



ความผันผวนสูง ผลตอบแทนต่ำ

สารบัญ

Table of Content

แนวโน้มเศรษฐกิจ 4

กลยุทธ์การลงทุน 22

แนวโน้มตลาด 28

แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผล
ประกอบการ 41

SET Index scenario และหุ้นเด่น 47

มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์ 53

ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ 67



InnovestX กลยุทธ์การลงทุน 1Q25 – ความผันผวนสูง ผลตอบแทนต่ำ

สหรัฐฯ Soft landing; จีนชะลอต่อ; ไทยเผชิญ Global Headwind เศรษฐกิจโลกในปี 2025 แสดงสัญญาณที่แตกต่างกัน: แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวดีเกินคาด แต่ Momentum จะชะลอลงในระยะต่อไป (Soft-landing) ขณะที่ยุโรปเริ่มดีขึ้น แต่อัตราเติบโตน้อยกว่าสหรัฐฯ จีนชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญ เราคงประมาณการปีนี้ที่ 4.8% และไทยจะเร่งตัวขึ้นสู่ 3.0% การเก็บภาษีศุลกากรกับสินค้านำเข้าทุกประเภทเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราเติบโตทางเศรษฐกิจและทำให้เงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้น

หลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย การเติบโตคือสิ่งสำคัญ ในอดีตที่ผ่านมาตลาดหุ้นมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในรอบที่ไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะลดลงก่อนที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก แต่การลดลงอย่างมีนัยสำคัญมักเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงเศรษฐกิจถดถอยเท่านั้น เมื่อความกังวลเรื่องการเติบโตทางเศรษฐกิจเข้ามาแทนที่ความกลัวเรื่องเงินเฟ้อ พันธบัตรจึงกลายเป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตลงทุนที่เชื่อถือได้มากขึ้น

Trumponomics 2.0 นโยบายเศรษฐกิจของทรัมป์มีแนวโน้มที่จะเน้นการส่งออกความสามารถในการเมืองมากกว่าการดำเนินการจริง โดยยังคงยึดหลัก 'America First' แม้ว่านโยบายของทรัมป์จะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว แต่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่สำคัญอาจช่วยชดเชยความเสี่ยงดังกล่าวและส่งผลให้เศรษฐกิจเติบโตได้ จากข้อมูลของ IMF ภาษีศุลกากรที่สูงขึ้นของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่ออัตราเติบโตทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่จีน สหภาพยุโรป และไทยจะเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวที่ไม่รุนแรงมากนัก

ภาษีศุลกากรอาจส่งผลกระทบต่อมุมมองด้านอัตราค่าไรของหุ้น ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อปัจจัยพื้นฐานของหุ้นทั่วโลกอาจรุนแรงขึ้นหากมีการเก็บภาษีศุลกากรครอบคลุมสินค้าที่หลากหลายมากขึ้น หรือมีการเก็บภาษีในวงกว้างมากขึ้น ประกอบกับระดับหนี้ของรัฐบาลและหนี้ครัวเรือนที่สูงขึ้น แม้ว่าภาษีศุลกากรเริ่มแรกของทรัมป์จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัททั่วโลก แต่บริษัทที่มีรายได้จากสหรัฐฯ สูงกลับมีผลการดำเนินงานที่โดดเด่น แสดงถึงความยืดหยุ่นในการปรับตัว

จาก Goldilocks สู่ stagflation แม้ว่าตลาดจะโฟกัสที่ความเสี่ยงจากการเก็บภาษีศุลกากรในทันที แต่ผลกระทบจากสงครามการค้าในวงกว้างยังคงไม่ได้รับการประเมินอย่างเพียงพอ การลดภาษีเพิ่มเติม การเพิ่มการใช้ช่วยด้านการป้องกันประเทศ และข้อจำกัดด้านการย้ายถิ่นฐานอาจกระตุ้นให้เกิดเงินเฟ้อ ซึ่งเสี่ยงต่อการที่เฟดจะต้องกลับมาใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นก่อนเวลาอันควร การเข้ามาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีสมัยที่สองของทรัมป์น่าจะหมายถึงการขึ้นภาษีสินค้าจากจีน ซึ่งจะทำให้แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในครึ่งหลังของปี 2025 อ่อนแอลง

เพิ่มความหลากหลายในการลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยง การเปลี่ยนแปลงนโยบายการค้าโลกจะส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยและค่าเงิน การกลับมาของภาวะเงินเฟ้อเป็นความเสี่ยงหลักต่อการลงทุนในหุ้นทั่วโลกในปี 2025 ด้วย EPS growth ที่ใกล้เคียงกันในแต่ละภูมิภาค เราจึงแนะนำให้คงสถานะการลงทุนในตลาดสหรัฐฯ และเพิ่มการลงทุนในตลาดต่างประเทศที่มีมูลค่าต่ำเพื่อเพิ่มความหลากหลายและป้องกันความเสี่ยงจากนโยบายการค้าของทรัมป์

ครั้งแรกดีครึ่งหลังแย่ นโยบายการเงินทั่วโลกอยู่ในทิศทางผ่อนคลาย แต่ภาษีศุลกากรของทรัมป์ทำให้ผลกระทบมีน้อยลง แนวโน้มการเติบโตยังคงเป็นไปอย่างระมัดระวังท่ามกลางความเสี่ยงทางการค้าของสหรัฐฯ ขณะที่ประเทศไทยเผชิญกับปัญหาเชิงโครงสร้างที่ยืดเยื้อ ตลาดมีแนวโน้มที่จะมีความผันผวนสูงและให้ผลตอบแทนต่ำ โดยผลตอบแทนจะเป็นบวกใน 1H25 และแย่ลงใน 2H25 เราคาดว่า SET Index จะปรับตัวขึ้นไปถึง 1,550 จุด ในปี 2025

โฟกัสที่หุ้น domestic และหุ้นเชิงรับ เราชอบบริษัทที่ผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวรวมถึงได้ประโยชน์จากการบริโภคภายในประเทศที่ฟื้นตัวด้วยแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และมีลักษณะเป็นหุ้นเชิงรับ ดังนั้นเราจึงเลือก ADVANC AOT BCH CPALL HMPRO เป็นหุ้นเด่นใน 1Q25

แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย ใน 1Q25: Trumponomics 2.0

Content

1. Theme เศรษฐกิจโลกในปี 2025: Trumponomics 2.0

- Highlight Events: Trumponomics 2.0
- บทสรุปผลการประชุม FOMC และผลกระทบของการกลับมาของทรัมป์
- ผลของมาตรการ Trumponomics 2.0 ตามที่ IMF คาดการณ์
- Timing ของนโยบายเศรษฐกิจของทรัมป์

2. ผลกระทบของ Trumponomics 2.0 ต่อนโยบายการเงินและตลาดเงินตลาดทุน

- ทิศทางนโยบายการเงินโลก
- ผลของทิศทางเศรษฐกิจสหรัฐต่อผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐและอัตราแลกเปลี่ยน

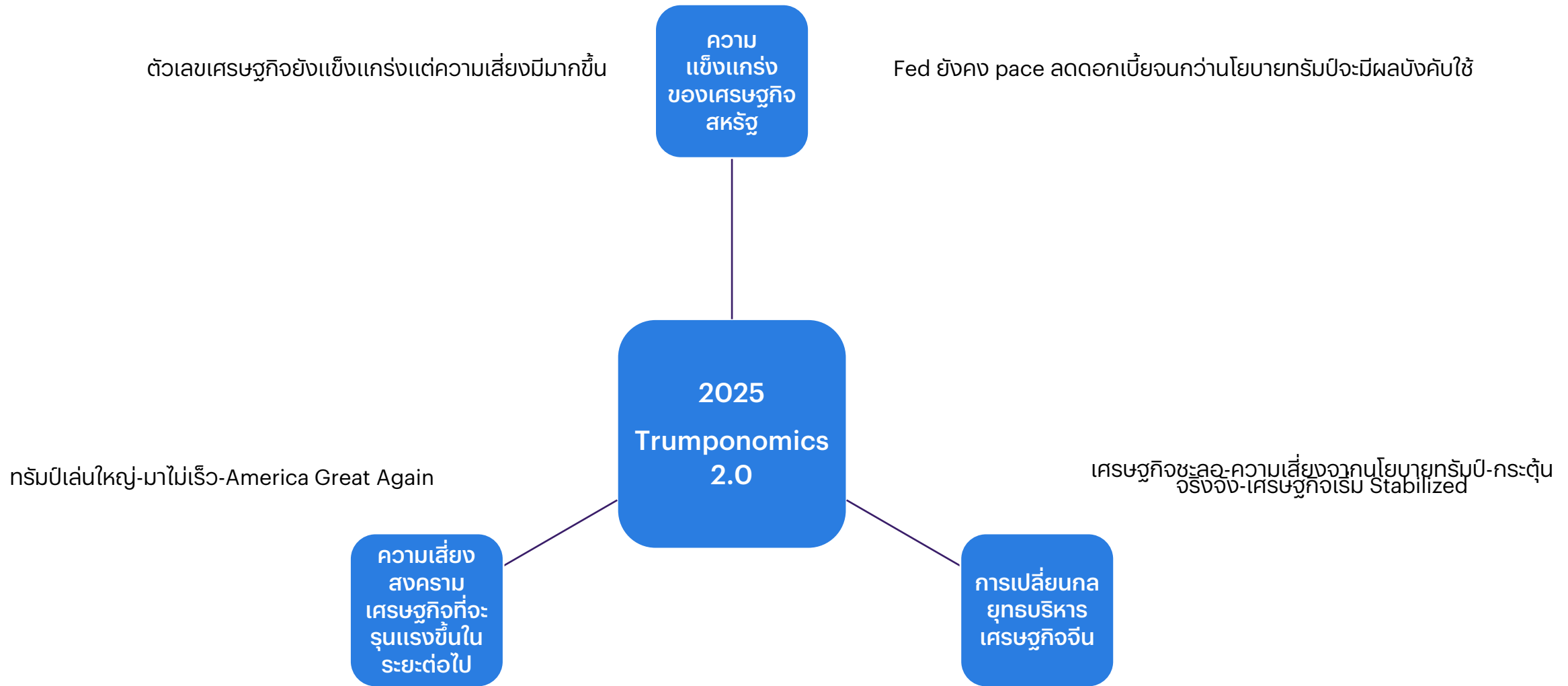
3. เศรษฐกิจและมาตรการจีน

- จีนดำเนินมาตรการสนับสนุนตลาดหลังเศรษฐกิจชะลอตัว/ ทรัมป์กลับมา
- ความเสี่ยงและโอกาสของจีน

4. คาดการณ์เศรษฐกิจโลก-ไทย

- คาดการณ์เศรษฐกิจโลก
- คาดการณ์เศรษฐกิจไทย
- ผลของ Trumponomics 2.0 ต่อไทย

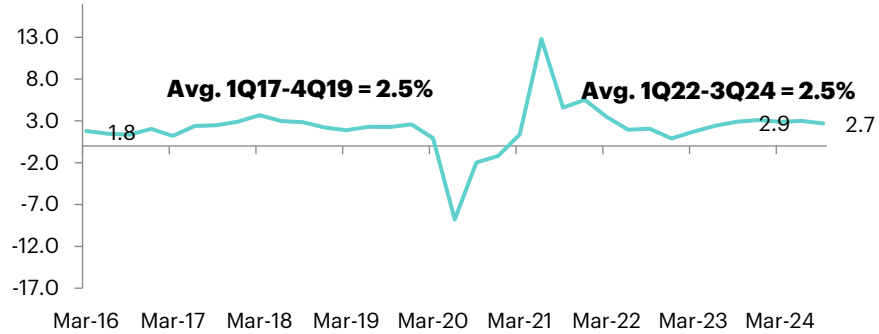
Highlight Events: Trumponomics 2.0



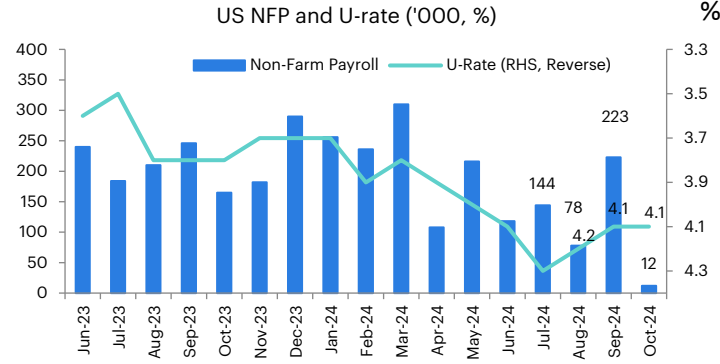
เศรษฐกิจสหรัฐยังแข็งแกร่งแต่มีหลายจุดเปราะบาง ที่แก้ไขด้วยการลดดอกเบี้ย

เศรษฐกิจสหรัฐยุคไบเดนแข็งแกร่งแต่เริ่มชะลอตัว

Quarterly real GDP growth: US (%YoY)



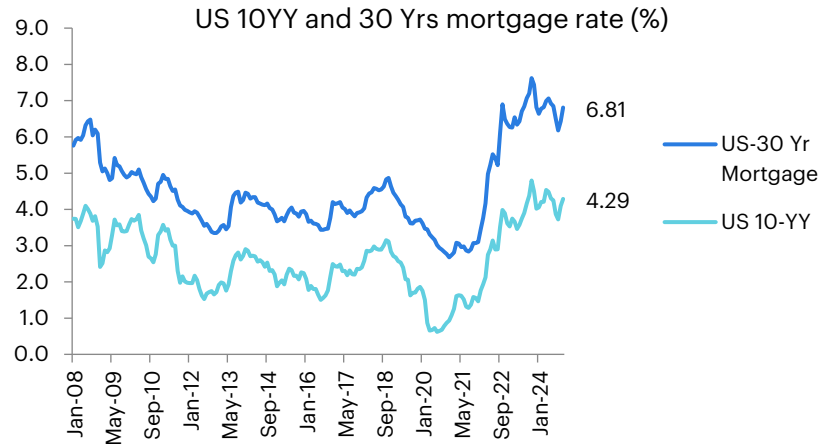
การจ้างงานชะลอตัวลงแรง แต่ส่วนหนึ่งจากปัจจัยชั่วคราว



รายงาน Beige Book เริ่มส่งสัญญาณเศรษฐกิจชะลอตัว

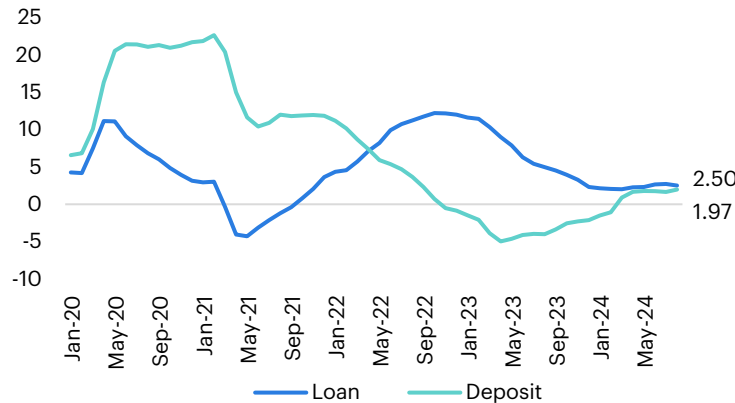
ประเทศ/เมือง	มาตรการ
ประเทศ	กิจกรรมเศรษฐกิจส่วนใหญ่ทรงตัว การจ้างงานและราคาเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ค่าจ้างชะลอตัว ผู้บริโภค "Trade down" โดยเลือกซื้อสินค้าที่ถูกลง
นิวยอร์ก	ธุรกิจร้านอาหารชะงัก แต่โรงละครบรอดเวย์ฟื้นตัว
ฟิลาเดลเฟีย	ความต้องการสินค้าชะลอตัว เนื่องจากคาดการณ์ดอกเบี้ยจะลดลงต่อ
ชิคาโกและซานฟรานซิสโก	ผู้บริโภคเลือกซื้อสินค้าที่ถูกลง และแสวงหาส่วนลด ไม่เต็มใจจ่ายราคาเต็มสำหรับสินค้าที่ไม่จำเป็น
ดัลลัส	ผู้สูงอายุขอความช่วยเหลือมากขึ้นเนื่องจากเงินเฟ้อ บางคนต้องกลับไปทำงาน

Fed ลดดอกเบี้ย แต่ต้นทุนทางการเงินกลับเพิ่มขึ้น



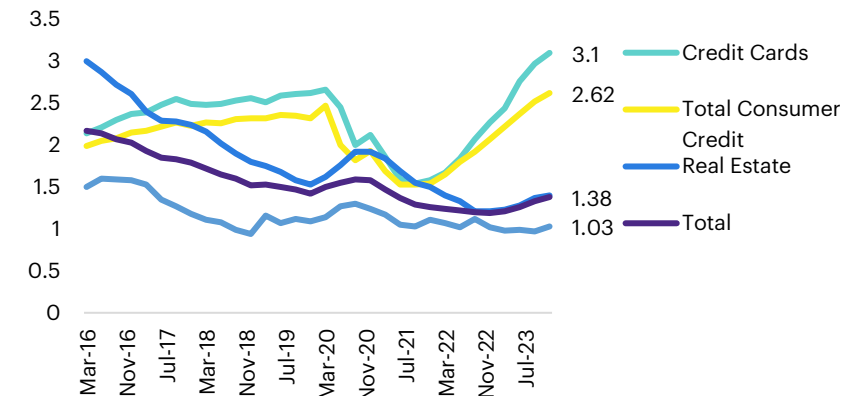
สินเชื่อชะลอตัวเนื่องจากดอกเบี้ยที่สูง

US Total Loan and Deposit growth (% YoY)



การผิดนัดชำระหนี้พุ่งสูงขึ้นมาก

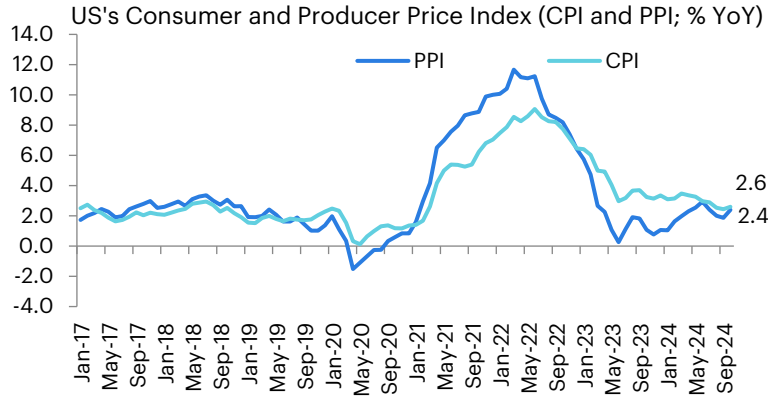
US Delinquency rate on several types of loan (%)



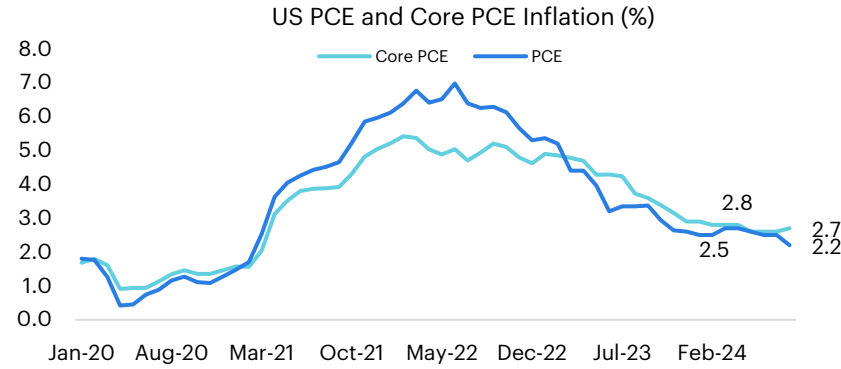
Source: CEIC, INVX

เงินเฟ้อของสหรัฐฯ ชะลอลง คาดการณ์ Fed ลดดอกเบี้ยต่อเนื่อง

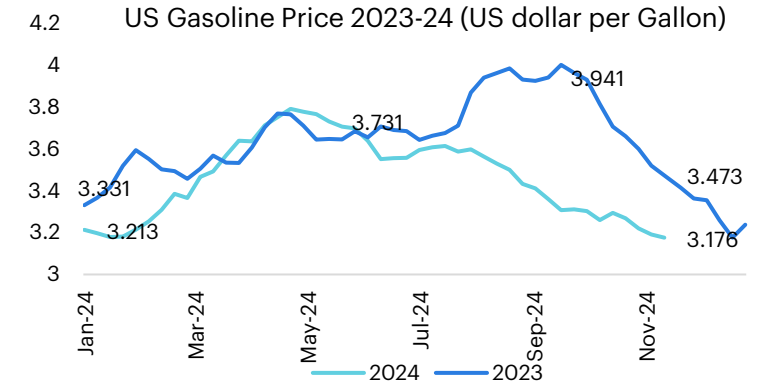
เงินเฟ้อ CPI สหรัฐชะลอต่อเนื่อง



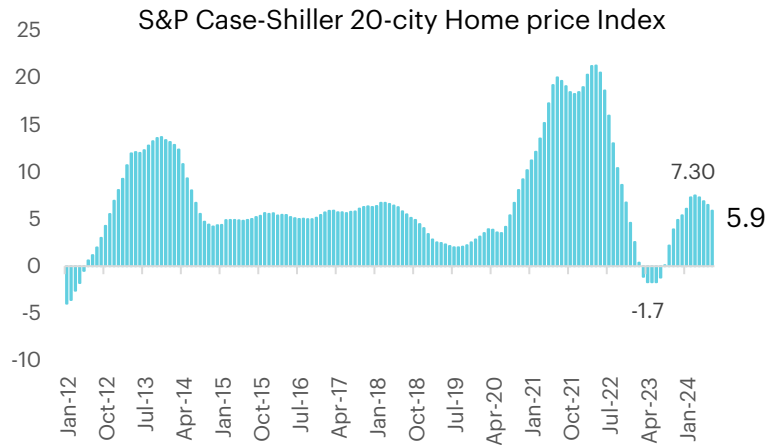
แต่เงินเฟ้อ Core PCE ทรงตัวช่วง 3 เดือนหลัง



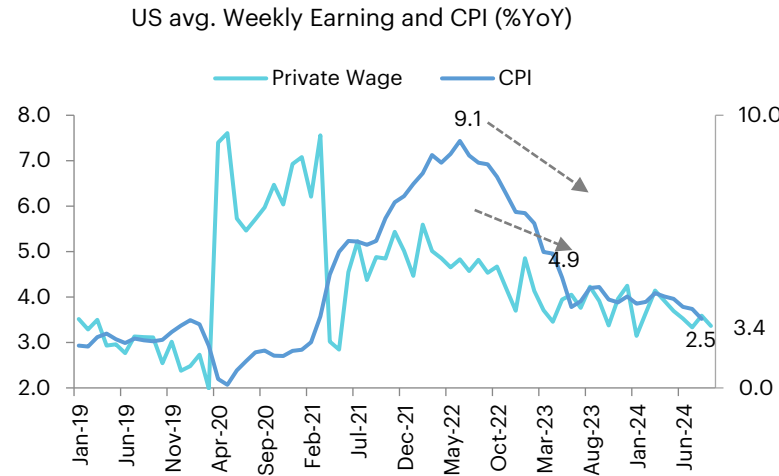
อย่างไรก็ตามเงินเฟ้อได้ประโยชน์จากฐานต่ำของราคาน้ำมัน



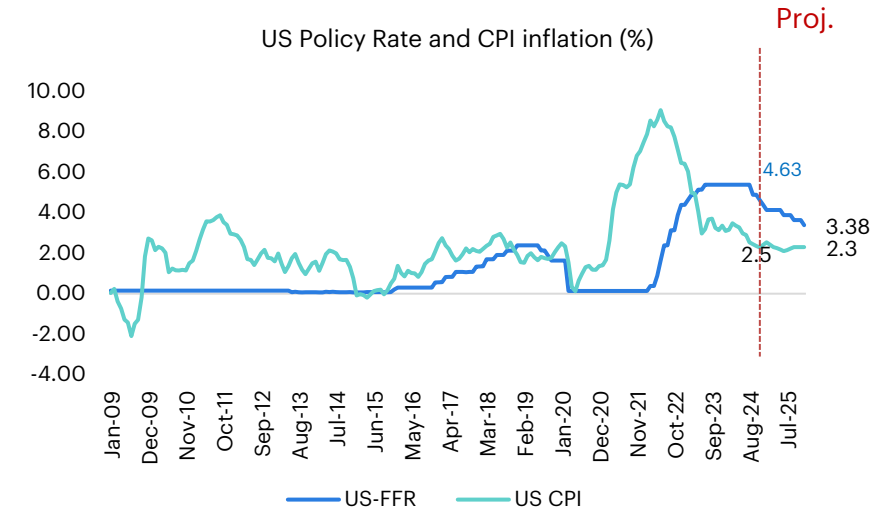
ราคามันไม่ได้เป็นปัจจัยผลักดันเงินเฟ้อมากเท่าช่วงหลัง Covid



ค่าจ้างขยายตัวในทิศทางชะลอลง



เงินเฟ้อที่ชะลอทำให้ดอกเบี้ยยังลดลงต่อเนื่อง



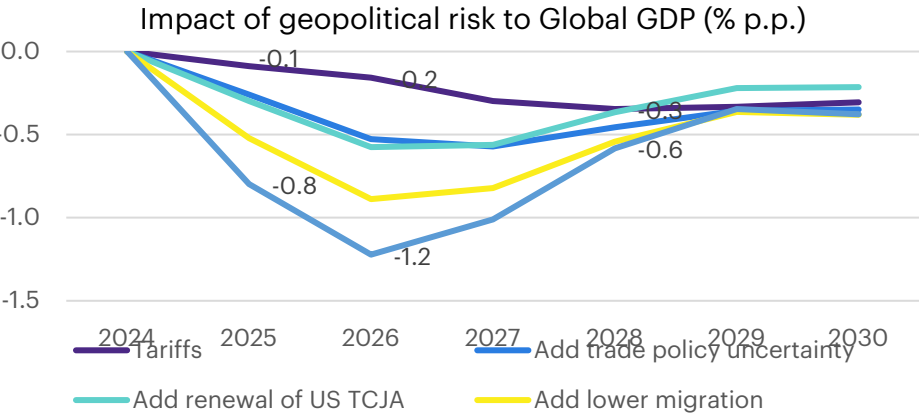
Source: CEIC, INXX

เรื่องที่ทำลายที่สุดหากทวีปได้เป็นประธานาธิบดี: สงครามเศรษฐกิจ

IMF คาดว่า การกีดกันทางเศรษฐกิจโลกที่เพิ่มขึ้น จะทำให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง (-0.1)-(-0.8)% (p.p.) ในปี 2025 และรุนแรงขึ้นเป็น (-0.2)-(-1.2)% (p.p.) ในปี 2026 ก่อนจะลดลง รายละเอียดของสมมุติฐานการกีดกันเศรษฐกิจโลกที่เพิ่มขึ้นโดยสหรัฐที่ตั้งโดย IMF

IMF WEO Oct 2024 Forecast compare to Jul 2024

	2023	2024F		2025F	
		Jul 24	Oct 24	Jul 24	Oct 24
Global GDP	3.3	3.2	3.2	3.3	3.2
US	2.5	2.6	2.8	1.9	2.2
Eurozone	0.5	0.9	0.8	1.5	1.2
Japan	1.9	0.7	0.3	1.0	1.1
China	5.2	5.0	4.8	4.5	4.5
India	8.2	7.0	7.0	6.5	6.5
Thailand	1.9	2.9	2.8	3.1	3.0



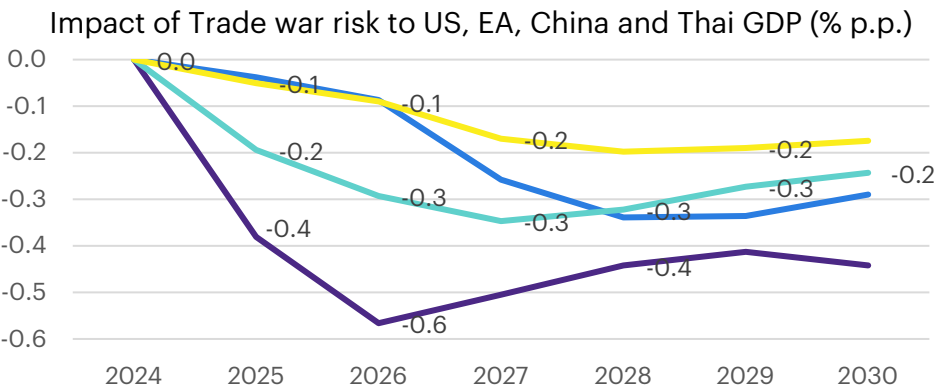
Source: IMF

ชั้น	แนวนโยบาย
1. การเพิ่มภาษีศุลกากรขาเข้าทั่วโลก	- จะเริ่มมีผลกลางปี 2025 โดยเป็นการเพิ่มภาษีถาวร - จะมีการเก็บภาษี 10% ระหว่าง 3 เขตเศรษฐกิจใหญ่: สหรัฐอเมริกา สหภาพยุโรป และจีน (Trade retaliation) - สหรัฐฯ จะเก็บภาษี 10% กับการค้าขาเข้าและขาออกกับประเทศอื่นๆ ทั่วโลกด้วย - ภาษีนี้จะส่งผลกระทบต่อการค้าสินค้าประมาณ 1 ใน 4 ของการค้าโลกทั้งหมด คิดเป็นมูลค่าประมาณ 6% ของ GDP โลก - รายได้จากภาษีจะถูกนำไปแจกจ่ายคืนให้กับครัวเรือน
2. ความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าที่เพิ่มสูงขึ้น	- อ้างอิงจากการขึ้นภาษีของสหรัฐฯ ในปี 2018-2019 ที่เคยทำให้เกิดความไม่แน่นอนและส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ โดยการขึ้นภาษีจะสร้างความไม่แน่นอนตั้งแต่กลางปี 2025 - คาดว่าการลงทุนรวมในสหรัฐฯ จะลดลง 4% เมื่อเทียบกับกรณีปกติ (เป็น 2 เท่าของผลกระทบครั้งก่อน) - ผลกระทบนี้จะเกิดทั่วโลก โดย: ยุโรปจะได้รับผลกระทบใกล้เคียงกับสหรัฐฯ ขณะที่จีนและภูมิภาคอื่นๆ จะได้รับผลกระทบประมาณครึ่งหนึ่ง - ผลกระทบจะเริ่มลดลงตั้งแต่ปี 2027
3. การลดภาษีนิติบุคคลในสหรัฐฯ	- ข้อกำหนดหลายข้อในกฎหมาย Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) ปี 2017 จะหมดอายุสิ้นปี 2025 โดย IMF ตั้งสมมุติฐานว่าจะมีการต่ออายุข้อกำหนดไปอีก 10 ปี (แปลว่าภาษีจะคงอยู่ที่ 21%--ไม่ลดไป 15% ตามที่ทรัมป์หาเสียง) ซึ่งจะทำให้ภาษีธุรกิจลดลงประมาณ 4% ของ GDP ในช่วงปี 2025-2034 (ขณะที่เราคาดว่าจะให้ขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้น 1.5% ต่อปี เริ่มปี 2026)
4. การเคลื่อนย้ายแรงงานเข้าสู่สหรัฐฯ และยุโรป	- การอพยพแรงงานที่เคยช่วยเพิ่มการเติบโตของแรงงานและลดแรงกดดันเงินเฟ้อจะลดลง แต่ตั้งแต่ปี 2025 IMF ตั้งสมมุติฐานว่าจะมีการลดการอพยพสุทธิลงมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ - ส่งผลให้: กำลังแรงงานสหรัฐฯ ลดลงถาวร 1% ภายในปี 2030 และกำลังแรงงานยุโรปลดลง 0.75% เทียบกับกรณีปกติ
5. สภาวะการเงินโลก	- มีการตั้งตัวของสภาวะการเงินในปี 2025-26 จาก 3 ปัจจัย: (1) ผลกระทบด้านลบต่อเศรษฐกิจโลก การค้า และความไม่แน่นอน (2) นโยบายการเงินสหรัฐฯ เข้มงวดขึ้นเพราะเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเล็กน้อย และ (3) หนี้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในสหรัฐฯ ทำให้กังวลเรื่องความยั่งยืนของหนี้ - ส่งผลให้: (1) ตลาดเกิดใหม่ (ยกเว้นจีน): พรีเมียมพันธบัตรรัฐบาลเพิ่ม 50 basis points (2) ประเทศพัฒนาแล้วและจีน: Term premium พันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้น: 40 basis points; ยุโรป: 25 basis points; พรีเมียมหุ้นกู้บริษัทเพิ่ม 50 basis points (3) ตลาดเกิดใหม่อื่นๆ: พรีเมียมหุ้นกู้บริษัทเพิ่ม 100 basis points

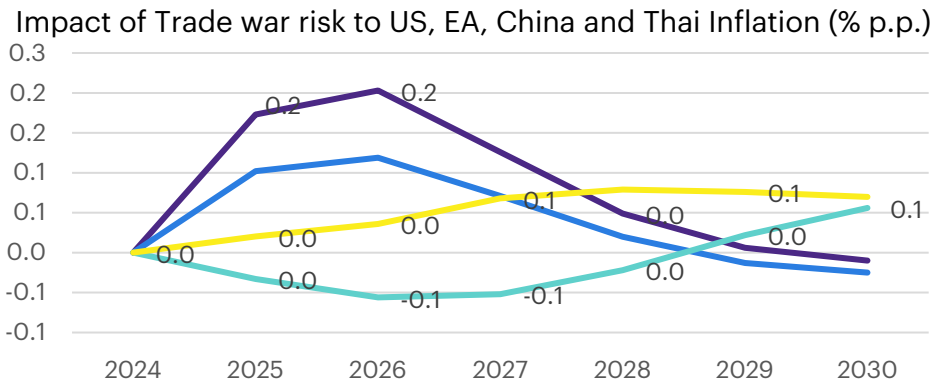
หากทรมปีทำนโยบายการค้าตามที่ IMF คาดการณ์ สหรัฐจะได้รับผลมากที่สุด

IMF คาดว่า การกีดกันทางเศรษฐกิจโลกที่เพิ่มขึ้น จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐชะลอแรงที่ -0.4% ในปี 2025 และ -0.6% ในปี 2026 ขณะที่จีน ยุโรป และไทย ได้รับชะลอลง ขณะที่เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นน้อยกว่า

IMFคาดผลจากสงครามการค้า (เพียงอย่างเดียว) กระทบกับเศรษฐกิจสหรัฐมากที่สุด



IMF คาดผลจากสงครามการค้า (เพียงอย่างเดียว) กระทบกับเศรษฐกิจสหรัฐมากที่สุด



United States Euro area China Thailand

United States Euro area China Thailand

การคาดการณ์ GDP โลกและไทย ก่อนพิจารณามาตรการกีดกันทางการค้า

	Actual						Forecast										
	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	03/2025	06/2025	09/2025	12/2025	yr 2023	yr 2024f	yr 2025f		
US	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	3.1	2.4	2.0	2.0	1.8	1.7	1.9	2.5	2.6	1.9		
EZ	1.3	0.6	0.1	0.1	0.5	0.6	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3	1.3	0.5	0.7	1.2		
CN	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6	4.6	4.1	4.5	4.5	4.5	5.2	4.8	4.4		
JP	2.5	2.3	1.6	1.2	-0.9	-0.8	0.6	0.8	1.7	1.2	1.1	0.9	1.9	-0.1	1.2		
Thai	2.6	1.8	1.4	1.7	1.6	2.3	2.7	3.6	3.5	3.1	2.6	2.6	1.9	2.6	3.0		
Avg. 5	2.5	2.7	2.2	2.3	1.9	2.0	2.2	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	2.4	2.1	2.3		

Source: IMF, CEIC, INX

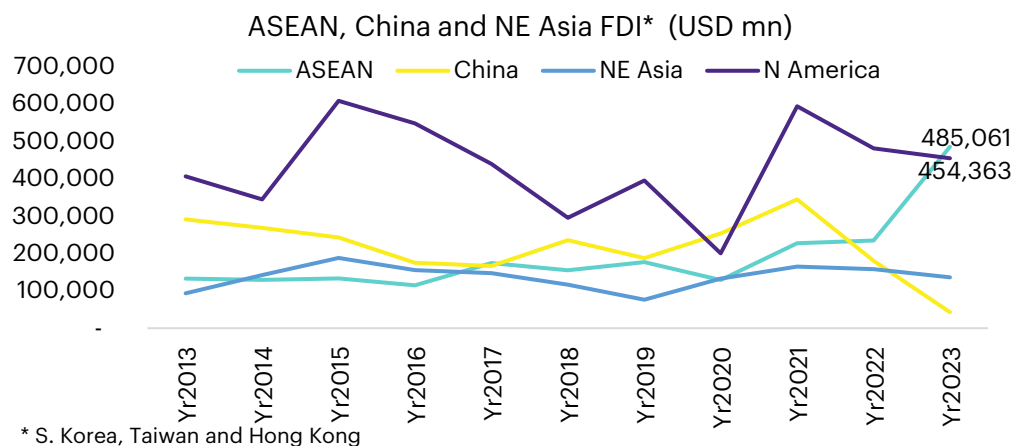
อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า Timing ของสงครามการค้าสำคัญ

เราเชื่อว่า เป็นไปได้ที่ทรัมป์จะ Timing แต่ละนโยบาย เพื่อเป้าหมายสูงสุดของสหรัฐ โดยเมื่อเทียบกับยุค Trump 1.0 จะเห็นว่า Timing ของนโยบายใหญ่จะค่อยเป็นค่อยไป เพื่อให้เศรษฐกิจสหรัฐแข็งแกร่งต่อเนื่อง

