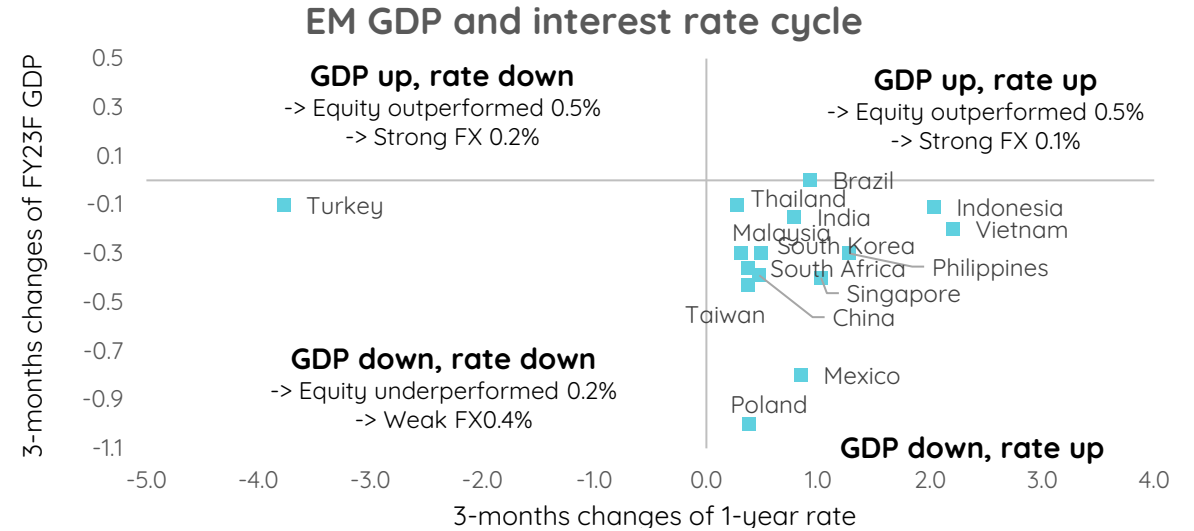
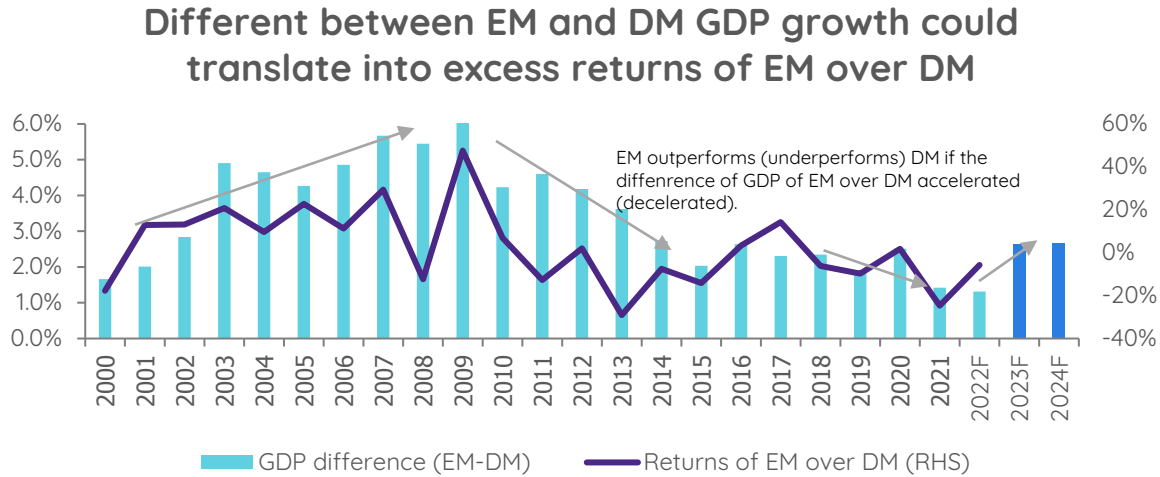
Real yield ที่สูงขึ้นยังส่งผลกระทบต่อ valuation ของสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง โดยจะทำให้นักลงทุนยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นได้น้อยลง และจะส่งผลทำให้ราคาตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่และให้ผลตอบแทนสูงปรับตัวลดลง

เมื่อพิจารณาโครงสร้างกลุ่มโดยใช้ real yield และ SIM เราแนะนำให้นักลงทุน

- 1) กองการลงทุนในหุ้นเชิงรับ (กลุ่มการแพทย์ สาธารณูปโภค และสินค้าอุปโภคบริโภค) เพื่อรับมือความเสี่ยงต่อผลกระทบและ valuation ในสภาพแวดล้อมระดับมหภาคที่ผันผวนใน 1Q23
- 2) รอโอกาสเข้าซื้อหุ้นในกลุ่มเทคโนโลยี วัสดุ และยานยนต์ เมื่อ yield ทำจุดสูงสุด และเศรษฐกิจผ่านพ้นจุดต่ำสุดใน 2H23
- 3) ตราสารหนี้ที่มีลักษณะ defensive และคุณภาพสูง เช่น พันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้ที่ได้รับเรตติ้งระดับนำลงทุน คาดว่าจะปรับตัว outperform ตราสารหนี้ที่ได้รับเรตติ้งระดับนำลงทุนและพันธบัตรรัฐบาลจะให้ผลตอบแทนที่แข็งแกร่งใน 1H23

เติบโตแตกต่างกัน (divergence)

EM ส่วนใหญ่ยังคงมีลักษณะ defensive; DM มีความเปราะบางมากขึ้น



ตลาด EM ส่วนใหญ่มี GDP อยู่ในแนวโน้มขาลง และดอกเบี้ยอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ดังนั้นการปรับตัว underperform ของสินทรัพย์ EM จึงไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกใจ โดยบ่งชี้ว่าตลาด EM เทรดใกล้เคียงกับความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจระดับมหภาค

เรามองว่าเศรษฐกิจและตลาดหุ้นจีนนั้นอยู่ในช่วงต้นของวัฏจักรเมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่อื่น สอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า การกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งของจีนจะทำให้วัฏจักรเศรษฐกิจ EM ยังคงอยู่ใน mid cycle ใน 1H23 และจะเข้าสู่ late cycle ใน 4Q23 เราคาดว่า GDP ของ EM จะฟื้นตัวในปี 2023 จากความหวังว่าจีนจะกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง ซึ่งจะส่งผลทำให้ตลาด EM ปรับตัว outperform 0.5% พร้อมกับค่าเงินที่แข็งขึ้น นับสำคัญอีกอย่างหนึ่ง คือ การชะลอตัวทางเศรษฐกิจและการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสะท้อนในราคาหุ้น EM ไปพอสมควรแล้ว

การทำจุดสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ การทำจุดสูงสุดของค่าเงินดอลลาร์ การทำจุดต่ำสุดของวัฏจักรเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งของจีน เป็นปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญที่จะทำให้ performance ของตลาด EM ฟื้นตัว นอกจากนี้ผลประกอบการของบริษัทใน EM ก็น่าจะเติบโตกว่า 9% ในปีหน้า เทียบกับ DM ที่เติบโต 5% valuation ของสินทรัพย์ EM ดูน่าสนใจ โดย PE ของ EM อยู่ที่ 11 เท่า ต่ำกว่า DM ที่ 15 เท่า หรือมี discount 27% (ค่าเฉลี่ย 10 ปี) ดังนั้นเราจึงยังคงชอบ EM เนื่องจากสามารถรับมือกับความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอยและท่าที hawkish ของธนาคารกลางสหรัฐฯ

แสงสว่างที่ปลายอุโมงค์สำหรับตลาดจีน

การผ่อนคลายนโยบาย COVID

ผลตอบแทนรายกลุ่มอุตสาหกรรมในช่วงที่ตลาดหุ้น rally มากกว่า 20%

	CSI300	SET Index	Energy	Utilities	Commerce	Bank	Transport	ICT	F&B	Property	Healthcare	Electronics	Financial	Con Mat	Petrochem	Insurance	Packaging	Tourism	Agribusiness	Automotive
Jan-May 12	19%	18%	5%	14%	42%	30%	23%	24%	24%	22%	16%	13%	12%	10%	11%	14%	5%	5%	10%	29%
Dec 12 - May 13	32%	13%	8%	14%	17%	13%	22%	-1%	8%	27%	16%	11%	21%	8%	15%	27%	7%	20%	13%	14%
Jul - Nov 14	21%	3%	3%	14%	-5%	3%	12%	3%	3%	2%	13%	12%	7%	-1%	-8%	-4%	4%	1%	7%	-7%
Feb - Nov 16	24%	12%	26%	2%	31%	2%	7%	-4%	30%	7%	8%	6%	32%	4%	27%	6%	30%	1%	27%	5%
May - Nov 17	22%	11%	17%	3%	22%	9%	31%	1%	6%	16%	3%	-15%	17%	-7%	23%	-10%	-14%	34%	-16%	21%
Jan - Apr 19	39%	7%	9%	17%	7%	1%	9%	12%	10%	7%	3%	6%	12%	5%	-2%	5%	5%	11%	5%	5%
Feb - Apr 15	45%	-4%	0%	2%	-1%	-14%	-7%	-6%	1%	-5%	0%	14%	6%	8%	7%	0%	-2%	0%	-12%	-1%
Aug - Dec 15	28%	-4%	-1%	-14%	-5%	-7%	17%	-31%	2%	3%	10%	8%	14%	-2%	-3%	5%	-5%	20%	-6%	-2%
	CSI300	SET Index	Energy	Utilities	Commerce	Bank	Transport	ICT	F&B	Property	Healthcare	Electronics	Financial	Con Mat	Petrochem	Insurance	Packaging	Tourism	Agribusiness	Automotive
China Rally, Thailand Rally	26%	11%	11%	11%	19%	10%	17%	6%	14%	13%	10%	6%	17%	3%	11%	6%	6%	12%	8%	11%
China Rally, Thailand Correction	37%	-4%	-1%	-6%	-3%	-10%	5%	-19%	2%	-1%	5%	11%	10%	3%	2%	3%	-4%	10%	-9%	-1%
All Episodes	29%	7%	8%	7%	13%	5%	14%	0%	11%	10%	9%	7%	15%	3%	9%	6%	4%	12%	4%	8%

จีนยืนยันถึงความมุ่งมั่นในการใช้นโยบายโควิดเป็นศูนย์ (zero-COVID) อย่างไรก็ดี มีสัญญาณของการผ่อนคลายนโยบายดังกล่าวมากขึ้น แม้ว่าจะมีการรายงานผู้ป่วยเพิ่มขึ้นใน 4Q22 อย่างไรก็ตาม อัตราการเสียชีวิตยังคงอยู่ในระดับต่ำไม่ถึง 0.5%