เศรษฐกิจยุค Trump 1.0 ก่อน Covid ค่อนข้างดี แม้ทำนโยบายสงครามการค้าที่ทำร้ายตัวเอง



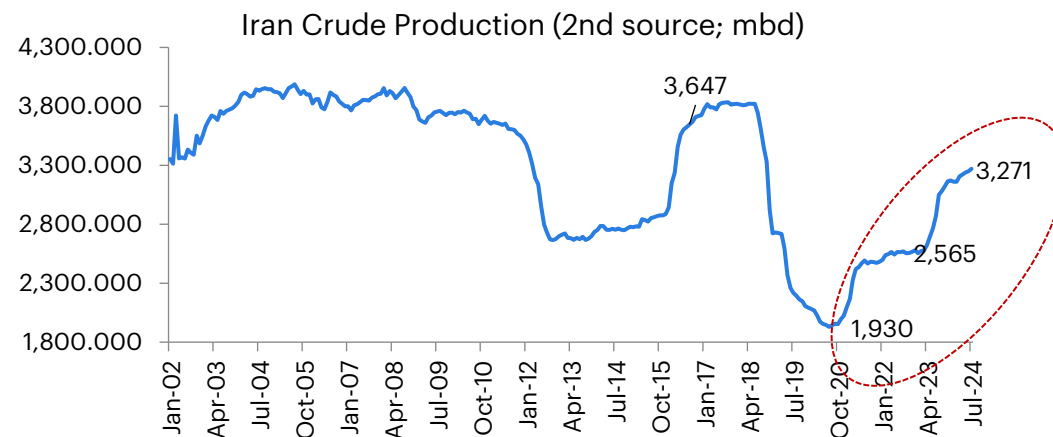
เป้าหมายหลักของการทำสงครามการค้า คือเพื่อให้เกิดการ Reshoring (ซึ่งมาสำเร็จในรัฐบาลไบเดน)



การคาดการณ์ Timeline นโยบายสำคัญรัฐบาลทรัมป์/ ทางการเมืองเบื้องต้น

ไตรมาส/ปี	มาตรการ
1/2025	- กลับมาว่าบาตรอิหร่าน/เวเนซุเอลา - เจรจาสงบศึกรัสเซีย-ยูเครน - อาจออกจาก Paris Agreement อีกครั้ง - ยกเลิก IRA นำเงินมาสนับสนุนอุตสาหกรรม น้ำมัน - Fed ลดดอกเบี้ย
2-3/2025	- สหรัฐเริ่มผลิต/ส่งออกน้ำมัน Shale gas-shale oil มากขึ้น - อาจเริ่มประกาศมาตรการการค้า แต่ยังไม่มีสำคัญ (ขึ้นเป็นขึ้นบันได) - อาจประกาศประเด็น Currency manipulator (ไทยอาจโดน) - อาจยกเลิกสถานะ MFN กับจีน
4/2025	- มาตรการต่ออายุ TCJA ออก ลดภาษีนิติบุคคลจาก 21% เป็น 15% - เศรษฐกิจสหรัฐแข็งแกร่งต่อ - Fed หักลดดอกเบี้ย (ดอกเบี้ยนโยบายลดอีก 150 bps จากปัจจุบัน ไปอยู่ที่ 3.25-3.50%)
1H/2026	- สงครามการค้าเริ่มจริง ขึ้นภาษีกับจีน ยุโรป และทั่วโลก (10%)

การคว่ำบาตรอิหร่าน จะทำให้การผลิตน้ำมันลดลง ทำให้สหรัฐส่งออกได้มากขึ้น



Source: CEIC, INNV

ผลกระทบของ Trumponomics 2.0 ต่อนโยบายการเงิน และตลาดเงินตลาดทุน

1. สถานการณ์ปัจจุบัน

- Fed ลดดอกเบี้ย 0.25% มาที่ 4.5-4.75%
- ประธาน Fed ส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินตามแผนและยังไม่เปลี่ยนแนวทางหากนโยบายทรมัปียังไม่ตราเป็นกฎหมาย
- เงินเฟ้อหลัก (Core PCE) คงที่ที่ 2.7% และ CPI อยู่ที่ 2.4%
- ตัวชี้วัดสภาพคล่องทางการเงินบางตัวเริ่มตึงตัวขึ้น:
 - ดอกเบี้ยจำนอง 30 ปีกลับเพิ่มขึ้นจาก 6.1% เป็น 6.8% แม้ Fed ลดดอกเบี้ยจาก 5.4% สู่ 4.6% (75 bps)
 - ดอลลาร์แข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง (ปัจจุบัน 104.95 จากประมาณ 100.4 ณ สิ้นเดือน ก.ย.)
 - หุ้นขึ้น All time high

2. มุมมองของเราต่อทิศทางนโยบายการเงินในอนาคต

- คาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยต่อ (CME ให้โอกาส 74%) จากเศรษฐกิจ-เงินเฟ้อเริ่มชะลอ ว่างงานเริ่มเพิ่ม
- ต้องจับตา 3 ปัจจัย: เงินเฟ้อ, การจ้างงาน, และสภาพคล่อง
- ปรับคาดการณ์การลดดอกเบี้ยปี 2025 เหลือ 4 ครั้ง (ไปจบที่ 3.4% ณ สิ้นปี 2025 จากเดิม 6 ครั้ง) โดยคาดว่านโยบายทรมัปีเริ่มมีผลครึ่งปีหลัง

3. ผลกระทบจากชัยชนะของทรมัปี

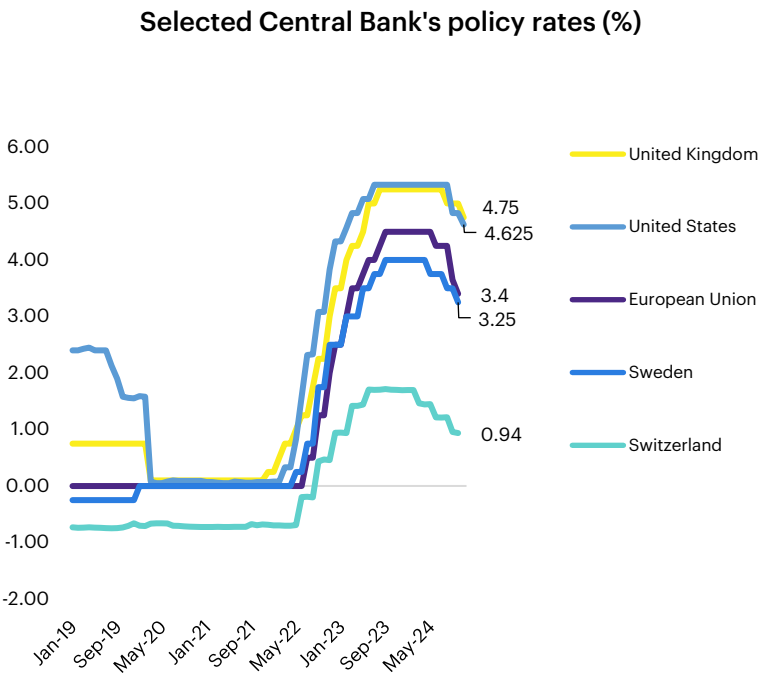
- นโยบายสำคัญ (สงครามการค้า, ลดภาษี) น่าจะเริ่มในปี 2026
- IMF คาดว่า การกีดกันทางการค้าโลกที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐมากกว่าที่อื่น โดย
 - GDP สหรัฐชะลอแรงที่ -0.4% ในปี 2025 และ -0.6% ในปี 2026 ขณะที่ GDP จีน ยุโรป และไทย จะชะลอลง แต่ได้รับผลน้อยกว่าสหรัฐ
 - ขณะที่ค่าเงินเพื่อสหรัฐจะเพิ่มขึ้นเพียง 0.2% จากกรณีฐานในปี 2026
 - ภาพดังกล่าว ทำให้ไม่น่ากระทบแผนลดดอกเบี้ยของ Fed มากนัก

4. ผลกระทบต่อผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราแลกเปลี่ยน

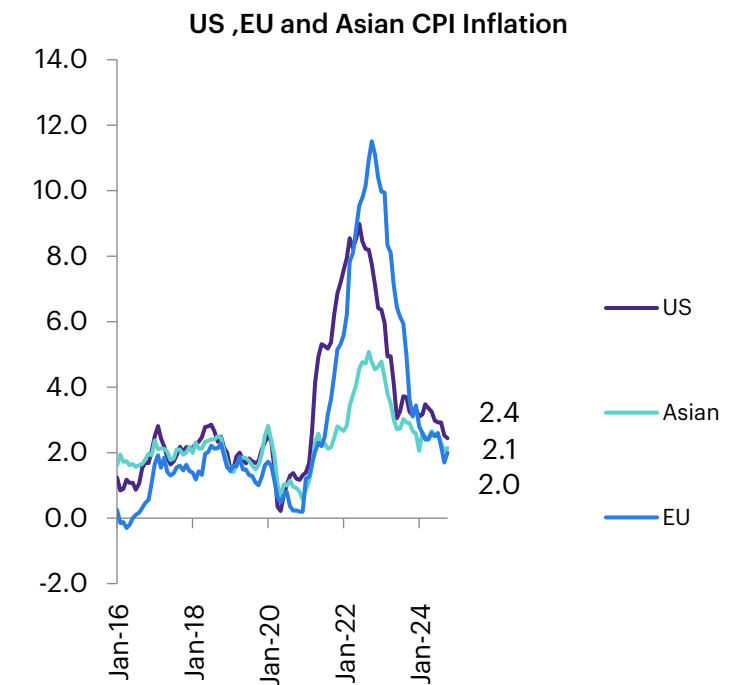
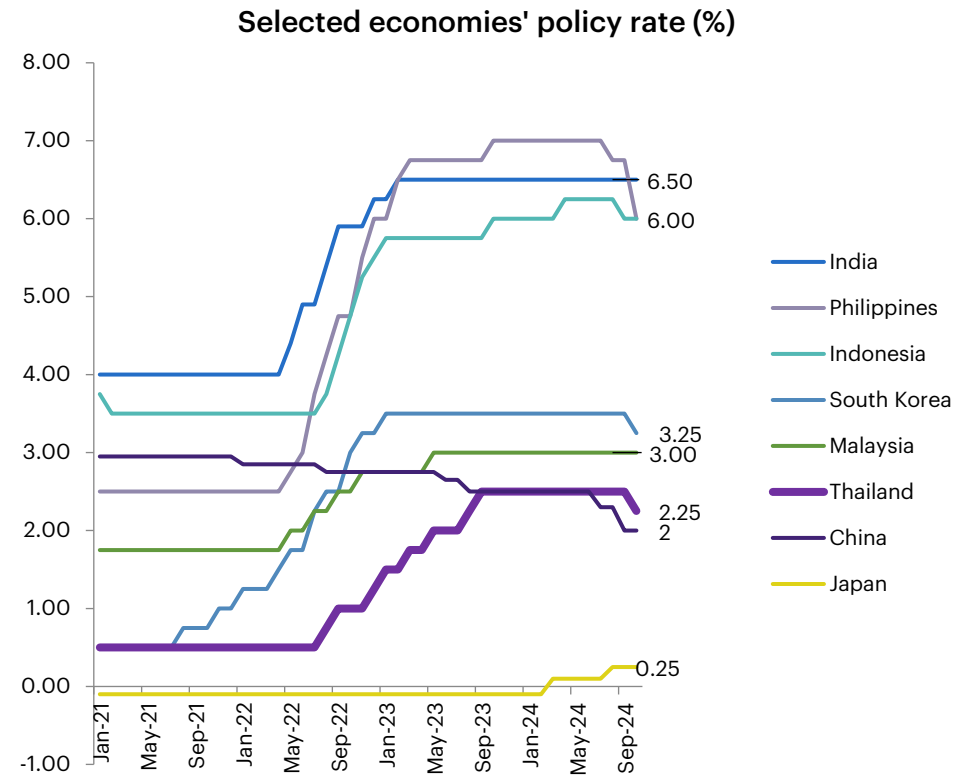
- เรามองว่า ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐระยะยาวไม่น่าจะปรับตัวได้สูงขึ้นกว่านี้อีกมากนัก (โดยพันธบัตร 10 ปีอาจอยู่ที่ 4.5% ก่อนลดลง) ขณะที่ผลตอบแทนระยะสั้นจะลดลงตามดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งจะทำให้เส้นผลตอบแทนชันขึ้น และ
- เรามองว่าเงินบาทน่าจะอยู่ในระดับใกล้เคียงกับปัจจุบัน โดยเฉลี่ยที่ 35.6 บาทต่อดอลลาร์ในปีหน้า ใกล้เคียงปีนี้ที่ 35.1 บาทต่อดอลลาร์

การที่ทรัมป์ดำเนินนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป ทำให้ Fed และธนาคารกลางอื่น ๆ ลดดอกเบี้ยต่อไปได้

ธ. กลางชั้นนำเริ่มลดดอกเบี้ยแล้ว ธ. กลางในเอเชียอาจเริ่มลดดอกเบี้ยตาม ผลจากเงินเฟ้อที่ลดลงสู่ภาวะปกติ



Source: CEIC, INVT



Note: Asian = Avg. of CHN, HK, India, Indo, JP, Mal, Phil, SG, SK, TW, TH & VN

ประมาณการทิศทางดอกเบี้ยโลกในปี 2025

INVX policy interest rate forecasts by major central banks in 2024-2025 (%; Sep 2024)

		2024												2025			
		Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	1Q	2Q	3Q	4Q
Fed	Date	31		20		1	12	31		18		7	18				
	Rate	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	4.88	4.88	4.63	4.38	4.13	3.88	3.63	3.38
ECB	Date	25		7	11		6	18		12	17	7	18				
	Rate	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00
BOJ	Date	23		19	26		14	31		20	31		19				
	Rate	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.25*	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50
BOT	Date		7		10		12		21		16		18				
	Rate	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50

Source: Central banks, INVX

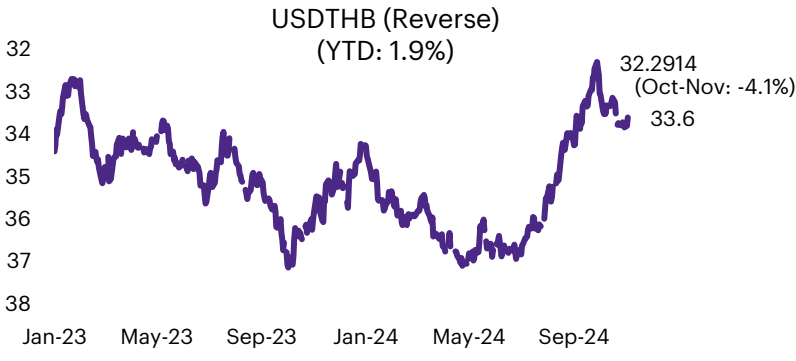
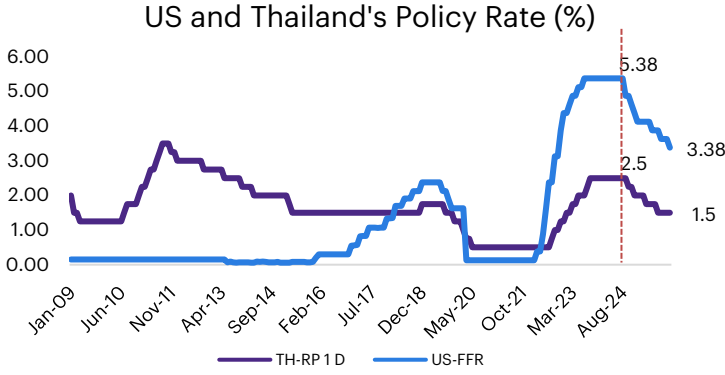
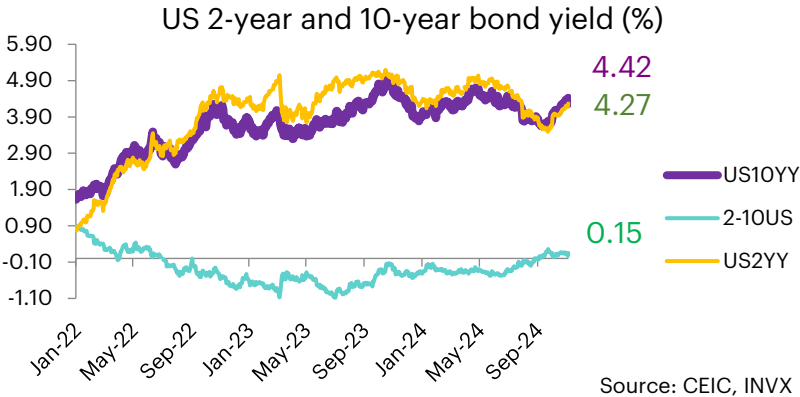
ผลของทิศทางเศรษฐกิจสหรัฐต่อผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐและอัตราแลกเปลี่ยน

- เราคาดการณ์ว่า
- 1. ดอกเบี้ย FFR จะลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไปมากขึ้น โดยลดอีก 50bps ปีนี้ และอีก 100 bps ปีหน้า
 - 2. ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐจะไม่สูงขึ้นอีกมาก แต่จะลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป และจะเป็นปกติมากขึ้น
 - 3. ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าสูงสุดในปัจจุบัน ในระยะต่อไปจะเริ่มลดลง
 - 4. เงินบาทจะอยู่ใกล้เคียงกับระดับปัจจุบัน โดยอาจอ่อนลงได้อีกเล็กน้อย

Timing	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24f	4Q24f	1Q25f	2Q24f	3Q25f	4Q25f
CPI	5.0%	3.0%	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%	2.8%	2.9%	2.5%	2.3%	2.7%	2.7%
FFR	4.88%	5.13%	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%	4.88%	4.38%	4.13%	3.88%	3.63%	3.38%
2YY-FFR	-0.74	-0.26	-0.35	-1.15	-0.88	-0.58	-0.98	0.00	0.10	0.20	0.30	0.40
2YY	4.06	4.87	5.03	4.23	4.50	4.82	4.15	4.40	4.23	4.08	3.93	3.78
10YY	3.48	3.81	4.59	3.88	4.16	4.44	4.05	4.50	4.40	4.30	4.20	4.00
2-10	-0.58	-1.06	-0.44	-0.35	-0.34	-0.38	-0.1	0.15	0.17	0.22	0.27	0.22
DXY	103.4	102.5	103.2	104.60	103.5	105.2	103.6	105.0	103.0	102.5	102	100
Thai RP-1	1.75	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50
USDTHB	34.1	35.3	36.57	34.26	35.6	36.76	34.9	34.0	35.5	35.0	35.75	36.0

2024 YTD: 35.1

2024 YTD: 35.6



จีนปรับเปลี่ยนกลยุทธการบริหารเศรษฐกิจ

- นับตั้งแต่ปลายเดือน ก.ย. ที่ผ่านม รัฐบาลจีนปรับเปลี่ยนโหมดการบริหารเศรษฐกิจ จากโหมดระมัดระวังและรักษาเสถียรภาพเศรษฐกิจสู่โหมดกระตุ้น โดย
 - (1) ทำนโยบายการเงินผ่อนคลาย
 - (2) นโยบายการคลัง
 - (3) มาตรการอสังหาฯ
- สาเหตุหลักเป็นเพราะ (1) จุดเศรษฐกิจจากที่ชะลอลงมาก (2) รับมือ Trumponomics 2.0 และ (3) ดึงให้ตลาดหุ้นไม่ตกต่ำไปกว่าระดับปัจจุบัน

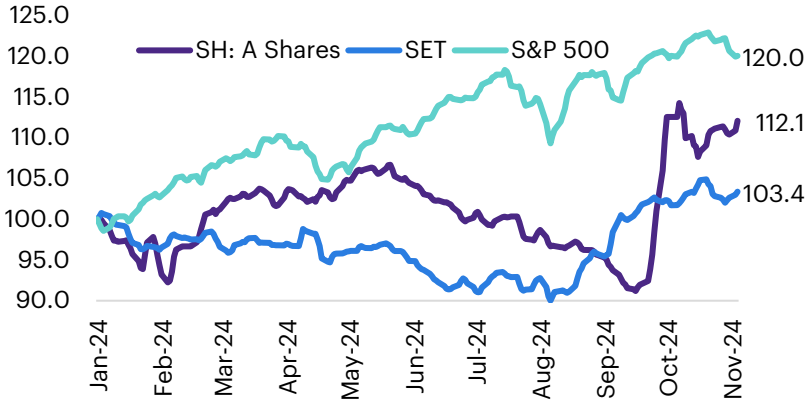


Source: CEIC

มาตรการผ่อนคลายเศรษฐกิจและตลาดเงินตลาดทุนของทางการเงิน ณ เดือน ก.ย.

	มาตรการ
1.	ลดดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตร 7 วัน จาก 1.7% เป็น 1.5%
2.	ลดดอกเบี้ย MLF (Medium-term Lending Facility) จาก 2.3% เป็น 2.0%
3.	PBOC ปรับลดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง 25 bps โดยลด LPR 1 ปี จาก 3.35% เป็น 3.10% LPR 5 ปี ลดลงจาก 3.85% เป็น 3.60% สูงกว่านักเศรษฐศาสตร์คาดที่ 20 bps
4.	ลดอัตราดอกเบี้ยสำรองธนาคารพาณิชย์ (RRR) 0.5% (p.p.) ในร.กลางและใหญ่ และอาจลดอีก 0.25-0.5% (p.p.) ในปีนี้
5.	ลดเงินดาวน์บ้านหลังที่สองของประชาชน จาก 25% เหลือ 15%
6.	ลดดอกเบี้ยเงินกู้ซื้อบ้านลง 0.5% (p.p.)
7.	PBOC สนับสนุนเงินให้รัฐบาลท้องถิ่นในการซื้อบ้านที่ขายไม่ออกมาเป็นบ้านเอื้ออาทร 100% จากเดิม 60%
8.	PBOC จะสนับสนุนเงินกองทุน 8 แสนล้านหยวน เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับตลาดหุ้น

Shanghai A-share, SET and S&P 500 (Jan 2024 = 100)



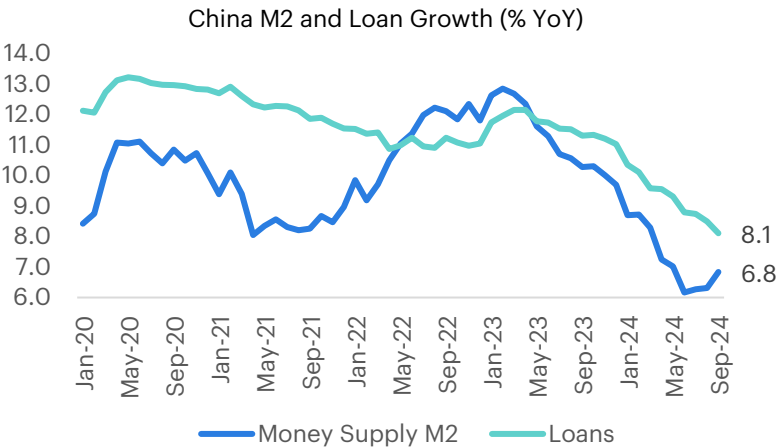
มาตรการการคลังและภาคอสังหาฯ จีน

	มาตรการ
1.	รัฐบาลกลางจีนจะระดมทุนและช่วยรัฐบาลท้องถิ่นจัดการกับ off-balance-sheet borrowing หรือการกู้ยืมนอกงบดุล ซึ่งจะช่วยบรรเทาแรงกดดันด้านหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่น โดยมีวงเงิน 4 แสนล้านหยวนจากโควตาพันธบัตรที่ยังไม่ได้ใช้
2.	รัฐบาลท้องถิ่นสามารถใช้เงินที่ได้จาก “พันธบัตรพิเศษ” เพื่อซื้อบ้านคงค้างและเปลี่ยนเป็นบ้านเอื้ออาทร โดยมีวงเงิน 2.3 ล้านล้านหยวน
3.	ธนาคารของรัฐรายใหญ่จะได้เพิ่มทุนเพิ่มเติม
4.	มาตรการกระตุ้นการบริโภคใน 5 เมืองใหญ่ของจีน (เซี่ยงไฮ้ ปักกิ่ง กวางโจว เทียนจิน และฉงชิ่ง) เช่น - โครงการแลกเปลี่ยนสินค้าใหม่แทนของเก่า (Trade-in) ขนาดใหญ่ - การให้เงินอุดหนุนสำหรับการแลกรถยนต์ - แผนแจกคูปองมูลค่า 500 ล้านหยวนในเซี่ยงไฮ้ - กิจกรรมส่งเสริมการบริโภคในหลายด้าน เช่น การช้อปปิ้ง ร้านอาหาร การท่องเที่ยว งานแสดงสินค้า และการแสดงต่างๆ
5.	รัฐบาลจีนประกาศแผนเพิ่มโควตาเงินกู้สำหรับโครงการที่อยู่อาศัยที่ยังสร้างไม่เสร็จเป็น 4 ล้านล้านหยวน (5.62 แสนล้านดอลลาร์)
6.	รัฐบาลจีนยังประกาศแผนปรับปรุงที่อยู่อาศัย 1 ล้านยูนิตในเมืองใหญ่
7.	อนุญาตให้ธนาคารปล่อยกู้เพื่อซื้อที่ดินที่ไม่ได้ใช้งาน และเพิ่มการสนับสนุนที่อยู่อาศัยราคาอ่อมเยาสำหรับครอบครัวที่มีบุตรสองคนขึ้นไป
8.	เมืองใหญ่ เช่น ปักกิ่งและเซี่ยงไฮ้ ได้ขยายคุณสมบัติของผู้ซื้อบ้าน และบางเมืองที่เล็กกว่า เช่น เทียนจินและเฉิงตู ได้ยกเลิกข้อจำกัดการซื้อบ้านใหม่ทั้งหมด
9.	มาตรการการคลังเพื่อช่วยเหลือคนจนและกลุ่มเปราะบาง โดยจะอัดฉีดเม็ดเงิน 1.55 แสนล้านหยวนเข้าสู่กลุ่มดังกล่าวจำนวน 4.74 ล้านคน
10.	เพิ่มเพดานหนี้รัฐบาลท้องถิ่นขึ้นเป็น 35.52 ล้านล้านหยวน โดยอนุญาตให้ออกพันธบัตรพิเศษรวม 10 ล้านล้านหยวนในช่วง 3-5 ปีข้างหน้า

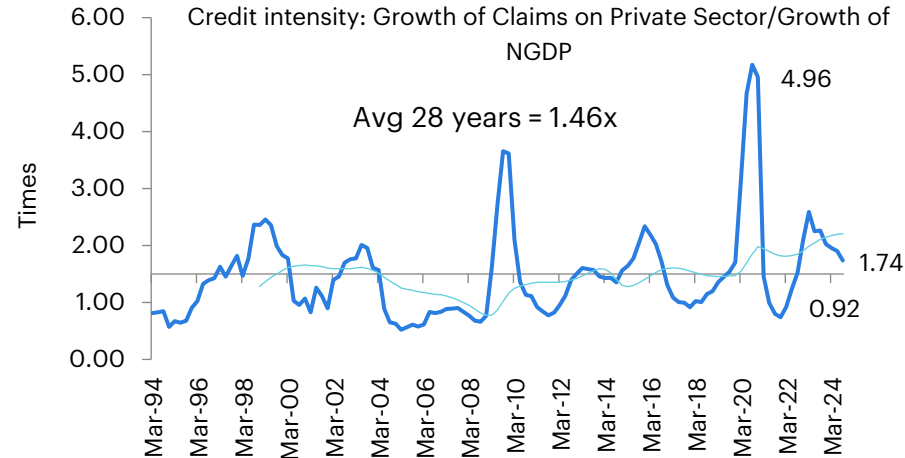
จีนดำเนินการมาตรการสนับสนุนตลาดหลังเศรษฐกิจชะลอตัว/ทรึงกลับมา

เราวิเคราะห์ว่า ข้อมูลที่ดีขึ้นในเดือน ก.ย. โดยเฉพาะในด้านการบริโภคและการผลิต อาจเป็นสัญญาณเบื้องต้นของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งส่วนหนึ่งอาจเป็นผลจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจช่วงก่อนหน้า เช่น มาตรการนำเครื่องใช้ไฟฟ้าและรถยนต์มาแลกเป็นส่วนลดในการซื้อสินค้าใหม่ อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามว่ามาตรการภาครัฐจะสามารถฟื้นความเชื่อมั่นได้ยั่งยืนหรือไม่ ซึ่งหากฟื้นได้ อาจเห็นการฟื้นตัวของสินเชื่อจีน ท่ามกลางการอัดฉีดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง โดยดัชนีที่เราติดตามได้แก่ (1) ดัชนีตลาดหุ้น (2) การขยายตัวสินเชื่อ และ (3) เงินเฟ้อ

สินเชื่อยังคงชะลอต่อเนื่อง แม้ปริมาณเงินเริ่มเพิ่มขึ้น



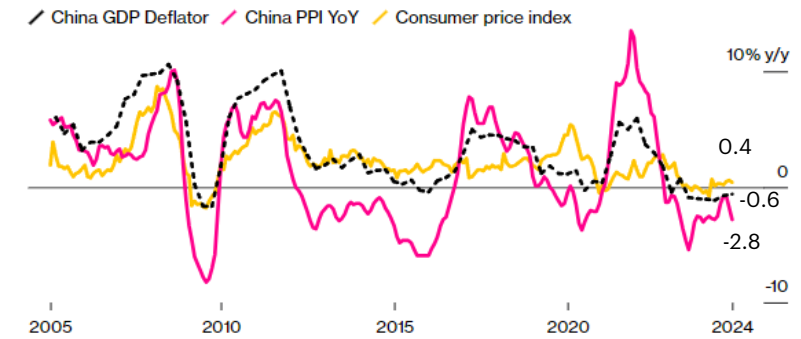
การผ่อนคลายนโยบายการเงินที่ผ่านมา ยังไม่ทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ



มาตรการด้านราคายังคงหดตัวต่อเนื่อง

Deflation Continues in China

GDP deflator is negative for a 6th quarter.

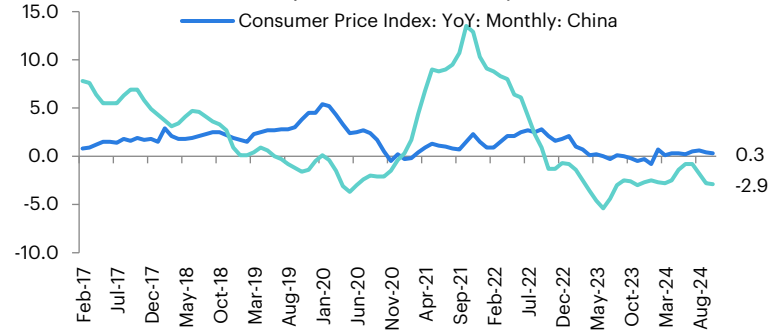


Source: China's National Bureau of Statistics, Bloomberg calculations

PPI ล่าสุดยังคงหดตัวต่อเนื่อง ส่วน CPI ขยายตัวต่ำ

China's Consumer and Producer Price Index

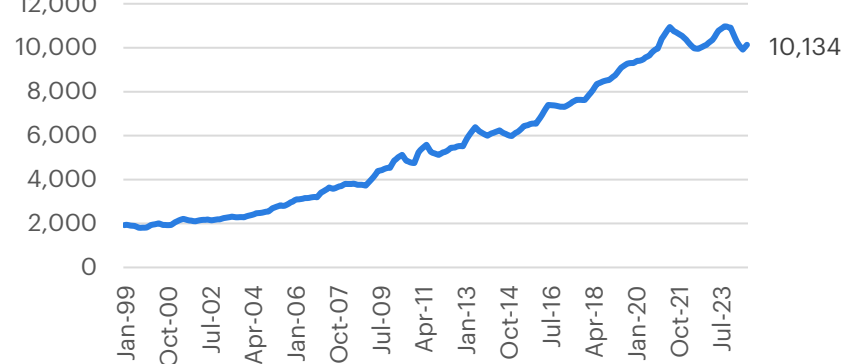
(CPI and PPI; % YoY)



Source: CEIC, INVX

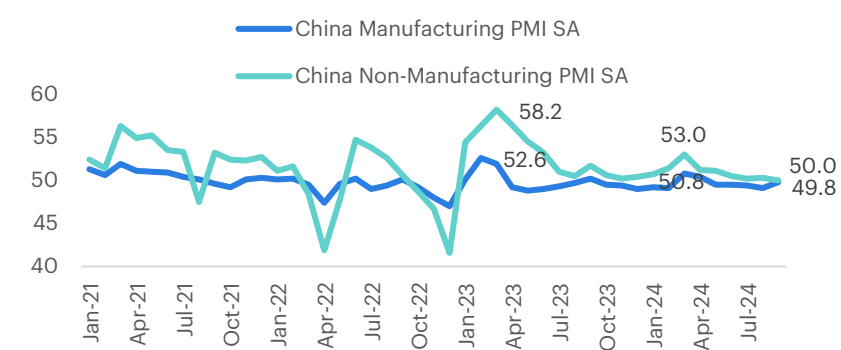
ราคาบ้านยังไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

China's house price (CNY/Sq. M; Avg. 6 mth)



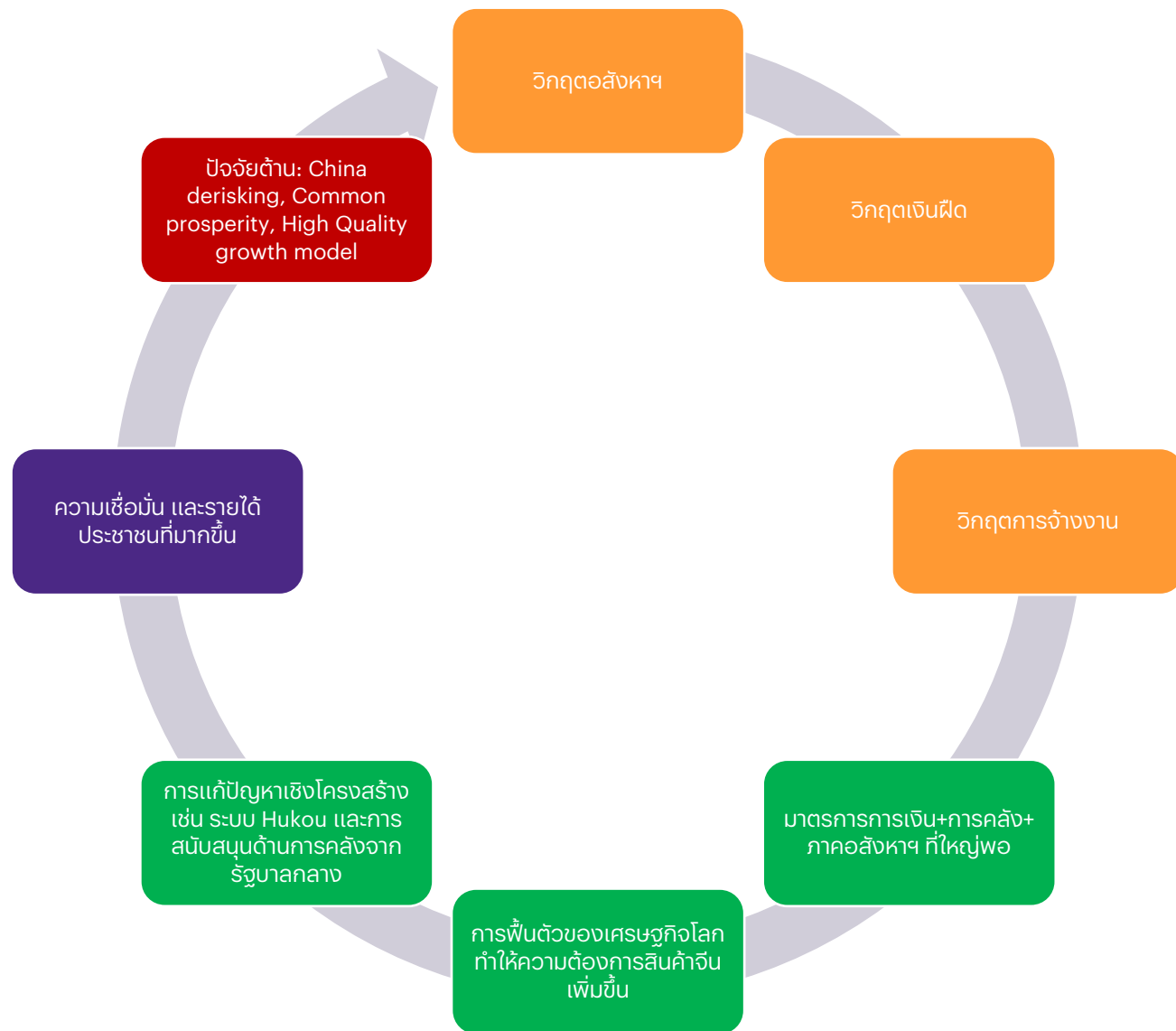
PMI เริ่มฟื้นตัวขึ้นอย่างจำกัด

China's Official PMI (Points)



วงจรการแก้ปัญหาเศรษฐกิจของรัฐบาลจีน: เฝ้าระวังปัจจัยด้านเชิงโครงสร้าง

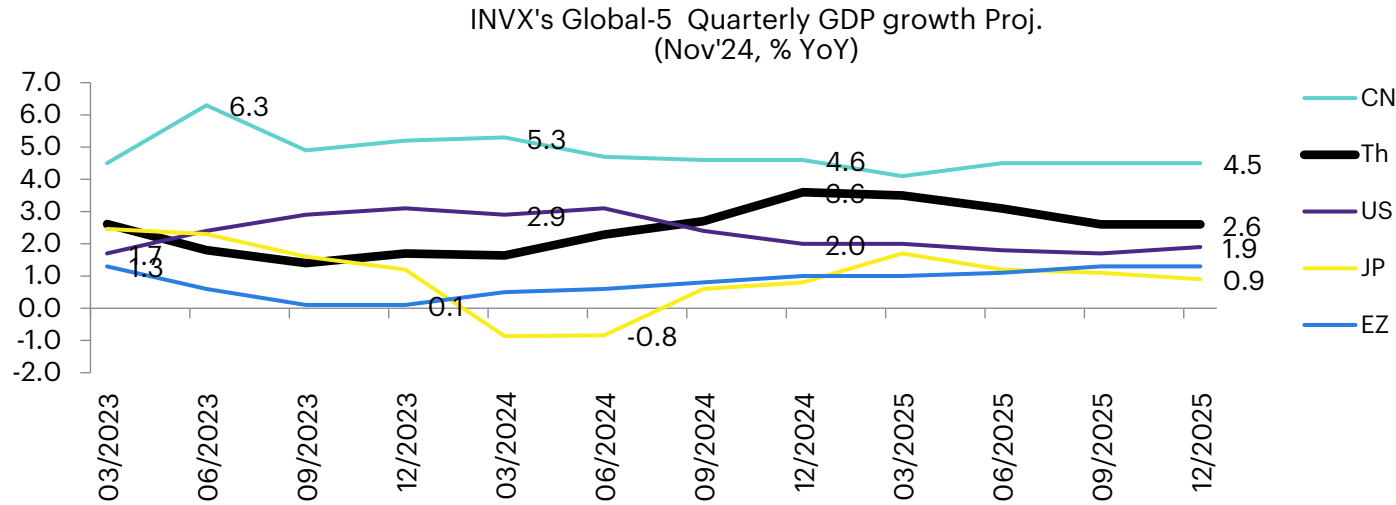
- เรามองว่าปัจจุบันจีนกำลังเผชิญ 3 วิกฤตพร้อมกัน ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์, เงินฝืด และการจ้างงาน โดยการที่ราคาอสังหาริมทรัพย์ที่ตกลง ทำให้ความมั่งคั่ง (Wealth effect) ของชาวจีนลดลง ทำให้ไม่ใช้จ่ายและเกิดภาวะเงินฝืด และทำให้ภาคธุรกิจชะลอการจ้างงาน
- มาตรการของ PBOC และ Politburo ที่ผ่านมา เป็นการแก้ปัญหาระยะสั้น ซึ่งในมุมมองของเรา มองว่าอาจไม่มีขนาดใหญ่เพียงพอเมื่อเทียบกับต่างประเทศ (โดยเฉพาะมาตรการการคลังขนาด +/- 10% GDP)
- ขณะเดียวกัน เศรษฐกิจโลกจำเป็นต้องเอื้อหนุนด้วย ทำให้ความต้องการสินค้าจีนเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับในช่วงปี 2016 ที่จีนเผชิญวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ เช่นเดียวกัน ซึ่งการดำเนินการทางการเงินการคลังที่ผ่อนคลาย + เศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวอย่างพร้อมเพรียง (Global Synchronized growth) ทำให้วิกฤตอสังหาริมทรัพย์นั้นบรรเทา



- นอกจากนั้น จีนจะต้องแก้ปัญหาเชิงโครงสร้างที่ทำให้เศรษฐกิจจีนไม่ยืดหยุ่น เช่น ระบบ Hukou หรือระบบสำมะโนประชากร ทำให้ชาวจีนอพยพจากถิ่นที่อยู่เดิมได้ยาก หรือระบบการคลังแบบรวมศูนย์ ที่รัฐบาลท้องถิ่นเก็บภาษีและต้องส่งเข้าส่วนกลาง และต้องรอรับงบประมาณจากส่วนกลาง ทำให้การแก้ปัญหาเศรษฐกิจระดับมหภาคเป็นไปอย่างล่าช้า
- หากแก้ทั้งหมด จะทำให้ความเชื่อมั่นและรายได้ประชาชนเพิ่มขึ้น ทำให้ความต้องการอสังหาริมทรัพย์และเศรษฐกิจฟื้นตัว
- อย่างไรก็ตาม จีนเผชิญกับปัจจัยด้านหลักอย่างน้อย 3 ปัจจัย คือ (1) นโยบาย China Derisking หรือสงครามเย็นของชาติตะวันตก (2) แนวนโยบายการเติบโตอย่างเท่าเทียม (Common prosperity) ของสีจิ้นผิง และ (3) การเน้นการเติบโตอย่างมีคุณภาพ โดยเน้นอุตสาหกรรมใหม่ (3 New: Solar cell, EVs, Semiconductors) และละเลยอุตสาหกรรมเดิม ทำให้เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวได้ยาก

ศก. ปี 2025: สหรัฐ Soft landing; จีนชะลอต่อ; ไทยเผชิญ Global Headwind

- ในการคาดการณ์เศรษฐกิจโลกปี 2025 เรายังใช้หลักของ Fed คือ Data dependent
- มองไปข้างหน้า แม้เศรษฐกิจสหรัฐจะขยายตัวดีเกินคาด แต่ Momentum จะชะลอลงในระยะต่อไป (Soft-landing) ต่อเนื่องปี 2025 ขณะที่ยุโรปเริ่มดีขึ้น แต่อัตราเติบโตน้อยกว่าสหรัฐ
- จีนชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญ เราคงประมาณการปีนี้ที่ 4.8% แต่มี Upside risk โดยเราจับตาผลกระทบการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจมากขึ้น
- เราปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจไทยใน 2024 เป็น 2.6% ปีนี้ แต่ยังคงประมาณการปี 2025 ที่ 3.0% โดยมี Downside risk ขึ้นอยู่กับนโยบายเศรษฐกิจสหรัฐ
- ในปี 2025 เรามองว่า เศรษฐกิจสหรัฐและจีนจะชะลอลง ยุโรป ญี่ปุ่น และไทยดีขึ้น โดยปัจจัยบวกเศรษฐกิจไทยได้แก่นโยบายการเงินการคลังที่เอื้อหนุน แต่ปัจจัยลบได้แก่ Global Headwind
- ระมัดระวัง (1) ความผันผวนตลาดเงินตลาดทุนที่จะมีมากขึ้นท่ามกลางความตึงตัวทางการเงิน และ (2) ความเสี่ยงวิกฤตการณ์คลังสหรัฐและที่อื่น ๆ จากการเปลี่ยนแปลงการเมือง และ (3) Timing และ Magnitude ของนโยบายเศรษฐกิจสหรัฐ



INVX's Global-5 Quarterly GDP growth Proj. (Nov'24, % YoY)

	Actual						Forecast						yr 2023	yr 2024f	yr 2025f
	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	03/2025	06/2025	09/2025	12/2025			
US	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	3.1	2.4	2.0	2.0	1.8	1.7	1.9	2.5	2.6	1.9
EZ	1.3	0.6	0.1	0.1	0.5	0.6	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3	1.3	0.5	0.7	1.2
CN	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6	4.6	4.1	4.5	4.5	4.5	5.2	4.8	4.4
JP	2.5	2.3	1.6	1.2	-0.9	-0.8	0.6	0.8	1.7	1.2	1.1	0.9	1.9	-0.1	1.2
Thai	2.6	1.8	1.4	1.7	1.6	2.3	3.0	3.6	3.5	3.1	2.6	2.6	1.9	2.6	3.0
Avg. 5	2.5	2.7	2.2	2.3	1.9	2.0	2.3	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	2.4	2.1	2.3

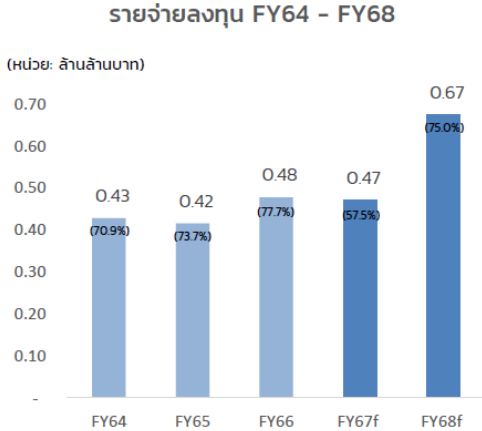
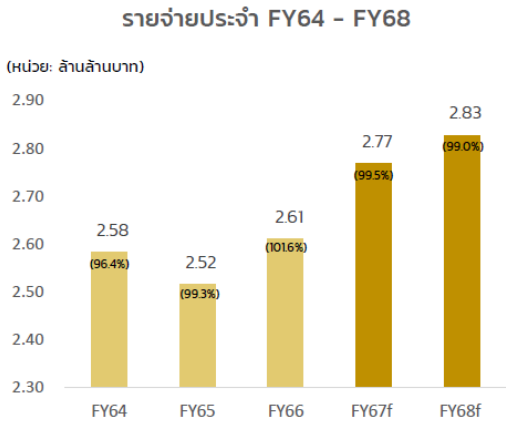
Source: Bloomberg, NESDC, INVX

เศรษฐกิจไทยปี 2024-25 จะได้ปัจจัยบวกจากมาตรการการเงินการคลัง แต่ส่งออกเสี่ยงชะลอตามสหรัฐ, จีน

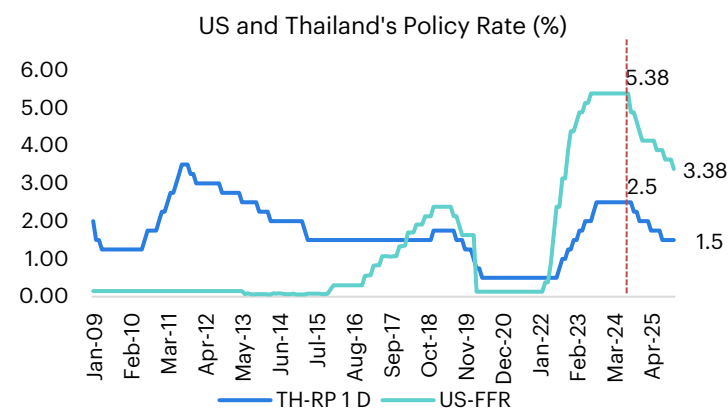
เศรษฐกิจไทยครึ่งหลังปี 67 ต่อเนื่อง 68 อาจเริ่มขยายตัวได้
จากนโยบายการเงินการคลังเอื้อหนุน

Macro growth projection	Actual 2023	Forecast 2024f	Forecast 2025f
GDP growth	1.9	2.6	3.0
Private investment	3.2	3.1	3.2
Public investment	-4.6	-2.0	3.2
Private consumption	7.1	3.0	3.5
Public consumption	-4.6	1.2	2.1
Export value in US\$ terms (%)	-1.7	2.0	0.0
Import value in US\$ terms (%)	-3.1	3.0	1.5
Current account to GDP (%)	1.3	1.5	-1.0
Headline inflation (%)	1.3	0.6	1.4
USD/THB	35.0	36.0	35.6
Policy rate (%)	2.50	2.25	1.75
No. of inbound tourists (mn)	28.2	35.0	39.0

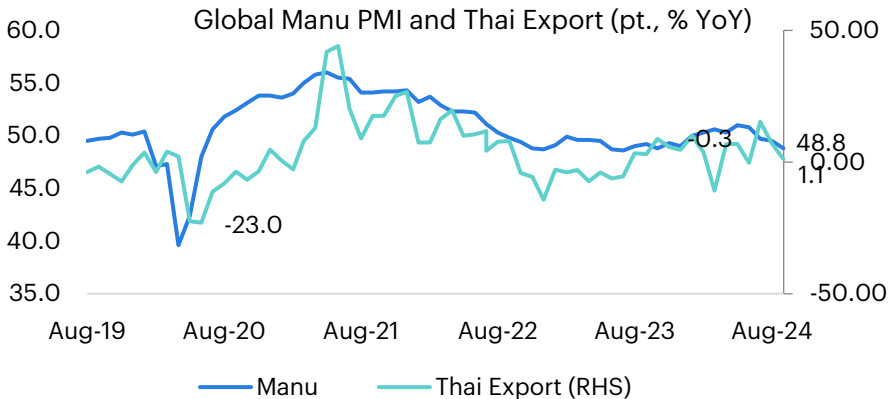
สำนักงานเศรษฐกิจการคลังคาดงบประมาณและงบลงทุนจะ
ขยายตัว 2.2% และ 42.5% ตามลำดับ (แต่หากหักงบดิจิทัล
วอลเล็ต 1.5 แสน ลบ. งบลงทุนจะขยายตัว 10.6%)



สปท. มีแนวโน้มที่จะลดดอกเบี้ยได้ 100 bps จากเศรษฐกิจในประเทศ
ที่ชะลอ และดอกเบี้ยสหรัฐที่จะลดลง 200 bps จากปัจจุบัน



PMI โลกล่าสุดเริ่มเข้าสู่ Late-Cycle อาจทำให้การส่งออกไทยใน
3-6 เดือนข้างหน้าชะลอ



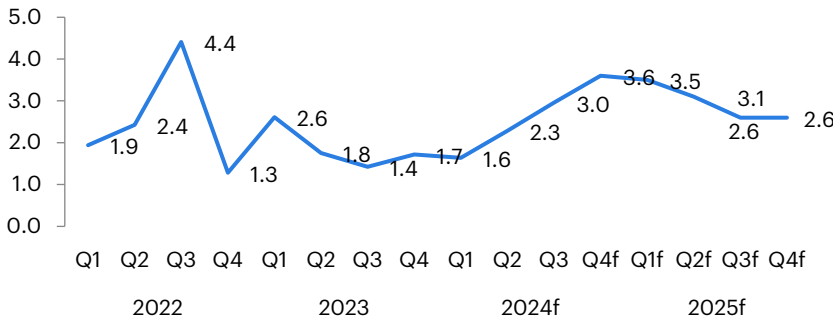
ในมุมมองของเรา เศรษฐกิจประเทศสำคัญอื่นได้แก่สหรัฐและจีน จะชะลอลงชัดเจนขึ้น
ส่งผลกระทบต่อไทยและการส่งออกและเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลง

INVX's Global-5 GDP growth Proj. (Nov'24, % YoY)

	yr 2023	yr 2024f	yr 2025f
US	2.5	2.6	1.9
EZ	0.5	0.7	1.2
CN	5.2	4.8	4.4
JP	1.9	-0.1	1.2
Thai	1.9	2.6	3.0
Avg. 5	2.4	2.1	2.3

Source: FPO, NESDC, INVX

2024-25 Thai GDP Growth momentum(%)

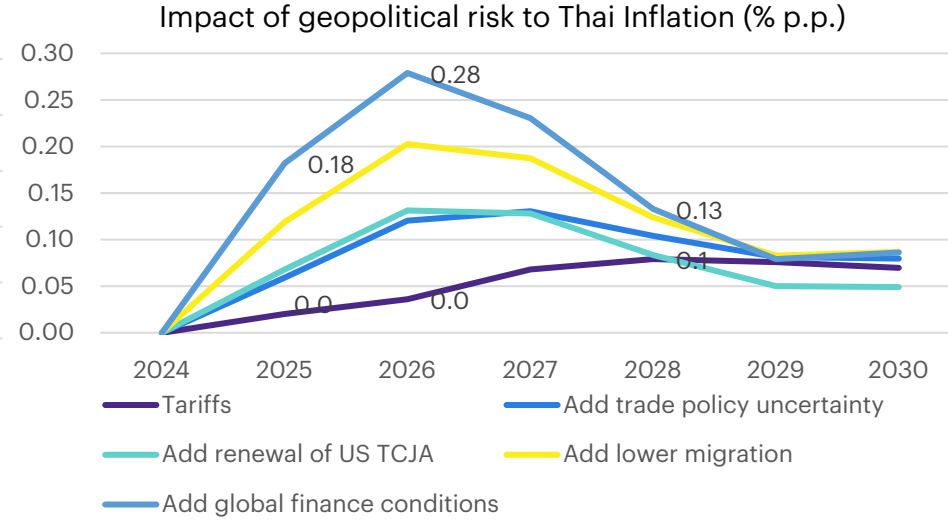
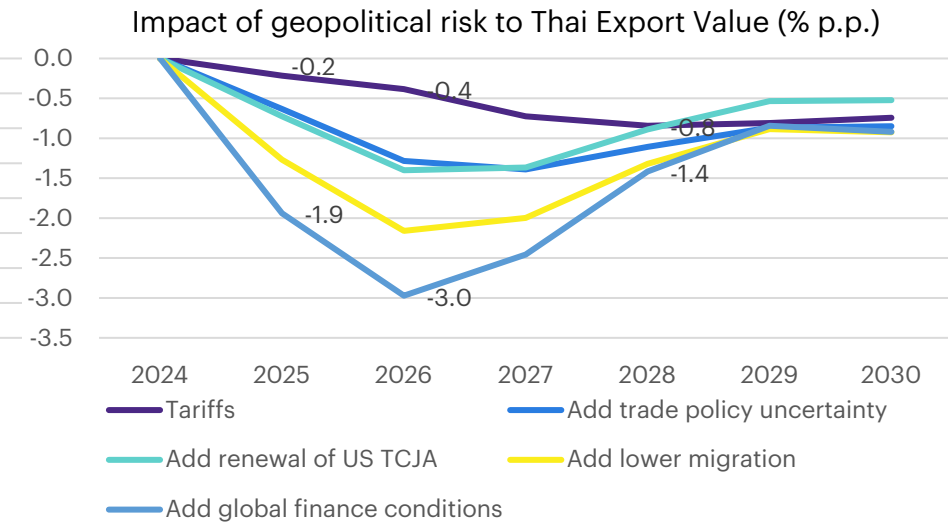
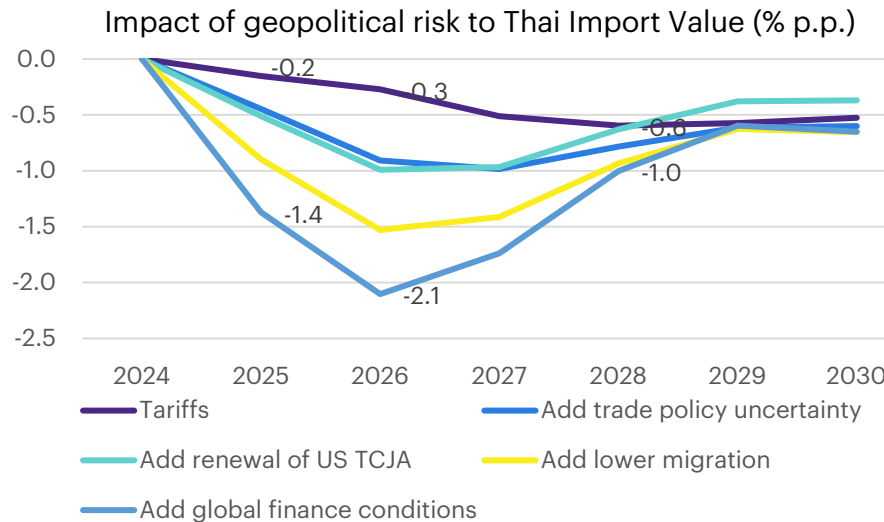
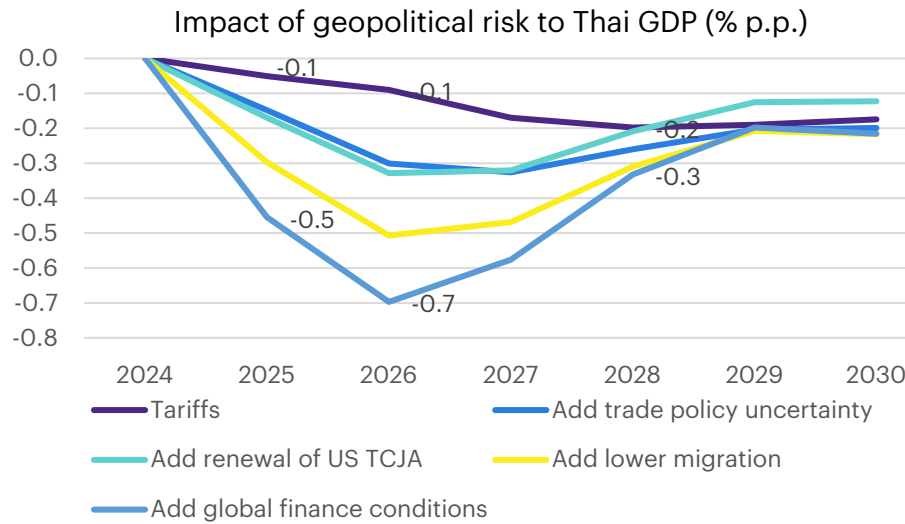


ผลของ Trumponomics 2.0 ต่อไทย

INVX Forecast (Base case)

Macro growth projection	Actual 2023	Forecast 2024f	Forecast 2025f
GDP growth	1.9	2.6	3.0
Private investment	3.2	3.1	3.2
Public investment	-4.6	-2.0	3.2
Private consumption	7.1	3.0	3.5
Public consumption	-4.6	1.2	2.1
Export value in US\$ terms (%)	-1.7	2.0	0.0
Import value in US\$ terms (%)	-3.1	3.0	1.5
Current account to GDP (%)	1.3	1.5	-1.0
Headline inflation (%)	1.3	0.6	1.4
USD/THB	35.0	35.1	35.6
Policy rate (%)	2.50	2.00	1.50
No. of inbound tourists (mn)	28.2	35.0	39.0

- หากนำสมมุติฐาน IMF มาทำ Scenario Analysis กับเศรษฐกิจไทย จะพบว่า (1) การส่งออกหดตัวรุนแรงสุด โดยหดตัวสูงสุดที่ -1.9% และ -3.0% ในปี 2025-2026 (2) การนำเข้าหดตัวเป็นอันดับสอง (3) เศรษฐกิจไทย (GDP) หดตัว -0.5% ในปีแรก และ -0.7% ในปีที่สอง และ (4) เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น 0.18% ในปีแรก และ 0.28% ในปีที่สอง
- กล่าวโดยสรุป หากใช้สมมุติฐาน IMF ขึ้นรุนแรงสุด จะทำให้ GDP ไทย ขยายตัวเหลือ 2.5% และเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเป็น 1.6% ในปี 2025



Source: NESDC, INVX, IMF

กลยุทธ์การลงทุน

1Q25

สรุปภาพรวมตลาดใน 4Q24



หุ้นแนะนำใน 4Q24 ของเรา : Underperform SET อยู่ 4%

ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 1.4% ใน 4Q24 แต่ยัง outperform ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาคอยู่ 7% และ outperform ตลาดโลกอยู่ 0.7% โดยได้แรงหนุนจากหลายปัจจัยด้วยกัน ได้แก่: 1) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ 2) เงินบาทที่อ่อนค่าลง 8.2% ทำให้ราคาหุ้น DELTA พุ่งขึ้น 53% QTD 3) แรงหนุนของหุ้นขนาดใหญ่ เช่น DELTA (หุ้น SET เพิ่มขึ้น 57 จุด) และ ADVANC (หุ้น SET เพิ่มขึ้น 6 จุด) และ 4) ความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นต่อนโยบายเศรษฐกิจทั้งระยะสั้นและระยะยาว ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลกที่อ่อนแอลง นักลงทุนยังคงกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจ และกำลังมองหาหลักฐานและสัญญาณเพิ่มเติมของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและผลประกอบการในระยะยาว

นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทย 1,146 ล้านดอลลาร์สหรัฐ QTD พลิกกลับจากที่มียอดซื้อสุทธิ 868 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน 3Q24 นอกจากนี้เรายังพบเบ็ดเงินลงทุนต่างชาติไหลออกจากตลาดอื่นๆ ในอาเซียนด้วยเช่นกัน เช่น อินโดนีเซีย (1,307 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) เวียดนาม (702 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) มาเลเซีย (572 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และฟิลิปปินส์ (213 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) โดยหลักๆ เป็นผลมาจากดอลลาร์ที่แข็งค่าและความกังวลเกี่ยวกับนโยบายภาษีศุลกากรของทรัมป์

แม้ว่าตลาดหุ้นทั่วโลกจะผันผวนอย่างหนัก แต่ตลาดหุ้นไทยสามารถปรับตัว outperform ตลาดอื่นๆ ในเอเชียได้ โดยให้ผลตอบแทนติดลบ 0.4% ใน 4Q24 โดยมี 4 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ช่วยสนับสนุน SET อย่างมีนัยสำคัญ: กลุ่มชิ้นอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA, CCET), กลุ่มโทรคมนาคม (ADVANC, INTUCH, TRUE), กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม (AMATA) และกลุ่มสาธารณูปโภค (GULF) ซึ่งได้รับประโยชน์จากการเติบโตที่เกี่ยวข้องกับระบบคลาวด์และศูนย์ข้อมูลในทางกลับกัน กลุ่มอุตสาหกรรม เช่น กลุ่มการแพทย์ (BDMS, BH), กลุ่มท่องเที่ยว (MINT, CENTEL, ERW, AOT), กลุ่มปิโตรเคมี (SCC, PTTGC), กลุ่มพลังงาน (TOP, BCP, PTTEP) และกลุ่มยานยนต์ (SAT, PSCGH, AH) ให้ผลตอบแทนต่ำกว่า SET

ตลาดหุ้นไทยปรับตัว outperform ตลาดอื่นๆ ในเอเชียได้อย่างต่อเนื่องตามคาด โดยได้แรงหนุนจาก หุ้น 3 ตัว ได้แก่ DELTA ADVANC และ GULF ที่มีส่วนช่วยสนับสนุนให้ SET ปรับตัวเพิ่มขึ้น 67 จุด หากตัดหุ้น 3 ตัวนี้ออกไป SET จะปรับตัวลดลง 1.4% QTD แต่ยังคง outperform ตลาดอื่นๆ ในเอเชีย LHHOTEL ให้ผลตอบแทนเป็นบวก ในขณะที่ GPSC ปรับตัว underperform เพราะได้รับผลกระทบจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นและกำไรที่เติบโตต่ำ ราคาหุ้น HANA ปรับตัวลดลง 20% เนื่องจากกำไรเติบโตต่ำกว่าคาดจากความต้องการซื้อรถยนต์ที่ชะลอตัวลงและเงินบาทแข็งค่า ค่า correlation ที่ค่อนข้างมีจำกัดระหว่างหุ้นแนะนำของเรากับทิศทางค่าเงินบาท อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ ส่งผลทำให้หุ้นเหล่านี้ปรับตัว underperform SET

Price performance ของสินทรัพย์ลงทุนประเภทต่างๆ ใน 4Q24

ธีม Trump-trade ปรับตัว outperform; SET ยังคงโดดเด่นกว่าตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค

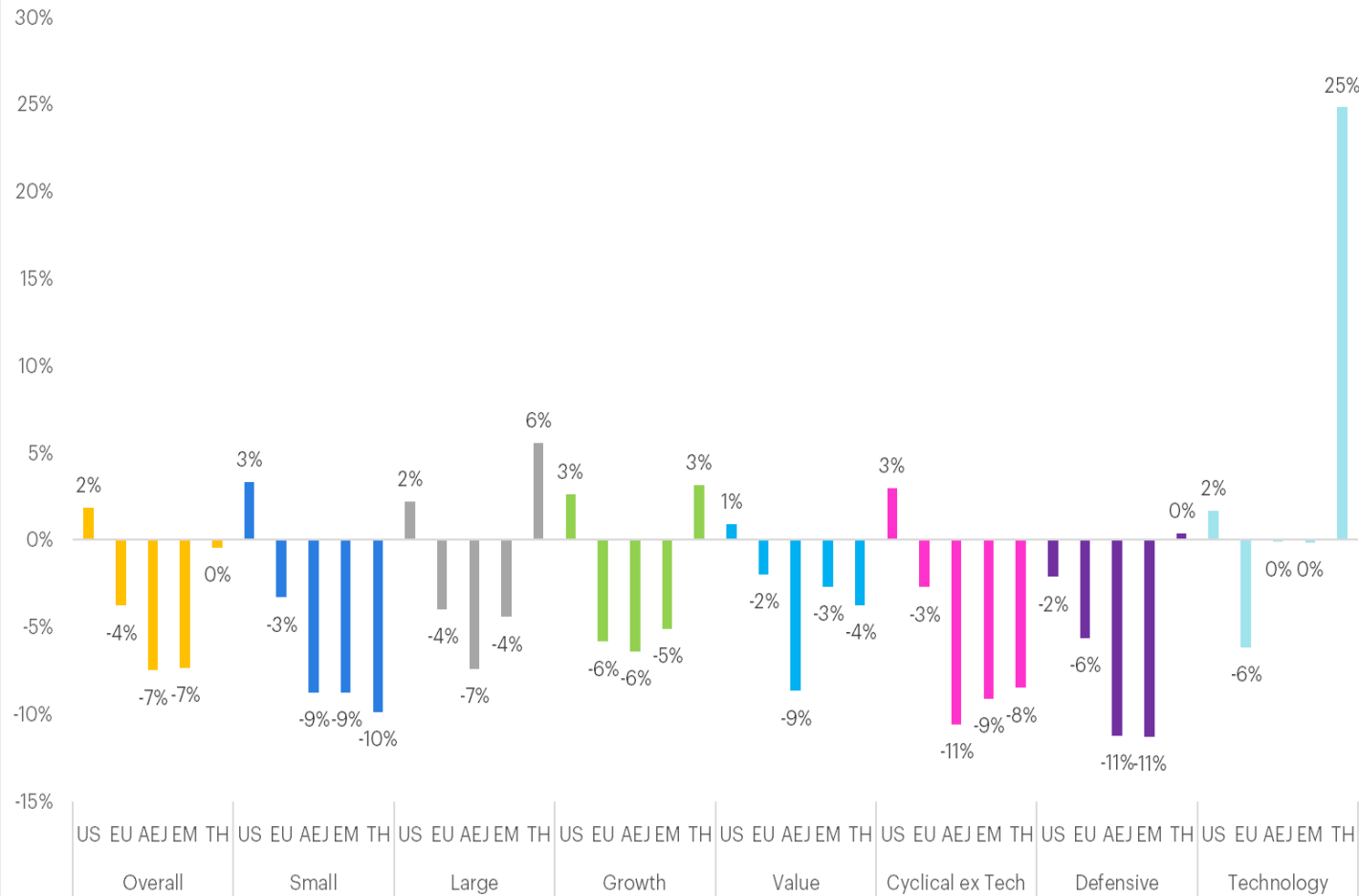
3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4QTD	
25.6%	10.6%	38.7%	6.5%	7.1%	13.9%	71.7%	18.4%	27.2%	57.0%	66.7%	6.4%	21.3%	42.5%	Bitcoin
6.6%	7.3%	25.5%	6.4%	3.7%	12.7%	8.0%	8.3%	3.3%	11.6%	20.6%	5.6%	13.2%	5.9%	Dollar Index
4.5%	6.7%	5.9%	2.5%	1.4%	11.0%	7.8%	7.0%	3.2%	11.2%	13.6%	4.3%	11.4%	1.9%	Nikkei 225
2.3%	4.1%	2.8%	-4.4%	-1.7%	9.8%	7.5%	2.7%	0.1%	9.4%	10.2%	4.1%	9.4%	1.9%	S&P 500
1.9%	3.2%	2.3%	-5.1%	-2.6%	9.6%	7.0%	1.6%	-0.4%	8.1%	8.1%	3.9%	7.8%	-0.4%	SET
1.1%	2.4%	0.6%	-5.9%	-3.2%	9.2%	6.2%	1.4%	-2.1%	7.6%	7.0%	1.5%	7.8%	-1.0%	Brent Oil
0.4%	1.5%	-1.2%	-6.7%	-4.5%	7.1%	5.3%	0.9%	-2.5%	7.4%	4.0%	1.5%	7.4%	-1.2%	High Yield Bond
0.2%	1.5%	-3.4%	-7.5%	-4.7%	7.0%	4.1%	0.4%	-3.1%	6.4%	3.1%	1.3%	7.0%	-2.5%	EM Currencies
-0.3%	0.7%	-3.7%	-8.9%	-4.8%	5.0%	3.6%	-0.1%	-3.4%	6.3%	2.0%	1.2%	5.8%	-2.7%	Gold
-0.7%	-0.7%	-4.9%	-9.2%	-5.3%	4.8%	3.5%	-0.9%	-3.6%	6.1%	1.9%	0.0%	5.5%	-3.1%	IG Bond
-0.9%	-0.9%	-6.0%	-9.8%	-7.6%	4.8%	3.1%	-2.2%	-3.7%	5.0%	1.8%	-0.1%	4.0%	-3.8%	STOXX 600
-1.1%	-1.0%	-6.0%	-10.7%	-8.1%	4.3%	1.9%	-2.4%	-3.7%	4.3%	1.5%	-0.2%	3.0%	-4.2%	Commodities
-1.3%	-1.5%	-6.2%	-11.4%	-10.6%	1.2%	1.0%	-2.5%	-4.0%	-3.8%	0.9%	-1.2%	2.2%	-5.4%	Global Treasury
-3.6%	-1.6%	-6.5%	-12.4%	-12.5%	0.6%	-1.0%	-3.8%	-4.1%	-4.6%	-0.9%	-1.9%	-0.6%	-7.1%	DM ex US
-8.8%	-1.7%	-7.3%	-14.6%	-14.6%	-2.3%	-3.6%	-6.1%	-4.2%	-4.7%	-2.0%	-2.0%	-4.2%	-7.3%	EM
-9.9%	-2.2%	-8.2%	-16.4%	-23.1%	-7.7%	-6.5%	-6.6%	-4.4%	-5.9%	-2.7%	-5.6%	-4.8%	-7.5%	AEJ
-18.4%	-6.0%	-13.8%	-59.1%	-23.4%	-14.9%	-7.1%	-10.8%	-10.9%	-19.2%	-2.9%	-12.6%	-16.9%	-8.9%	MSCI China

Source: Bloomberg, InnovestX Research

Price performance ใน 4Q24

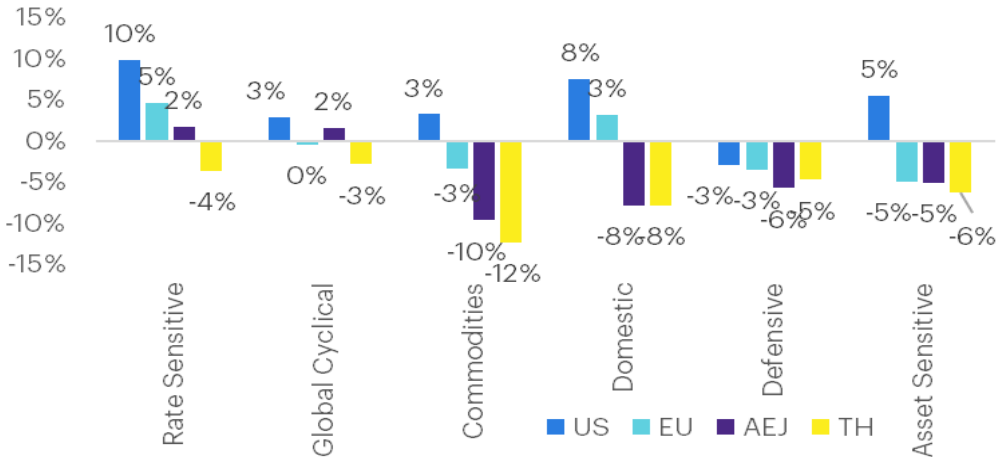
หุ้นภาครัฐ หุ้นเทคโนโลยี หุ้น asset-sensitive ปรับตัว outperform

Performance comparison in 4Q24 (as of 16 Nov 2024)

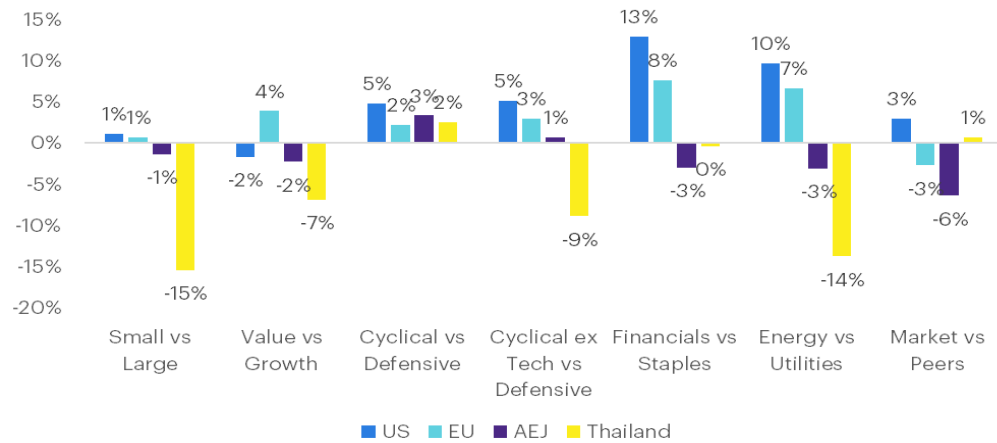


Source: Bloomberg, InnovestX Research

4Q24 basket returns (as of 16 Nov 2024)