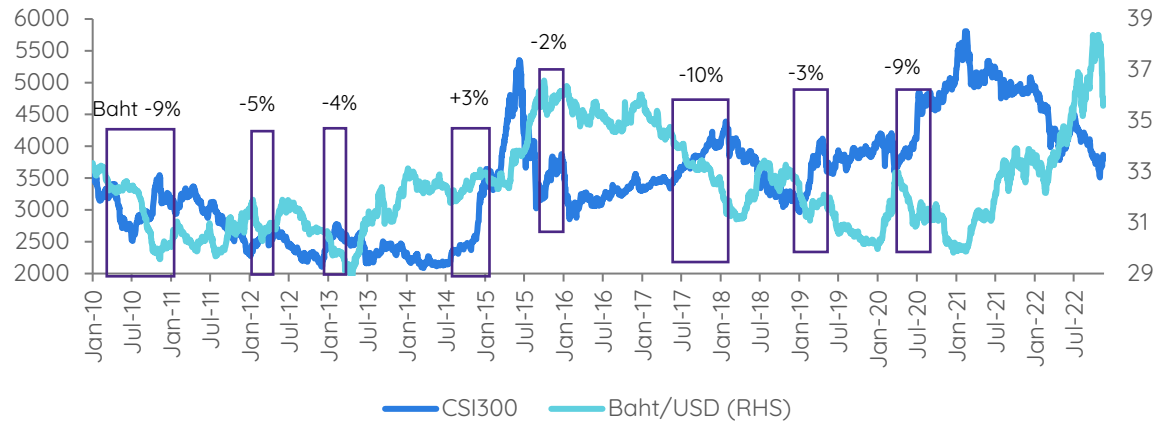
เราคาดว่าจีนจะกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งใน 2Q23 โดยได้รับการสนับสนุนจาก 1) การพัฒนาวัคซีน 2) การผ่อนคลายข้อกำหนดการกักตัว และ 3) การผ่อนคลายมาตรการ COVID circuit breaker นอกจากนี้ Aviation Bureau ยังได้เพิ่มจำนวนเที่ยวบินระหว่างประเทศในเดือนพ.ย.-มี.ค. 23 มากกว่า 100% YoY และงานอีเวนต์นานาชาติอีกหลายรายการ เช่น F1 Shanghai และ Asian Games ทั้งหมดนี้ชี้ให้เห็นว่าจีนอาจกำลังเตรียมพร้อมสำหรับการเปิดประเทศในที่สุด

นักเศรษฐศาสตร์ของเราประเมินว่าข้อจำกัดเกี่ยวกับ COVID ส่งผลทำให้ GDP output ของจีนลดลงราว 4-5% จากระดับ trend ส่งผลทำให้ GDP ขยายตัวราว 5% เราคิดว่าตลาดจะตอบรับเชิงบวกต่อการผ่อนคลายนโยบายของจีน เนื่องจากจีนคิดเป็น 1 ใน 3 ของ traffic และรายได้จากการท่องเที่ยวของประเทศไทย และจะช่วยกระตุ้นให้มีเงินต่างชาติไหลเข้าสุทธิ หากตลาดหุ้นจีนฟื้นตัว ตลาดหุ้นไทยจะได้รับประโยชน์จากการ rally โดยในช่วงที่ตลาดหุ้นจีนฟื้นตัวครั้งที่ผ่านมา กลุ่มพาณิชย์ ขนส่ง อาหารและเครื่องดื่ม และท่องเที่ยว ให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจ

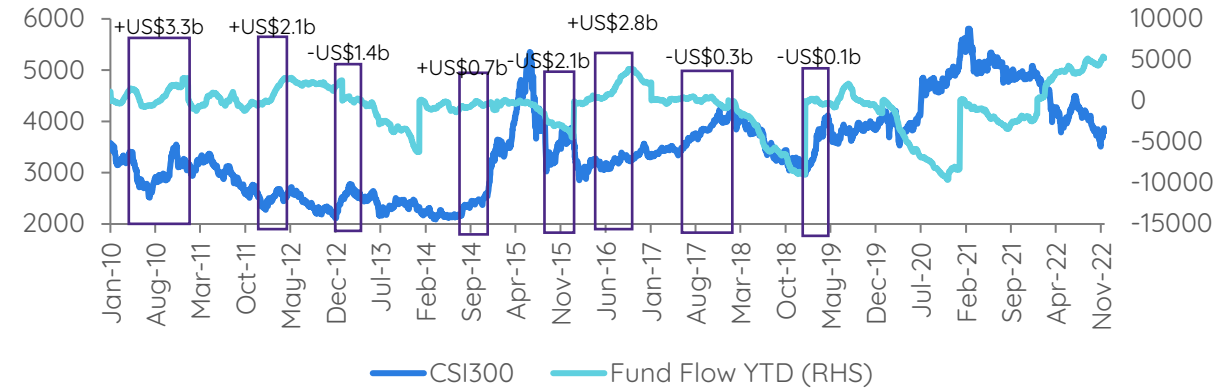
ปฏิกิริยาตอบสนองของตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ตลาดจีน rally

กระแสเงิน, ค่าเงินบาท, Small Cap, หุ้นที่เกี่ยวข้องกับการเปิดประเทศ

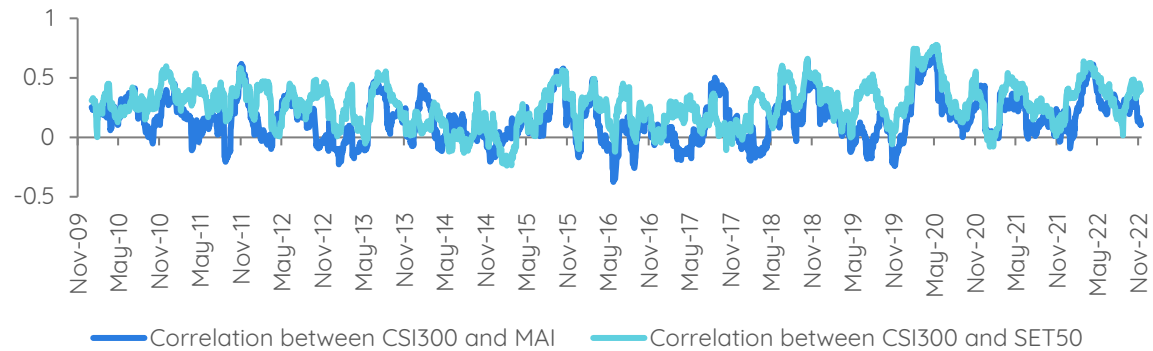
China market rally could mean a strong baht



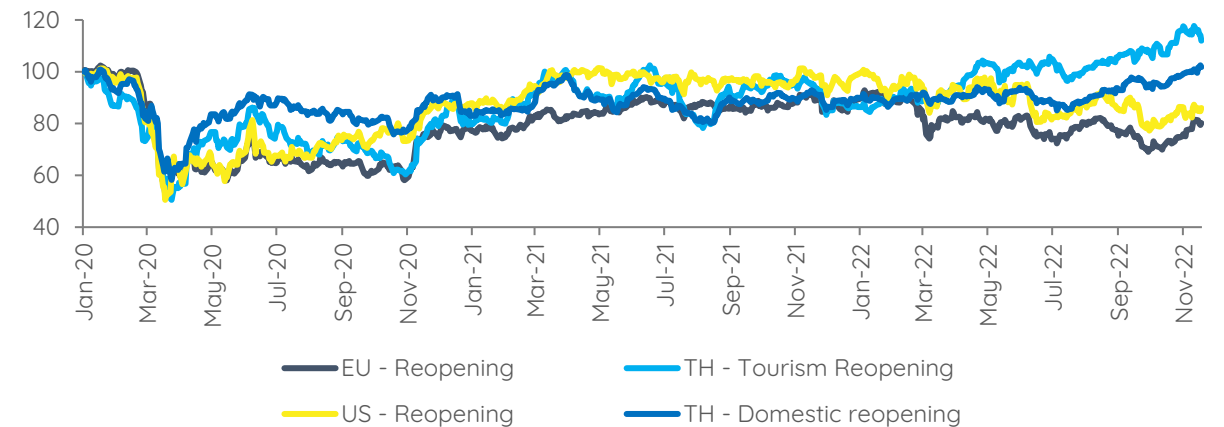
China's reopening and reversal in dollar strength could drive net foreign inflows into the region and Thailand



China market volatility has more impact on large-caps than small-caps

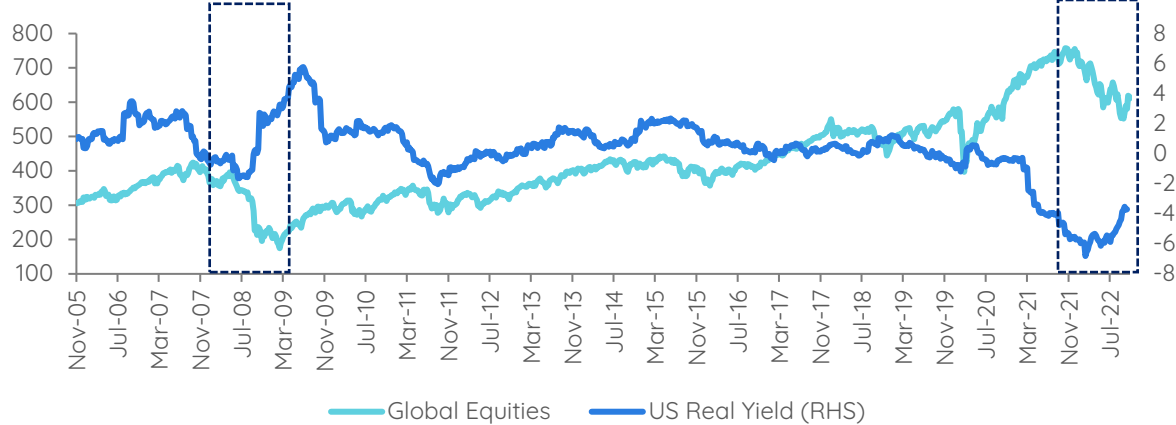


Reopening theme price performance

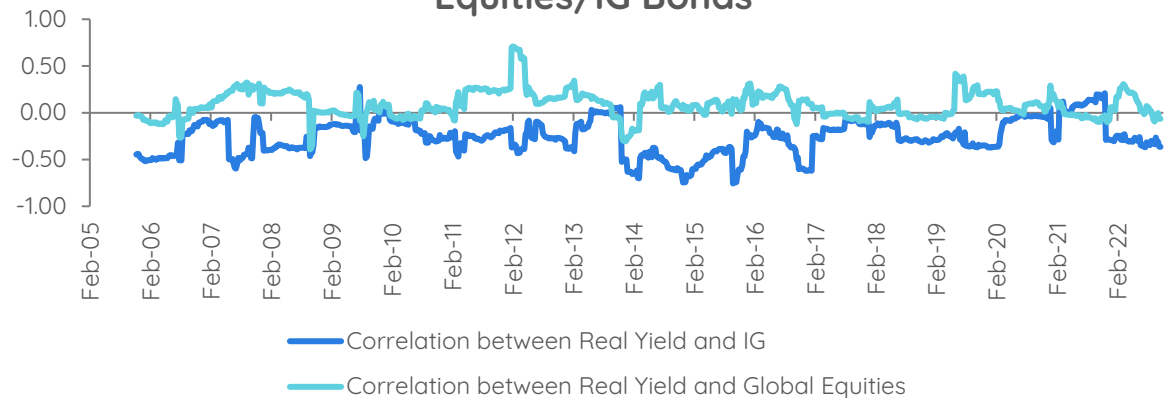


...ในขณะที่ทิศทางอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวเข้าหากัน (convergence) สูงขึ้นในเวลานานขึ้น แต่จะเริ่มปรับตัวลดลง