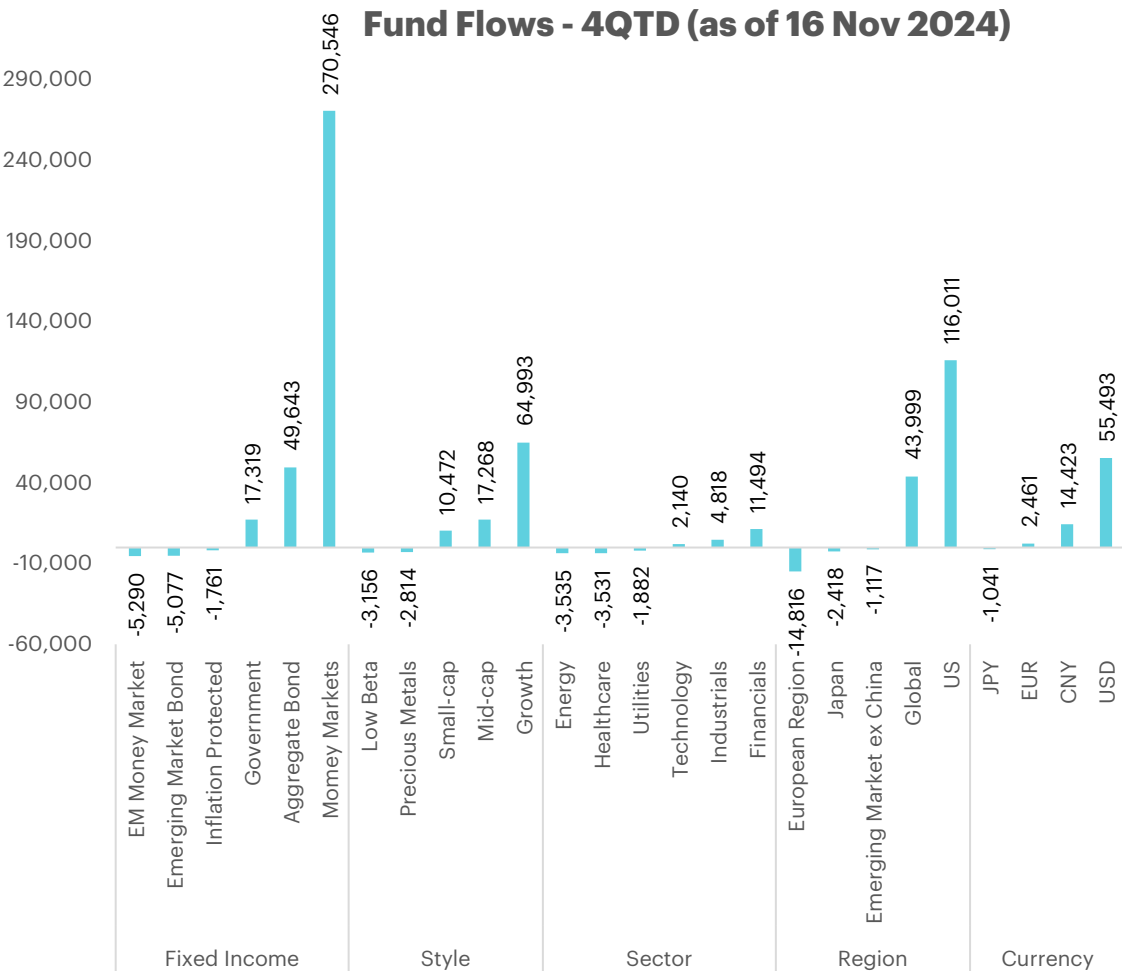


Relative performance in 4Q24 (as of 16 Nov 2024)



พลวัตของกระแสเงินทุน

กระแสเงินจำนวนมากไหลเข้าตลาดเงิน; กระแสเงินในตลาด EM ex China ปรับตัวลดลง



Source: EPFR, Haver Analytics

ใน 4Q24 กองทุนตราสารหนี้ดึงดูดกระแสเงินไหลเข้าสุทธิจากนักลงทุนได้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่กองทุนตราสารทุนและกองทุนรวมหมวดอุตสาหกรรมมีทั้งกระแสเงินไหลออกและไหลเข้า

เมื่อพิจารณาจากความเคลื่อนไหวของกระแสเงินใน 4Q24 เราพบว่า:

- 1) กองทุนตราสารทุนมีกระแสเงินไหลเข้าสุทธิจำนวนมาก โดยได้แรงหนุนจากกระแสเงินไหลเข้ากองทุนตราสารทุนสหรัฐฯ จำนวนมากหลังจากกรณีสหประชาชาติเลือกตั้ง ส่วนในกลุ่มประเทศ G10 มีกระแสเงินไหลเข้าค่อนข้างน้อย โดย EU มีกระแสเงินไหลออกสุทธิจากแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง กระแสเงินในกลุ่มประเทศ EM ส่วนใหญ่เป็นลบ เนื่องจากดอลลาร์ที่แข็งค่าและความไม่แน่นอนด้านภูมิรัฐศาสตร์
- 2) ท่ามกลางความกังวลว่าธนาคารกลางต่างๆ จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยช้ากว่าที่คาด กระแสเงินทุนไหลเข้าพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรระยะสั้นเริ่มปรับตัวลดลง ขณะที่สินทรัพย์กองทุนตลาดเงินเพิ่มขึ้นมากถึง 271 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนต้องการการคุ้มครองและสภาพคล่องท่ามกลางความเสี่ยงจากภายนอก
- 3) เมื่อพิจารณาที่กลุ่มอุตสาหกรรม ความต้องการลงทุนในกลุ่มการเงินเพิ่มสูงขึ้นหลังจากตลาดหุ้น rally หลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ กระแสเงินทุนไหลเข้าหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีชะลอตัวลงสืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน และสงครามเทคโนโลยี กลุ่มการแพทย์เผชิญกับกระแสเงินทุนไหลออกเนื่องจากนโยบายลดราคายาภายใต้การบริหารของทรัมป์

เมื่อพิจารณาจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายของทรัมป์ เราคาดว่านักลงทุนจะยังคงให้ความสนใจกับตลาดสหรัฐฯ นโยบายสนับสนุนของทรัมป์เกี่ยวกับการยกเลิกกฎระเบียบทางการเงิน การลดภาษี และภาษีศุลกากรจะเป็นตัวกำหนดกระแสเงินทุนใน 1Q25 ในขณะเดียวกัน ภาษีศุลกากรของทรัมป์และดอลลาร์ที่แข็งค่าอาจเป็นแรงผลักดันให้กระแสเงินทุนไหลออกจากจีนและ EM ใน 1Q25

แนวโน้มตลาด 1Q25



สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 1Q25

	สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค	ภาวะเศรษฐกิจโลกในปี 2025 มีแนวโน้มผสมผสานกัน แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวดีเกินคาด แต่ Momentum จะชะลอลงในระยะต่อไป (Soft-landing) ขณะที่ยุโรปเริ่มดีขึ้น แต่อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าสหรัฐฯ เศรษฐกิจจีนจะชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญ เราคงประมาณการปีนี้ที่ 4.8% แต่มี Upside risk โดยเราจับตามผลกระทบการเปลี่ยนแปลงนโยบายเศรษฐกิจมากขึ้น เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตในอัตราที่เร่งตัวขึ้นจาก 2.6% ในปี 2024 เป็น 3.0% ในปี 2025 ความเสี่ยงที่ใหญ่ที่สุดคือ การเก็บภาษีศุลกากรสำหรับสินค้านำเข้าทุกประเภท ซึ่งมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อภาคการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างรุนแรง และจะทำให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นและเกิดและ sentiment “risk-off” มากขึ้น
จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ	การบริโภคภายในประเทศ สมาร์ทโฟน การท่องเที่ยว สินค้าจำเป็น รถยนต์ไฟฟ้า ปัญญาประดิษฐ์ (AI) และศูนย์ข้อมูล
Goldilocks คู่ stagflation	ในขณะที่ความสนใจในปัจจุบันพุ่งไปที่ความเสี่ยงจากภาษีศุลกากรของทรัมป์ ความเสี่ยงที่จะเกิดสงครามการค้าในวงกว้างมากขึ้นยังคงถูกประเมินไว้ต่ำเกินไป นอกจากภาษีศุลกากรแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ อีกหลายอย่าง เช่น การลดหย่อนภาษีเพิ่มเติม การใช้มาตรการป้องกันประเทศที่เพิ่มขึ้น และการจำกัดการย้ายถิ่นฐาน ที่อาจทำให้เงินเฟ้อสูงขึ้นและอาจทำให้วงจรการฟองคลายนโยบายการเงินของเฟดหยุดลงเร็วขึ้น เราคาดว่ารัฐบาลทรัมป์สมัยที่สองจะขึ้นภาษีศุลกากรสินค้าจีน ซึ่งจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มอ่อนแอลงใน 2H25
การลดดอกเบี้ยสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ	หุ้นมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกเมื่อไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ความผันผวนของหุ้นมีแนวโน้มที่จะลดลง ผลที่ตามมาจากการที่ตลาดเปลี่ยนโฟกัสจากความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อไปสู่ความเสี่ยงด้านการเติบโตก็คือ พันธบัตรกลายเป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่เชื่อถือได้มากกว่าที่เคยเป็นมาในบางครั้ง แนวโน้มของตลาดสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ยที่มีการรับรู้ไปบ้างแล้วใน 2Q-3Q24
การเพิ่มความหลากหลายในการลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยง	นโยบายการค้าโลกจะทำให้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยและค่าเงินมีการเปลี่ยนแปลง ความเสี่ยงหลักต่อการจัดสรรเงินลงทุนในหุ้นทั่วโลกในปี 2025 คือ การกลับมาของภาวะเงินเฟ้อ ช่องว่างในอัตราการเติบโตของ EPS ในภูมิภาคหลักๆ เริ่มแคบลง ซึ่งไม่ใช่เหตุผลที่ดีที่จะลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ แต่ควรมองหาโอกาสลงทุนในหุ้นมูลค่าต่ำในตลาดอื่นๆ เพื่อกระจายการลงทุนและเพิ่ม risk-adjusted returns รวมถึงลดความเสี่ยง downside จากนโยบายการค้าของทรัมป์
โลกาภิวัตน์สู่การคุ้มครองทางการค้า	ภาษีศุลกากรใหม่ของทรัมป์อาจส่งผลกระทบต่อหุ้นแรงขึ้น เพราะบริษัทต่างๆ พึ่งพารายได้จากสหรัฐฯ มากขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มการแพทย์และภาคอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และวัสดุมีการพึ่งพารายได้จากสหรัฐฯ น้อยที่สุด แต่ก็พึ่งพามากขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2017 นโยบายการค้าอาจส่งผลกระทบต่อแนวโน้มทางปัจจัยพื้นฐานของหุ้นทั่วโลกมากขึ้น หากมีการปรับใช้ภาษีศุลกากรในอัตราที่สูงขึ้น หรือครอบคลุมสินค้าที่หลากหลายขึ้น ประเทศไทยและประเทศในอาเซียนอยู่ในรายชื่อเป้าหมายของสหรัฐฯ
กลยุทธ์การลงทุน (1Q25)	เราคาดว่าตลาดจะผันผวนค่อนข้างมากใน 1Q25 เนื่องมาจากนโยบายการค้าของทรัมป์ อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนจะส่งผลดีต่อตลาดใน 1Q25 ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่คลี่คลายลงเป็นปัจจัยกระตุ้นสำหรับ risk premium และ valuation ในขณะเดียวกัน ดอลลาร์ที่ผันผวนอาจทำให้มีเงินทุนไหลเข้าตลาด EM และไทยค่อนข้างจำกัด เราชอบบริษัทขนาดใหญ่ที่ดำเนินธุรกิจในประเทศเป็นหลักพร้อมกับแรงสนับสนุนด้านนโยบายและมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง
เป้าหมาย SET Index	เป้า SET Index ปี 2024 ของเราอยู่ที่ 1,500 จุด หรือซื้อที่ระดับต่ำกว่า 1,400 จุด เป้า SET Index ปี 2025 ของเราอยู่ที่ 1,550 จุด
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่ม (1Q25)	Overweight Neutral Underweight พาณิชย์ การแพทย์ นิคมอุตสาหกรรม ท่องเที่ยว และสื่อสาร ขนส่งทางอากาศ ธนาคาร ขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ พลังงาน อาหารและเครื่องดื่ม ขนส่งทางบก REIT สาธารณูปโภค ธุรกิจการเกษตร ยานยนต์ วัสดุก่อสร้าง ปีโตรเคมี
คำแนะนำ	เราชอบบริษัทที่ผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องและได้ประโยชน์จากการบริโภคภายในประเทศที่ฟื้นตัวด้วยแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และมีลักษณะเป็นหุ้นเชิงรับ ดังนั้นเราจึงเลือก ADVANC, AOT, BCH, CPALL และ HMPRO เป็นหุ้นเด่นใน 1Q25

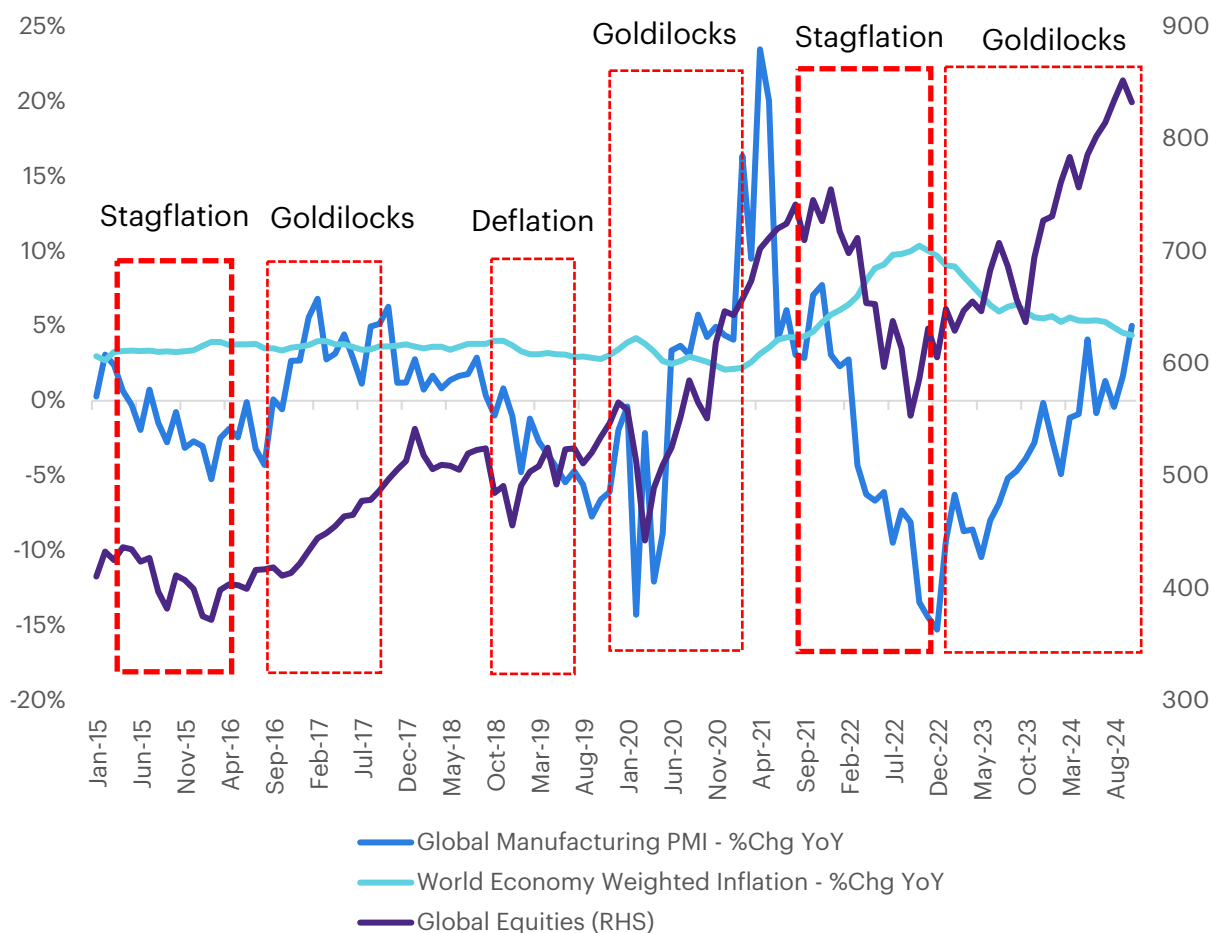
โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาคในปี 2025

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
US	Stocks over Bond Style - Secular growth, High beta, Mid Caps Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Telecom, Materials Fixed Income - HY		Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS	
EU	Bond over Stocks Style - Low beta, quality, defensive, Dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG		Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS	
China	Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS	Stocks, Commodities over Bond Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY		Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS
Thailand	Stocks, Commodities over Bond Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY		Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS	Bond over Stocks Style - Low beta, quality, defensive, Dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG

ธีม 1: Goldilocks สู่ Stagflation

ผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจทำให้ภาพรวมของตลาด EM ดูท้าทายมากขึ้น

Global growth is improving, while inflation is falling



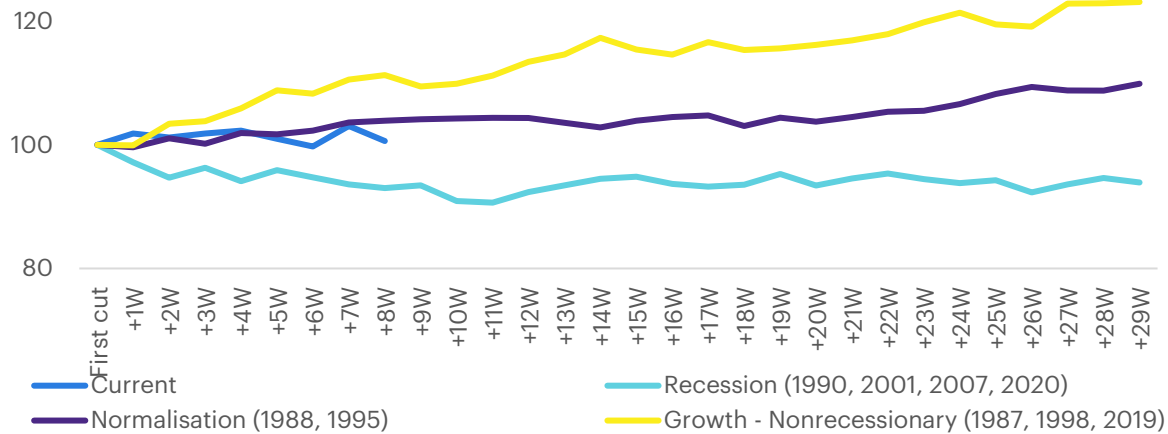
ก่อนที่ทรัมป์จะชนะการเลือกตั้ง เศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตอย่างมั่นคงโดยไม่เกิดภาวะถดถอย อัตราเงินเฟ้อลดลง และนโยบายการเงินผ่อนคลาย ในมุมมองของเรา ตลาดได้รับรู้แนวโน้มเช่นนี้ไปมากพอสมควรแล้ว ในขณะที่ตลาดโฟกัสไปที่ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจของทรัมป์ แต่ความเสี่ยงที่สงครามการค้าจะขยายตัวในวงกว้างมากขึ้นกลับถูกประเมินต่ำเกินไป ความขัดแย้งทางการค้าหมายถึงความเสี่ยงที่การกระจายตัวในวงกว้างมากขึ้น

นอกเหนือจากภาวะเศรษฐกิจแล้ว การลดภาษีเพิ่มเติม การใช้จ่ายด้านการป้องกันประเทศที่เพิ่มขึ้น และจำนวนผู้อพยพที่ลดลง อาจเพิ่มแรงกดดันต่อเงินเฟ้อและทำให้เฟดหยุดกระบวนการผ่อนคลายทางการเงินเร็วขึ้น นอกจากนี้ หุ้นทั่วโลกก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 40% ตั้งแต่เดือนต.ค. 2023 ทำให้มีความเสี่ยงมากขึ้นที่จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนที่อาจเกิดขึ้นในปี 2025

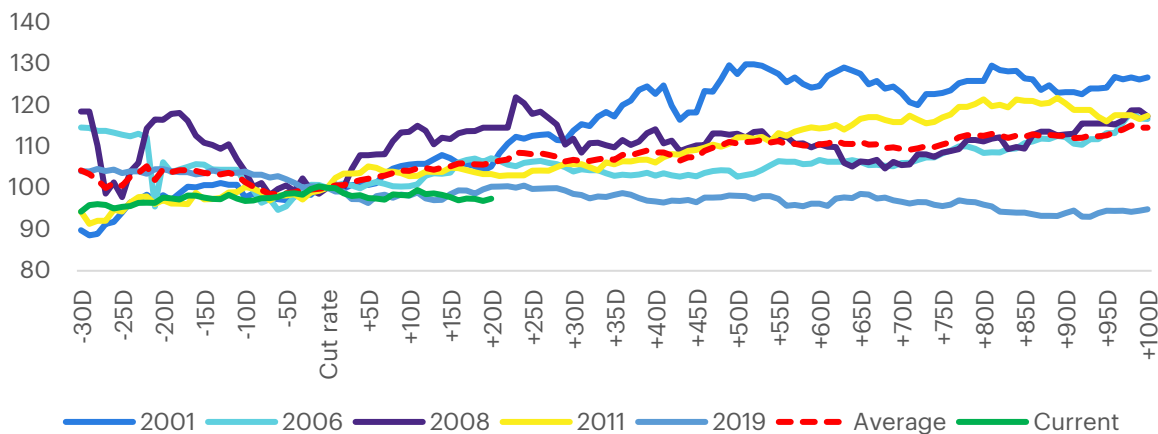
ภาพรวมของตลาดในปี 2025 มีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนจากภาวะที่เศรษฐกิจเติบโตอย่างมั่นคง (Goldilocks) ไปสู่ภาวะที่เศรษฐกิจเติบโตช้าแต่เงินเฟ้อสูง (Stagflation) มากขึ้น หากตลาดให้น้ำหนักกับโอกาสที่จะเกิดสงครามการค้ามากขึ้น เราองว่าจะส่งผลทำให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้น และจะเพิ่มแรงกดดันต่อหุ้นนอกตลาดสหรัฐ และหุ้นสหรัฐ ในท้ายที่สุด เช่นเดียวกับ EU หลายประเทศในตลาด EM เป็นเศรษฐกิจเปิดที่มีความเสี่ยงจะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าโลก เราองว่าการหยุดชะงักทางการค้าที่เกิดขึ้นอีกครั้ง อัตราดอกเบี้ยสหรัฐที่สูงขึ้น และดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้น เป็นปัจจัยลบต่อตลาด EM และอาจขัดขวางไม่ให้กระแสเงินทุนต่างชาติไหลกลับเข้าสู่ EM ดังนั้น หุ้นในตลาด EM มีแนวโน้มที่จะต้องพยายามต่อสู้ดิ้นรนเพื่อสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นสหรัฐ

ธีม 2: การลดดอกเบี้ยสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจ หลังจากลดดอกเบี้ย การเติบโตทางเศรษฐกิจคือสิ่งสำคัญ

ตลาดหุ้นทั่วโลกมักจะปรับตัวขึ้นหลังจากการลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกเมื่อไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย



SET Index ปรับตัวขึ้นได้ดีหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรก



ประวัติศาสตร์บอกเราว่า performance ของสินทรัพย์ในช่วงเริ่มต้นวัฏจักรการผ่อนคลายนโยบายทางการเงินจะแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ขึ้นอยู่กับสาเหตุที่ธนาคารกลางลดอัตราดอกเบี้ย ในวัฏจักรการผ่อนคลายนโยบายการเงินของเฟด 10 ครั้งที่ผ่านมา พบว่า 4 ครั้งเกิดขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจถดถอย ในขณะที่ 6 ครั้งเกิดขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจเติบโตอย่างต่อเนื่อง

ในช่วงเศรษฐกิจถดถอย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรมักจะลดลงอย่างต่อเนื่องหลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก แต่ในตลาดหุ้นนั้น ภาวะการเติบโตที่แตกต่างกันมีความสำคัญมากที่สุด ในภาวะเศรษฐกิจถดถอย หุ้นมักจะลดลงต่อเนื่องหลังจากการลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก ในขณะที่ในช่วงที่เศรษฐกิจเติบโตโดยไม่มีภาวะถดถอย หุ้นมักจะปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่ง และความผันผวนของหุ้นมีแนวโน้มลดลง

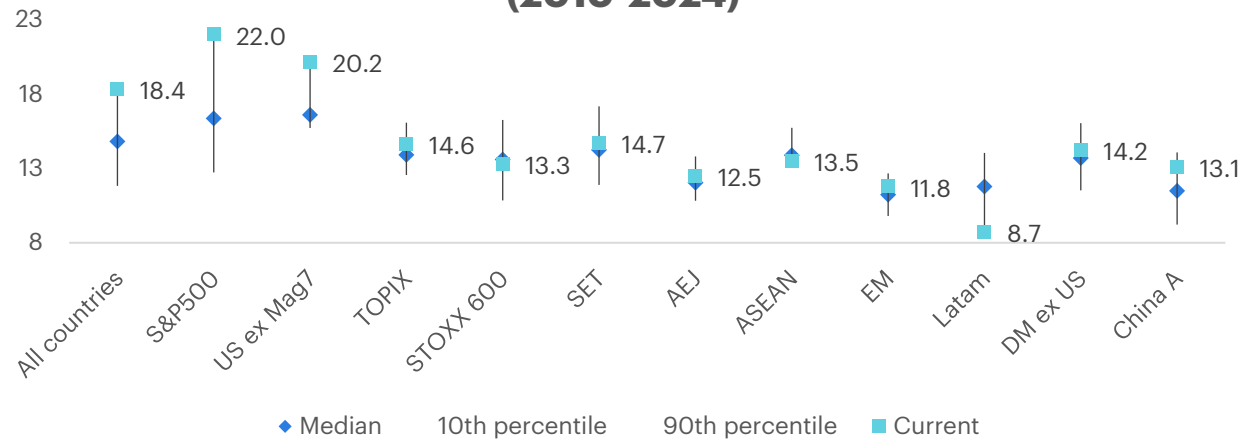
ในวัฏจักรการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่ไม่เข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย ตลาดหุ้นมักจะปรับตัวขึ้นหลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก แม้ว่าโดยทั่วแล้วอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะลดลงก่อนที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก แต่การลดลงอย่างมีนัยสำคัญมักเกิดขึ้นเฉพาะในช่วงเศรษฐกิจถดถอยเท่านั้น เมื่อตลาดเปลี่ยนจุดโฟกัสจากความกังวลเรื่องเงินเฟ้อไปที่ความเสี่ยงด้านการเติบโต พันธบัตรจึงกลายเป็นเครื่องป้องกันความเสี่ยงของพอร์ตลงทุนที่เชื่อถือได้มากกว่าในช่วงที่ผ่านมา

ประวัติศาสตร์เน้นย้ำว่าแนวโน้มตลาดสินทรัพย์ขึ้นอยู่กับแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจ แม้ว่าตลาดจะวิตกกังวลอย่างมากเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจและทำให้หุ้นและอัตราดอกเบี้ยลดลง แต่ยังมี downside risk อีกมากในภาวะเศรษฐกิจถดถอย ความเสี่ยงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่ใหญ่ที่สุดคือการเกิดภาวศุลกากรสำหรับสินค้านำเข้าทุกประเภท ซึ่งมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อภาคการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง

ธีม 3: การเพิ่มความหลากหลายในการลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยง

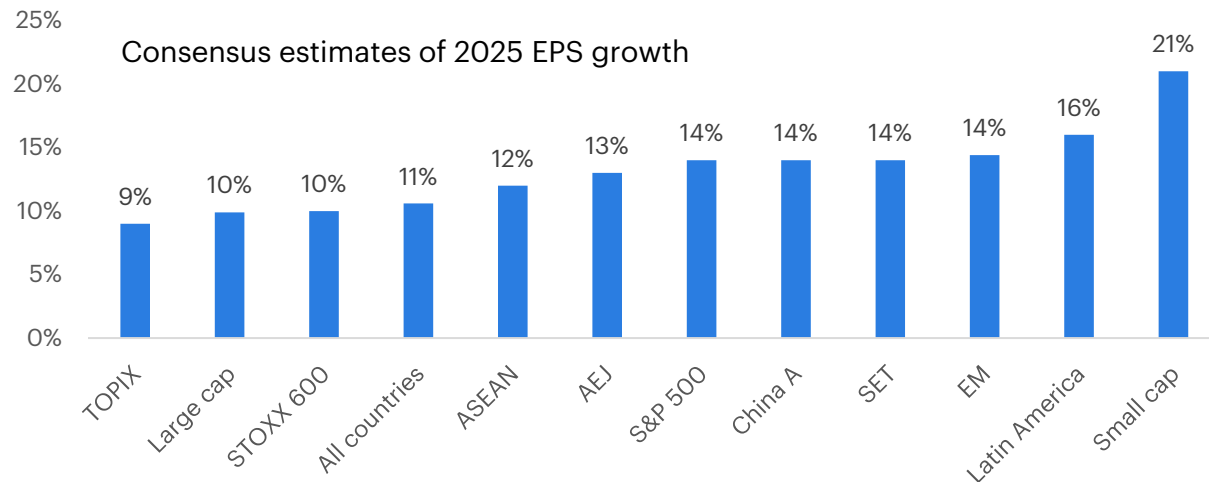
การกระจายความเสี่ยงเป็นสิ่งจำเป็น

Equity index valuations – 12m forward P/E multiple (2010-2024)



EU continues to lag in terms of profit growth prospects

Consensus estimates of 2025 EPS growth



Source: CEIC, InnovestX Research

ตลาดหุ้นโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น YTD โดยได้แรงหนุนจากวัฏจักรการลดอัตราดอกเบี้ยโดยไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนเงินเฟ้อที่ลดลง และกำไรที่เติบโตเพิ่มขึ้นของบริษัทด้าน AI

นโยบายการคลังโลกจะทำให้แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยและค่าเงินมีการเปลี่ยนแปลง ความเสี่ยงหลักต่อการจัดสรรเงินลงทุนในหุ้นทั่วโลกในปี 2025 คือ การกลับมาของภาวะเงินเฟ้อ ดังนั้นเราจึงมองหาโอกาสที่จะเพิ่ม risk-adjusted returns ผ่านการกระจายการลงทุนในภูมิภาคต่างๆ มากขึ้น เราคาดว่าจะเห็นนักลงทุนเข้ามาในตลาดมากขึ้น โดยเน้นไปที่กลุ่มหุ้นเชิงรับ และกลุ่มที่มีรายได้ในประเทศเป็นหลัก รวมถึงหุ้นคุณค่ารายตัว ส่วนกลุ่มที่มีรายได้จากต่างประเทศในสัดส่วนสูงและกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรกำลังเผชิญกับความผันผวนสูง

ในแง่ valuation ตลาดหุ้นมีการซื้อขายใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีต valuation ของหุ้นเพิ่มขึ้นและมีโอกาสที่จะปรับตัวขึ้นต่อได้อีกน้อยมาก เราคาดว่าผลตอบแทนของตลาดจะถูกขับเคลื่อนโดยการเติบโตของกำไรเป็นหลัก

อย่างไรก็ตาม เมื่อมองต่อไปข้างหน้า ช่องว่างในอัตราการเติบโตของ EPS ในภูมิภาคหลักๆ เริ่มแคบลง ซึ่งไม่ใช่เหตุผลที่ดีที่จะลดน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ แต่ควรมองหาโอกาสลงทุนในหุ้นมูลค่าต่ำในตลาดอื่นๆ เพื่อกระจายการลงทุนและเพิ่ม risk-adjusted returns รวมถึงลดความเสี่ยง downside จากนโยบายการคลังของทรัมป์ มีเพียงยุโรปที่ยังคงล้าหลังในแง่ของแนวโน้มการเติบโตของกำไร ซึ่งสะท้อนถึงภาพรวมเศรษฐกิจและกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ที่อ่อนแอ เราคิดว่าตลาดอาเซียนมีพื้นฐานที่ดีขึ้นแม้ว่าจะมีขาดดุลการค้ากับสหรัฐฯ ค่อนข้างสูง.

ธีม 4: โลกาภิวัตน์สู่การคุ้มครองทางการเงิน องค์ประกอบของ 4 กลุ่มยุทธศาสตร์ในความสัมพันธ์ระหว่างสหรัฐฯ และจีน

- บริษัทสหรัฐฯ ที่มียอดขายในจีนสูง
- บริษัทจีนที่มียอดขายในสหรัฐฯ สูง
- บริษัทจีนในห่วงโซ่อุปทาน EV และพลังงานหมุนเวียน



- Hard Technology
 - ห่วงโซ่อุปทานของ Huawei
 - ห่วงโซ่อุปทานของ Apple
- Soft Technology
 - อินเทอร์เน็ตจีน
 - AI จีน
 - เทคโนโลยีชีวภาพของจีน

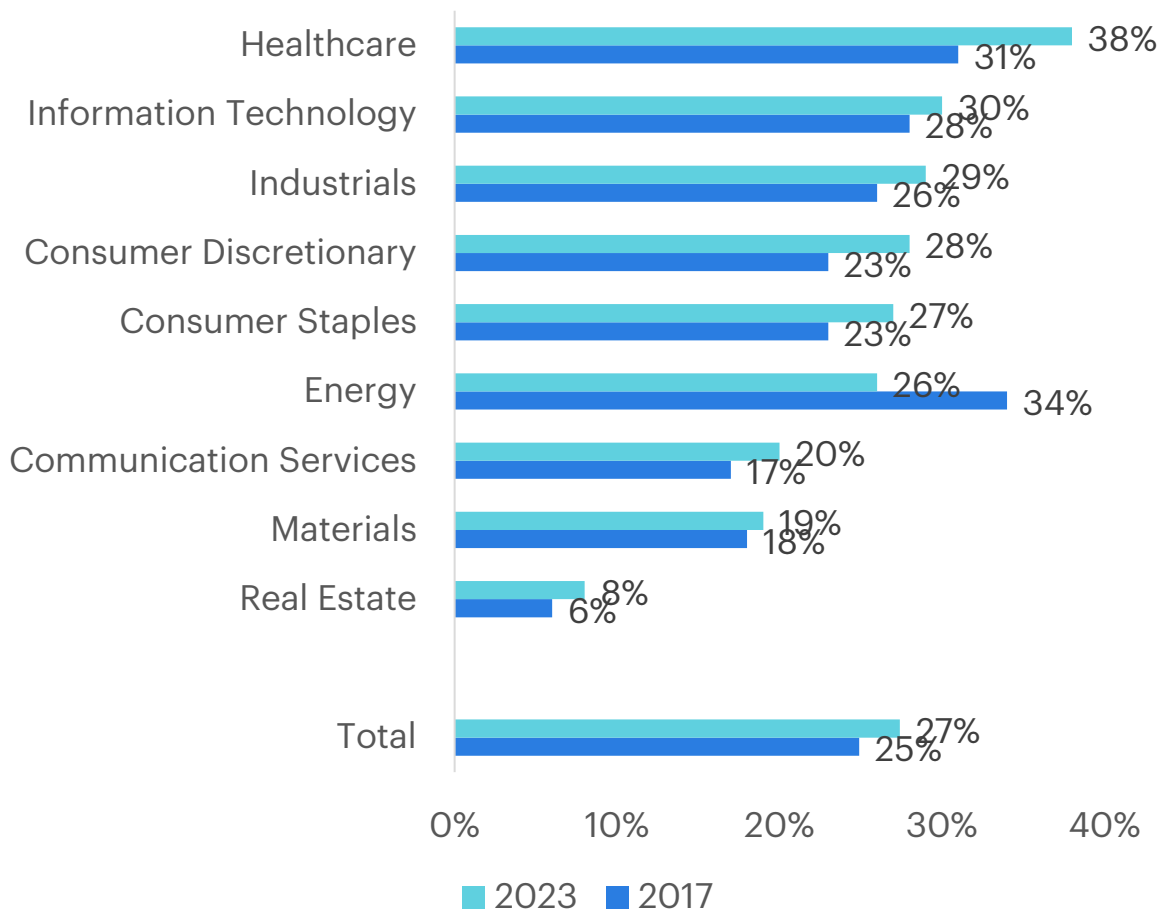
- การป้องกันประเทศจีน
- การป้องกันประเทศไต้หวัน
- บริษัทไต้หวันที่มียอดขายในจีนแผ่นดินใหญ่
- การใช้จ่ายด้านการป้องกันประเทศของสหภาพยุโรป

- ADR ของจีน
- IPO ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง
- ADRs ระดับต่ำและระดับสูง
- โบรกเกอร์ต่างประเทศ vs ในประเทศ
- รายชื่อประเทศที่บิดเบือนค่าเงิน

ภาษีศุลกากรและหุ้นทั่วโลก

การพึ่งพารายได้จากสหรัฐฯ มากขึ้นอาจทำให้ได้รับผลกระทบจากภาษีศุลกากรมากขึ้น

ค่าเฉลี่ย % ของรายได้ที่ได้รับจากสหรัฐฯ

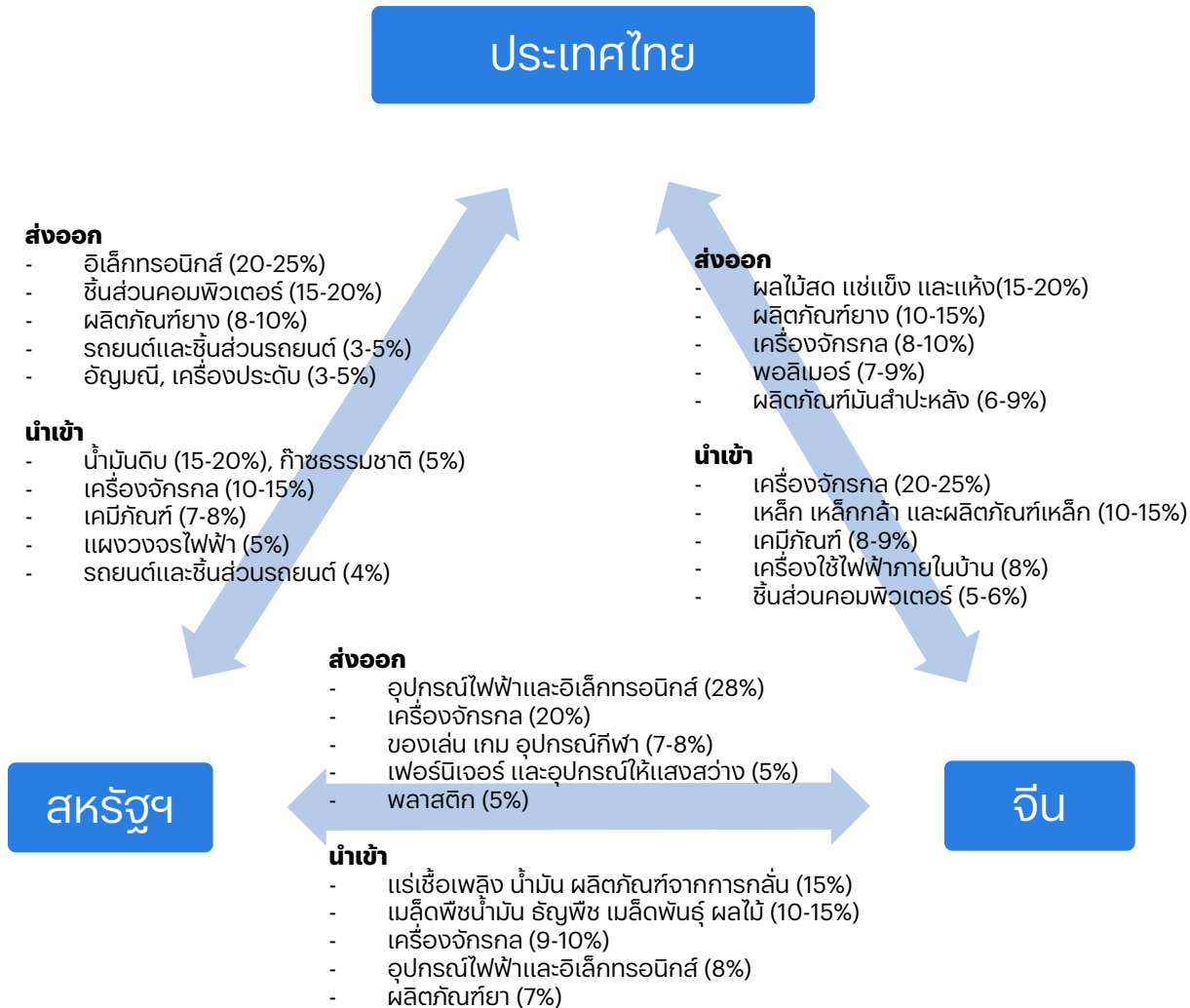


ในช่วงแรกที่ทรมปีเริ่มใช้ภาษีศุลกากร บริษัททั่วโลกได้รับผลกระทบจากค่าโง่ที่ลดลง แต่หุ้นของบริษัทที่มีสัดส่วนรายได้จากสหรัฐฯ สูงที่สุดกลับปรับตัว outperform ได้ในที่สุด ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทเหล่านี้สามารถบริหารจัดการได้ดี ในครั้งนี้ ภาษีศุลกากรใหม่ของทรมปีอาจส่งผลกระทบต่อรุนแรงยิ่งขึ้น เนื่องจากบริษัทต่างๆ พึ่งพารายได้จากสหรัฐฯ มากขึ้น โดยเฉพาะบริษัทในกลุ่มการแพทย์ และยังขึ้นอยู่กับกำเนินการของเฟดด้วย จีน ยุโรป และแคนาดาสามารถรับมือกับภาษีศุลกากรในปี 2017 ได้ค่อนข้างง่าย ในขณะที่เม็กซิโกได้รับผลกระทบที่ยาวนานกว่า

บริษัทต่างประเทศพึ่งพาดตลาดสหรัฐฯ มากขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงที่ทรมปีเริ่มใช้ภาษีศุลกากรครั้งแรก บริษัทที่ใหญ่ที่สุด 200 แห่งนอกสหรัฐฯ (ยกเว้นกลุ่มการเงินและสาธารณูปโภค) ที่เปิดเผยข้อมูลรายได้ตามภูมิภาค มีสัดส่วนรายได้จากสหรัฐฯ เฉลี่ย 27.4% ในปี 2023 เพิ่มขึ้นจาก 24.9% ในปี 2017 กลุ่มการแพทย์พึ่งพาดตลาดสหรัฐฯ มากที่สุด โดยสัดส่วนรายได้จากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นเป็น 38.8% จาก 31.1% กลุ่มยาและวัคซีนในบรรจุกณฑ์เป็นสินค้าที่มีการนำเข้ามามากที่สุดอย่างหนึ่งในสหรัฐฯ รองจากปิโตรเลียมและรถยนต์/ชิ้นส่วนรถยนต์ Novo Nordisk ซึ่งเป็นบริษัทที่ใหญ่เป็นอันดับสองนอกสหรัฐฯ มีรายได้ประมาณ 55% จากสหรัฐฯ ในปีที่ผ่านมา กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และวัสดุมีการพึ่งพาน้อยที่สุด แต่ก็พึ่งพามากขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2017

พรรคีพบลีกกันชนะการเลือกตั้งสหรัฐฯ

... ชัยชนะของทรัมป์จะมีความหมายต่อประเทศไทยอย่างไร?



เศรษฐกิจและการค้าโลกกำลังเผชิญกับความท้าทายและความไม่แน่นอนที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนอันเนื่องมาจากความขัดแย้งทางการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ สหรัฐฯ ได้เรียกเก็บภาษีศุลกากรและจำกัดการเข้าถึงเทคโนโลยีขั้นสูงมานานกว่า 6 ปี โดยมีเป้าหมายเพื่อขัดขวางพัฒนาการของกลุ่มอุตสาหกรรมที่เติบโตอย่างรวดเร็วและมีความสำคัญเชิงยุทธศาสตร์ของจีน เช่น ยานยนต์ไฟฟ้า แผงเซลล์แสงอาทิตย์ และแบตเตอรี่ ซึ่งมีห่วงโซ่อุปทานที่แข็งแกร่งในจีน ความขัดแย้งด้านการค้าและเทคโนโลยีไม่ใช่เรื่องง่ายที่จะแก้ไขได้ในเวลาอันสั้น

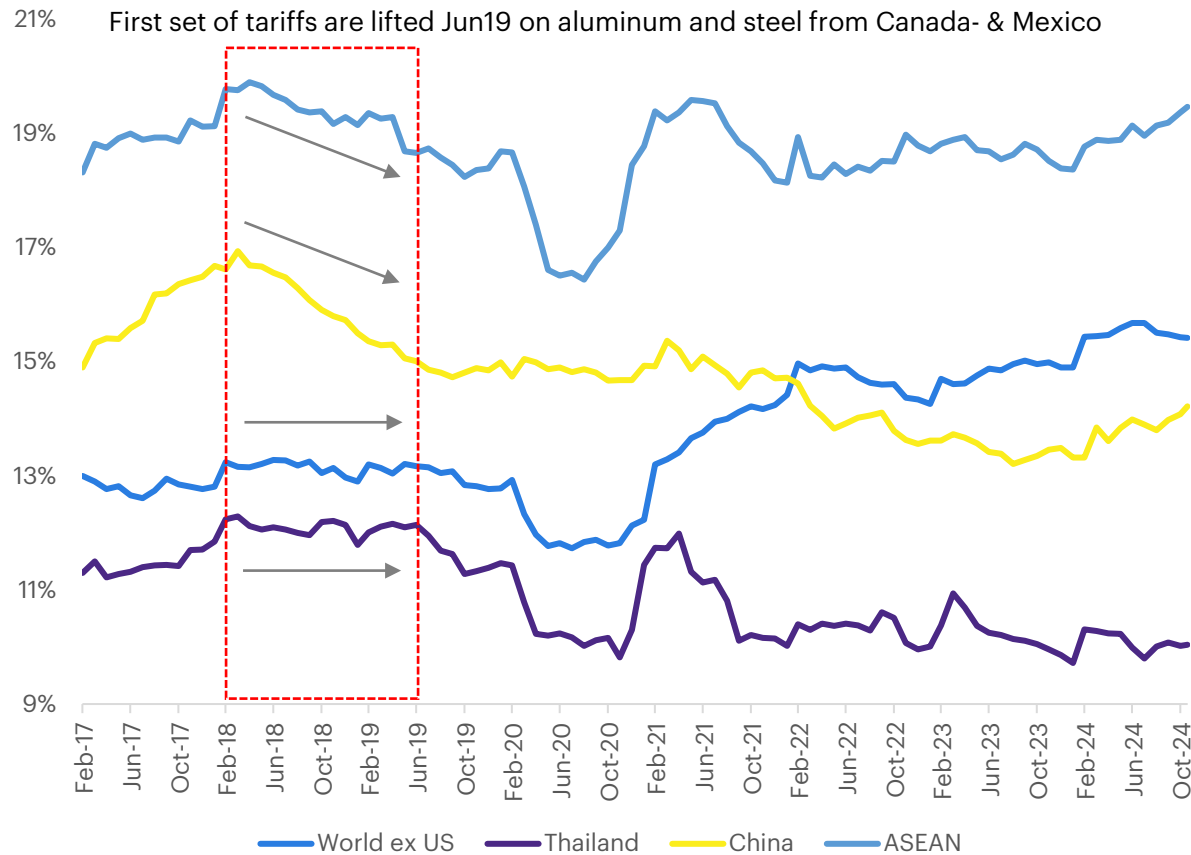
เราคาดว่าสหรัฐฯ จะยังคงเก็บภาษีศุลกากรต่อไปอีกหลายปี โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากทรัมป์ได้กลับมาเป็นประธานาธิบดีอีกครั้ง ในขณะเดียวกัน จีนก็เริ่มตอบโต้สหรัฐฯ มากขึ้นในหลายๆ ด้าน เช่น เทคโนโลยี การค้า และการทหาร ข้อพิพาทระหว่างสองฝ่ายขยายขอบเขตออกไปกว้างขึ้นและอาจส่งผลกระทบต่อประเทศอื่นๆ ที่เป็นพันธมิตรกับจีน เช่น ประเทศไทย และประเทศในกลุ่มอาเซียน

ประเทศไทยไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องโดยตรงกับความขัดแย้งดังกล่าว แต่เราคาดว่าจะเห็นผลกระทบที่ส่งผ่านมาจากการไหลเข้าของสินค้าราคาถูกจากจีน ซึ่งสร้างแรงกดดันต่ออัตราเงินเฟ้อ ความสามารถในการแข่งขัน และความสามารถในการทำกำไร การถ่ายทอดเทคโนโลยีและการลงทุนจากการย้ายฐานการผลิตมีจำกัด สินค้าที่ไทยส่งออกไปยังจีนและสหรัฐฯ แตกต่างกัน ดังนั้นผลกระทบโดยตรงจากความขัดแย้งระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ต่อการเติบโตของเศรษฐกิจจึงมีจำกัด ประเทศไทยจะได้รับผลกระทบที่ส่งผ่านมาจากจีนมากกว่า

ภาษีศุลกากรมีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อมุมมองด้านอัตรากำไรของหุ้น ... ชัยชนะของทรัมป์จะมีความหมายต่อประเทศไทยอย่างไร?

Forward 12m operating margin estimates

Peak Trump tariff era: Trump impose first set of tariffs imports Jan18



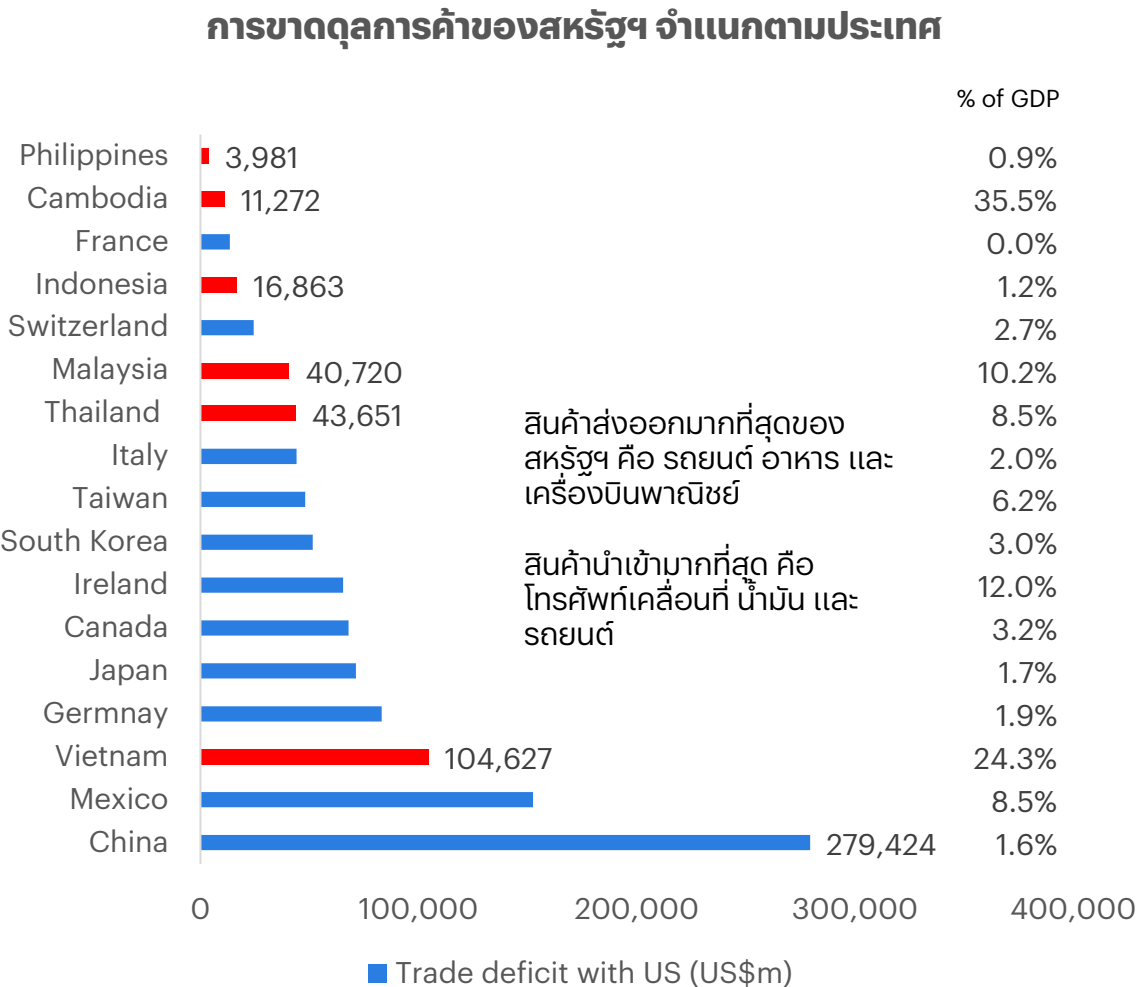
นับตั้งแต่ที่ทรัมป์ได้กำหนดภาษีนำเข้าเครื่องจักรไฟฟ้าและแผงโซลาร์เซลล์ชุดแรกในเดือนมกราคม 2018 จนกระทั่งมีการยกเลิกภาษีนำเข้าอลูมิเนียมและเหล็กจากแคนาดาและเม็กซิโกในเดือนมิถุนายน 2019 อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ประเมินได้ในระยะ 12 เดือนข้างหน้าลดลง 70 bps โดยรวมภายในและภายนอกสหรัฐฯ อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ประเมินได้ของจีน อินเดีย และอาเซียนได้รับผลกระทบมากที่สุด โดยลดลง 128 bps 120 bps และ 112 bps โดยรวม อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ประเมินได้ของประเทศไทยลดลง 10-20 bps ในขณะที่ยุโรปแทบไม่ได้รับผลกระทบ โดยเพิ่มขึ้น 7 bps

ในช่วงเวลาดังกล่าว maximum drawdown ของตลาดหุ้นไทยอยู่ที่ 15% ซึ่งน้อยกว่าตลาดอาเซียน (21%), จีน (32%) และตลาดหุ้นทั่วโลก (20%)

แม้ว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ประเมินได้จะได้รับผลกระทบในช่วงที่ทรัมป์เป็นประธานาธิบดีสมัยแรก แต่ในครั้งนี้นโยบายการค้าอาจส่งผลกระทบมากขึ้นต่อแนวโน้มปัจจัยพื้นฐานของหุ้นทั่วโลก หากมีการปรับใช้ภาษีศุลกากรในอัตราที่สูงขึ้น หรือครอบคลุมสินค้าที่หลากหลายขึ้น ประกอบกับหนี้สาธารณะและหนี้ครัวเรือนที่เพิ่มสูงขึ้น เรามีมุมมองเชิงลบต่อภาษีศุลกากรของทรัมป์ในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 ดังนั้น เราจึงแนะนำให้ใช้ความระมัดระวังมากขึ้น โดยเน้นที่หุ้นเชิงรับและมีรายได้ในประเทศสูง และมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง เพื่อรับมือกับแรงกดดันจากภายนอก

บริษัทไทยที่มีรายได้จากสหรัฐฯ สูงซึ่งอาจเผชิญความท้าทายมากขึ้น ได้แก่ TU, DELTA, KCE, EPG, IVL

ประเทศไทยอยู่ในรายชื่อเฝ้าระวัง ระงับภาษีศุลกากรของทรัมป์ในครึ่งหลังของปี 2025



เราคาดว่าสหรัฐฯ ภายใต้การนำของทรัมป์สมัยที่สองจะขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนและจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจของประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีแนวโน้มอ่อนแอลงในปี 2025 ความเสี่ยงที่ใหญ่ที่สุดคือการใช้ภาษีศุลกากรในวงกว้าง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อภาคการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างรุนแรง และทำให้เงินเฟ้อสูงขึ้นและเกิดภาวะ risk-off มากขึ้น ผลกระทบจะมีมาก โดยดอลลาร์จะแข็งค่าขึ้นอย่างมีนัยสำคัญซึ่งจะทำให้เกิดความเสี่ยงปลายแถว (tail risk) ที่ส่งผลกระทบรุนแรง

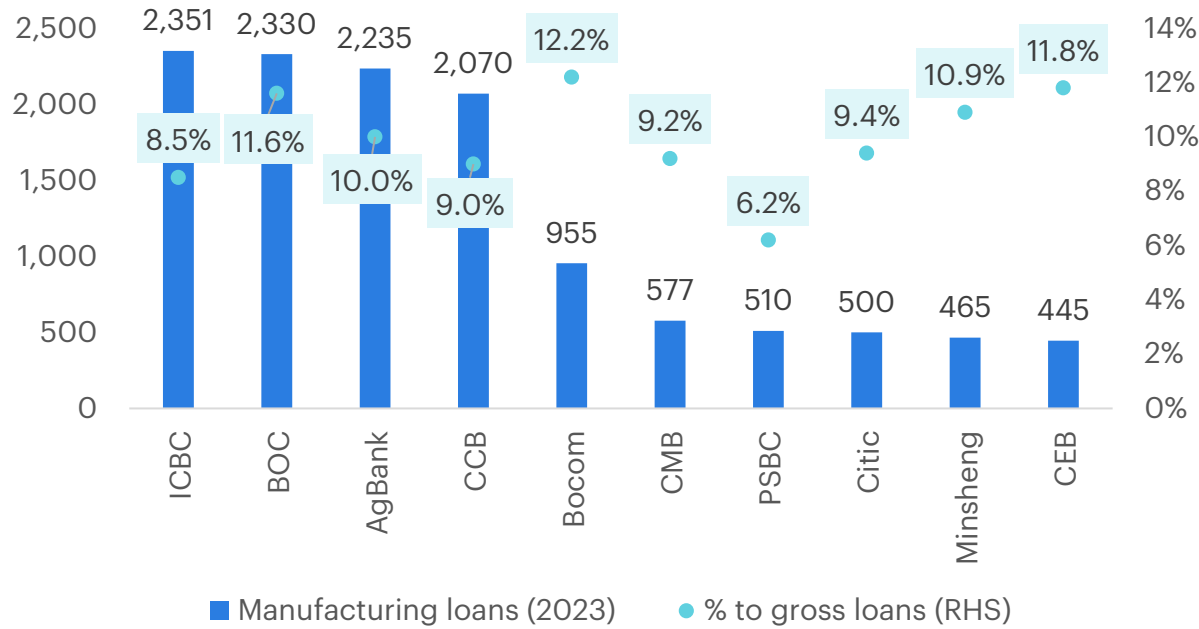
การขึ้นภาษีศุลกากรกับจีนในกรณีพื้นฐานเป็นสิ่งที่คาดการณ์กันไว้เป็นส่วนใหญ่แล้ว แต่ tail risk ที่แท้จริงอยู่ที่โทรศัพท์เคลื่อนที่ รถยนต์ และประเทศในอาเซียน เอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีส่วนการนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นในช่วง 8 ปีที่ผ่านมา เวียดนามและไทยเป็นผู้ได้รับประโยชน์สำคัญจากสงครามการค้า ในภูมิภาคนี้ เวียดนามมีความเสี่ยงสูงที่สุดที่จะได้รับผลกระทบจากการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่ชะลอตัวลง เนื่องจากเศรษฐกิจของเวียดนามพึ่งพาการค้ามากขึ้นและมีเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างมาก สำหรับประเทศไทย สหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกที่ใหญ่ที่สุด โดยมีส่วนแบ่ง 18% และเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ คิดเป็น 8.5% ของ GDP ดังนั้นความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาษีศุลกากรอาจทำให้การใช้จ่ายลงทุนชะลอตัวลง

นอกจากนี้ ผลกระทบต่อค่าเงินมีความรุนแรงเป็นพิเศษสำหรับประเทศไทยและประเทศในอาเซียนที่มีความเสี่ยงต่อการลดลงของการค้ากับสหรัฐฯ เราคิดว่าการอ่อนค่าของเงินบาทมีแนวโน้มที่จะทำให้อินาการกลางมีพื้นที่น้อยลงในการผ่อนคลายนโยบายการเงิน นโยบายที่เข้มงวดและยาวนานขึ้นจะเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อสนับสนุนค่าเงิน ป้องกันการไหลออกของเงินทุน คงคาดการณ์เงินเฟ้อ และควบคุมไม่ให้ราคาสินค้าที่ซื้อขายในตลาดเพิ่มขึ้นมากเกินไป

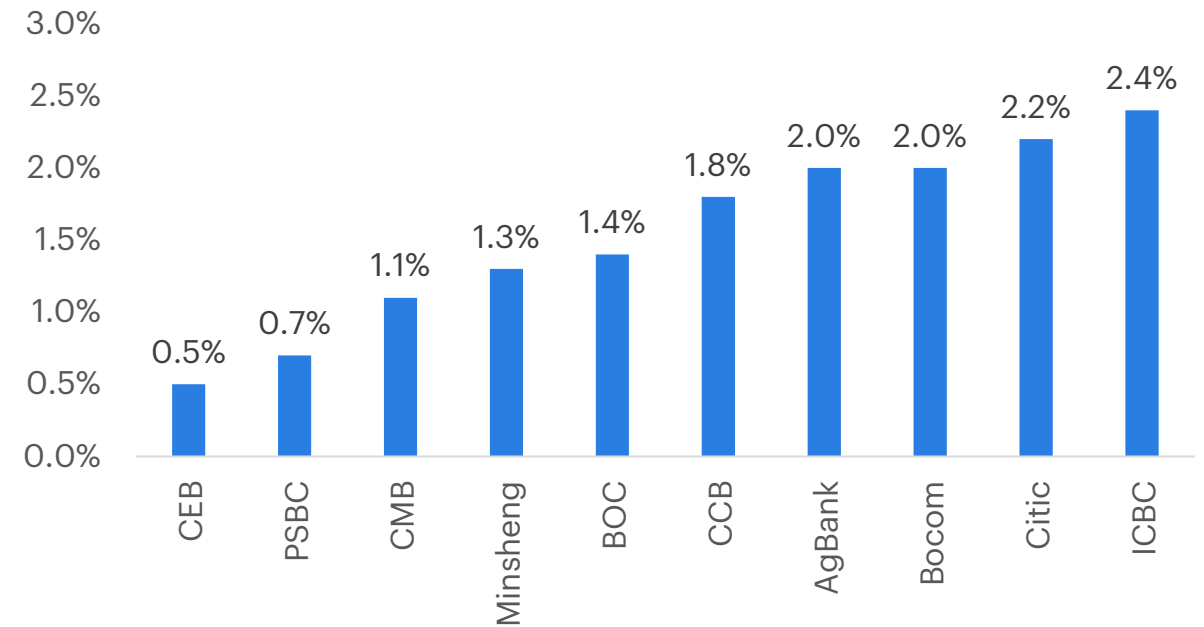
ภาษีศุลกากรสหรัฐฯ

...อาจส่งผลกระทบต่อสินเชื่อภาคการผลิตของธนาคารจีน

Manufacturing loans exceed 2 trillion yuan

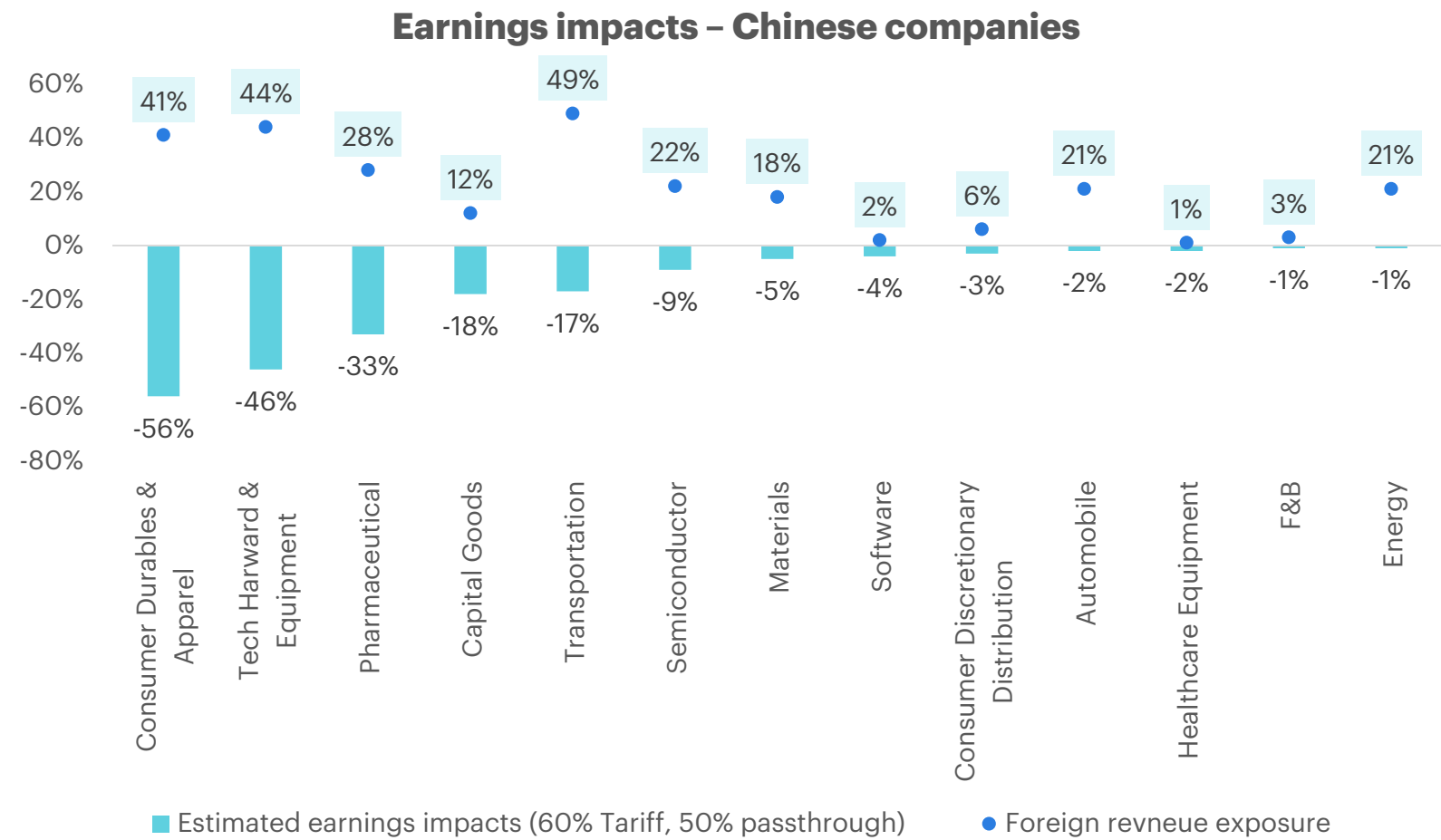


Manufacturing Non-Performing Loans - NPL Ratios



ธนาคารใหญ่ทั้ง 4 แห่งของจีน แต่ละแห่งมีการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคการผลิตอย่างน้อย 2 ล้านล้านหยวน (275 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ทำให้มีเสี่ยงต่อการส่งออกไปยังสหรัฐฯ สินเชื่อที่ปล่อยให้กับผู้ผลิตคิดเป็น 9-12% ของสินเชื่อทั้งหมดที่ธนาคารใหญ่ทั้ง 4 แห่ง โดยมีอัตราส่วน NPL ในภาคการผลิตเฉลี่ยที่ 1.8% (เทียบกับอัตราส่วน NPL โดยรวมที่ 1.3%) ภาษีศุลกากรอาจทำให้ยอดขายและความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ส่งออกที่เน้นตลาดสหรัฐฯ ปรับตัวแย่ลง กลุ่มสิ่งทอ สินค้าอุปโภคบริโภค รถยนต์ไฟฟ้า อิเล็กทรอนิกส์ และอุปกรณ์ไฟฟ้า มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบหนักที่สุด ดังนั้น จำนวนผู้ที่ผิดนัดชำระหนี้อาจเพิ่มขึ้นในกลุ่มผู้ผลิตที่เน้นการส่งออก สินเชื่อภาคการผลิตของธนาคารจีนจะมีคุณภาพเสื่อมถอยลง โดยค่าใช้จ่ายที่ธนาคารต้องรับภาระจากหนี้ที่ไม่สามารถเรียกเก็บได้ในภาคการผลิตจะทำให้กำไรก่อนหักภาษีลดลง 3-5%

ผลกระทบของอัตราภาษีศุลกากร 60% ...กระทบกำไร 10-15% และกระทบ valuation 5-10%



Bear case	Worst case
50% tariff passthrough, GDP D/G 1ppt, Outflow	No tariff passthrough, GDP D/G 2ppt, Huge Outflow, No policy support
P/E -5%	P/E -10%

แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรม และผลประกอบการ

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 1Q25

ปัจจัยฤดูกาลและฐานต่ำ

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
การดำเนินงานและผลประกอบการน่าจะได้รับการสนับสนุนจากช่วงไฮซีซั่นของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย AOT ได้เปิดใช้งานรันเวย์ที่ 3 ที่สนามบินสุวรรณภูมิเมื่อวันที่ 1 พฤศจิกายน 2024 ทำให้สามารถรองรับเที่ยวบินเพิ่มขึ้นจาก 68 เที่ยวบิน/ชม. เป็น 94 เที่ยวบิน/ชม. รองรับความต้องการเดินทางที่มากขึ้น ในปี 2025 AAV ตั้งเป้าเพิ่มเครื่องบินอีก 5 ลำ เพื่อขยายศักยภาพการบินทั้งในตลาดภายในประเทศและต่างประเทศ	ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยและผลประกอบการของผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ใน 1Q25 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล อย่างไรก็ดี ยอดผลิตรถยนต์มีแนวโน้มที่จะลดลง YoY อย่างต่อเนื่อง เพราะได้รับแรงกดดันจากตลาดรถยนต์ในประเทศที่ซบเซา ซึ่งยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวอย่างชัดเจน	ใน 1Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ ตามฤดูกาล (ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลงตามฤดูกาล) และทรงตัว YoY (NIM ที่หดตัวลงจากการลดอัตราดอกเบี้ยจะถูกชดเชยโดย credit cost ที่ลดลง)	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY ใน 1Q25 โดยได้แรงหนุนจาก SSS ที่เติบโตเป็นบวก (sentiment ดีขึ้น นักท่องเที่ยวมากขึ้น และการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐดีขึ้น) การขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง และมาร์จินที่กว้างขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จินสูงเพิ่มขึ้น แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม เช่น ดิจิทัลวอลเล็ต และการกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านการลดหย่อนภาษี (ถ้าได้รับอนุมัติ) จะเพิ่ม upside ให้กับกำไร	สำหรับ 1Q25 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะปรับตัวดีขึ้น YoY จากการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ และการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น รวมถึงความต้องการซ่อมแซมบ้านที่เพิ่มขึ้นมากเป็นพิเศษหลังจากเกิดเหตุการณ์น้ำท่วมอย่างหนักในภาคเหนือของประเทศไทย นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้น QoQ เนื่องจากเป็น peak season ของธุรกิจวัสดุก่อสร้าง อย่างไรก็ตาม คาดว่ากลุ่มที่อยู่อาศัยจะมีความต้องการต่ำเนื่องจากค่าใช้จ่ายของผู้บริโภคต่ำและระดับหนี้ครัวเรือนสูง นอกจากนี้ คาดว่า SCC จะมีภาระต้นทุนคงที่ 850 ล้านบาท/เดือนสำหรับโครงการ LSP
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นใน 1Q25 โดยได้แรงหนุนจากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI เพิ่มขึ้น ซึ่งจะถูกผลักดันลงบางส่วนโดยความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ EV ที่ลดลงและกระแสตอบรับสมาร์ตโฟนรุ่นใหม่ที่ต่ำกว่าคาด นอกจากนี้เรายังแนะนำให้จับตามอง IC และ EV จากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น เราคาดว่าความแยกห่างใช้อุปทาน (Decoupling) ระหว่างสหรัฐฯ และจีน จะส่งผลดีต่อบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของไทยผ่านทางคำสั่งซื้อใหม่จากการย้ายฐานการผลิต	น้ำมันและก๊าซ: ราคาน้ำมันอาจอ่อนตัวลงอีกหากสมาชิก OPEC ตัดสินใจผ่อนปรนการควบคุมการผลิตในเดือนมกราคมตามแผน ในขณะที่นโยบายของประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนใหม่จะเร่งการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ อุปสงค์ที่เติบโตที่ช้าลงในจีนยังคงเป็นความเสี่ยง downside ที่สำคัญ ขณะที่คาดว่าค่าการกลั่น (GRM) จะยังคงแข็งแกร่งโดยได้แรงหนุนจากความต้องการน้ำมันทำความร้อนและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินตามฤดูกาล สาธารณูปโภค: เราคาดว่าต้นทุนก๊าซจะลดลงใน 1Q25 จากการมีอุปทานก๊าซในประเทศที่มีราคาถูกลงเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ราคายาไฟฟ้าจะยังคงอยู่ที่ระดับปัจจุบันเพื่อช่วย กฟผ. จัดการภาระหนี้	ใน 1Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ และ YoY โดยได้แรงหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตดี credit cost ในระดับทรงตัว โดยมี NPL ไหลเข้าน้อยลง และต้นทุนทางการเงินที่ลดลง	อาหาร: เราคาดว่ากำไร 1Q25 ของกลุ่มอาหารจะเติบโต YoY หลักๆ ได้แรงหนุนจากราคาสัตว์บกในประเทศที่ดีขึ้น ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ราคาสุกรต่างประเทศที่สูงขึ้นในประเทศหลักๆ แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล เครื่องดื่ม: ยอดขายเครื่องดื่มบำรุงกำลังในประเทศน่าจะเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้แรงหนุนจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้น ในขณะที่ยอดขายในต่างประเทศอาจจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY จากฐานสูง	โดยปกติแล้ว 1Q เป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งสำหรับโรงพยาบาลเอกชนจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติ เราคาดว่าอัตราการรักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ของสำนักงานประกันสังคมจะได้ข้อสรุปในเดือนธันวาคม 2024 ซึ่งจะช่วยให้ตลาดคลายความกังวลต่อหุ้นโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC อันได้แก่ BCH CHG และ RJH
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
การดำเนินงานและผลประกอบการของผู้ประกอบการโรงแรมน่าจะได้รับการสนับสนุนจากช่วงไฮซีซั่นของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย RevPar จะกลับมาเติบโต YoY ในระดับปกติเพราะผ่านช่วงฟื้นตัวจากฐานต่ำไปแล้ว ในปี 2025 อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่แนวโน้มผลประกอบการของผู้ประกอบการโรงแรมจะไม่มีทิศทางที่ชัดเจน โดยจะขึ้นอยู่กับปัจจัยเฉพาะโรงแรม สิ่งที่ต้องจับตา คือ อุปทานใหม่	กำไร 4Q67 ของกลุ่ม ICT (ประกาศผลประกอบการเดือนก.พ. 2025) น่าจะอ่อนตัวลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะเพิ่มขึ้น YoY จากการแข่งขันด้านราคา อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการซื้อสัมปทานคืนต้องใช้เวลา เนื่องจากยังไม่มีกระแสตอบรับอย่างเป็นทางการระหว่างรัฐบาลกับผู้ประกอบการ นอกจากนี้ รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับ entertainment complex ซึ่งเกี่ยวข้องกับ BTS จะเป็นอีกจุดโฟกัสสำหรับกลุ่มนี้ เนื่องจากรัฐบาลวางแผนส่งให้ ครม. พิจารณาในเดือนธันวาคม	เราเชื่อจุดโฟกัสที่สำคัญจะอยู่ที่รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการซื้อสัมปทานคืนจาก BTS และ BEM อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการซื้อสัมปทานคืนต้องใช้เวลา เนื่องจากยังไม่มีกระแสตอบรับอย่างเป็นทางการระหว่างรัฐบาลกับผู้ประกอบการ นอกจากนี้ รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับ entertainment complex ซึ่งเกี่ยวข้องกับ BTS จะเป็นอีกจุดโฟกัสสำหรับกลุ่มนี้ เนื่องจากรัฐบาลวางแผนส่งให้ ครม. พิจารณาในเดือนธันวาคม	ราคาน้ำมันที่ลดลงอาจทำให้ความต้องการผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีมีจำกัด สืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับขาดทุนสต็อกและแนวโน้มอุปสงค์ที่ไม่แน่นอน เราคาดว่าตลาดจะยังคงระมัดระวังต่อสงครามการค้าที่อาจเกิดขึ้น หลังจากประธานาธิบดีคนใหม่ของสหรัฐฯ เข้ารับตำแหน่งในเดือนมกราคม อุปสงค์ที่ลดลงในจีนยังคงเป็นความเสี่ยงหลักต่อการฟื้นตัวของกลุ่มปิโตรเคมี	presales ใน 1Q25 น่าจะปรับตัวดีขึ้น YoY จากอัตราการผลิตสินค้าที่ลดลงเมื่อเทียบกับประมาณการของเราที่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลงในปี 2025 เราคาดว่าหุ้นภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะตั้งเป้า presales เติบโต 15-20% ในปี 2025 โดยอิงกับ presales ที่อ่อนตัวลงในปี 2024 กำไรสุทธิ 1Q25 น่าจะเพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ

Source: InnovestX Research

สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 1Q25

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	ปัจจัยกระตุ้น	ปัจจัยเสี่ยง
พาณิชย์	8	8	6	8	8	บรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยที่ดีขึ้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจใหม่ๆ ที่กำลังจะออกมา การกลับมาเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนภาครัฐ และนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อ และการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	6.5	7	7.5	7.5	8	ค่ากำไร 1Q25 เพิ่มขึ้น QoQ โดยได้แรงหนุนจาก backlog ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่แข็งแกร่งของ DELTA และผลิตภัณฑ์ HDI มาร์จิ้นสูงของ KCE ซึ่งคาดว่าจะหนุนให้กำไรเติบโต YoY และ QoQ	เหตุการณ์ที่ไม่สามารถคาดเดาได้ เช่น สงครามเทคโนโลยีระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ที่ตึงเครียดมากขึ้น และความต้องการผลิตภัณฑ์ EV ที่ลดลง อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรม
สาธารณูปโภค	7	8	8	7	7.5	ต้นทุนก๊าซที่มีแนวโน้มลดลงพร้อมกับสัดส่วนการผลิตก๊าซธรรมชาติภายในประเทศที่สูงขึ้น ในขณะที่ราคาไฟฟ้ายังคงอยู่ที่ระดับปัจจุบัน	ต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นจากราคา LNG ที่เพิ่มขึ้นของญี่ปุ่น/เกาหลี และค่า Ft ที่ต่ำกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP
เครื่องดื่ม	7	7.5	7	6.5	7	ความต้องการเครื่องดื่มบำรุงกำลังในประเทศคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้น ในขณะที่ต่างประเทศอาจจะเติบโตจำกัด โดยเฉพาะตลาด CLMV	อัตรากำไรขั้นต้นมี upside จำกัด และการแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มบำรุงกำลัง
พลังงาน	7	5	7	7	7	อุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงรถยนต์และเครื่องบินภายในประเทศปรับตัวดีขึ้น รัฐบาลแทรกแซงลดน้อยลง ความเสี่ยง downside จากขาดทุนสต็อกลดลง	การเติบโตของอุปสงค์ชะลอตัวลงและราคาน้ำมันผันผวนสืบเนื่องมาจากสถานการณ์ตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ นโยบายด้านพลังงานใหม่ๆ ของรัฐบาล
การแพทย์	7	7	7	7	7	กำไรเติบโตดีจากรายได้และมาร์จิ้นที่แข็งแกร่ง การขยายจำนวนเตียงจะช่วยสนับสนุนการเติบโตในระยะยาว	การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจทำให้ผู้ป่วยต่างชาติไม่สะดวกที่จะเดินทางมารับการรักษาพยาบาลในประเทศไทย
ICT	5	6	7	7	7	TRUE อาจสร้างเซอร์วิสด้านกำไรจาก synergy ด้านต้นทุน และ ADVANC อาจสร้างเซอร์วิสด้านเงินปันผล	เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด ซึ่งจะส่งกระทบเชิงลบต่อการเติบโตของรายได้
อสังหาริมทรัพย์	6.5	6.5	7	7.5	7	อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงน่าจะช่วยสนับสนุนให้ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยฟื้นตัว โดยมีอัตราการปฏิเสธสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยลดลง	การแข่งขันและการระบายสินค้าคงคลังอาจสร้างแรงกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้น
ท่องเที่ยว	7	7	7	7	6.5	ช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยว นโยบายรัฐบาลจะช่วยกระตุ้นอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย	เศรษฐกิจโลกชะลอตัว ต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ ต้นทุนเริ่มแรกจากการลงทุนใหม่ อุปทานโรงแรมใหม่
เงินทุน	5	5	6	6	6	การเติบโตของสินเชื่อในระดับปานกลาง และ upside ต่อ NIM จากความเป็นไปได้สูงขึ้นที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึง ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น และการแข่งขันที่สูงขึ้นจากธนาคารต่างๆ
อาหาร	5	6	8	6	6	ราคาสัตว์ปีกในประเทศและราคาสุกรต่างประเทศที่ดีขึ้น ประกอบกับต้นทุนอาหารสัตว์ระดับต่ำ YoY	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงเนื่องจากมีอุปทานใหม่ และเงินบาทแข็งค่า
ธนาคาร	6	5	6	6	5	credit cost adav	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึงและความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงขาต่อ NIM จากความเป็นไปได้สูงขึ้นที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
ปิโตรเคมี	6	5	6	5	5	มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน การเติมสินค้าคงคลัง และการปรับกำลังการผลิตให้เหมาะสม	การกลับมาของสงครามการค้า ราคาน้ำมันที่ผันผวน และ sentiment ตลาดเชิงลบต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก
วัสดุก่อสร้าง	4	5	5	4	5	กำไร 1Q25 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐและการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น รวมถึงความต้องการซ่อมแซมบ้านที่เพิ่มขึ้นมากเป็นพิเศษหลังจากเกิดเหตุการณ์น้ำท่วมอย่างหนักในภาคเหนือของประเทศไทย นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้น QoQ เนื่องจากเป็น peak season ของธุรกิจวัสดุก่อสร้าง	กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอเป็นเวลานานท่ามกลางภาวะอัตราดอกเบี้ยสูง หนี้ครัวเรือนสูง และความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ
ประกัน	6	5	5	5	5	อัตรากำไรจากการรับประกันปรับตัวดีขึ้น กำไรจากการลงทุนเพิ่มขึ้น (ทั้งที่เกิดขึ้นจริงและยังไม่เกิดขึ้นจริง) จากตลาดหุ้นที่ปรับตัวดีขึ้น	Downside risk ต่อการเติบโตของเบี้ยประกันรับอันเป็นผลมาจากกำลังซื้อที่ลดลง ตลาดทุนผันผวน และ bond yield ที่ลดลง
ขนส่งทางบก	5	7	7	5	5	โครงการ entertainment complex และการซื้อสัมปทานรถไฟฟ้ามหานครมีความชัดเจนมากขึ้น	ความเสี่ยงด้านนโยบาย โดยเฉพาะนโยบายค่าโดยสาร 20 บาท
ยานยนต์	4	4	4	4	4	มาตรการของรัฐบาลจะช่วยหนุนให้ความต้องการของผู้บริโภคและความสามารถที่จะซื้อ (หรือความน่าเชื่อถือของผู้ผู้) ปรับตัวดีขึ้น	ปัจจัยลบทางเศรษฐกิจ เช่น หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงท่ามกลางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้า และอัตราส่วนสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) และสินเชื่ออันดับสองถึงเป็นพิเศษ (SML) ที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มยานยนต์

Source: InnovestX Research

โมเมนตัมกำไรใน 4Q24 และ 1Q25

กลุ่ม	4Q24		1Q25		เหตุผล
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	+	+	-	=	พลังงาน – คาดกำไรปกติปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 4Q24 จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่นในช่วงที่ความต้องการน้ำมันทำความร้อนและน้ำมันเครื่องบินสูงตามฤดูกาล ขณะที่คาดว่ากำไรปกติปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ ใน 1Q25 จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นน้ำมันในตลาดภูมิภาค กำไรของธุรกิจ E&P จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น
พาณิชย์	+	+	+	-	กำไร 4Q24 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปี 2024 โดยจะเพิ่มขึ้นจาก SSS growth ที่เป็นบวก การขยายสาขา และมาร์จิ้นที่กว้างขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้น กำไร 1Q25 มีแนวโน้มที่จะเติบโต YoY อย่างต่อเนื่อง แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม เช่น ดิจิทัลวอลเล็ต และการกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านการลดหย่อนภาษี (ถ้าได้รับอนุมัติ) จะเพิ่ม upside ให้กับกำไร
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	+	+	+	+	เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ ใน 4Q24 และ 1Q25 หลักๆ ได้แรงหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของ DELTA เนื่องจากมีความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ค่อนข้างสูง อย่างไรก็ดี เราคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของธุรกิจ EV และธุรกิจ IC จากประเด็นภูมิรัฐศาสตร์
เครื่องดื่ม	+	+	=	+	กำไร 4Q24 จะเติบโตโดยได้แรงหนุนจากปริมาณการขายที่สูงขึ้นและการประหยัดต่อขนาด ในขณะที่กำไรจะเติบโตค่อนข้างน้อยใน 1Q25 จากยอดขายในต่างประเทศ.
การแพทย์	+	-	+	+	การดำเนินงานและกำไร 4Q24 จะอ่อนตัวลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล 1Q25 น่าจะปรับตัวดีขึ้น YoY และ QoQ เนื่องจากโดยปกติแล้ว 1Q จะเป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งสำหรับโรงพยาบาลเอกชนจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติ
ท่องเที่ยว	+	+	+	+	อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นใน 4Q24-1Q25
สาธารณูปโภค	+	+	+	+	สาธารณูปโภค – คาดกำไรแข็งแกร่งขึ้น YoY และ QoQ นำโดย GULF ซึ่งมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจาก GPD Unit 4 ใน 4Q24 และ HKP Unit 2 ใน 1Q25 เราคาดว่ามาร์จิ้นของธุรกิจ SPP จะอ่อนตัวลง QoQ จากราคา LNG ที่อยู่ในระดับสูงตามฤดูกาล แต่คาดว่าต้นทุนก๊าซจะลดลงใน 1Q25 เนื่องจากจะมีก๊าซในประเทศที่มีราคาต่ำเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดว่าค่า Ft ที่อยู่ในระดับทรงตัวใน 4Q24 และ 1Q25 จะช่วยลดภาระหนี้สินของ กฟผ. ที่มีสาเหตุมาจากต้นทุนพลังงานสูงในปี 2022
อสังหาริมทรัพย์	-	+	+	-	กำไรสุทธิ 4Q24 น่าจะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากการรับรู้รายได้จาก backlog และมีกำไรพิเศษจาก LH และ SIRI
ธนาคาร	+	-	+	+	ใน 4Q24 เราคาดว่ากำไรจะลดลง QoQ (แต่เพิ่มขึ้น YoY) จาก opex ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล และ NIM ที่หดตัวลงจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ใน 1Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ ตามฤดูกาล (opex ลดลงตามฤดูกาล) และจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY (NIM ที่หดตัวลงจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะถูกชดเชยโดย credit cost ที่ลดลง)
ปิโตรเคมี	+	+	+	+	ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น่าจะยังคงอ่อนแอ เนื่องจากคาดว่าอุปสงค์จะอ่อนตัวลง QoQ ผลกระทบเชิงลบของการบันทึกขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ใน 3Q24 เป็นปัจจัยสำคัญที่จะทำให้กำไรเพิ่มขึ้น QoQ ใน 4Q24 ขณะที่คาดว่ากำไร 1Q25 จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ เนื่องจากอุปสงค์ในภาคอุตสาหกรรมจะเพิ่มขึ้นก่อนเทศกาลตรุษจีน sentiment ตลาดคาดว่าจะยังเป็นลบต่อเนื่องซึ่งเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่ผันผวนสืบเนื่องมาจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ไม่แน่นอน
วัสดุก่อสร้าง	-	-	-	+	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะยังคงอ่อนแอใน 4Q24 จากการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลค่อนข้างต่ำและอุปสงค์ระดับต่ำตามฤดูกาล อย่างไรก็ดี เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 1Q25 จากการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐและการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น รวมถึงความต้องการซ่อมแซมบ้านที่เพิ่มขึ้นมากเป็นพิเศษหลังจากเกิดเหตุการณ์น้ำท่วมอย่างหนักในภาคเหนือของประเทศไทย
ประกัน	+	+	+	+	สำหรับ 4Q24 และ 1Q25 เราคาดว่าเบี้ยประกันภัยรับจะเติบโตในระดับต่ำ อัตรากำไรจากการรับประกันภัยจะดีขึ้น และกำไรจากการลงทุนจะเพิ่มขึ้น ผลประกอบการของ TLI คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นจากการนำมาตรฐาน IFRS17 มาใช้ในปี 2025
เงินทุน	+	+	+	+	สำหรับ 4Q24 และ 1Q25 เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวจากสินเชื่อกู้ที่เติบโตเพิ่มขึ้นและ NPL ไหลเข้าที่ลดลง
อาหาร	+	-	+	-	กำไร 4Q24 จะเติบโต YoY จากราคาสัตว์ปีกในประเทศที่สูงขึ้น ต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ ราคาสุกรต่างประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น และต้นทุนวัตถุดิบที่บริหารจัดการได้ แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
ICT	+	-	+	+	กำไร 4Q24 น่าจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่น่าจะเพิ่มขึ้น YoY จากการแข่งขันที่เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้นและ synergy ด้านต้นทุน
ขนส่งทางบก	+	-	+	+	กำไรน่าจะลดลง QoQ เนื่องจากไม่มีรายได้เงินปันผลจาก BEM ในขณะที่กำไรจะเติบโต YoY จากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น
ยานยนต์	-	-	-	+	กำไรจะลดลง YoY อย่างต่อเนื่อง เพราะได้รับแรงกดดันจากการผลิตรถยนต์ที่ชะลอตัวลงเนื่องจากตลาดรถยนต์ในประเทศซบเซาจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้าและนโยบายปล่อยสินเชื่อยนต์ที่เข้มงวดมากขึ้น ใน 1Q25 กำไรจะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล

Source: InnovestX Research

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2025

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
สำหรับ AOT เราคาดว่าถ้าจะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยอิงกับประมาณการจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 84 ล้านคนในปี FY2025 (+14% YoY) หรือ 100% ของระดับก่อนเกิด COVID-19 สำหรับ AAV หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2024 เราคาดว่าถ้าเรามีแนวโน้มที่จะกลับคืนสู่ระดับปกติ โดยอิงกับมุมมองว่าจะมีการปรับค่าโดยสารสู่ระดับปกติสอดคล้องกับการขยายความสามารถในการให้บริการ	เรามีมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มยานยนต์เนื่องจากยังไม่มีสัญญาณว่าอุตสาหกรรมยานยนต์จะฟื้นตัวอย่างชัดเจน อุปสงค์อ่อนแอทั้งตลาดในประเทศ (ถูกอุดหนุนโดยหนี้ครัวเรือนระดับสูงและนโยบายปล่อยสินเชื่อรถยนต์ที่เข้มงวดมากขึ้น) และการส่งออกรถยนต์ (เศรษฐกิจโลกชะลอตัว และความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์) ปัจจัยกระตุ้นคือ ภาพเศรษฐกิจที่ดีขึ้นซึ่งจะช่วยหนุนความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศและเพิ่มคุณภาพสินเชื่อของผู้ซื้อรถยนต์ซึ่งจะทำให้สามารถเข้าถึงสินเชื่อได้มากขึ้น เรามองว่านี่จะเป็นสัญญาณที่ชัดเจนว่าอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยและผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัว	ในปี 2025 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว โดยการเติบโตของสินเชื่อจะชะลอตัว NIM แคบลง credit cost ลดลง non-NII เติบโตเล็กน้อย และ opex ลดลง	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 15% YoY ในปี 2025 โดยได้แรงหนุนจาก SSS growth ที่เป็นบวก (sentiment ดีขึ้น นักท่องเที่ยวมากขึ้น และการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐดีขึ้น) การขยายสาขาอย่างต่อเนื่องและมาร์จิ้นที่กว้างขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้น มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม (ถ้าได้รับอนุมัติ) จะเพิ่ม upside ให้กับกำไร	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น YoY ในปี 2025 หลักๆ เกิดจากอุปสงค์ปูนซีเมนต์ที่ฟื้นตัวจากการกลับมาเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐในปี 2025 รวมถึงความต้องการซ่อมแซมบ้านที่เพิ่มขึ้นมากเป็นพิเศษ หลังจากเกิดเหตุการณ์น้ำท่วมอย่างหนักในภาคเหนือของประเทศไทย แต่จะถูกกดดันลงบางส่วนโดยความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยระดับต่ำเนื่องจากหนี้ครัวเรือนสูง

ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
คาดว่าแนวโน้มตลาดอิเล็กทรอนิกส์โลกในปี 2025 จะเป็นอีกปีแห่งการเติบโตโดยได้แรงหนุนจากความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่แข็งแกร่งต่อเนื่องสำหรับ DELTA อย่างไรก็ตาม ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อื่นๆ เช่น ชิป EV และชิป IC อาจจะเผชิญกับความต้องการที่ลดลงเนื่องจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่สูงขึ้น นอกจากนี้ เรายังคาดว่าบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของไทยจะได้รับประโยชน์จากการขยายกำลังการผลิต เช่น โรงงานใหม่ของ DELTA ซึ่งมีกำหนดเริ่มดำเนินการในช่วงต้นปี 2024 ความพยายามของ KCE ในการแก้ปัญหาคอขวดในการผลิต HDI ที่มีมาร์จิ้นสูง และการติดตั้งเครื่องจักรซิลิคอนคาร์ไบด์ใหม่ของ HANA	น้ำมันและก๊าซ: เราคาดว่าราคาน้ำมันโลกจะลดลงอีกจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากประเทศนอกกลุ่ม OPEC และความต้องการที่เติบโตช้าลงในจีน กลุ่ม OPEC+ อาจตัดสินใจยกเลิกการผลิตเพื่อถ่วงส่วนแบ่งการตลาดกลับคืนมา แม้ว่าราคาน้ำมันจะลดลงก็ตาม ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังคงมีอยู่อาจเป็นความเสี่ยง upside ที่สำคัญ ความเสี่ยง downside ต่อการเติบโตของอุปสงค์ยังคงมีอยู่ จากแรงกดดันเศรษฐกิจที่มีมากขึ้นและการปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่ล่าช้า सारणीभूत: เราคาดการณ์ถึงกำไรที่แข็งแกร่ง หลักๆ ได้แรงหนุนจากการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่องของ GULF เราคาดว่ามาร์จิ้นของธุรกิจ SPP จะปรับตัวดีขึ้นจากราคาก๊าซที่มีแนวโน้มลดลงในปี 2025 ในขณะที่ราคาไฟฟ้าจะยังอยู่ที่ระดับปัจจุบันซึ่งเป็นผลมาจากความพยายามที่จะลดภาระหนี้ของ กฟผ. ปัจจัยสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตน่าจะเป็นการเปิดประมูลรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนรอบที่ 2 และการประมูลโครงการในแผน PDP2024	ในปี 2025 เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวได้ดี โดยได้แรงหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตเร่งตัวขึ้นจากการผ่อนคลายนโยบายปล่อยสินเชื่อ credit cost ที่ลดลงเล็กน้อย และต้นทุนทางการเงินในระดับทรงตัว เราคาดว่า TIDLQR จะมี NIM ที่ดีขึ้นจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ขณะที่ MTC และ SAWAD จะมี NIM อยู่ในระดับทรงตัว KTC และ AEONTS จะเห็น NIM หดตัวลงจากการให้เครดิตเงินคืนเทียบเท่าดอกเบี้ย 0.5% ของยอดค้างชำระสินเชื่อบัตรเครดิตใน 1H68 และ 0.25% ใน 2H68 สำหรับลูกค้าที่ผ่อนชำระขั้นต่ำมากกว่าหรือเท่ากับ 8%	อาหาร: เราคาดว่ากำไรปี 2025 จะเติบโต 13% YoY โดยกำไรของผู้ประกอบการทุกรายจะปรับตัวดีขึ้นด้วยแรงหนุนจากราคาสีตั่วบวกในประเทศและต่างประเทศที่ดีขึ้นและมาร์จิ้นที่ดีขึ้นในประเทศหลักๆ จากต้นปี 2024 จากการบริหารจัดการอุปทานได้ดีขึ้น ประกอบกับมาร์จิ้นที่กว้างขึ้นจากผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์น้ำจากปริมาณการขายที่ดีขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบที่ต่ำลงจากการบริหารจัดการได้ เครื่องดื่ม: ยอดขายในตลาดเครื่องดื่มบำรุงกำลังในประเทศจะเติบโตเล็กน้อยที่ 3-4% ในขณะที่คาดว่าตลาดต่างประเทศจะขยายตัวแต่มีความเสี่ยงสูง อัตรากำไรขั้นต้นมี upside ก่อนข้างจำกัดหลังจากเพิ่มขึ้นมากในปี 2024	เรามีมุมมองเชิงบวกว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตได้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้และมาร์จิ้นที่แข็งแกร่ง การเติบโตในระยะยาวจะได้รับแรงหนุนจากจำนวนเตียงที่เพิ่มขึ้น 22% (จากปี 2023 ถึงปี 2027 เป็นต้นไป) พื้นที่ EEC เป็นจุดโฟกัสสำหรับการขยายจำนวนเตียง: ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีแนวโน้มเติบโตตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และอุปทานเตียงต่ำ

โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
ในปี 2025 อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง (นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาในประเทศไทย +14% YoY) แต่กำไรของผู้ประกอบการโรงแรมจะเติบโตในทิศทางที่ต่างกันขึ้นอยู่กับปัจจัยเฉพาะบริษัท เราคาดว่า AWC จะรายงานกำไรปกติเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในปี 2025 ที่ 23% โดยได้แรงหนุนจากการดำเนินงานโรงแรมที่ดีขึ้น ในขณะที่เราคาดว่ากำไรปกติของ MINT จะกลับมาเติบโตในระดับปกติที่ 8% โดยอิงกับสมมติฐานรายได้เติบโต 6% ซึ่งยึดหลักความระมัดระวังมากกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 8-10% เรามองว่าปี 2025 จะเป็นปีที่น่าตื่นตาตื่นใจสำหรับ ERW (การดำเนินงานจะลดลงในช่วงสั้นๆ จากการปรับปรุงโรงแรม The Grand Hyatt Erawan Hotel) และ CENTEL (การเริ่มต้นเริ่มแรกที่โรงแรมใหม่ 2 แห่งในมัลดีฟส์)	เราคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่ม ICT ในปี 2025 จากปัจจัยหลายประการ เราเชื่อว่าการแข่งขันด้านราคาจะเปลี่ยนไปในทางที่ดีขึ้นและ synergy ด้านต้นทุนสำหรับกลุ่มฯ จะยังคงดำเนินต่อไป นอกจากนี้ เรายังมองว่ากำไรของบริษัทในกลุ่ม ICT ทั้ง TRUE และ ADVANC จะมี upside จากการประมูลใบอนุญาตที่กำลังจะมาถึงใน 1H25 เนื่องจากเราคาดว่าค่าประมูลจะถูกกดไว้ และเรายังไม่ได้ปันเอาประเด็นนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา	เราคาดว่าเราจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับนโยบายค่าโดยสารรถไฟ 20 บาทตลอดสาย จากรัฐบาล เนื่องจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงคมนาคมกล่าวว่าเป้าหมายในการดำเนินนโยบายดังกล่าวคือเดือนกันยายน 2025 นอกจากนี้ เรายังคาดว่าเราจะเห็นรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการซื้อสัมปทานคืน เราเชื่อว่าสองนโยบายนี้จะส่งผลดีต่อ BTS และ BEM	คาดว่าความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์กับอุปทานจะทำให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ฟื้นตัวได้จำกัดแม้ว่าจีนจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและอุปทานจะเติบโตช้าลงก็ตาม ความท้าทายสำคัญสำหรับปี 2025 คือการกลับมาของสงครามการค้าและเศรษฐกิจโลกที่เติบโตที่ช้าลง ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น่าจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยแต่ยังคงอ่อนแอเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปี ซึ่งอาจส่งผลทำให้มีการปรับลดกำลังการผลิตในตลาดทั่วโลกมากขึ้น	presales ในปี 2025 น่าจะฟื้นตัวในอัตราเลขสองหลักจากปี 2024 โดยได้แรงหนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและความเชื่อมั่นผู้บริโภค อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าความแข่งขันในตลาดแนวราบจะยังสูงเนื่องจากผู้ประกอบการต้องเพิ่ม backlog ในระยะสั้น ในขณะที่ผู้ประกอบการหลายรายจะเปิดตัวโครงการคอนโดที่ใหญ่ขึ้นเพื่อเพิ่ม backlog ในอนาคต

Source: InnovestX Research

แนวโน้มกำไรปี 2025

เติบโตต่อเนื่อง

	Consensus		InnovestX		3-Yr CAGR (2022-2025)
	2025F	2026F	2025F	2026F	
Agribusiness	-6%	2%	6%	8%	19%
Automotive	15%	5%	13%	9%	-6%
Banking	4%	6%	2%	4%	4%
Commerce	14%	12%	18%	14%	16%
Construction Materials	43%	34%	88%	40%	13%
Electronic Components	19%	8%	9%	11%	11%
Energy & Utilities	9%	4%	18%	2%	5%
Finance & Securities	13%	14%	10%	12%	8%
Food & Beverage	4%	9%	10%	11%	nm
Health Care Services	8%	8%	8%	5%	8%
Telecommunication	52%	19%	46%	11%	54%
Insurance	5%	9%	10%	7%	12%
Packaging	15%	12%	32%	7%	9%
Petrochemicals & Chemicals	151%	39%	157%	46%	nm
Property Development	6%	5%	3%	8%	-2%
Tourism & Leisure	11%	13%	6%	9%	16%
Transportation & Logistics	29%	20%	48%	24%	112%
Total	18%	9%	22%	8%	12%

Source: Bloomberg, InnovestX Research

กำไรสุทธิ 3Q24 ออกมาต่ำกว่าคาด โดยลดลง 19% QoQ และ 24% YoY เพราะถูกดุดรังโดยรายได้ที่เติบโตช้ากว่าคาดที่ 0.9% YoY และมาร์จินที่หดตัวลง 235 bps YoY หากไม่รวมกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีพบว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 4.5% YoY แต่ลดลง 8.2% QoQ จากปัจจัยฤดูกาล บริษัทในตลาด mai มีผลประกอบการที่อ่อนแอ โดยกำไรสุทธิลดลง 42% QoQ และ 56% YoY

เราคาดว่ากำไรปี 2025 จะเติบโตสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2024 จากฐานที่ต่ำ การบริโภคภาคเอกชนจากการกระตุ้นการใช้จ่าย การท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว และการลงทุนคาดว่าจะช่วยสนับสนุนการเติบโตในปี 2025 อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตของกำไรในปี 2025 ถูกปรับลดลงจาก 3.3% ใน 4Q24 เนื่องจากเศรษฐกิจจีนและยุโรปฟื้นตัวช้ากว่าคาด

ในปี 2025 เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจะรายงานกำไรที่ปรับตัวดีขึ้น YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากฐานที่ต่ำ กิจกรรมภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น การลงทุนใหม่ ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยอุปสงค์ภายนอกที่ชะลอตัวลงได้

ประมาณการของเราบ่งชี้ว่ากำไรจะเติบโต 22% YoY ในปี 2025 (เทียบกับ consensus คาดที่ 18% YoY) โดยได้แรงหนุนจากประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการลดอัตราดอกเบี้ยและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองระมัดระวังต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยง downside จากภาษีศุลกากรของทรัมป์สำหรับปี 2025

SET Index scenario และหุ้นเด่น



น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 1Q25

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2023 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 23-26	P/E		P/B		Dividend yield		Ev/Ebitda (x)	
					25F	26F		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
Commerce	Overweight	9.9%	-21%	2%	18%	14%	16%	21.5	18.8	1.6	1.5	2.4	2.7	10.2	9.4
Healthcare	Overweight	5.4%	-7%	-10%	8%	5%	8%	23.1	22.0	4.1	3.9	3.0	3.1	14.1	13.3
Hotel	Overweight	1.6%	-13%	-14%	6%	9%	16%	19.6	18.0	1.6	1.5	1.7	1.9	12.4	11.8
Residential/IE	Overweight	5.5%	-15%	-12%	3%	8%	-2%	11.0	10.2	0.9	0.9	5.0	5.4	12.6	11.5
Telecoms	Overweight	10.4%	-10%	36%	46%	11%	54%	28.3	25.5	6.5	6.1	2.8	3.1	7.9	7.4
Agribusiness	Neutral	0.5%	-22%	8%	6%	8%	19%	6.2	5.8	0.6	0.6	3.2	3.5	4.6	4.0
Air Transportation	Neutral	5.3%	-21%	-1%	148%	117%	50%	32.8	28.0	5.8	5.1	0.7	0.8	15.8	14.3
Bank	Neutral	11.0%	-1%	1%	2%	4%	4%	7.2	7.0	0.6	0.6	6.4	6.7	na	na
Electronics	Neutral	7.9%	4%	77%	9%	11%	11%	77.8	70.3	14.7	12.9	0.4	0.5	61.8	54.8
Energy	Neutral	19.5%	-18%	-10%	18%	2%	5%	9.7	9.5	0.8	0.8	4.7	5.0	4.5	4.3
Food & beverage	Neutral	5.5%	-13%	-2%	10%	11%	n.m.	14.3	12.9	1.1	1.0	1.5	1.7	9.2	8.7
Land Transportation	Neutral	1.0%	-17%	-14%	117%	33%	50%	37.8	28.1	1.7	1.6	0.7	0.8	21.8	19.5
REITs / PF / IF	Neutral	1.7%	-15%	-2%	771%	8%	n.m.	9.2	9.3	0.7	0.7	12.9	12.9	8.2	7.9
Utilities	Neutral	4.8%	-23%	30%	27%	27%	26%	26.7	21.5	2.8	2.6	1.7	2.0	18.9	15.4
Automotive	Underweight	0.4%	-16%	-28%	13%	9%	-6%	8.6	7.9	0.7	0.6	5.9	6.4	2.3	3.6
Building Materials	Underweight	2.9%	-16%	-27%	88%	40%	13%	10.4	7.4	0.6	0.6	4.8	6.5	6.8	5.6
Petrochemical	Underweight	1.6%	-25%	-21%	157%	46%	n.m.	12.5	8.6	0.6	0.6	3.8	4.3	5.1	4.2

Source: Bloomberg, InnovestX Research

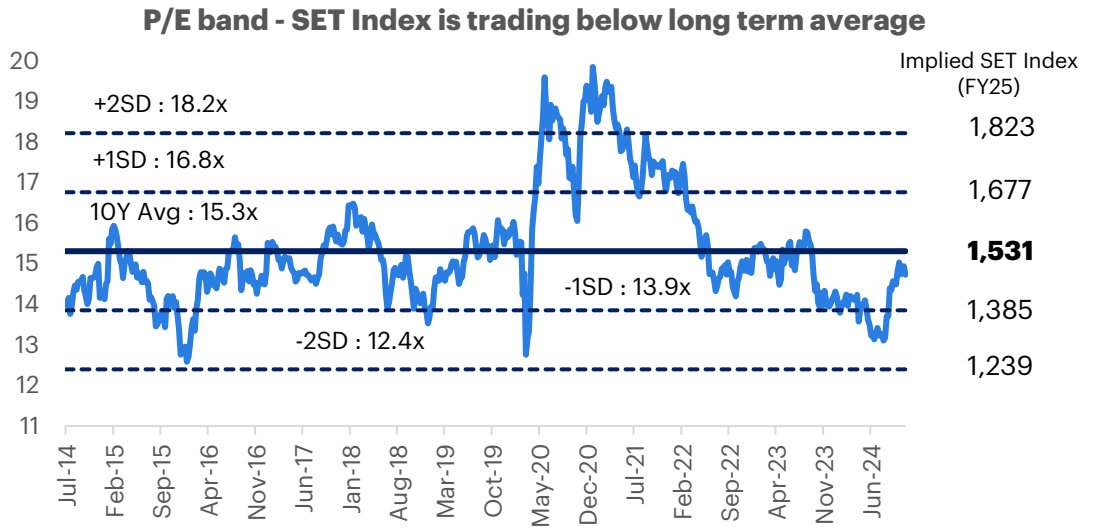
เป้า SET Index: 1,550 จุด สำหรับปี 2025

ความผันผวนรออยู่ข้างหน้า; จุดเข้าซื้อต่ำกว่า 1,400

		Target PB		Market Cap	
	Book value (2025)	SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
Energy	3,409,260	1.1	1.0	3,619,836	3,511,538
Utilities	51,001	2.3	2.5	118,801	127,502
Bank	3,051,171	0.7	0.8	2,260,380	2,349,402
Trans	525,055	2.7	3.0	1,426,571	1,575,164
ICT	569,803	3.0	3.1	1,709,409	1,766,390
Food	645,898	2.2	2.2	1,430,897	1,388,681
Commerce	808,251	3.0	3.3	2,459,141	2,667,227
Petro	526,293	0.8	0.7	413,269	368,405
Healthcare	240,608	4.5	4.5	1,089,004	1,082,736
Electronics	185,710	3.0	4.1	559,398	761,412
Property	835,315	1.0	1.1	838,120	918,847
Tourism	156,163	2.2	2.4	348,664	374,790
Media	82,715	2.2	1.4	178,848	115,801
Con Mat	573,007	1.3	1.4	768,349	802,209
Finance	371,426	2.3	2.2	841,131	817,136
Others	774,584	0.8	0.8	619,667	619,667
Implied target				1,511	1,557

Source: Bloomberg, InnovestX Research

Yield Gap	EPS FY2025				
	-5%	-1%	Base (EPS 100)	+1%	+5%
+1SD (2.9%)	1,594	1,661	1,677	1,694	1,761
Avg (3.6%)	1,433	1,493	1,508	1,524	1,584
-1SD (4.3%)	1,302	1,357	1,370	1,384	1,439
-2SD (4.9%)	1,193	1,243	1,255	1,268	1,318
Forward P/E					
-2SD (12.4x)	1,175	1,224	1,237	1,249	1,299
-1SD (13.9x)	1,316	1,371	1,384	1,399	1,454
Avg (15.4x)	1,457	1,518	1,534	1,549	1,610
+1SD (16.8x)	1,598	1,665	1,682	1,699	1,766



SET Index Scenario สำหรับปี 2025

ครึ่งแรกครึ่งหลังแยก

4Q24

เป็น SET Index อยู่ที่ 1,500 จุด

ตลาดโลก -1.1%
ตลาดตราสารหนี้ -4.6%
ทองคำ -6.2%
ตลาดจีน -8.9%
SET Index -0.4%

ใน 4Q24 ตลาดโดยรวมปรับตัวลดลง 1.1% ท่ามกลางความไม่แน่นอนจากนโยบายภาษีศุลกากรของทรัมป์และความสงสัยอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยที่ส่งผลทำให้ราคาพันธบัตรและทองคำลดลง การอัปเดตข้อมูลรายได้ไตรมาสที่น่าผิดหวังของบริษัทขนาดใหญ่บางแห่งส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาด ตลาดจีนมีการขายทำกำไรเนื่องจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจไม่เป็นไปตามที่นักลงทุนคาดหวัง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นและดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นเป็นปัจจัยกดดันตลาด EM

1H25

เป็น SET Index อยู่ที่ 1,550-1,600 จุด

- 1) เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อตลาดสหรัฐฯ โดยได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตที่แข็งแกร่ง อัตราเงินเฟ้อที่ลดลง และการคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ทำให้เกิดภาวะถดถอย นโยบายต่างๆ มีแนวโน้มที่จะส่งผลดีต่อผลประกอบการของบริษัท
- 2) คาดว่าเศรษฐกิจของจีนจะแสดงสัญญาณการฟื้นตัวที่ชัดเจน โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการผ่อนคลายทางการเงินที่ประสานงานกันอย่างต่อเนื่อง
- 3) คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตได้อย่างมั่นคง ด้วยอัตราเงินเฟ้อระดับต่ำและนโยบายการเงินผ่อนคลายในช่วงครึ่งแรกของปี 2025 โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศและการลงทุนจากต่างประเทศใหม่ๆ
- 4) คาดว่า Valuation gap ระหว่างตลาดเกิดใหม่ในเอเชียกับตลาดที่พัฒนาแล้วจะแคบลง
- 5) คาดว่า risk premium ทางภูมิรัฐศาสตร์จะลดลง
- 6) ผลกระทบจากฐานต่ำตั้งแต่ 1H24 จะช่วยสนับสนุนให้ทั้ง GDP และผลประกอบการเติบโตอย่างต่อเนื่องใน 1H25
- 7) ในขณะที่ตลาดโดยรวมคาดว่าจะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ความผันผวนก็มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจากการจัดเก็บภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ และสถานการณ์ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่กลับมาปะทุอีกครั้ง