Global Equity Price Movement vs Real Yield



Correlation between US Real Yield and Global Equities/IG Bonds



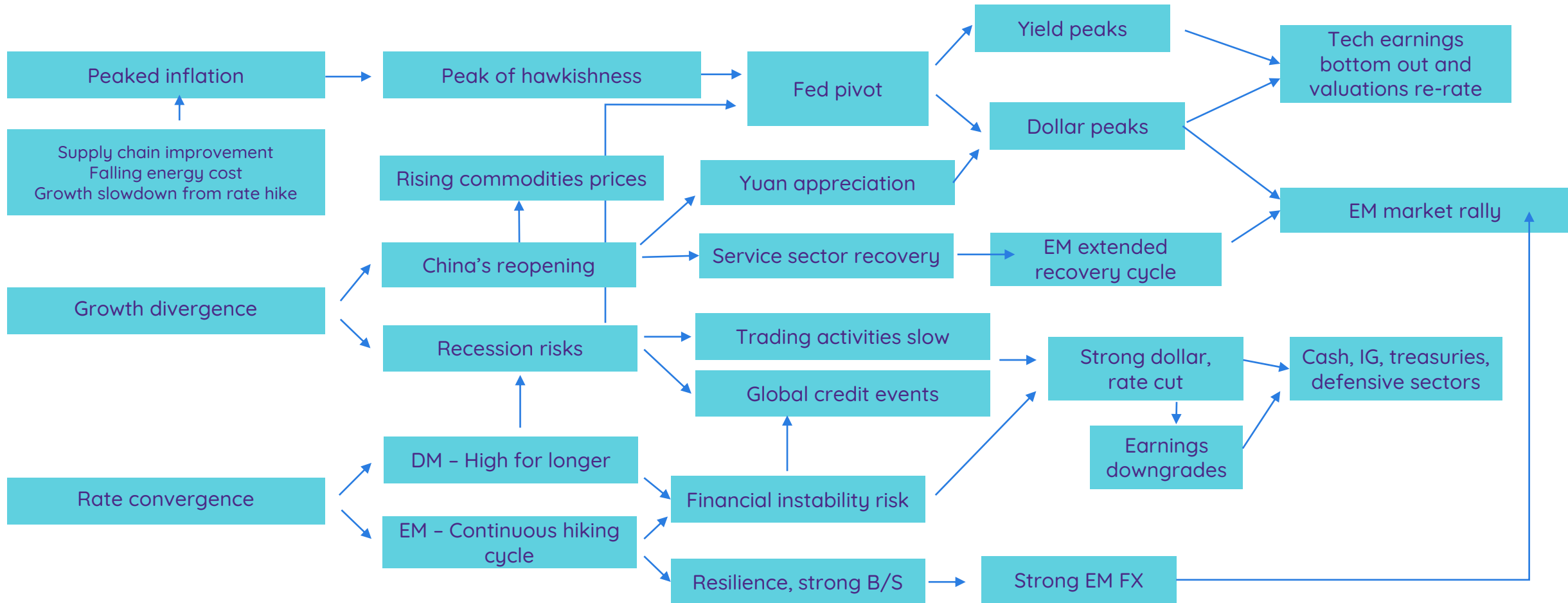
เฟดมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งใหญ่ในปี 2022 แต่ในปี 2023 จะเห็นการขึ้นดอกเบี้ยมากขึ้น จากสหภาพยุโรปและเอเชีย ในช่วงที่มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย เราคาดว่ามาตรวัดระดับความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินจะสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ธนาคารกลางหลายแห่งใน EM ได้เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยก่อน DM ในขณะที่ยังไม่มีประเทศใดเลยบรรลุเป้าหมายในการทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป (soft landing) ได้อย่างชัดเจน แต่กิจกรรมมีความยืดหยุ่นและอัตราเงินเฟ้อกำลังลดลงในบางประเทศ

การเปลี่ยนแปลงทิศทางของเงินดอลลาร์ที่แข็งค่า (ยังคงเป็นปัจจัยกดดันให้เกิดเงินลงทุนในตลาดภูมิภาค) จะเป็นปัจจัยบวกกระตุ้นให้เกิดเงินไหลเข้าและสนับสนุนการเติบโต อย่างไรก็ตาม เราอาจต้องรอนานขึ้นเพื่อให้ค่าเงินดอลลาร์ทำจุดสูงสุด หากมีสัญญาณที่บ่งชี้ถึงสภาพแวดล้อมที่มีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้นเนื่องจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนทวีความรุนแรงขึ้นหรือเศรษฐกิจตกต่ำมากยิ่งขึ้น

แม้ว่าเราไม่คิดว่าจะมีเหตุการณ์ที่มีผลต่อการชำระหนี้ (credit event) เกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ แต่เรามีมุมมองระยะยาวที่เกี่ยวกับการขาดเสถียรภาพทางการเงินใน DM และ EM ที่อาจนำไปสู่การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ ประเทศไทยยังมีก้นชนในส่วนของการการเงินต่างประเทศ (external finance) ที่ค่อนข้างแข็งแกร่ง และภาคธุรกิจมีงบดุลที่แข็งแกร่งซึ่งจะเป็นก้นชนที่เพียงพอในการบริหารจัดการภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวขึ้นและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่มากขึ้น

สรุปธีมเศรษฐกิจมหภาคและตลาด

เรากำลังมองหาอะไรในปี 2023?



แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผลประกอบการ

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2023

การเติบโตภายในประเทศแข็งแกร่ง ความไม่แน่นอนจากภายนอกสูง

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
ภาคการท่องเที่ยวไทยที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งด้วยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ 25 ล้านคนในปี 2023 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการดำเนินงานของกลุ่มขนส่งทางอากาศ เราคาดว่าผลประกอบการของ AOT จะฟื้นตัวกลับมาทำกำไรในปี FY2023 โดยได้แรงหนุนจากภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกและการสิ้นสุดมาตรการช่วยเหลือสายการบินและผู้ประกอบการเชิงพาณิชย์ในวันที่ 31 มี.ค. 2023 เราคาดว่า AAV จะมีผลขาดทุนน้อยลงในปี 2023 โดยได้รับสนับสนุนจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นและการเติบโตของเที่ยวบินระหว่างประเทศที่จะช่วยหนุนให้กำไรโดยสายเฉลี่ยและรายได้เสริมเพิ่มขึ้น ปัจจัยเสี่ยง คือ ความต้องการเดินทางชะลอตัว (AOT, AAV) ราคาน้ำมันเครื่องบินสูงขึ้น (AAV) และเงินบาทอ่อนค่าลง (AAV)	เราคาดว่ายอดขายรถยนต์จะเติบโต 5% YoY ในปี 2023 ปัญหาขาดแคลนชิปคาดว่าจะคลี่คลาย แต่เรามีความกังวลเกี่ยวกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ เราคาดว่ายอดขาย EV ในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล แต่จะหดตัวลง) ซึ่งจะถูกลดรั้งโดยอัตราเงินนำส่งเข้ากองทุนส่วนใหญ่เป็น EV นำเข้า ในขณะที่การผลิต EV ในประเทศไทยจะเกิดขึ้นในปี 2024 ผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ไทยกำลังมุ่งสู่ EV แต่ยังไม่มีการเปิดเผยแผนที่ชัดเจน	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะเติบโต 13% ในปี 2023 โดยได้รับการสนับสนุนจากการคาดการณ์ว่าสินเชื่อกำไรเติบโต 6% NIM จะขยายตัว 6 bps (หลักๆ เกิดจากธนาคารขนาดใหญ่ ขณะที่คาดว่า NIM ของธนาคารขนาดเล็กและกลางที่มีสัดส่วนเงินให้สินเชื่ออัตราดอกเบี้ยคงที่สูงจะถูกลดรั้งโดยอัตราเงินนำส่งเข้ากองทุน) ซึ่งจะถูกหักล้างบางส่วนโดย credit cost ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 7 bps	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY ต่อเนื่องในปี 2023 โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายปลีกที่ดีขึ้นตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวและนักท่องเที่ยวที่เข้ามามากขึ้น ประกอบกับการขยายสาขาและมาร์จินที่ดีขึ้น รายได้ค่าเช่ามีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากการให้ส่วนลดค่าเช่าลดลงและอัตราการใช้พื้นที่ที่ปรับตัวดีขึ้น	ต้นทุนพลังงานสูงจะกดดันกำไรปี 2023 ของกลุ่มวัสดุก่อสร้างอย่างต่อเนื่อง การปรับราคาเพิ่มขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนท่ามกลางอุปสงค์ที่ดีขึ้นเล็กน้อย จะเป็นปัจจัยที่ต้องจับตา
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
ความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์จนถึงต้นปี 2023 เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำทั่วโลกทำให้ความต้องการอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ลดลง ปัญหาขาดแคลนชิปจะยังคงมีอยู่จนถึง 1H23 อุปสงค์ชิปที่อ่อนแอลงจะจำกัดกำไรใน 1H23 โดยมีสาเหตุมาจากอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นและต้นทุนด้านพลังงานที่เพิ่มขึ้น อุปสงค์ชิปคอนดักเตอร์อาจฟื้นตัวใน 2H23 เนื่องจากความต้องการใช้ data center และคอมพิวเตอร์ใหม่กลับมามีอัตราการใช้เติบโตเป็นบวกมากขึ้น โครงสร้างพื้นฐานด้านการสื่อสาร ยานยนต์ และพลังงานจะสดใสในปี 2023	ราคาน้ำมันเฉลี่ยคาดว่าจะลดลง YoY เพราะอุปสงค์ชะลอตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิต non-OPEC market GRM นำจะสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี แต่จะลดลง YoY ราคาก๊าซธรรมชาติจากแหล่งในประเทศจะลดลงในอัตราที่ชะลอตัวลงเมื่อพิจารณาจากผลกระทบ lag time ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจ E&P ผลกระทบด้านลบของต้นทุนก๊าซสูงต่อผู้ผลิตไฟฟ้าจะลดน้อยลงเนื่องจากการทยอยปรับค่าไฟฟ้าในปี 2022 จะมีผลในปี 2023 แม้ว่าจะยังไม่มากพอชดเชยขาดทุนสะสมในปี 2022	เราคาดว่าบริษัทเงินทุนส่วนใหญ่จะรายงานการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง NIM จะลดลงจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และ credit cost จะสูงขึ้นเพราะ NPL เพิ่มขึ้น	กำไรของกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มจะเติบโต YoY ในปี 2023 แต่ในอัตราที่ชะลอตัวลงจากปี 2022 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาสุทธต่างประเทศ (จีนและเวียดนาม) ที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวและการปรับอุปทาน และมาร์จินธุรกิจดีดตัวในประเทศที่สูงต่อเนื่อง (ราคาสัตว์ปีกในประเทศสูงเมื่อเทียบกับต้นทุนอาหารสัตว์)	บริการที่ไม่เกี่ยวกับ COVID-19 ที่เติบโตเพิ่มขึ้นและการฟื้นตัวของบริการผู้ป่วยต่างชาติจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มการแพทย์เติบโตในปี 2023 BDMS และ BH จะรายงานกำไรเติบโตจากอิมนี้ อย่างไรก็ตาม สำหรับ BCH และ CHG นั้น ฐานสูงของรายได้จากการบริการ COVID-19 จะส่งผลทำให้กำไรปรับตัวลดลงใน 2H22-1H23 จากนั้นกำไรจะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นใน 2H23 มาร์จินของกลุ่มการแพทย์แข็งแกร่งเนื่องจากมีอำนาจกำหนดราคาสูง เราคาดว่าจะเห็นพัฒนาการเพิ่มขึ้นในธุรกิจใหม่ เช่น บริการสุขภาพดิจิทัล และบริการ wellness ในปี 2023
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
ในปี 2023 เราคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยที่ 25 ล้านคน (63% ของระดับก่อนเกิด COVID-19) ซึ่งประกอบด้วยนักท่องเที่ยวจากจีน 5 ล้านคน (45% ของระดับก่อนเกิด COVID-19) การฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของภาคการท่องเที่ยวไทยจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการดำเนินงานของผู้ประกอบการโรงแรมในแง่ของอัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยที่สูงขึ้น เราคาดว่าความต้องการใช้บริการจัดอีเวนต์ เช่น สัมมนา และงานเลี้ยงจะปรับตัวเพิ่มขึ้น โรงแรมที่มีการหนีสินสูง เช่น MINT และ ERW กำลังลดผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น เช่น ชำระกันหนี้ และเพิ่มสัดส่วนหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่	ปี 2023 จะเป็นปีที่ท้าทายสำหรับกลุ่ม ICT โดยเฉพาะอย่างยิ่งหาก TRUE-DTAC เดินหน้าควบรวมกิจการ เราเชื่อว่าสิ่งสำคัญที่ต้องจับตา คือ การลดค่าบริการลง 12% (หนึ่งในมาตรการเยียวยาจาก กสทช.) ซึ่งจะทำให้ ARPU ของกลุ่มมี upside จำกัดในระยะสั้น	เราคาดว่าผลประกอบการปี 2023 ของกลุ่มขนส่งทางบกจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากปริมาณรถบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสาร BTS และ MRT จะฟื้นตัวดีขึ้น ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ คือ นักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งน่าจะสะท้อนในราคาหุ้นไปเป็นส่วนใหญ่แล้ว	แรงกดดันด้านต้นทุนต่อผู้ผลิตที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบจะยังไม่หมดไป และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีน่าจะยังคงอ่อนแอเมื่อพิจารณาจาก sentiment เชิงลบในตลาด ผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบน่าจะยังคงตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน เนื่องจากอุปทานก๊าซยังต่ำกว่าระดับปกติ ปัจจัยสำคัญ คือ การผ่อนคลายนโยบายล็อกดาวน์ COVID ของจีน ซึ่งจะช่วยให้ปัญหาห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงัก คลี่คลายลง และปลดล็อกอุปสงค์ ผู้ผลิต PET น่าจะได้รับผลกระทบลดน้อยลงจากอุปสงค์ที่อ่อนแอลง กำลังการผลิตใหม่ในเอเชียจะเพิ่มแรงกดดันต่ออุปทาน	เราคาดว่ากลุ่มที่อยู่อาศัยในปี 2023 จะรายงานยอดขายเติบโตลดลงหลังจากถ่วงดุลในปี 2022 ได้สูงสุดในรอบ 4 ปี ด้วยมูลค่าราว 2 แสนลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราดอกเบี้ยต่ำและการผ่อนคลายมาตรการ LTV มูลค่าโครงการเปิดใหม่ทั้งหมดจะลดลงในส่วนของเนอวรา ในขณะที่จะเพิ่มขึ้นในส่วนของคนใต้ ต้นทุนวัตถุดิบมีแนวโน้มทรงตัวจากปี 2022 ในขณะที่ราคาขายจะปรับขึ้นน้อยมาก