2H25

- 1) ความตึงเครียดทางการค้าและเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่กลับมาปะทุอีกครั้งจะเป็นธีมหลักใน 2H25
- 2) การเก็บภาษีศุลกากรในวงกว้างจะทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อและกระตุ้น sentiment 'risk-off' ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อราคาเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ และอาจทำให้นาการกลางต้องพิจารณาจุดยืนในการลดอัตราดอกเบี้ยอีกครั้ง
- 3) คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนและผลตอบแทนพันธบัตรจะมีความผันผวนสูง ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นผ่านทางอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้น
- 4) การเติบโตทางเศรษฐกิจและกำไรคาดว่าจะเริ่มกลับสู่ภาวะปกติโดยเฉพาะประเทศในเอเชีย
- 5) คาดว่าวงจรการเติบโตของกลุ่มเทคโนโลยีและเซมิคอนดักเตอร์จะชะลอตัวลง และอาจเข้าสู่วงจรขาลงเริ่มตั้งแต่ 2H25
- 6) Valuation เติบโตกับความท้าทายที่เพิ่มมากขึ้น
- 7) คาดว่าตลาดโดยรวมจะมีแนวโน้มปรับตัวลดลง จุดโฟกัสน่าจะย้ายมาอยู่ที่การเติบโตตามปัจจัยพื้นฐาน การกระจายความเสี่ยง และธีม domestic play

จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,350-1,380 จุด

กลยุทธ์การลงทุนตลาดหุ้นไทย

มองบวกอย่างระมัดระวังใน 1Q25; ระมัดระวังอย่างมากในปี 2025

1Q25

- **แนวโน้ม** – ภาวะเศรษฐกิจมหภาคใน 1Q25 มีแนวโน้มที่การเติบโตจะชะลอตัวลง พร้อมกับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง การเติบโตของภูมิภาคเอเชีย ได้รับแรงหนุนจากฐานที่ต่ำและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนหลังจากออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจใน 2H24 อย่างไรก็ตาม หุ้นเอเชียและไทยอาจเผชิญกับความผันผวนที่สูงขึ้นเนื่องจากปัจจัย 3 ประการ ได้แก่ 1) ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายการค้าและภาษีของทรัมป์ 2) ความกังวลเรื่องเงินเฟ้อและแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ชัดเจน อาจทำให้ค่าเงินบาทและผลตอบแทนพันธบัตรมีความผันผวนมากขึ้น 3) ความตึงเครียดทางการเมืองระหว่างสหรัฐฯ กับจีนเกี่ยวกับการปิดกั้นเทคโนโลยีซึ่งนำไปสู่การตอบโต้ของจีน และ 4) ความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นการบริโภคในประเทศรอบใหม่
- **กลยุทธ์** – เราคาดว่าตลาดจะผันผวนค่อนข้างมากใน 1Q25 อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงเป็นผลดีต่อตลาด การเติบโตของตลาด EM ยังคงสูงกว่าตลาด DM ทั้งนี้หลังจากการลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก การเติบโตเป็นสิ่งที่สำคัญ ในขณะเดียวกัน ดอลลาร์ที่ผันผวนอาจทำให้มีเงินไหลเข้าตลาด EM และประเทศไทยค่อนข้างจำกัด เราชอบบริษัทขนาดใหญ่ที่ดำเนินธุรกิจในประเทศเป็นหลักพร้อมกับแรงสนับสนุนด้านนโยบายและมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง มากกว่ากลุ่มที่ขึ้นอยู่กับวัฏจักรเศรษฐกิจและการเชื่อมโยงกับภายนอก เนื่องจากสามารถลดผลกระทบจากความผันผวนภายนอกและภาษีศุลกากรของทรัมป์ได้

2025

- **แนวโน้ม** – แนวโน้มเศรษฐกิจโดยรวมคาดว่าจะชะลอตัวลง และจะมีการฟื้นตัวที่แตกต่างกัน ในขณะเดียวกัน นโยบายการค้าและเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และการตอบโต้ของจีนคาดว่าจะรุนแรงขึ้นใน 2H25-ปี 2026 การผ่อนคลายนโยบายการเงินทั่วโลกเริ่มเป็นรูปเป็นร่าง แต่ธนาคารกลางจะใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงินในระดับที่น้อยลงสืบเนื่องมาจากนโยบายภาษีศุลกากรของทรัมป์ เรามีมุมมองระมัดระวังต่อแนวโน้มการเติบโตท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าของสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการเติบโตของประเทศไทยยังคงอ่อนแอพร้อมกับความท้าทายเชิงโครงสร้างในระยะยาว เราคาดว่าตลาดจะมีความผันผวนสูงและผลตอบแทนต่ำ ครั้งแรกของปี 2025 คาดว่าจะเป็นบวก ในขณะที่ครึ่งหลังของปี 2025 จะเป็นลบมากขึ้น
- **กลยุทธ์** – เรามองว่า Upside ของ SET Index จะได้รับแรงหนุนจากกำไรที่เติบโตเพิ่มขึ้นจากการบริโภคภายในประเทศและการลงทุนภาคเอกชน ในด้านบวก เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 22% YoY ในปี 2025 จากการลดอัตราดอกเบี้ยและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนน่าจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ในขณะเดียวกัน ความผันผวนของเงินบาทอาจสร้างแรงกดดันต่อเงินทุนไหลเข้า ดังนั้น เราจึงแนะนำให้ลงทุนในตลาดหุ้นไทยต่อไป โดยเลือกลงทุนในกลุ่มที่รายได้หลักมาจากการดำเนินธุรกิจในประเทศมากกว่ากลุ่มที่พึ่งพาตลาดต่างประเทศ และมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน กลุ่มหุ้นเชิงรับที่มีความผันผวนต่ำเป็นจุดโฟกัสหลักใน 2H25

Source: InnovestX Research

หุ้นเด่นใน 1Q25 ของเรา – ADVANC, AOT, BCH, CPALL, HMPRO

เน้นลงทุนในหุ้น domestic play และหุ้นเชิงรับที่กำลังเติบโต

จากการวิเคราะห์ของเรา มีคุณสมบัติของหุ้น 5 ประการที่จะช่วยสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดใน 1Q25 โดยที่เรามองหาหุ้นที่มี:

- 1) หุ้นที่มีงบดุลแข็งแกร่ง ซึ่งสามารถรับมือต่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและความท้าทายที่หลากหลายได้
- 2) หุ้นเชิงรับและมีรายได้จากตลาดภายในประเทศในสัดส่วนสูง ซึ่งสามารถป้องกันความผันผวนจากภายนอกได้
- 3) หุ้นที่ได้รับประโยชน์จากโมเมนตัมเชิงบวกของการบริโภคภายในประเทศและการฟื้นตัวของการลงทุน
- 4) หุ้นที่กำลังมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นใน 1Q25 โดยได้แรงหนุนทั้งจากรายได้ที่ฟื้นตัวและมาร์จิ้นที่มีแนวโน้มขยายตัวเพิ่มขึ้น
- 5) หุ้นที่ได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลและมีนโยบายสนับสนุนในระยะยาว

แม้ว่าจะมีแรงกดดันจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและความเสี่ยงจากภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ภายใต้การบริหารของทรัมป์ แต่เรายังคงใช้แนวทางการคัดเลือกหุ้นเด่นโดยโฟกัสไปที่บริษัทที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งและมีปัจจัยกระตุ้นการฟื้นตัวของกำไรอย่างชัดเจนใน 1Q25 เมื่อพิจารณาจากเกณฑ์เหล่านี้ หุ้นเด่นที่เราเลือกสำหรับ 1Q25 ได้แก่ ADVANC (การฟื้นตัวของธุรกิจโทรคมนาคม), AOT (ได้รับประโยชน์จากการท่องเที่ยวฟื้นตัว), BCH (หุ้นเชิงรับกลุ่มการแพทย์ที่กำลังมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง), CPALL (ได้ประโยชน์จากการบริโภคที่เพิ่มขึ้นและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ) และ HMPRO (กำลังมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น)

Valuation ของหุ้นเด่น

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
ADVANC	Outperform	286.00	300.0	8.2	29.9	26.9	24.9	9	11	8	9.4	8.9	8.4	32	34	35	3.0	3.3	3.5	10.2	9.1	8.7
AOT	Outperform	60.75	70.0	16.3	93.8	45.0	37.2	n.m.	109	21	7.9	7.0	6.3	9	16	18	0.6	1.1	1.3	36.9	22.3	18.8
BCH	Outperform	16.30	21.0	31.0	27.2	26.9	22.7	-63	1	19	3.2	3.1	2.9	11	11	12	2.1	2.2	2.7	13.7	13.5	11.4
CPALL	Outperform	63.25	81.0	30.3	31.9	23.3	20.0	41	37	16	5.1	4.5	4.0	17	21	21	1.6	2.2	2.5	11.7	10.3	9.4
HMPRO	Outperform	9.70	13.0	37.9	19.8	19.7	17.6	4	0	12	5.0	4.8	4.4	26	25	26	4.1	3.9	4.0	12.2	11.9	10.9
Average					40.5	28.4	24.5	-2	32	15	6.1	5.7	5.2	19	21	22	2.3	2.5	2.8	16.9	13.4	11.8

Source: InnovestX Research

มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์ (ASSET ALLOCATION)



มุมมองการลงทุนไตรมาส 1/2025

โจทย์เก่า เล่าใหม่ รับไตรมาสแรกของปี

การลงทุนในช่วงท้ายปี 2024 นั้นเต็มไปด้วยความผันผวน สาเหตุหลักมาจาก 3 ส่วนที่เกี่ยวข้องกัน ประการแรกมาจากการเปลี่ยนผู้นำของสหรัฐฯ เป็นโดนัลด์ ทรัมป์ ทำให้นักลงทุนประเมินภูมิทัศน์การลงทุนอาจจะกลับไปคล้ายคลึงกับปี 2017 -2021 จึงทำให้เกิด Sector Rotation และ Asset Rotation เข้าไปในกลุ่มอุตสาหกรรมและสินทรัพย์ที่ได้รับประโยชน์จากการมาของทรัมป์ ในสาเหตุประการสุดท้าย จากทิศทางการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ ที่จะเริ่มช้ากว่าที่ตลาดประเมินไว้ เนื่องมาจากความไม่แน่นอนด้านการใช้นโยบายการคลังของโดนัลด์ ทรัมป์ รวมไปถึงการขึ้นภาษ้นำเข้ากับคู่ค้าทั่วโลก จึงทำให้นักกลางสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะลดดอกเบี้ยด้วยความระมัดระวังมากกว่าเดิม

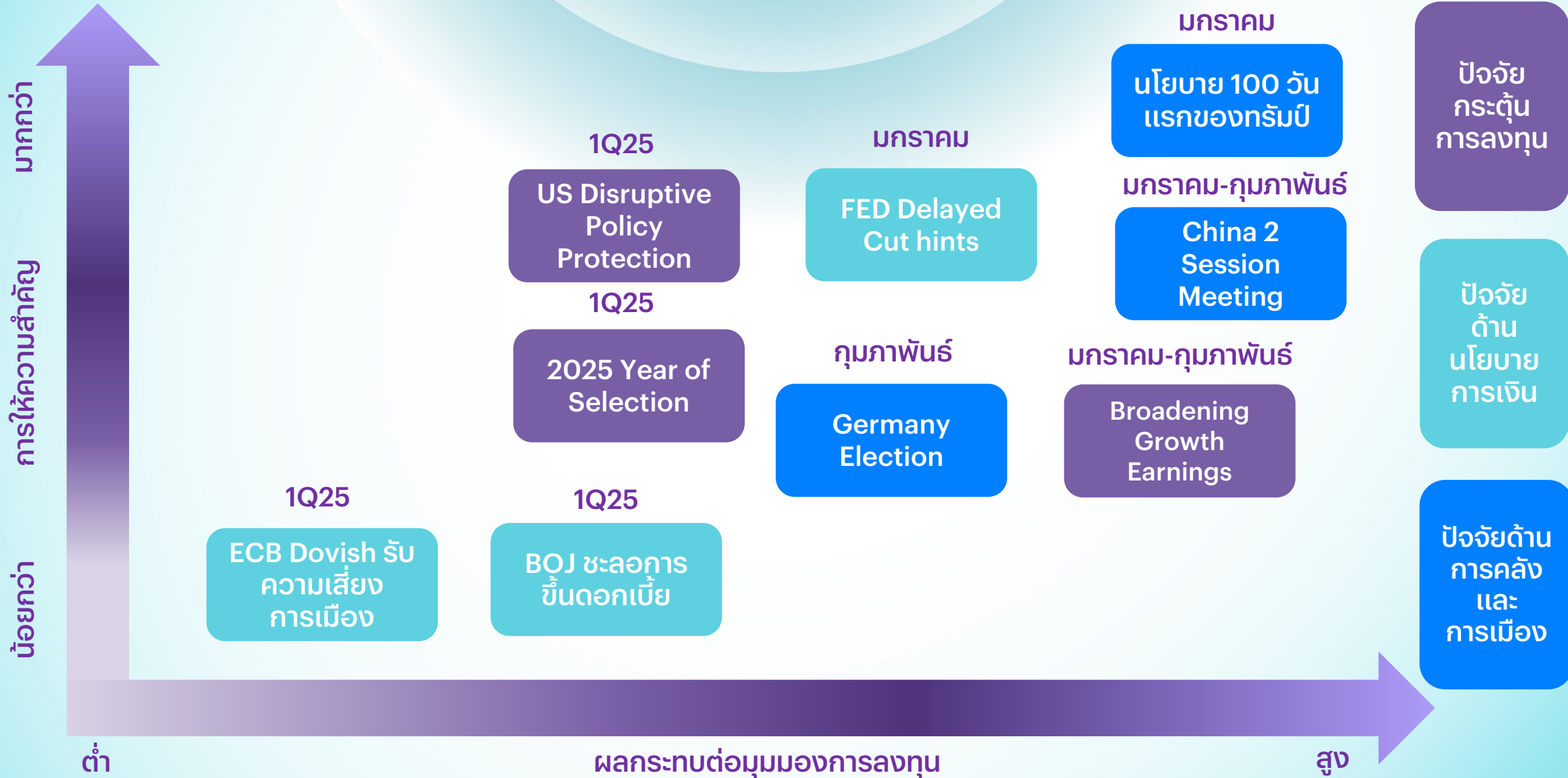
ใน 1Q25 ทาง InnovestX ประเมินว่าการลงทุนในสมัยของโดนัลด์ ทรัมป์ต้องเน้นการ “เลือก (Selection)” มากยิ่งขึ้น เนื่องจากข้อมูลในอดีตพบว่าใน 1 ปีแรกใต้การบริหารงานของพรรครีพับลิกัน การทำ Sector/Asset Selection นั้นจะให้ผลตอบแทนที่โดดเด่นกว่าการลงทุนแบบปกติ ประกอบกับทิศทางนโยบายโดนัลด์ทรัมป์นั้นมีแนวโน้มที่มีลักษณะชาตินิยม จึงทำให้การลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการพึ่งรายได้ในประเทศเป็นส่วนมาก มักจะได้ประโยชน์ อย่างกลุ่มการเงิน , วัสดุ ตลอดจนสินค้าฟุ่มเฟือย หรือหุ้นขนาดกลาง-เล็ก ในขณะที่ภาพการลงทุนในตลาดหุ้นเกิดใหม่นั้นจะเกิดภาวะ “Asset Rotation” มากยิ่งขึ้น โดยพบว่ามีโอกาสที่นักลงทุนจะลดสัดส่วนการลงทุนในกลุ่มประเทศผู้ส่งออกสินค้าที่มีความสามารถในการทดแทนกันสูงออก (Low Value-added exporter) เช่นกลุ่มประเทศผู้ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ ในขณะที่กลุ่มผู้ส่งออกสินค้าที่มีความสามารถในการทดแทนต่ำอย่าง semiconductor นั้นมีแนวโน้มที่จะพักตัวในระยะสั้นก่อนจะฟื้นตัวได้ตามผลประกอบการ

INVX เน้นการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ขนาดเล็กด้วยเหตุผลข้างต้น ตลอดจนตลาดหุ้นจีนที่ผลของการขึ้นภาษีนี้อาจไม่ได้รับแรงเหมือนในอดีต และตลาดหุ้นเวียดนามเนื่องจากเป็นฐานการผลิตสำคัญของกลุ่มประเทศตะวันตก ในด้านของตราสารหนี้เรายังเน้นการลงทุนในตราสารหนี้โลกที่มี Duration สั้น และลงทุนทองคำเพื่อกระจายความเสี่ยง

มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์

INVX Asset Class Outlook		Tactical		
		UW	NT	OW
ตราสารทุน				
ตลาดพัฒนาแล้ว	สหรัฐอเมริกา			
	ยุโรป			
	ญี่ปุ่น			
ตลาดเกิดใหม่	เอเชียไม่รวมญี่ปุ่น			
	ไทย			
	จีน			
	เกาหลีใต้			
	อินเดีย			
	เวียดนาม			
ตราสารหนี้				
	ตราสารหนี้โลก			
	ตราสารหนี้ไทย			
	Investment Grade			
	High Yield			
ตราสารทางเลือก				
	Property Fund/REIT			
	ทองคำ			
	สินค้าโภคภัณฑ์			
เงินสด/สินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด				

ลำดับความสำคัญการลงทุนไตรมาส 1/2025



คำแนะนำที่มีการปรับใน 1Q25

Rationale



NT

U.S. Equity



OW

- INVX ปรับเพิ่มคำแนะนำการลงทุนหุ้นขนาดเล็ก สไตส์คุณภาพของสหรัฐฯ สู่ระดับ “Slightly Overweight” เราเริ่มเห็นสัญญาณของการฟื้นตัวของกำไรในวงกว้างมากขึ้น (Broadening Growth) ซึ่งจากที่นักวิเคราะห์คาดการณ์พบว่า กำไรของหุ้นขนาดกลางและเล็กจะพลิกกลับมาเป็นบวกในไตรมาส 3 ทำให้เป็นสัญญาณของการฟื้นตัวของตลาดหุ้นเป็นในลักษณะที่แข็งแกร่งมากขึ้น

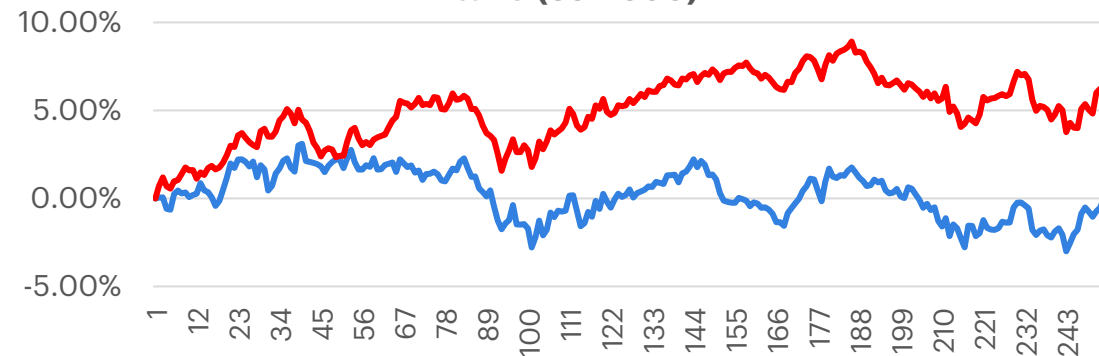


ตลาดหุ้นสหรัฐฯ : ยุค Republican ต้องเน้นการ Selection และ Rotation

Neutral → Slightly Overweight

- INVX ปรับเพิ่มคำแนะนำการลงทุนหุ้นขนาดเล็กสไตร์คุณภาพของสหรัฐฯ สู่ระดับ “Slightly Overweight” เราเริ่มเห็นสัญญาณของการฟื้นตัวของกำไรในวงกว้างมากขึ้น (Broadening Growth) ซึ่งจากที่นักวิเคราะห์คาดการณ์พบว่ากำไรของหุ้นขนาดกลางและเล็กจะพลิกกลับมาเป็นบวกในไตรมาส 3 ทำให้เป็นสัญญาณของการฟื้นตัวของตลาดหุ้นเป็นในลักษณะที่แข็งแกร่งมากขึ้น
- เรามองว่าหุ้นขนาดกลางและเล็กมีความน่าสนใจมากขึ้น หลังเฟดลดดอกเบี้ยและยืนยันภาพ Soft-landing ที่ชัดเจนขึ้น อีกทั้ง ยังได้ประโยชน์จากการเลือกตั้งสหรัฐฯ ที่พรรคการเมืองมีการเน้นไปที่เศรษฐกิจภายในประเทศเป็นหลัก ทำให้มีแนวโน้มว่าหุ้นขนาดกลางและเล็กจะได้ประโยชน์
- ด้วย Valuation Gap ระหว่างหุ้นขนาดใหญ่และกลาง-เล็กที่ห่าง ส่งผลให้การลงทุนระยะกลางถึงยาว เราจึงเพิ่มสัดส่วนการลงทุนไปยังหุ้นขนาดกลาง-เล็กของสหรัฐฯ เพื่อรับนโยบาย American 1st ของประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนใหม่

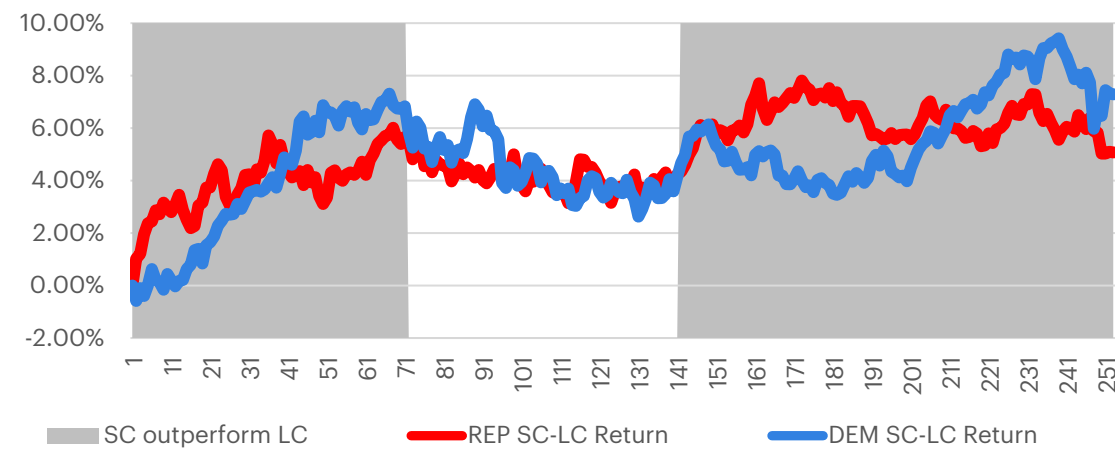
หาก REP ชนะ กลยุทธ์การเลือกอุตสาหกรรมและสินทรัพย์นั้นค่อนข้างใช้
ได้ผล (S&P 500)



— Loser Historical DEM sector play

— Winner Historical REP Sector Play

เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนหุ้นขนาดเล็กต่อหุ้นขนาดใหญ่ พบว่าใน 60 วันแรกหลัง
การเลือกตั้งจบลง ราคาหุ้นมักปรับตัวโดดเด่นมากกว่า



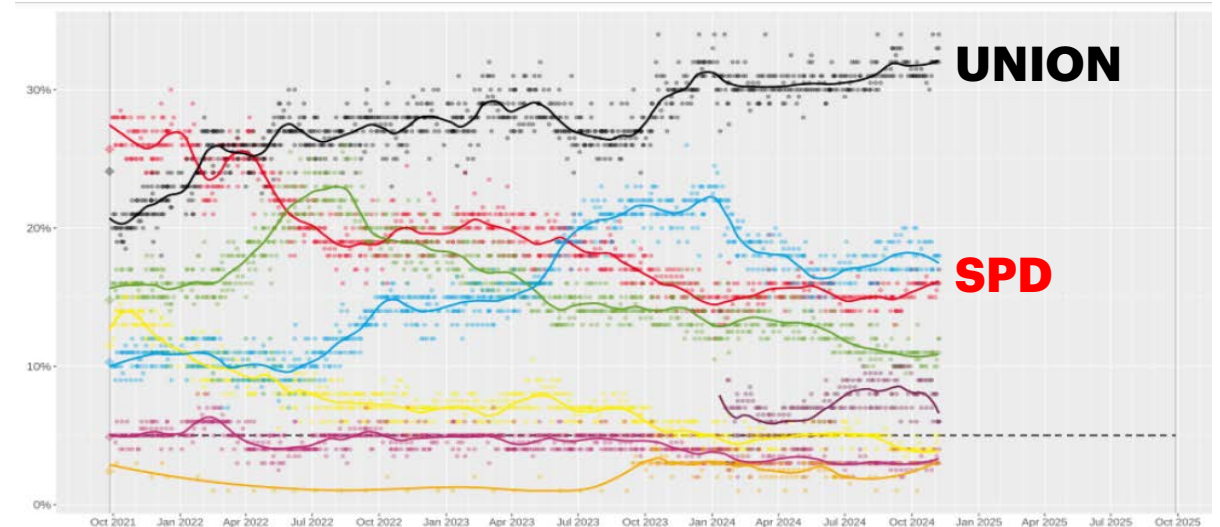
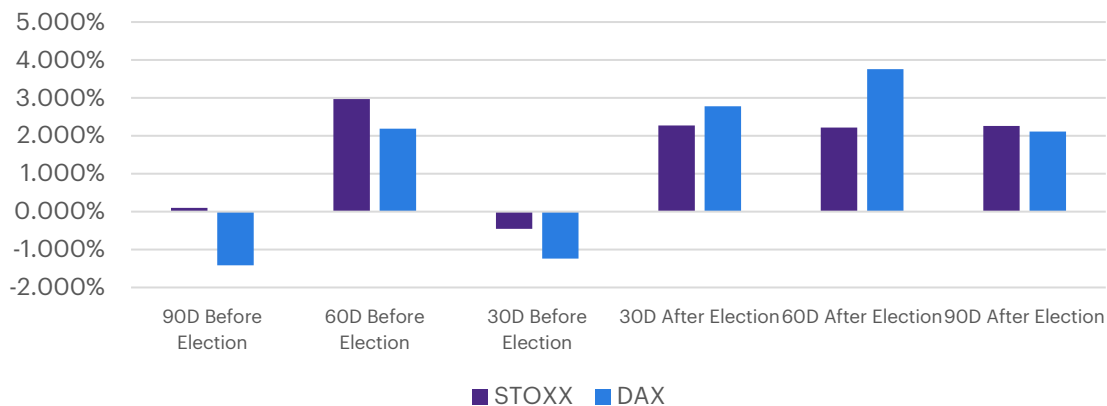
Source InnovestX Wealth Products & Strategy
, Bloomberg as of November 2024 (1992 - 2020)



ตลาดหุ้นยุโรป : การเมืองเยอรมนีมีโอกาสเปลี่ยนชั่วคราวเมือง

- **Neutral** – สำหรับการลงทุนในระยะกลางถึงยาว เรามองว่าตลาดหุ้นยุโรปมีความน่าสนใจในแง่ของ Valuation ที่อยู่ในระดับที่ถูกเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นอื่น ๆ ในประเทศ DM แต่ถ้าเทียบโอกาสในการเติบโตของกำไร อย่างไรก็ดี ในปัจจุบันตลาดหุ้นยุโรปนั้นยังจำเป็นต้องติดตามทิศทางนโยบายของรัฐบาลเยอรมันในช่วงต่อจากนี้
- หลังปัจจัยด้านการเมืองของยุโรปกลับมากดดันอีกครั้ง หลังผู้นำเยอรมนี โอลาฟ โซลซ์ (SPD) ได้มีการกำหนดการเลือกตั้งในช่วงกุมภาพันธ์ หลังการจับขั้วรัฐบาลผสมในปัจจุบันนั้นล้นเหลือ ซึ่งตัวจุดชนวนให้เกิดเหตุการณ์ดังกล่าวมาจากปลดขุนคลังคนปัจจุบัน อันเนื่องมาจากการติดทางตันในด้านการพิจารณานโยบายด้านเศรษฐกิจ ประกอบกับยุโรปกำลังเผชิญศึก 2 ด้านจากสงครามการค้าจากสหรัฐฯ และจีน ดังนั้นหากสภาฯ ไม่มีเสียงข้างมากจะทำให้กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวมชะงักงัน อันเนื่องมาจากการขาดนโยบายสนับสนุน
- สำหรับการลงทุนในระยะกลางถึงยาวในตลาดหุ้นยุโรป INVX แนะนำ “ถือ” ในเชิงเปรียบเทียบเราประเมินว่า แม้ Valuation จะอยู่ในระดับที่ถูกแต่ด้วยปัจจัยแวดล้อมและความไม่ชัดเจนทางการเมืองจะกดดันการลงทุนในช่วงต่อจากนี้

ตลาดหุ้นยุโรปมักฟื้นตัวได้ยาก ในช่วงก่อนการเลือกตั้งและจัดตั้งรัฐบาล



Source: InnovestX Wealth Products & Strategy, Bloomberg as of 14 November 2024

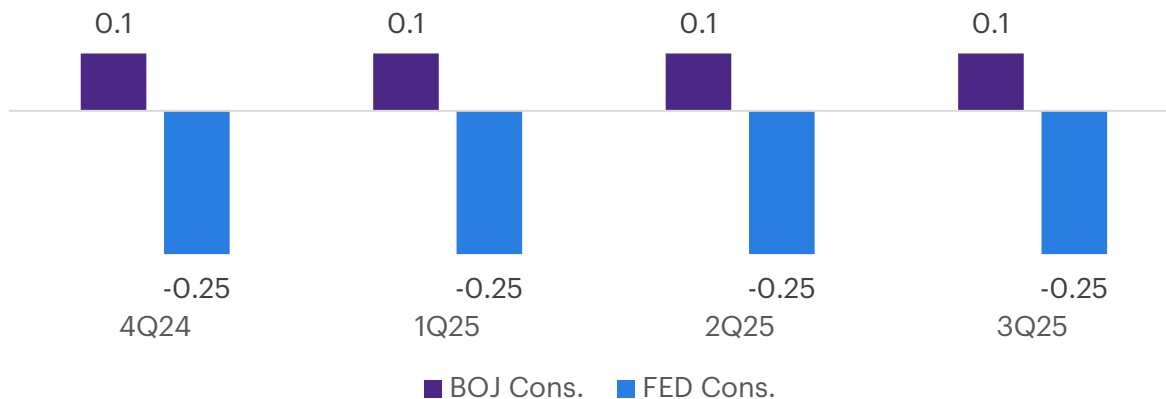


ตลาดหุ้นญี่ปุ่น : BOJ อาจเปิดทางให้รัฐบาลทำงาน

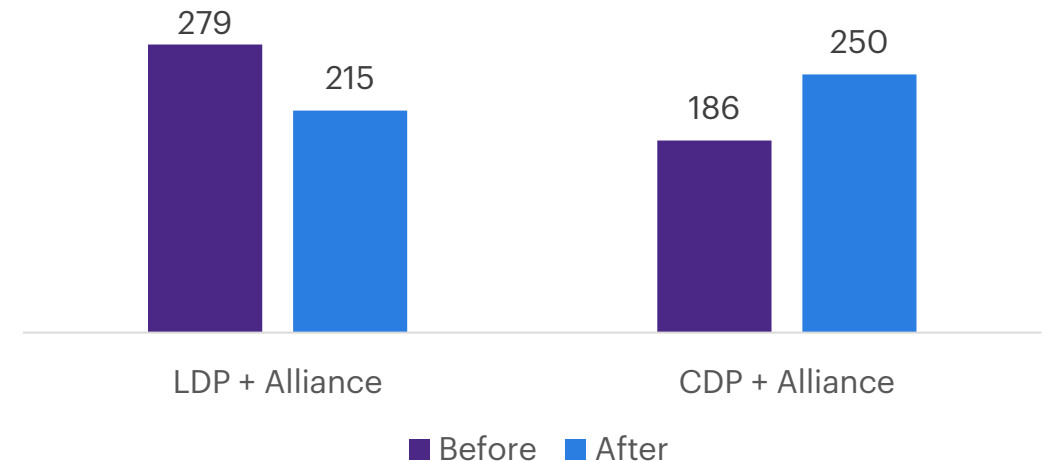
นายกฯ ใหม่ญี่ปุ่นยังมีแนวโน้มหนุนการขึ้นดอกเบี้ย

Neutral – INVX แนะนำ “ลงทุนเท่ากับตลาด” โดยแนะนำให้ wait and See ในตลาดหุ้นญี่ปุ่นเนื่องจากการมาของโดนัลด์ ทรัมป์นั้นเป็นอีกตัวแปรที่ทำให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงอย่างมีนัยสำคัญในระยะสั้น โดย INVX ประเมินว่าหากเฟดไม่มีการปรับมุมมองเรื่องดอกเบี้ย ทาง BOJ จะยังคงเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยต่อไป อย่างไรก็ดี การมาของทรัมป์นั้นทำให้ความไม่แน่นอนทางด้านนโยบายการค้าระหว่างประเทศสูงขึ้น จึงอาจจะทำให้ BOJ ต้องเร่งขึ้นดอกเบี้ยในช่วง 1H25 มากขึ้นและเร็วขึ้นกว่าเดิม ประกอบกับพรรค LDP และพันธมิตรนั้นสูญเสียเสียงในสภา ไปอย่างมีนัยสำคัญ ราว 1 ใน 5 จากเดิม และตกเป็นของพรรคคู่แข่งอย่าง CDP ทำให้ปัจจุบันสถานการณ์ในสภาจึงเกิดภาวะ “Split Parliament” ซึ่งจะทำให้การออกนโยบายการคลังนั้นเกิดขึ้นได้ค่อนข้างยากและการผ่านงบประมาณต่างๆ จะใช้ระยะเวลานานมากกว่าปกติ เป็นลบต่อการลงทุนญี่ปุ่นในระยะกลาง-ยาว

BOJ ยังคงปรับขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่อง トラบใดที่เฟดไม่เปลี่ยนทิศทางดอกเบี้ย



ญี่ปุ่นกำลังขาดเสียงข้างมากในสภาฯ กดดันนโยบายการคลัง



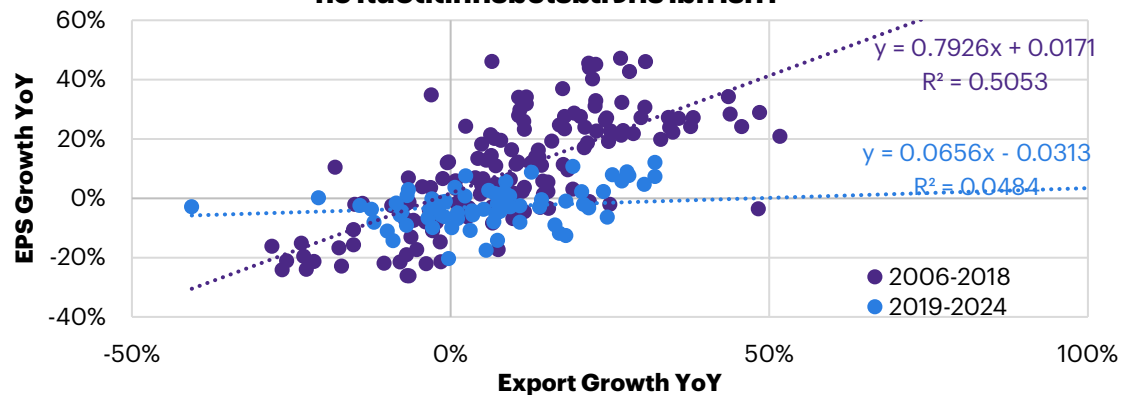
Source: InnovestX Wealth Products & Strategy, Bloomberg



ตลาดหุ้นจีน : ระยะสั้นจะถูกกดดันจากความกลัวด้านนโยบายของทรมป์ แต่ระยะกลาง-ยาว มาตรการจากรัฐบาลคือตัวแปรหลัก

- **Slightly Overweight** – ภาพรวมการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนยังมีความเปราะบางอยู่ แต่เราคาดว่าผลของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะช่วยให้ภาคการบริโภคและภาคอสังหาริมทรัพย์จีนมีพัฒนาการดีขึ้นได้ในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ เรายังมองว่าการที่ทางการจีนมีท่าทีในลักษณะ Pro-growth มากขึ้น ทำให้ภาพรวมตลาดหุ้นจีนมีความหวังมากขึ้นจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่มีโอกาสผ่านจุดต่ำสุด ในขณะที่นโยบายภาษีของทรมป์ 2.0 นั้นอาจจะไม่ได้กระทบกับกำไรตลาดอย่างมีนัยสำคัญดังเช่นในช่วงปี 2017
- เราคาดว่าจะเริ่มเห็นเศรษฐกิจและภาพอสังหาริมทรัพย์จะเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้นในระยะข้างหน้า แต่เป็นไปในลักษณะแบบค่อยเป็นค่อยไป และต้องอาศัยระยะเวลา เราคงคำแนะนำ “OW” จาก Reward to Risk Ratio น่าสนใจ

ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรของ MSCI China และส่งออกของจีนนั้นน้อยลงกว่าในอดีตที่ทรมป์เริ่มสงครามการค้า