แนวโน้มผลประกอบการปี 2023

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยจะช่วยชดเชยผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัว

	Net Profit (Btm)			Growth (%)		
	21A	22F	23F	21A	22F	23F
Agribusiness	209	2,061	2,202	(84.5)	884.6	6.8
Automotive	4,001	4,549	5,024	118.2	13.7	10.4
Banking	184,404	212,914	239,701	30.2	15.5	12.6
Commerce	39,101	43,137	52,571	15.6	10.3	21.9
Construction Materials	54,719	31,474	37,548	34.7	(42.5)	19.3
Energy & Utilities	209,893	291,631	321,899	360.6	38.9	10.4
Finance & Securities	28,316	30,442	34,092	9.9	7.5	12.0
Food & Beverage	14,139	29,033	32,843	(21.2)	105.3	13.1
Health Care Services	21,214	24,201	22,646	94.0	14.1	(6.4)
Information & Communication Technology	28,850	25,643	31,366	(14.1)	(11.1)	22.3
Insurance	12,222	14,933	18,508	18.1	22.2	23.9
Packaging	8,294	6,970	8,039	28.4	(16.0)	15.3
Personal Products & Pharmaceuticals	119	138	174	(29.0)	16.2	25.9
Petrochemicals & Chemicals	71,601	43,522	72,249	2,155.8	(39.2)	66.0
Property Development	25,753	32,665	31,834	17.2	26.8	(2.5)
Tourism & Leisure	(3,784)	(16)	1,393	(15.7)	(99.6)	8,867.6
Transportation & Logistics	(18,089)	(17,461)	18,475	(338.4)	(3.5)	205.8
InnovestX Universe	680,963	775,836	930,565	71.0	13.9	19.9

ผลผลิตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยจะฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID-19 ในช่วงต้นปี 2023 เรามีความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของรายได้ โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่อ่อนแอลงในขณะที่แรงกดดันด้านมาร์จิ้นคาดว่าจะลดลง ภาคการท่องเที่ยวและบริการจะช่วยหนุนให้เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป เราเชื่อว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนจะเติบโตถึงระดับที่คาดการณ์ไว้ในปี 2023 เนื่องจากการเติบโตของภาคบริการจะช่วยชดเชยการเติบโตที่ลดลงในภาคการผลิต โดยภาคบริการจะฟื้นตัวจากปี 2022

ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ากำไรของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ InnovestX จะเติบโต 20% YoY ในปี 2023 (เทียบกับ consensus คาดที่ +6%) แม้ว่าเศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวลง กลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่จะรายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2023 โดยได้แรงหนุนจากกลุ่มพาณิชย์ วัสดุก่อสร้าง อาหารและเครื่องดื่ม สื่อสาร ประกัน ปิโตรเคมี ท่องเที่ยว และขนส่ง อย่างไรก็ตาม กลุ่มการแพทย์ และสังหาริมทรัพย์ คาดว่ากำไรจะชะลอตัวลงในปี 2023

เมื่อเทียบกับปี 2019 กลุ่มอุตสาหกรรม 4 กลุ่ม ได้แก่ พาณิชย์ อาหารและเครื่องดื่ม ท่องเที่ยว และขนส่ง จะมีโอกาสฟื้นตัวในปี 2023 เนื่องจากเศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 1Q23

ผลประกอบการจะฟื้นตัวต่อเนื่อง

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
เราคาดว่า 1Q23 จะเป็นไตรมาสที่ดีขึ้นสำหรับกลุ่มขนส่งทางอากาศ โดยขาดทุนจะลดลง (+YoY และ +QoQ) เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยจะเร่งตัวขึ้นในช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยว และสายการบินต่างๆ จะเพิ่มจำนวนเที่ยวบินระหว่างประเทศเพื่อรองรับความต้องการเดินทาง AOT อยู่ในตำแหน่งที่ดีกว่า AAV จากผลประกอบการที่แข็งแกร่งมากกว่า เนื่องจากการดำเนินงานและผลประกอบการของ AAV จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่สูงขึ้นและเงินบาทที่อ่อนค่าลง	ยอดขายดีเพิ่มขึ้น 1Q23 จะเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล เราคาดว่ายอดขายของผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์จะเพิ่มขึ้น QoQ สอดคล้องกับการเติบโตของอุตสาหกรรมและคำสั่งซื้อใหม่ แรงกดดันต่ออัตรากำไรขึ้นต้นจากราคาเหล็กที่สูงขึ้น (หลักๆ ใน 1H22) จะลดลง อันเป็นผลมาจากการปรับราคา เรามีความกังวลเกี่ยวกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์	เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะเพิ่มขึ้น ตามฤดูกาล โดยเกิดจาก opex ที่ลดลงและการตั้งสำรองลดลง ขณะที่สินเชื่อจะเติบโตต่ำ และ NIM จะอยู่ในระดับทรงตัว (อัตราเงินนำส่งเข้ากองทุนฟื้นฟูฯ ที่เพิ่มขึ้น 23 bps จะถูกชดเชยด้วยการขึ้นอัตราดอกเบี้ย) ขณะที่เมื่อเทียบ YoY เลือกตั้ง รายได้ค่าเช่าที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะหนุนให้กำไรเติบโต เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวเล็กน้อยจาก NII ที่ดีขึ้น และการตั้งสำรองลดลง	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY ใน 1Q23 โดยได้รับ การสนับสนุนจาก SSS growth และมาร์จินที่ดีขึ้นจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว นักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น มาตรการข้อปดมีขึ้น และการใช้จ่ายมากขึ้นก่อน/ในช่วงเลือกตั้ง รายได้ค่าเช่าที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะหนุนให้กำไรเติบโต	ภาคกำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างลดลง YoY เพราะได้รับผลกระทบจากต้นทุนพลังงานสูง การปรับราคาเพิ่มขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนค่ากลางอุปสงค์ที่ดีขึ้นเล็กน้อย จะเป็นปัจจัยที่ต้องจับตา
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวจะสร้างแรงกดดันต่อการเติบโตในระยะสั้นควบคู่ไปกับแรงกดดันด้านต้นทุนอย่างต่อเนื่อง อุปสงค์ที่อ่อนตัวลงพร้อมกับการแข็งค่าของเงินดอลลาร์จะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการที่เราคาดว่าชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องและทำจุดต่ำสุดใน 1Q23 ระดับสินค้าคงเหลือที่เพิ่มขึ้นเป็นความท้าทายที่สำคัญสำหรับการเติบโตของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	ราคาน้ำมันจะทรงตัวใน 4Q22 โดยเกิดจากอุปสงค์ระดับสูงตามฤดูกาลในฤดูหนาว ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันจะได้รับประโยชน์จาก crack spread ที่แข็งแกร่งของน้ำมันดิบและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน ราคาและปริมาณ LNG นำเข้าที่ลดลงจะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนให้กับผู้ผลิตไฟฟ้า การปรับค่าไฟฟ้าสำหรับเดือนม.ค.-เม.ย. 23 จะช่วยสนับสนุนผลประกอบการของธุรกิจ SPP ในขณะที่ธุรกิจ IPP ยังคงได้รับความคุ้มครองจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไร 1Q23 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ แต่จะลดลง YoY หลักๆ เกิดจากผลกระทบสินค้าคงเหลือ	เราคาดว่าบริษัทเงินทุนส่วนใหญ่จะรายงานสินเชื่อบริโภคอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง NIM ลดลง และ credit cost จะสูงขึ้นเพราะ NPL จะเพิ่มขึ้นใน 1Q23	ภาคกำไรของกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มเติบโต YoY โดยได้แรงหนุนจากมาร์จินที่กว้างขึ้น YoY ของผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์บก (ราคาสัตว์บกในประเทศปรับขึ้นเร็วกว่าต้นทุนอาหารสัตว์) และราคาสุรต่างประเทศ (จีนและเวียดนาม) ที่ดีขึ้น เพราะอุปสงค์ฟื้นตัวและการปรับอุปทาน	เราคาดว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนกำไร 1Q23 คือ การฟื้นตัวของบริการผู้ป่วยต่างชาติสอดคล้องการเปิดประเทศและความสะดวกในการเดินทางมากขึ้น เราคาดว่า BDMS และ BH จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้ โดยคาดว่ากำไรจะเติบโต YoY และ QoQ ใน 1Q23 สำหรับ BCH และ CHG นั้น เราคาดว่ากำไรจะลดลง YoY จากฐานสูงของรายได้จากบริการ COVID-19 แต่จะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล มาร์จินของกลุ่มการแพทย์แข็งแกร่งเนื่องจากมีอำนาจกำหนดราคาสูง เราคาดการณ์ถึงผลกระทบที่จำกัดจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเนื่องจากบริษัทในกลุ่มนี้มีการหนี้สินต่ำ
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เร่งตัวขึ้นอันเป็นผลมาจากความต้องการเดินทางที่ถ่วงจากช่วงก่อนหน้าจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 1Q23 สำหรับ AWC CENTEL และ ERW ซึ่งโรงแรมส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในประเทศไทย เราคาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้น YoY และ QoQ ยกเว้น MINT เพราะบริษัทมีรายได้จากยุโรปซึ่ง 1Q เป็นไตรมาสที่ต่ำ โดยผลประกอบการจะลดลง QoQ (แต่เพิ่มขึ้น YoY) ใน 1Q23 สิ่งที่ต้องจับตา คือ พัฒนาการเชิงบวกจากการกลับมาเปิดประเทศของจีน หลังจากรัฐบาลจีนประกาศผ่อนคลายข้อจำกัด COVID-19 ในเดือนพ.ย. 2022	สิ่งสำคัญที่ต้องจับตา คือ ผลกระทบต่อ ARPU หาก TRUE-DTAC ตัดสินใจลดหน้าดลควบรวมกิจการ เนื่องจากหนึ่งในเงื่อนไข คือ การลดค่าบริการลง 12% ที่จะไปจำกัด upside ของ ARPU ซึ่งตลาดคาดว่าจะเกิดขึ้น หลังควบรวมกิจการ ทั้งนี้การดำเนินการตามมาตรการนี้สายสัมพันธ์ระดับตงจะเป็นปัจจัยกระตุ้นเฉพาะเจาะจงสำหรับ BEM สำหรับ BTS ปัจจัยกระตุ้นจะมาจากมาตรการต่อสัมปทานเดินรถไฟสายสีเขียว ซึ่งเราคาดว่ามีโอกาสน้อยที่จะเกิดขึ้น	ผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งโดยได้แรงหนุนจากปริมาณการจราจรและจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นจะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 1Q23 เนื่องจากตัวเลขยังฟื้นตัวไม่ถึงระดับก่อนเกิด COVID-19 ข้อสรุปเกี่ยวกับโครงการรถไฟฟ้ามหานครสายสีส้มตะวันออกจะเป็นปัจจัยกระตุ้นเฉพาะเจาะจงสำหรับ BEM สำหรับ BTS ปัจจัยกระตุ้นจะมาจากมาตรการต่อสัมปทานเดินรถไฟสายสีเขียว ซึ่งเราคาดว่ามีโอกาสน้อยที่จะเกิดขึ้น	อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจะยังคงอ่อนแอ เนื่องจากมาตรการล็อกดาวน์ COVID ของจีนและภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลกจะกระทบต่อ sentiment อย่างต่อเนื่อง แรงกดดันด้านต้นทุนต่อผู้ผลิตที่ใช้แก๊สเป็นวัตถุดิบคาดว่าจะยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่อง ในขณะที่การลดอัตราการผลิตจะช่วยให้กำไรฟื้นตัวขึ้น อย่างไรก็ตามในเอเชียจะกดดันส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์	ยอดขายของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ใน 1Q23 มีแนวโน้มที่จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากการผ่อนคลายมาตรการ LTV สิ้นสุดในปี 2022 ในขณะที่กำไร 1Q23 มีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY จากฐานต่ำ แต่จะลดลง QoQ จากกำไรที่แข็งแกร่งใน 4Q22 ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์เพิ่มเติมจากการผ่อนคลายมาตรการ LTV

สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 1Q23

	Analyst score					ปัจจัยกระตุ้น	ปัจจัยเสี่ยง
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23		
พลังงาน	7	8	7	8	8	อุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล โดยเฉพาะน้ำมันดีเซลและน้ำมันเตาสำหรับผลิตไฟฟ้า และน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินสำหรับการเดินทางทางอากาศที่ฟื้นตัว แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุน GRM ใน 1Q23 ในขณะที่ผู้ผลิตไฟฟ้า (หลักๆ คือ SPP) จะได้รับแรงกดดันอย่างต่อเนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นหากไม่ปรับค่า Ft เพิ่มขึ้น.	crude premium กว้างขึ้น และอุปสงค์ดิบต่ำกว่าคาด โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันระดับสูง และความกลัวเศรษฐกิจชะลอตัว
พาณิชย์	8	8	7	7	8	กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัว นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น มาตรการข้อปดมีขึ้น และการใช้จ่ายมากขึ้นก่อน/ในช่วงเลือกตั้ง	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อและต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น
การแพทย์	7	7	7	7	7	ผู้ป่วยต่างชาติเข้ามามากขึ้นสอดคล้องกับการเปิดประเทศของไทย ผลประกอบการมีความยืดหยุ่นต่ออัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น	เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดจะส่งผลกระทบต่อผู้ป่วยชะลอการเข้าใช้บริการ การแข่งขันรุนแรง การขาดแคลนบุคลากร และความเสี่ยงด้านกฎหมาย
ท่องเที่ยว	6	7	8	8	8	ช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยว โดยนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเข้ามามากขึ้น พัฒนาการเชิงบวกจากการกลับมาเปิดประเทศของจีน มาตรการกระตุ้นการเดินทางในประเทศของภาครัฐ	เศรษฐกิจชะลอตัว ตลาดจีนฟื้นตัวช้า
ธนาคาร	6	6	6	6	6	NIM ได้ประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย เพิ่มอัตราการทำเงินปันผล และมีแนวโน้มที่จะบริหารเงินกองทุน	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว
ประกัน	6	6	6	7	7	อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นส่งผลดีต่อ ROI VNB และ EV	ความเสี่ยง downside ต่อการเติบโตของเบี้ยประกันรับอันเป็นผลมาจากกำลังซื้อที่ลดลงเพราะเงินเฟ้อสูง
อสังหาริมทรัพย์	7	6	7	7.5	6	การกลับมาใช้มาตรการ LTV ตามปกติจะส่งผลทำให้ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยในตลาดระดับกลาง-บนขึ้นไปชะลอตัวลง	อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และอัตราการปฏิเสธสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น
ICT	7	6	6	6	4	การแข่งขันในธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และ FBB ลดลง	มาตรการยืดเยื้อจาก กสทช. ที่กำหนดให้ลดค่าบริการลง 12% หาก TRUE-DTAC ตัดสินใจเดินหน้านัดลควมรวมกิจการ จะไปจำกัด upside ของ ARPU ซึ่งตลาดคาดว่าจะเกิดขึ้นหลังควมรวมกิจการ
อาหาร	6	6	7	6	6	ราคาสัตว์บกในประเทศสูง (ส่วนหนึ่งเกิดจากเทศกาลตรุษจีน กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และอุปทาน ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาสัตว์บกที่ลดลงจากกำลังซื้อที่ประบางอันเป็นผลมาจากแรงกดดันเงินเฟ้อ ต้นทุนอาหารสัตว์ และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น	
เครื่องดื่ม	6	5	7	7.5	6	ต้นทุนวัตถุดิบหลักๆ จะถูกจับตา ในขณะที่การแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มบำรุงกำลังยังคงรุนแรง และยอดขายต่างประเทศมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวช้าใน 1H23	การแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มบำรุงกำลังรุนแรง และต้นทุนผันผวน
ขนส่งทางบก	6	5	7	6	6	ข้อสรุปการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกสำหรับ BEM และหนี้ กทม. สำหรับ BTS	ปริมาณการจราจรสำหรับ BTS MRT และทางด่วนฟื้นตัวช้ากว่าคาด
ปิโตรเคมี	6	5	5	4	4	การกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งของจีน และต้นทุนแนฟทาลดลง	การล็อกดาวน์ COVID ของจีนจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์เป็นระยะๆ กำลังการผลิตเพิ่มเติมหลักๆ จากจะเพิ่มแรงกดดันต่ออุปทาน มาร์จินที่อ่อนแอจะกระตุ้นให้มีการลดอัตราการผลิตบางส่วนลงอีก
ยานยนต์	5	5	5	5	5	การผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้น ปัญหาขาดแคลนชิปคลี่คลาย ราคาเหล็กลดลง	ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์
เงินทุน	5	5	5	5	4	สินเชื่อเติบโตอย่างแข็งแกร่ง	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากแนวโน้มที่เศรษฐกิจจะฟื้นตัวช้ากว่าคาด ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และการแข่งขันที่สูงขึ้นจากธนาคารพาณิชย์
วัสดุก่อสร้าง	5	4	4	4	4	ต้นทุนเชื้อเพลิง (ถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ) สูงขึ้น กำกกลางอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นปานกลาง	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อและต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ

มองหาหุ้นกลุ่มที่โมเมนตัมกำลังเป็นบวก

กลุ่ม	4Q22		1Q23		เหตุผล
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน	+	+	+	+	พลังงาน – กำไรจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 4Q22 หลังจากทำจุดต่ำสุดใน 3Q22 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบที่ลดลงจากขาดทุนสินค้าคงเหลือและขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน market GRM ปรับตัวสู่ระดับปกติอย่างต่อเนื่อง ราคาน้ำมันที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจะส่งผลทำให้ขาดทุนสินค้าคงเหลือลดลง สาธารณูปโภค – แรงกดดันที่ลดลงจากต้นทุนเชื้อเพลิงอาจเกิดขึ้นในช่วงสั้นๆ หากมีการกลับมาเก็บสต็อกก๊าซเพิ่มใน 1Q23 ค่า Ft ที่สูงขึ้นใน 1Q23 จะเป็นปัจจัยกระตุ้นผลประกอบการ
ท่องเที่ยว	+	+	+	+	จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามามากขึ้นอันเป็นผลมาจากความต้องการเดินทางที่ค้างจากช่วงก่อนจะสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักและอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น
ประกัน	+	+	+	+	combined ratio ดีขึ้น (การเคลม COVID ลดลง และการโอนกลับ PAD ของกรมธรรม์ที่หมดอายุสำหรับ BLA) เบี้ยประกันเติบโตต่ำ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นส่งผลดีต่อ ROI
ปิโตรเคมี	-	+	-	=	ความผันผวนของราคาน้ำมันและความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกอาจทำให้มีการเลื่อนจัดเก็บสต็อกสินค้าคงคลังเพิ่ม ต้นทุนวัตถุดิบคาดว่าจะลดลง แต่จะไม่สามารถชดเชยผลกระทบของอุปสงค์ที่อ่อนแอ
พาณิชย์	+	+	+	-	กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัว นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น มาตรการข้อปดมีคั้น และการใช้จ่ายมากขึ้นก่อน/ในช่วงเลือกตั้ง เป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ
ยานยนต์	+	-	+	+	การผลิตรถยนต์จะลดลง QoQ ใน 4Q22 (เทศกาลวันหยุด) จากนั้นจะเพิ่มขึ้น QoQ ใน 1Q23 จากปัจจัยฤดูกาล เราคาดว่า การปรับราคาขายจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตรากำไรขึ้นต้นจากราคาเหล็กที่สูงขึ้น
การแพทย์	+/-	-	+/-	+	กำไร 4Q22 จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แนวโน้มกำไรใน 1Q23 คละเคล้า: BDMS และ BH แข็งแกร่ง (+YoY, +QoQ) จากบริการผู้ป่วยต่างชาติที่เติบโตเพิ่มขึ้น ในขณะที่กำไรของ BCH และ CHG จะเข้าสู่ทิศทางขาลงใน 1Q-2Q23 (-YoY, +QoQ) โดยมีสาเหตุมาจากฐานสูงจากบริการ COVID-19
ICT	-	-	+	+	ผลประกอบการน่าจะเริ่มปรับตัวดีขึ้นใน 1Q23 โดยเกิดจากรายได้ที่เกี่ยวข้องกับนักท่องเที่ยวที่สูงขึ้นและการแข่งขันทรงตัว
ขนส่งทางบก	+	-	+	+	ได้ประโยชน์จากการกลับมาดำเนินกิจกรรมภายในประเทศ แต่การปรับตัวลดลง QoQ ใน 4Q22 จะเกิดจากรายได้เงินปันผลที่ขาดหายไป BEM
อาหาร	+	-	+	=	ราคาสัตว์ปีกในประเทศสูงส่วนหนึ่งเกิดจากเทศกาลตรุษจีน กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และอุปทานใหม่ที่มีจำกัดจากโรค ASF และราคาสุกรต่างประเทศ (จีนและเวียดนาม) ดีขึ้น
อสังหาริมทรัพย์	+	=	+	-	การกลับมาใช้มาตรการ LTV ตามปกติพร้อมกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ทุกกลุ่ม
ธนาคาร	+	=	+	-	เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัว YoY อย่างต่อเนื่องใน 4Q22 และ 1Q23 โดยได้รับการสนับสนุนจาก NII ที่ดีขึ้นและการตั้งสำรองลดลง ทั้งนี้เมื่อเทียบกับ QoQ เราคาดว่าผลประกอบการจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว (ลดลงน้อยมาก เพราะ NII ที่ดีขึ้นจะถูกหักล้างโดย opex และการตั้งสำรองที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล) ใน 4Q22 แต่จะเพิ่มขึ้น QoQ ตามฤดูกาล (opex ลดลง credit cost ลดลง และ NII ดีขึ้น) ใน 1Q23
สื่อ	=	+	=	=	ฐานสูง upside ที่สำคัญ คือ 1) แคมเปญการตลาดเลือกตั้ง และ 2) การฟื้นตัวของยอดใช้จ่ายโฆษณา
วัสดุก่อสร้าง	-	=	-	+	บริษัทต่างๆ กำลังดำเนินการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้น ในขณะที่การเติบโตของอุปสงค์ที่ประปรายจะทำให้ไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนได้ทั้งหมด
เงินทุน	+	-	+	=	สินเชื่อเติบโตอย่างแข็งแกร่ง NIM ลดลง และ credit cost สูงขึ้นเพราะ NPL เพิ่มขึ้น

น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายการอุตสาหกรรมใน 1Q23

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2021 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 21-23	P/E		P/B		Dividend yield		Ev/Ebitda (x)	
					22F	23F		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
Commerce	Overweight	10%	10%	-1%	10%	22%	16%	38.1	31.3	2.0	1.9	1%	2%	14.6	13.2
Hotel	Overweight	1%	23%	28%	100%	8868%	n.m.	n.m.	58.9	3.4	3.2	0%	1%	18.7	13.5
Air Transportation	Overweight	0%	-15%	18%	0%	24%	1107%	52.2	42.1	2.0	2.0	2%	2%	n.m	32.1
Bank	Overweight	9%	23%	-9%	15%	13%	14%	8.2	7.3	0.7	0.6	4%	5%	0.0	0.0
Healthcare	Neutral	5%	22%	26%	14%	-6%	3%	30.2	32.3	5.3	4.9	2%	2%	17.7	18.1
Energy	Neutral	22%	8%	0%	39%	10%	24%	10.0	9.1	1.1	1.0	5%	5%	4.3	4.2
Electronics	Neutral	5%	7%	30%	69%	13%	38%	46.4	41.1	6.3	5.5	2%	3%	35.7	31.1
Utilities	Neutral	0%	24%	0%	-16%	87%	25%	57.5	30.7	3.6	3.3	1%	2%	26.6	20.5
Food & beverage	Neutral	6%	12%	-5%	105%	13%	52%	22.3	19.7	1.4	1.3	1%	2%	10.2	9.6
Land Transportation	Neutral	0%	-26%	3%	0%	24%	11%	52.2	42.1	2.0	2.0	2%	2%	36.6	30.5
Automotive	Neutral	0%	24%	-5%	14%	10%	12%	9.1	8.3	1.0	0.9	6%	6%	4.5	3.8
Residential/IE	Neutral	6%	16%	7%	32%	-3%	13%	13.3	13.8	1.3	1.3	4%	4%	14.6	14.0
REITs / PF / IF	Neutral	2%	-2%	-12%	-6%	34%	18%	10.6	7.9	1.8	1.9	10%	12%	10.1	9.3
Agribusiness	Underweight	0%	23%	-22%	885%	7%	224%	8.5	8.0	1.1	1.0	2%	3%	7.4	6.8
Building Materials	Underweight	3%	7%	-9%	-42%	19%	-17%	16.2	13.5	1.0	1.0	3%	4%	11.1	9.1
Petrochemical	Underweight	3%	10%	-9%	-39%	66%	0%	10.7	6.5	0.9	0.8	4%	6%	5.4	4.9
Telecoms	Underweight	8%	42%	-15%	-11%	22%	4%	32.6	26.6	4.8	4.6	3%	3%	6.4	6.1

SET Index scenario และหุ้นเด่น

เป้าหมาย SET Index สิ้นปี 2023 ที่ประเมินได้จากวิธี Top-Down อยู่ที่ 1,750 จุด ไม่ได้สูงหรือต่ำเกินไป

	Book value (2023)	Target P/B		Market Cap	
		SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
Energy	3,002,960	1.2	1	3,715,687	3,303,256
Utilities	210,739	2.3	2	487,661	421,477
Bank	2,832,573	0.8	0.7	2,172,325	2,039,453
Transportation	482,994	3.5	3.2	1,709,918	1,545,580
Telecommunication	594,972	3.8	3.5	2,260,893	2,106,200
Food & Beverage	669,288	2.4	2.2	1,603,916	1,472,433
Commerce	782,775	5.7	5.2	4,461,815	4,070,427
Petrochemical	625,586	1.3	1.1	785,581	688,145
Healthcare	221,251	5.5	5.5	1,212,176	1,216,881
Electronics	115,910	3.5	2.7	405,685	312,957
Property	770,749	1.5	1.3	1,131,488	1,001,974
Tourism	59,145	3.0	2.4	177,435	141,948
Media	108,078	3.2	2.6	345,848	281,002
Construction Materials	550,256	1.7	1.5	960,190	825,384
Finance	358,389	3.0	2.9	1,075,168	1,039,329
Construction Services	100,360	1.3	0.8	130,468	79,334
Others	485,465	1	1	485,465	485,465
Implied target				1,924	1,750

อีเวนต์เกี่ยวกับเศรษฐกิจ

หวังว่าจะดีที่สุดในปี 1H23, เตรียมรับมือสถานการณ์แย่ที่สุดใน 2H23



SET Index Scenario สำหรับปี 2023

Hop Like a Bunny, Jump Like a Joey

1Q23

เราไม่คิดว่าแรงกดดันสำหรับภาวะทางการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะสิ้นสุดลง ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ความเสี่ยงที่กำไรจะลดลง และความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้นทั่วโลก ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจแสดงสัญญาณชะลอตัวลงอีก เฟดยังไม่น่าจะกลับทศนโยบาย (Fed Pivot) สหภาพยุโรปกำลังเผชิญกับผลของการ trade-off ระหว่างการเติบโตของเศรษฐกิจกับเงินเฟ้อ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากความยืดหยุ่นของเศรษฐกิจสหรัฐฯ รวมกับการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงมากขึ้น เราจะเห็นเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องก่อนที่จะทำจุดสูงสุดในที่สุด เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดอย่างเห็นได้ชัดเจนมากขึ้นภายในปลาย 1Q23 ถึงต้น 2Q23

จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ในช่วง 1,550-1,600 จุด

2Q23

เราคาดว่าจะเห็นสัญญาณของเศรษฐกิจและกำไรผ่านจุดต่ำสุด รวมถึงความเสี่ยงของการส่งผ่านผลกระทบจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ราคาพลังงานของสหภาพยุโรป และการล็อกดาวน์ของจีน เหตุการณ์สำคัญใน 2Q23 ที่อาจกระตุ้นให้ตลาดถึงจุดต่ำสุด ได้แก่ 1) นโยบายการเงินที่จะเริ่มลดระดับการตึงตัว (peak of hawkishness) หรือเฟดกลับทศนโยบาย (Fed Pivot) 2) การกลับมาเปิดประเทศของจีน และ 3) real yield กลับมาเป็นบวก ซึ่งหมายความว่าดอลลาร์จะอ่อนค่าลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสินทรัพย์เสี่ยง โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับตลาด EM

3Q23

เราคิดว่าการ rally ตลาดจะดำเนินต่อไป โมเมนตัมที่เป็นบวกส่วนใหญ่จะถูกรับรู้ไปแล้ว ผลประกอบการของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีจะเริ่มฟื้นตัว อย่างไรก็ตาม ตลาดจะเปลี่ยนมาโฟกัสไปที่ global credit events และ recession shadow ตลาด EM และ AEJ คาดว่าจะกลับมาเติบโตตามปกติ

4Q23

ผลตอบแทนของตลาดดูเหมือนจะมีจำกัด เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของปี 2024 กลับมาสู่ภาวะปกติ และมีกระแสข่าวจำกัดใน 4Q23 upside ของการเติบโตอาจถูกจำกัดโดยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเป็นเวลานานขึ้น valuation คาดว่าจะถึงตัวหลังจาก rally อย่างแข็งแกร่ง

การหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยจะช่วยจำกัด downside เราคิดว่าตลาดหุ้นน่าจะมี downside อีกมากหากเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างเต็มรูปแบบใน 2H23

ระดับสำคัญในการเข้าซื้อและขายทำกำไร

กรอบการซื้อขายอยู่ระหว่าง 1,550-1,650 จุดใน 1Q23

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	15.5	17.4	1,827	12%	18.8	1,974	21%	15.0	1,575	-3%
P/B and ROE	1.7	1.7	1,832	13%	1.9	2,003	23%	1.5	1,581	-3%
Equity Risk Premium	ERP 7% / Rf 1%	ERP 7% / Rf 1.5%	1,842	13%	ERP 6% / Rf 1.75%	1,944	20%	ERP 7.5% / Rf 1%	1,591	-2%
Earnings Yield Gap	330	306	1,836	13%	239	2,080	28%	373	1,645	1%
Hopes and Dreams	23%	24%	1,670	3%	32% (Percentile 90%)	1,745	7%	20% (Percentile 20%)	1,535	-6%
Average			1,802	11%		1,949	20%		1,585	-3%

Yield Gap	EPS FY2023				
	-5%	-1%	Base (EPS 105)	+1%	+5%
3.1%	1,746	1,819	1,837	1,856	1,929
3.7%	1,563	1,629	1,645	1,662	1,727
4.4%	1,424	1,484	1,499	1,514	1,574
5.1%	1,293	1,347	1,361	1,374	1,429
Forward P/E					
-2SD	1,178	1,228	1,240	1,253	1,302
-1SD	1,436	1,496	1,512	1,527	1,587
Avd	1,694	1,765	1,783	1,801	1,872
+1SD	1,951	2,034	2,054	2,075	2,157

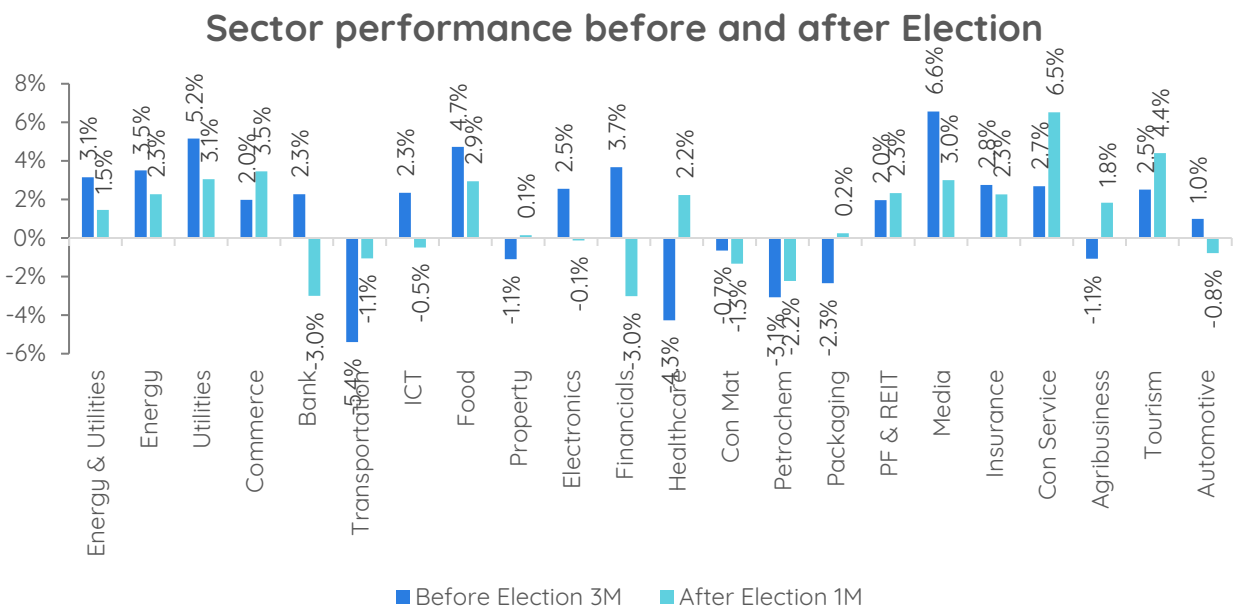
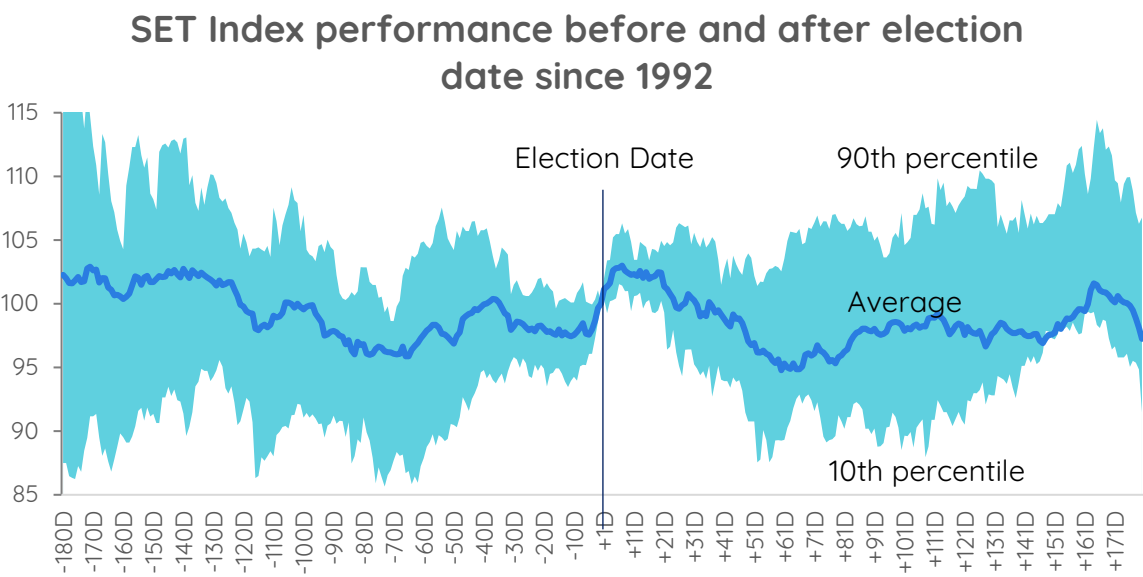
วิธีประเมินมูลค่าเหมาะสมต่างๆ ที่เรารวบรวมได้ ชี้ให้เห็นว่า valuation มี upside จำกัดแม้กระทั่งในกรณี bull case เราประเมินกรณี base case และ bear case ที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งบ่งชี้ว่า valuation มี upside ที่เป็นค่ามัธยฐานอยู่ที่ 11% และมี downside 3% จากระดับปัจจุบัน

ทั้งนี้เมื่อเทียบกับเป้าหมายของ SET ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานที่ 1,750 จุด ในปี 2023 เราใช้ bear case valuation เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญ โดยให้ margin of safety ที่ 4% จากระดับปัจจุบัน หรือต่ำกว่า 1,600 จุด เราแนะนำให้ขายทำกำไรที่ระดับดัชนีสูงกว่า 1,750 จุด และคาดว่าตลาดหุ้นไทยใน 1Q23 จะเทรดในกรอบ 1,550 ถึง 1,650 จุด

เราเชื่อว่าภาพรวมระดับมหภาคในปัจจุบันที่ไม่มีสัญญาณของพัฒนาการเชิงบวกระหว่างสหรัฐฯ กับจีน อาจส่งผลทำให้ SET Index ปรับตัวลดลงต่ำกว่า 1,600 จุด ใน 4Q22 ในทางกลับกัน นโยบายการเงินที่จะเริ่มลดระดับการดึงตัว (peak of hawkishness) อัตราเงินเฟ้อที่ลดลง การกลับมาเปิดพรมแดนของจีนอย่างรวดเร็ว และการเก็งกำไรจากการเลือกตั้งภายในประเทศ อาจหนุน sentiment ตลาด และทำให้ตลาดปรับขึ้นสู่กรอบบนที่ 1,750 จุด

การเลือกตั้งทั่วไปของประเทศไทยในปี 2023

Elections rally?



มีแหล่งข่าวหลายแห่งคาดการณ์ว่านายกรัฐมนตรีอาจกำลังวางแผนที่จะยุบสภาและจัดการเลือกตั้งก่อนครบวาระในเดือนมี.ค. 2023 เราไม่มีความคิดเห็นเกี่ยวกับการเลือกตั้งทั่วไปที่จะเกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม เราพบปฏิกิริยาของตลาดที่น่าสนใจก่อนและหลังการเลือกตั้งตั้งแต่ปี 1992 โดยในอดีตที่ผ่านมา หุ้นที่จดทะเบียนใน SET 60% มีปฏิกิริยาตอบรับเชิงบวกในช่วง 3 เดือนก่อนการเลือกตั้ง โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 3.1% ในทางกลับกัน ผลตอบแทนเฉลี่ย 1 เดือนหลังเลือกตั้งอยู่ที่ -0.7% กลุ่มที่ปรับตัว outperform ก่อนและหลังเลือกตั้ง คือ พานิชย์ อาหารและเครื่องดื่ม สื่อ ท่องเที่ยว และบริการรับเหมาก่อสร้าง

แม้ว่าแนวโน้มดังกล่าวอาจน่าสนใจ แต่นักลงทุนไม่ควรนำมาใช้เป็นข้ออ้างในพยายามจับจังหวะตลาด การเลือกตั้งไม่ได้ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาวเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ เราจึงกังวลเกี่ยวกับนโยบายที่เสนอการพักชำระหนี้

หุ้นเด่นใน 1Q23 ของเรา – AOT, BBL, BCP, CPALL, MINT

การเปิดประเทศและโมเมนตัมกำไร

- จากการวิเคราะห์ของเรา มีลักษณะเด่นของหุ้น 4 ประการที่จะช่วยให้ทำผลตอบแทนได้ดีกว่าตลาดใน 1Q23 โดยที่เรามองหาหุ้นที่:
- 1) มีอำนาจในการกำหนดราคาสูงและงบดุลดี ซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากแรงกดดันด้านต้นทุนสูงและความเสี่ยงจากภายนอก
 - 2) ดึงดูดอุปสงค์ในประเทศ/ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศที่น่าจะมีโมเมนตัมเป็นบวกมากขึ้นจากการกลับมาเปิดประเทศของจีน
 - 3) โมเมนตัม/ความชัดเจนของกำไร ในสภาวะแวดล้อมที่ความเสี่ยงด้านการประเมินมูลค่าหุ้นจากการขึ้นดอกเบี้ยลดน้อยลงและเศรษฐกิจเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง หุ้นที่กำไรเติบโตสูงจะได้รับประโยชน์มากที่สุด
 - 4) มีความทนทานในทุกสภาพตลาด (หุ้นเชิงรับ) – ยังคงเก็บหุ้นเชิงรับไว้จนกว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นว่าเฟดจะหยุดขึ้นดอกเบี้ย และยืนยันว่าความเป็นไปได้ที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยนั้นปรับลดลง

ในระยะต่อไป เนื่องจากเศรษฐกิจชะลอตัวและอัตราดอกเบี้ยปรับขึ้น เราคาดว่าหุ้นที่มีงบดุลแข็งแกร่ง กำไรเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ และความชัดเจนด้านการเติบโตสูง จะปรับตัว outperform เราชอบหุ้นที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศมากกว่าหุ้นที่อิงกับเศรษฐกิจโลก เมื่อพิจารณาจากความเปราะบางของเศรษฐกิจโลกที่ไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ในขณะที่หุ้นที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศค่อนข้างมีความยืดหยุ่นมากกว่าโดยได้รับการสนับสนุนจากการบริโภคในประเทศและการท่องเที่ยว แม้กลุ่มหุ้นวัฏจักรดังกล่าวกลับขึ้นมาแล้ว แต่เราเชื่อว่าหุ้นกลุ่มนี้มีความเปราะบาง เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดอย่างเห็นได้ชัดเจนมากขึ้นภายในปลาย 1Q23 ถึงต้น 2Q23 ดังนั้นหุ้นเด่นใน 1Q23 ของเรา คือ AOT (รายได้เติบโตแข็งแกร่ง, การเปิดประเทศ) BBL (ได้ประโยชน์จากการขึ้นดอกเบี้ย, มีเงินสดไหลเข้า) BCP (สินค้าโภคภัณฑ์) CPALL (การบริโภคในประเทศและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ) MINT (การเปิดประเทศ)

Top picks valuation table

	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
AOT	Outperform	74.75	82.0	9.7	n.m.	n.m.	72.4	n.m.	33.6	n.m.	9.5	10.6	9.3	(12)	(9)	14	0.0	0.0	0.7	n.m.	n.m.	34.6
BBL	Outperform	142.50	168.0	21.8	10.3	8.7	6.9	54.3	18.3	25.8	0.6	0.5	0.5	6	6	7	2.5	3.9	4.6	-	-	-
BCP	Outperform	31.25	44.0	59.0	4.6	2.0	2.9	n.m.	132.5	(32.1)	0.8	0.7	0.6	19	37	21	6.4	18.2	13.8	3.58	0.98	0.81
CPALL	Outperform	63.00	78.0	25.0	73.3	42.8	33.7	(49.5)	71.2	27.0	1.9	1.9	1.9	4	5	6	0.7	1.2	1.5	18.93	14.43	12.90
MINT	Outperform	30.25	38.0	25.6	n.m.	112.1	27.1	55.0	n.m.	313.4	2.0	2.0	1.9	(12)	2	7	0.0	0.0	1.5	17.52	9.58	8.10
Average					29.4	41.4	28.6	19.9	63.9	83.5	3.0	3.1	2.8	1	8	11	1.9	4.7	4.4	10.0	6.2	11.3

Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใด ๆ ไปใช้ในทุกระณ ดั้งนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใด ๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้อง กับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท เอสซีจี เคมิคอลส์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ อาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBAM”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่ จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ADVANC, AF, AH, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APURE, ARIP, ASP, ASW, AUCT, AWC, AYUD, BAFS, BAM;BANPU, BAY, BBIK, BBL, BCP, BCPG, BDMS, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BIZ, BKI, BOL, BPP, BRR, BTS, BTW, BWG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHO, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DOHOME, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ETC, ETE, FN, FNS, FPI, FPT, FSMART, FVC, GC, GEL, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPI, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JTS, JWD, K, KBANK, KCE, KEX, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, LALIN, LANNA, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBK, MC, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MVP, NCL, NEP, NER, NKI, NOBLE, NSI, NVD, NYT, OISHI, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RS, S, S&J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENAJ, SGF, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SMP, SPC, SONIC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSC, SSSC, SST, STA, STEC;STGT, STI, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SYMC, SYNTEC, TACC, TASCO;TCAP, TEAMG;TFMAMA, THANA, THANI, THCOM, THG;THIP, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRUE;TSC, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVI, TVO, TWPC, U, UAC, UBIS, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER, XPG, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AGE, AHC, AIE, AIT, ALUCON, AMANAH, AMR, APCO, APCS, AQUA, ARIN, ARROW, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ATP30, B, BA, BC, BCH, BE8, BEC, SCAP, BH, BIG, BJC, BJCHI, BLA, BR, BRI, BROOK, BSM, BYD, CBG, CEN, CHARAN, CHAYO, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CITY, CIVIL, CMC, CPL, CPW, CRANE, CRD, CSC, CSP, CV, CWT, DCC, DHOUSE, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, FE, FLOYD, FORTH, FSS, FTE, GBX, GCAP, GENCO, GJS, GTB, GYT, HEMP, HPT, HTC, HUMAN, HYDRO, ICN, IFS, IIG, IMH, INET, INGRS, INSET, INSURE, IRCP, IT, ITD, J, JAS, JCK, JCKH, JMT, JR, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LH, LHK, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NDR, NETBAY, NEX, NINE, NATION, NNCL, NOVA, NPK, NRF, NTV, NUSA, NWR, OCC, OGC, ONEE, PACO, PATO, PB, PICO, PIMO, PIN, PJW, PL, PLE, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRINC, PROEN, PROS, PROUD, PSG, PSTC, PT, PTC, QLT, RCL, RICHY, RUH, ROJNA, RPC, RT, RWI, S11, SA, SABUY, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCP, SE, SECURE, SFLEX, SFP, SFT, SGP, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMD, SMIT, SMT, SNNP, SNP, SO, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSF, SSP, STANLY, STC, STPI, SUC, SVOA, SVT, SWC, SYNEX, TAE, TAKUNI, TCC, TCMC, TFG, TFI, TFM, TGH, TIDLOR, TIGER, TIPH, TITLE, TM, TMC, TMD, TMI, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPS, TQR, TRITN, TRT, TRU, TRV, TSE, TVT, TWP, UBE, UEC, UKEM, UMI, UOBKH, UP, UPF, UTP, VIBHA, VL, VPO, VRANDA, WGE, WIHK, WIN, WINMED, WORK, WP, XO, YUASA, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

A, A5, AI, ALL, ALPHAX, AMC, APP, AQ, AU, B52, BEAUTY, BGT, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BTNC, CAZ, CCP, CGD, CMAN, CMO, CMR;CPANEL, CPT, CSR, CTW, D, DCON, EKH, EMC, EP, EVER, F&D, FMT, GIFT, GLOCON, GLORY, GREEN, GSC, HL, HTECH, IHL, INOX, JAK, JMART, JSP;JUBILE, KASET, KCM, KWI, KYE, LEE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MENA, MJD, MORE, MPIC, MUD, NC, NEWS, NFC, NSL, NV, PAF, PEACE, PF, PK, PPM, PRAKIT, PTL, RAM, ROCK, RP, RPH, RSP, SIMAT, SISB, SK, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, STARK, STECH, SUPER, SVH, PTECH, TC;TCCC, TCJ, TEAM, THE, THMUI, TKC;TNH, TNPC, TOPP, TPCH, TPOLY, TRUBB, TTI, TYCN, UMS, UNIQ;UPA, UREKA, VARO, W, WFX, WPH, YGG

Corporate Governance Report

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

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result. To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the “no announcement of the results” clause from 1 January 2021 to 27 October 2022) is publicized.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการทำบุญเลิการ เช่น การกระทำดีเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาล การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อจำกัดประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, 7UP, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPL, CPN, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEMP, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JKN, JR, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWI, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MAKRO, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NOBLE, NSI, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVI, TVO, TWPC, U, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIHK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AH, ALT, APCO, ASW, B52, CHG, CI, CPR, CPW, DDD, DHOUSE, DOHOME, ECF, EKH, ETC, EVER, FLOYD, GLOBAL, ILM, INOX, J, JMART, JMT, JTS, KEX, KUMWEL, LDC, MEGA, NCAP, NOVA, NRF, NUSA, OR, PIMO, PLE, RS, SAK, SIS, SSS, STECH, SUPER, SVT, TKN, TMD, TMI, TQM, TRT, TSI, VARO, VCOM, VIBHA, W, WIN

N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAI, AAV, ABICO, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMAR, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APP, APURE, AQ, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, BA, BBGI, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTECH, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BLAND, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BTG, BTNC, BTW, BUI, BYD, CAZ, CBG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CV, CWT, D, DCON, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DTIC, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GYT, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, ITNS, JAK, JAS, JCK, JCKH, JCT, JDF, JSP, JUBILE, JWD, KAMART, KC, KCC, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KUN, KWC, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MENA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MODERN, MORE, MPIC, MUD, MVP, NATION, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NNCL, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ONEE, OSP, OTO, PACE, PACO, PAF, PCC, PEACE, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLUS, PMTA, POLAR, POLY, POMPUI, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTC, PTECH, PTL, RAM, RBF, RCL, RICHY, RUH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCAP, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SENAJ, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSS, STANLY, STARK, STC, STEC, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEGH, TEKA, TFM, TGE, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TIPH, TITLE, TK, TKG, TLI, TM, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRUBB, TRV, TSE, TSF, TSR, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VL, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, WFX, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, XPG, YGG, YONG

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of July 7, 2022) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.