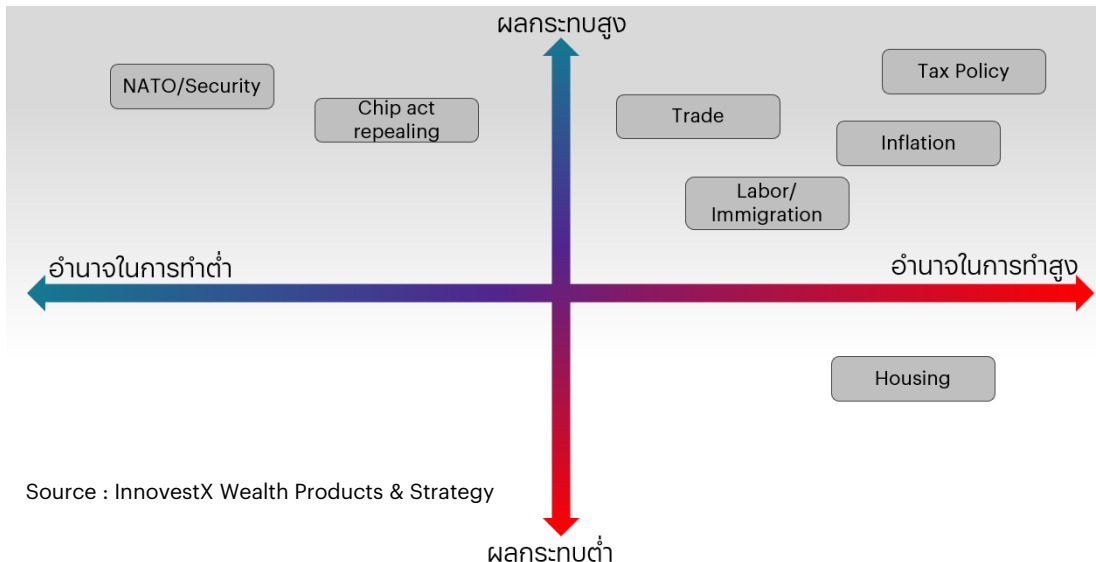
ประเภท	มาตรการ
นโยบายการเงิน	ลดดอกเบี้ยนโยบายระยะสั้น Reverse repo 7 วัน ลง 0.2% และ Reverse repo 14 วัน ลง 0.1%
	ลดดอกเบี้ยนโยบายระยะกลาง (MLF - Medium-term Lending Facility Rate) ประเภท 1 ปี ลง 0.3%
	ลดอัตราดอกเบี้ยสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลง 0.50% PBoC จะศึกษานโยบายหนุ่ยให้รัฐบาลท้องถิ่นเข้าซื้อที่ดินมากขึ้น และมาตรการที่ให้ธนาคารสนับสนุนนโยบายรัฐ และธนาคาร กู้เงินจาก PBoC แล้วมาปล่อยกู้ต่อแก่บริษัทที่เข้าเกณฑ์เพื่อซื้อที่ดินมากขึ้น
ภาคอสังหาฯ	ลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่มีอยู่เดิม (Existing Mortgage) ลง 0.5%
	ลดเงินวางดาวน์ซื้อบ้านหลังที่ 2 เหลือ 15% จาก 25% (เท่ากับบ้านหลังแรก)
	ขยายขนาดของโครงการ Whitelist เพิ่มวงเงินการให้กู้ยืมภายใต้โครงการนี้เป็น 4 ล้านล้านหยวน (526,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ภายในสิ้นปีนี้ ซึ่งคิดเป็นเกือบ 2 เท่าจากปัจจุบัน รวมถึงเร่งการอนุมัติและขอสินเชื่อ
	ตั้งเป้าหมายรีโนเวทบ้าน จำนวน 1 ล้านหลัง ภายใต้การปรับปรุงหมู่บ้านในเมืองและปรับปรุงบ้านต่างๆ ที่ทรุดโทรม
การบริโภค	PBoC สนับสนุนเงินให้รัฐบาลท้องถิ่นในการซื้อบ้านที่ขายไม่ออกมาปรับปรุงเป็นบ้านเพื่อสังคม (Social Housing) โดยเพิ่มสัดส่วนการกู้ยืมเป็น 100% จากเดิม 60% ของมูลค่าทรัพย์สิน
	เซี่ยงไฮ้แจกเงินทาง e-coupon รวมมูลค่า 500 ล้านหยวน มอบส่วนลดค่าอาหาร ค่าที่พัก โรงแรม ตัวภาพยนตร์และกีฬา
	อัดฉีดเม็ดเงิน 1.55 แสนล้านหยวนเพื่อช่วยเหลือคนจนและกลุ่มเปราะบาง จำนวน 4.74 ล้านคน
ตลาดหุ้น	ธนาคารกลางจีนจัดหาสภาพคล่องพิเศษให้ 5 แสนล้านหยวนผ่านการนำทรัพย์สินมูลค่าประกันเพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนและบริษัทประกันสามารถเข้าถึงเงินทุนเพื่อเอาไปซื้อหุ้น
	จัดตั้ง Special re-lending Program 3 แสนล้านหยวน สำหรับบริษัทจดทะเบียน และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพื่อนำไปซื้อหุ้นคืน



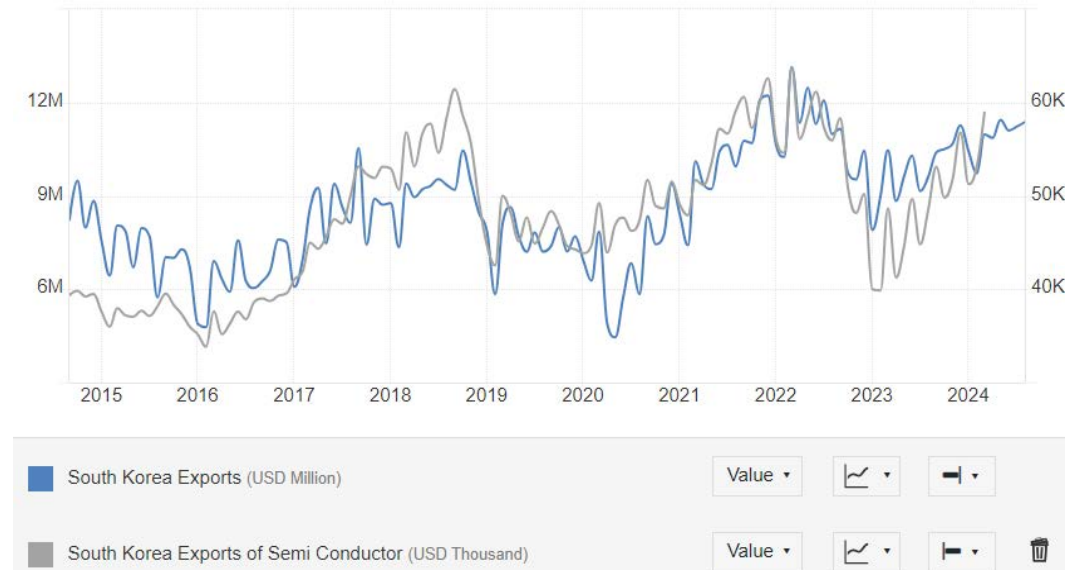
ตลาดหุ้นเกาหลีใต้อาจฟื้นตัวต่อลำบาก จากแนวโน้มกลุ่มเซมิฯ ที่เริ่มมีสัญญาณการเติบโตที่ชะลอตัว

- **Neutral-** INVX ยังคงแนะนำ “ลงทุนเท่ากับตลาด” ในตลาดหุ้นเกาหลีใต้สำหรับระยะกลางถึงยาว แม้ตลาดหุ้นเกาหลีใต้จะมี Valuation ค่อนข้างถูก และคาดการณ์ Earnings มีแนวโน้มเติบโตดี แต่เนื่องจากตลาดหุ้นเกาหลีใต้มีสัดส่วนหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ค่อนข้างมาก ทำให้ตลาดหุ้นเกาหลีใต้มีความเสี่ยงในด้านการกระจุกตัว (Concentration Risk)
- ในด้านการส่งออก Semiconductor มีแนวโน้มที่จะชะลอตัวตามการเลื่อนส่งมอบ GPU Blackwell สำหรับ Data center ของ NVDA ออกไป ทำให้การฟื้นตัวจะทยอยกลับในช่วง 4Q24
- INVX แนะนำในระยะ 1H25 นักลงทุนต้องติดตามนโยบายการขึ้นภาษ้นำเข้า 10% - 20% ทั่วโลกและการปรับนโยบาย Chip Act ของโดนัลด์ ทรัมป์ เนื่องจากจะทำให้ตลาดเกิดใหม่หลายตลาดถูกกดดัน ซึ่งตลาดหุ้นเกาหลีใต้นั้นถูกกดดันจากทั้ง 2 นโยบาย

นโยบายทรัมป์วาระแรกคือ “ภาษี ภาษี ภาษี”



Source : InnovestX Wealth Products & Strategy

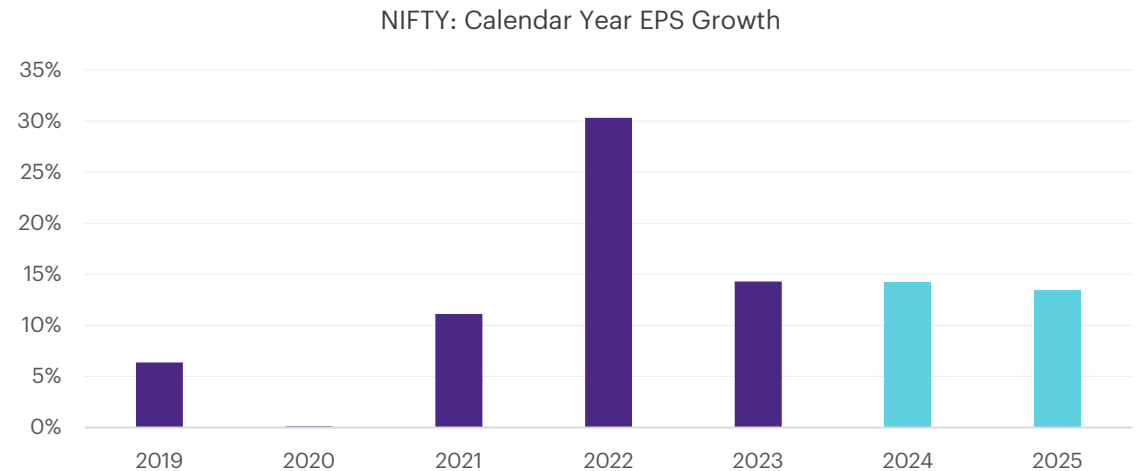
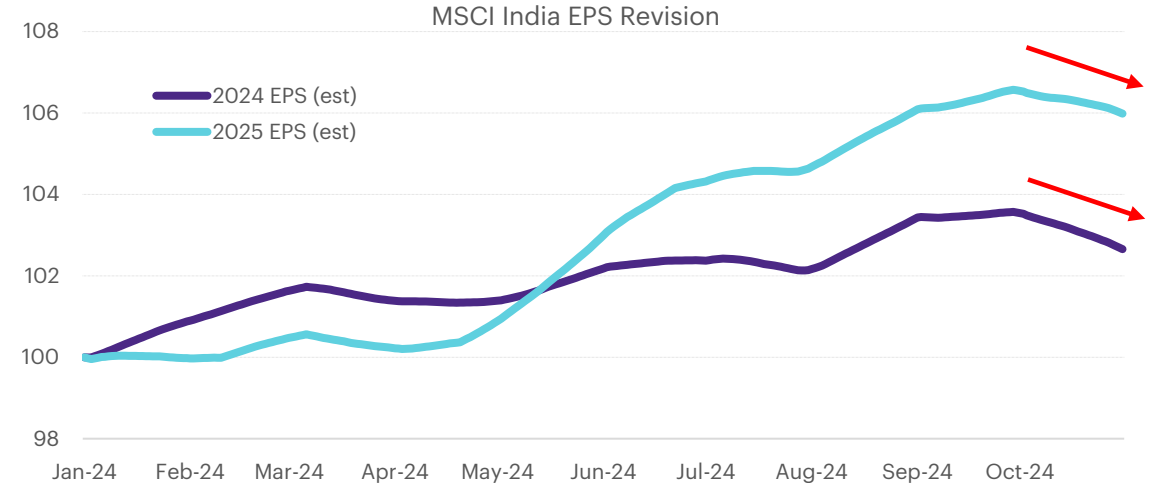


Source : InnovestX Wealth Products & Strategy, Trading Economics



ตลาดหุ้นอินเดียมี Valuation ตึงตัวและกำไรถูกปรับลด

- **Neutral** - ตลาดหุ้นอินเดียปรับตัวลงจากจุดสูงสุด โดยถูกปัจจัยกดดันจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่เริ่มเติบโตชะลอตัว และกำไรของบริษัทจดทะเบียนเริ่มถูกปรับประมาณการลง ประกอบกับ Valuation ของตลาดหุ้นอินเดียค่อนข้างตึงตัว โดย FWD PE ซื้อขายในระดับ +2 SD ในกรอบ 5 ปี ส่งผลให้ดัชนีโดยรวมมีความอ่อนไหวต่อการปรับลดประมาณการกำไรตลาดลง หลังจากในช่วงที่ผ่านมาอินเดียมีการรายงานผลประกอบการออกมาต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ ทำให้การลงทุนในตลาดหุ้นอินเดียด้วยการเติบโตของกำไรในอีก 12 เดือนข้างหน้านั้นยังถูกประเมินด้าน Valuation กดดัน
- INVX ให้คำแนะนำ “ลงทุนเท่ากับตลาด” สำหรับการลงทุนในตลาดหุ้นอินเดีย โดยมองว่า Upside ของตลาดหุ้นอินเดียในปัจจุบันค่อนข้างจำกัด และตลาดเริ่มมีการเปลี่ยนกลุ่ม (Rotation) จากตลาดหุ้นใน EM และเอเชียที่มีมูลค่าที่ตึงตัวไหลเข้าไปลงทุนในตลาดหุ้น EM อื่นที่มี Valuation ตึงตัวน้อยกว่า อีกทั้ง กำไรที่ถูกปรับประมาณการลงจะเป็นปัจจัยกดดันต่อหุ้นอินเดียในระยะต่อจากนี้

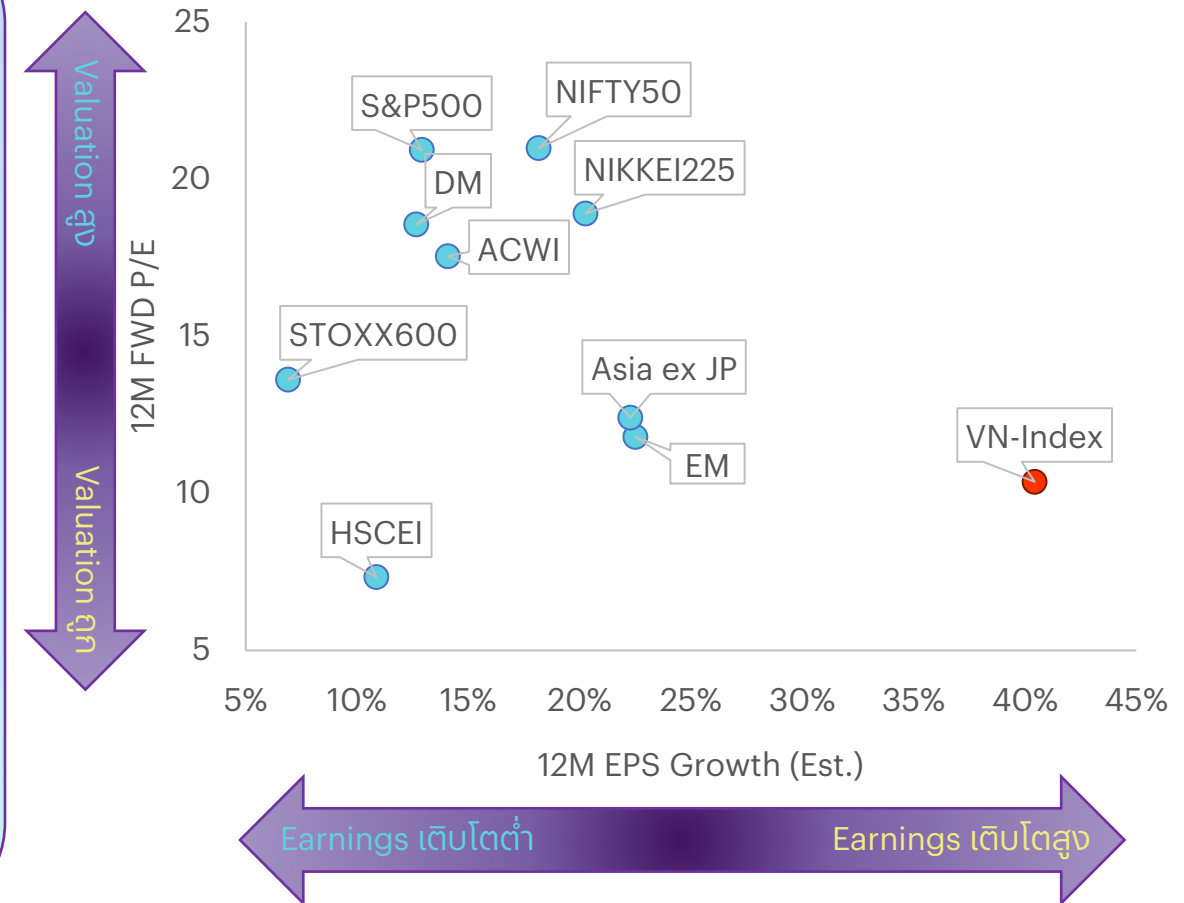


Source: InnovestX Wealth Products & Strategy, Bloomberg as of 11 November 2024



ตลาดหุ้นเวียดนาม ระยะสั้นถูกกดดันจากทรมปี 2.0 ระยะกลางยาวเวียดนามคือจุดหมายการ Re-shoring

Overweight – เรามีมุมมองบวกต่อตลาดหุ้นเวียดนาม จากเศรษฐกิจภายในประเทศเวียดนามส่งสัญญาณแข็งแกร่งต่อเนื่อง และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนขยายตัวดี โดยเรามองว่าการที่ FED จะปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลง จะส่งผลให้ค่าเงินดองมีเสถียรภาพมากขึ้น และเป็นแรงหนุนให้กับตลาดหุ้นเวียดนาม โดยแนะนำ “ลงทุนมากกว่าตลาด” ในตลาดหุ้นเวียดนามจากระดับ Valuation ของตลาดหุ้นเวียดนามอยู่ในระดับน่าสนใจ โดย FWD P/E อยู่ที่ประมาณ 10.5 เท่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีที่ -1SD และแนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียนส่งสัญญาณขยายตัวต่อเนื่อง อีกทั้งตลาดหุ้นเวียดนามมีโอกาสดูถูก FTSE ปรับจากเดิมที่เป็น Frontier Market สู่ระดับ Emerging Market ซึ่งจะทำให้ Upside ของตลาดหุ้นเวียดนามมีโอกาสดูถูกเพิ่มขึ้นจาก Valuation effect ได้อีกราว 12% อย่างไรก็ดี ในระยะสั้นนักลงทุนจะเผชิญแรงขายจากความกังวลด้านการรับตำแหน่งของโดนัลด์ ทรัมป์และภาพดังกล่าวจะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงช่วงมกราคม



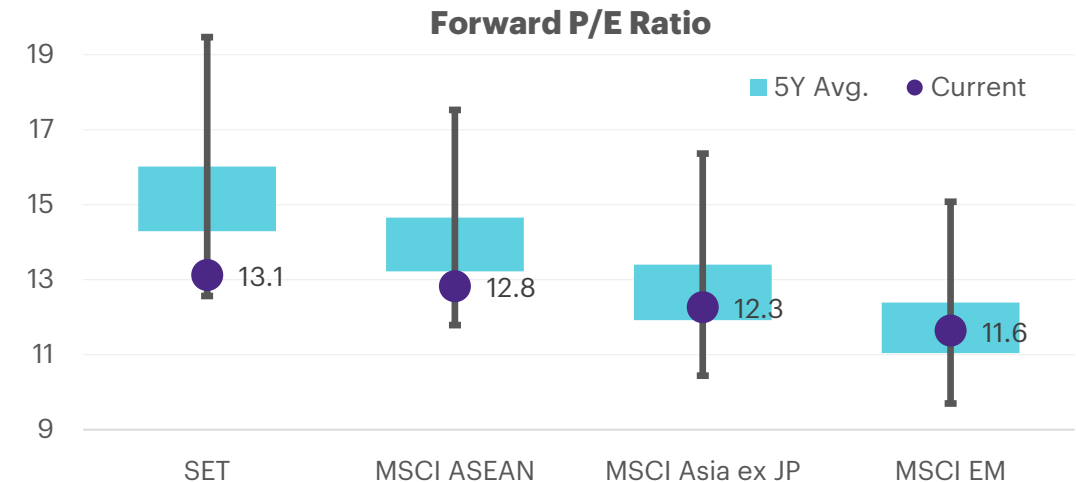
Source: InnovestX Wealth Products & Strategy, Bloomberg as of 4 September 2024



ตลาดหุ้นไทย กลับตัวไม่ได้ ไปต่อไม่ถึง กำไรคือตัวแปรสำคัญ

- **Neutral** - เรามองว่าตลาดหุ้นไทยยังได้แรงหนุนจากกองทุนวายุภักษ์ และกองทุนลดหย่อนภาษีอย่าง Thi ESG ที่คาดว่าจะมีแรงซื้อจากนักลงทุนในช่วงปลายปี ในระยะสั้นเราคาดว่า Sentiment ดังกล่าวนี้อาจหนุนให้ตลาดในช่วงระหว่างจัดตั้งกองทุนได้ โดยพบว่าหลังจากการจัดตั้งกองทุนวายุภักษ์ได้ 3 เดือน ดัชนี SET index สามารถปรับตัวขึ้นได้ราว 10% (ปัจจุบัน ดัชนี SET ปรับตัวขึ้นนับจากกองทุนวายุภักษ์เข้าซื้อหุ้นวันแรกเพียง 1.4% as of 7 Nov 24) โดยการจัดตั้งกองทุนในครั้งนี้ต่างจากในอดีตตรงที่มีปริมาณเงินราว 1-1.5 แสนล้านบาท และเป็นเงินลงทุนใหม่มากกว่าที่จะเป็นการรับโอนหุ้นจากคลังมาบริหาร
- อย่างไรก็ดี ในระยะกลาง-ยาว ตลาดหุ้นไทยมี Valuation โดยเปรียบเทียบกับตลาดหุ้นในภูมิภาคอาเซียนนั้นไม่ได้อยู่ในระดับที่ถูกนัก โดยพบว่า ตลาดหุ้นไทยยังมีมูลค่าที่สูงกว่าโดยเปรียบเทียบ แต่ศักยภาพการเติบโตและโครงสร้างพื้นฐานไทยถือว่ามีความโดดเด่นน้อยกว่า ดังนั้น สำหรับการลงทุนในระยะยาวในตลาดหุ้นไทย เราคงคำแนะนำ “ลงทุนเท่ากับตลาด” โดยตัวแปรสำคัญของตลาดหุ้นไทยคือการปรับประมาณการ EPS ซึ่งจากการรายงานผลกำไรงวด 3Q24 นั้นพบว่ายังมีพัฒนาการที่ล่าช้าในภาพรวม

ผลกระทบการจัดตั้งวายุภักษ์ในอดีต	SET Index	Return of SET Index	AVG. Daily Value Trade
6m before	375.24	70.9%	24,835
3m after	705.25	10.0%	36,874
6m after	641.05	0.0%	28,274
1 year after	655.44	2.2%	22,563



Source: InnovestX Wealth Products & Strategy, Bloomberg as of 11 November 2024

ตราสารหนี้ : เน้นตราสารหนี้โลกเป็นหลัก ตราสารหนี้ไทยเป็นรอง

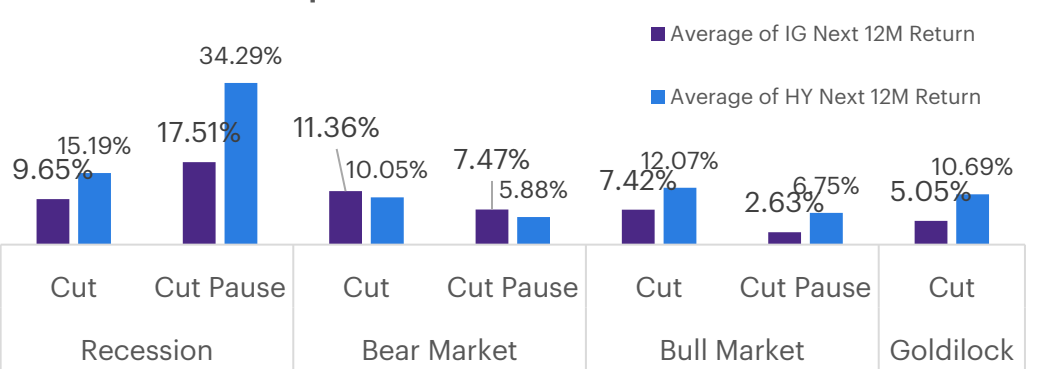
Global Fixed income : Slightly Overweight

- การปรับตัวลงของ UST 10Y เป็นไปในทิศทางที่เราคาดไว้ในไตรมาสที่ผ่านมา โดยเราเริ่มเห็นสัญญาณพลิกตัวของ UST 10Y ที่กลับมาทดสอบระดับ 4.5% อีกครั้ง รับการมาของโดนัลด์ ทรัมป์จากโอกาสในการขาดดุลการคลังที่เพิ่มสูงขึ้น โดย INVX ยังคงมุมมองว่าการที่ UST 10Y เติบโตขึ้นในระยะสั้นและเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลมีความชันมากขึ้น (Steepening) เป็นจังหวะในการทยอยสะสมการลงทุนในตราสารหนี้ โดยเน้น Duration สั้นไม่ควรเกิน 3 - 5 ปี และสามารถสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่มในการลงทุนตราสารหนี้โลกได้ด้วยการลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชนเพิ่มเติมได้
- สำหรับตราสารหนี้โลกภาคเอกชนทั้ง IG และ HY เนื่องจากภาวะดอกเบี้ยที่สูงในช่วงที่ผ่านมาไม่ได้กระทบกับการผิมนัดชำระหนี้และการหนี้สินเอกชนอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการที่ดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลงในช่วงต่อจากนี้ จะทำให้แนวโน้มของภาคธุรกิจมีความสามารถในการชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้นตามลำดับ
- จากการศึกษาของเราพบว่า ในช่วงที่ตลาดหุ้นอยู่ในภาวะกระทิง (Bull Market) และมีการลดดอกเบี้ยต่อเนื่อง (Cut) IG และ HY จะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยราว 7.42% , 12.07% ในอีก 12 เดือนข้างหน้า และถ้าตลาดหุ้นอยู่ในภาวะหมี (Bear Market) และมีการลดดอกเบี้ยต่อเนื่อง (Cut) IG ,HY จะให้ผลตอบแทนราว 11.36% , 10.05% ในกรณีที่มองเลวร้ายที่สุด หากลดดอกเบี้ยแล้วเกิดเศรษฐกิจถดถอย (Recession) IG และ HY จะปรับตัวลดลงก่อนในช่วงแรกและจะให้ผลตอบแทนในอีก 12 เดือนข้างหน้าโดยเฉลี่ย 9.65% และ 15.19% ซึ่งหากนักลงทุนเลือกลงทุนในสินทรัพย์คุณภาพดีจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้จากความผันผวน

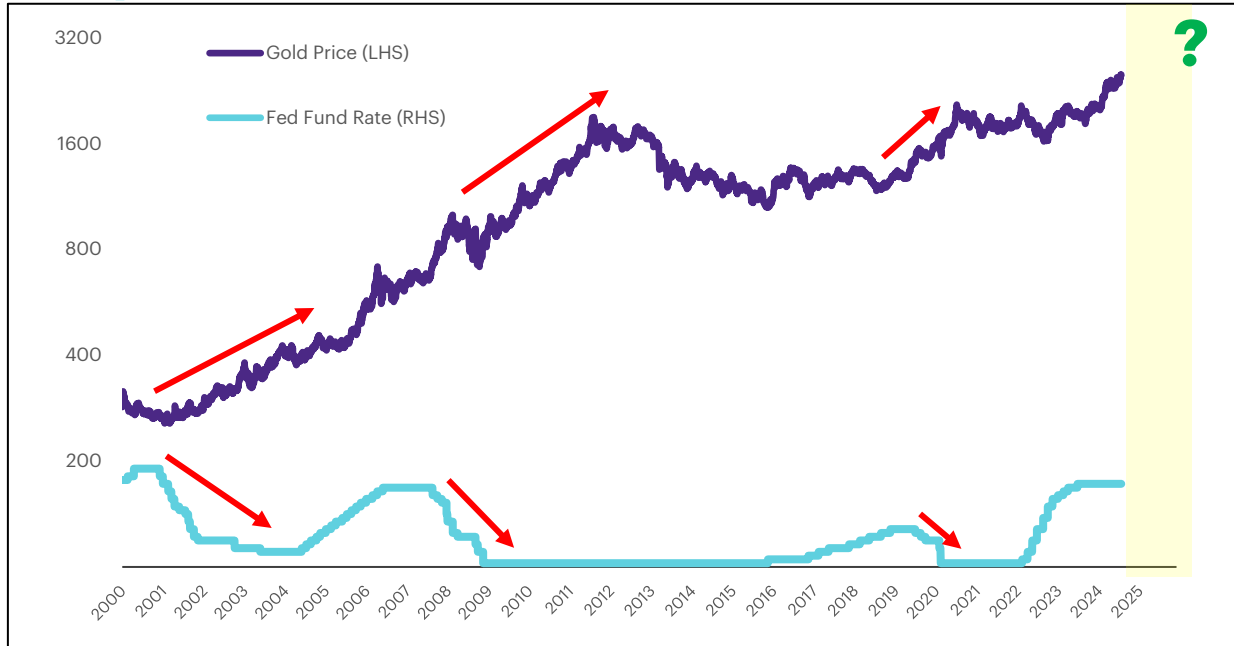
การก่อหนี้ของภาคเอกชนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ อยู่ในระดับที่ต่ำ



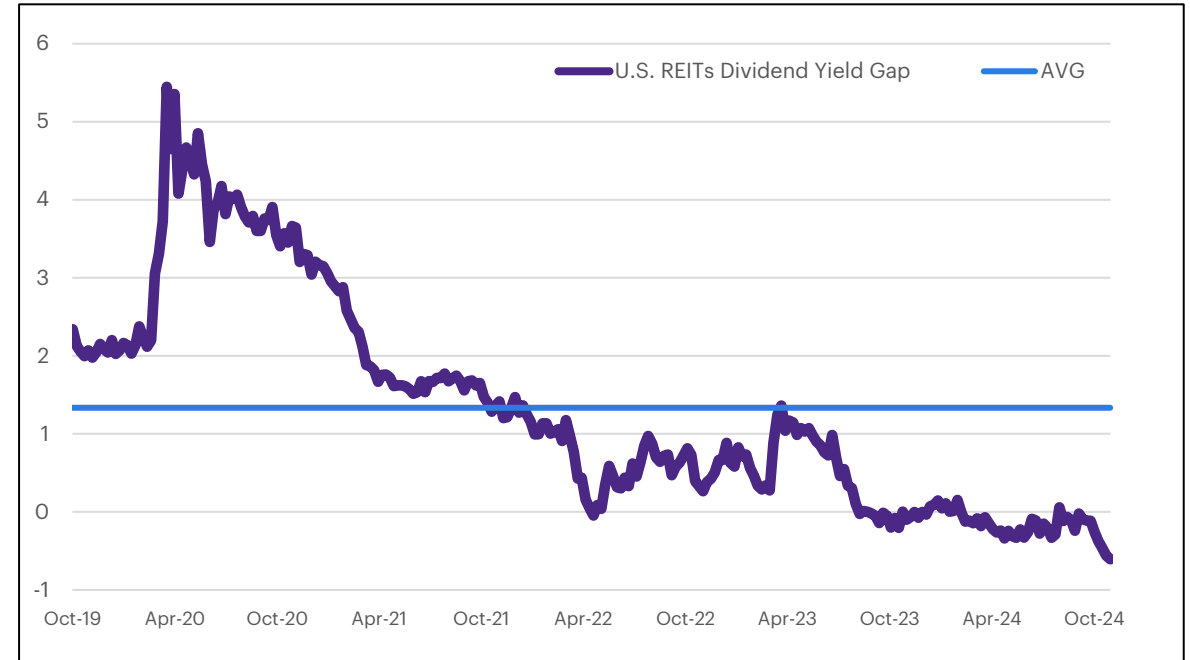
ช่วงที่มีการลดดอกเบี้ยและเศรษฐกิจ Soft landing การกระจายการลงทุนเข้าตราสารหนี้เอกชนให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจ



มุมมองสินทรัพย์ทางเลือก



Gold (Overweight) INVX คงคำแนะนำ “ลงทุนมากกว่าตลาด” ในทองคำสำหรับทั้งการลงทุนระยะกลางถึงยาว โดยปัจจุบันราคาทองคำเคลื่อนไหวสอดคล้องกับ Seasonality ในอดีต ตามที่ทางเราได้คาดการณ์ไว้ INVX มีมุมมองว่าทองคำเป็นสินทรัพย์ที่น่าสนใจสำหรับการลงทุนในกรอบระยะกลางถึงยาว โดยคงคำแนะนำ “เข้าลงทุน” ในทองคำ โดยแนะนำให้มีส่วนทองคำในพอร์ตลงทุน เนื่องจากราคาทองคำได้ปัจจัยหนุนหลักมาจากอุปสงค์ธนาคารกลางทั่วโลก โดยเฉพาะจากธนาคารกลางในฝั่งของประเทศ EM ที่ปัจจุบันมีส่วนทองคำใน Reserves เฉลี่ยเพียง 6% ต่ำกว่าตลาดพัฒนาแล้วที่มีสัดส่วนเฉลี่ยถึง 12% ท่ามกลางความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากทั้งความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงด้านการเงิน สะท้อนจาก U.S. 5-Year CDS ซึ่งถือเป็นตัวแทนของความเสี่ยงทางการเงินปรับตัวแวกในช่วง 30-60 bps. ในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาที่อยู่ประมาณ 20 bps. บ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ที่สูงขึ้น ส่งผลให้ธนาคารกลางทั่วโลกหันมาซื้อทองคำเพิ่มขึ้นเพื่อป้องกันความเสี่ยงกันมากขึ้น



Global REITS (Neutral) สำหรับมุมมองการลงทุนระยะยาว REIT ถือเป็นสินทรัพย์ที่น่าสนใจเนื่องจากเป็นสินทรัพย์ที่สร้างกระแสเงินสดให้นักลงทุนได้อย่างสม่ำเสมอควบคู่ไปกับการกระจายความเสี่ยง โดยปัจจุบันอัตราเงินปันผลของ Global REIT อยู่ใน 3-4% สูงกว่าค่าเฉลี่ยเล็กน้อยเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตย้อนหลัง 10 ปี

อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบกับ Alternative Asset อื่น ๆ เรามีความชื่นชอบในการลงทุนในทองคำมากกว่า เนื่องจากสามารถใช้ป้องกันความเสี่ยงให้กับพอร์ตการลงทุนได้ดีกว่า ดังนั้น เราจึงให้คำแนะนำการลงทุนใน REITs ในระยะกลางถึงยาวเราคงคำแนะนำ “ลงทุนเท่ากับตลาด” โดยเน้นลงทุนใน Global REITs เป็นหลัก เนื่องจากการกระจายตัวของกลุ่มอุตสาหกรรมของ Global REITs นั้นสูงกว่าของไทย ทั้งนี้ หากมีสัญญาณการฟื้นตัวของกำไรและรายได้ของกลุ่ม REITs เราอาจมีการปรับคำแนะนำขึ้น

ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ



Quarterly Theme Play



US Small Cap

- U.S. Small Cap รับประโยชน์จากแนวโน้มการฟื้นตัวกำไร และแนวโน้มการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (FED)
- การชนะการเลือกตั้งของ โดนัลด์ ทรัมป์จะทำให้กลุ่มธุรกิจขนาดกลาง-เล็กมีแนวโน้มได้รับผลบวกจากนโยบาย

ASP-USSMALL



Vietnam

- Vietnam รับประโยชน์จากเศรษฐกิจในประเทศที่ยังเติบโต และผลประกอบการขยายตัวต่อเนื่อง
- Valuation อยู่ในระดับถูก
- มีแนวโน้มที่จะถูก FTSE ปรับขึ้นเป็น Emerging Market ในอนาคตช่วยหนุนการลงทุนในระยะกลาง-ยาว

PRINCIPAL VNEQ-A



Global Fixed Income

- Global Fixed Income ลงทุนในตราสารหนี้โลกเพื่อการกระจายความเสี่ยงและช่วยลดความผันผวน
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่อยู่ในระดับสูง เป็นจังหวะลือคผลตอบแทนสำหรับการลงทุนตราสารหนี้คุณภาพดีช่วงดอกเบี้ยขาลง

UGIS-N & UGISFX-N



Gold

- Gold รับประโยชน์จากภาพการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางทั่วโลก ประกอบกับอุปสงค์ทองคำธนาคารกลางทั่วโลกที่ยังแข็งแกร่ง
- การขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ เป็นตัวช่วยให้การลงทุนในทองคำน่าสนใจในระยะอีก 12 เดือนต่อจากนี้

BGOLD

กองทุนหุ้นสหรัฐฯ ขนาดเล็ก

ASP-USSMALL

ปัจจัยสนับสนุน

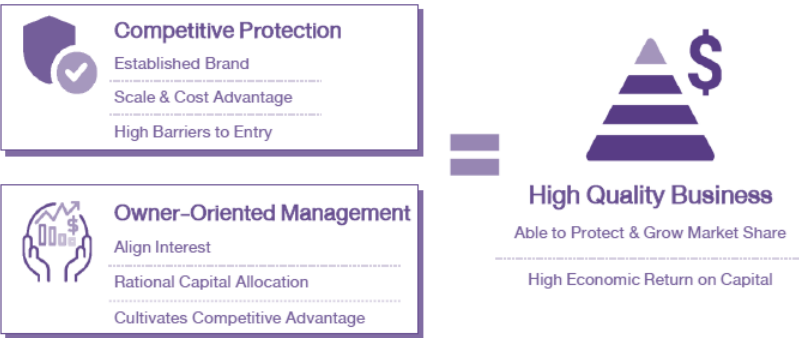
- Macro: เศรษฐกิจสหรัฐฯ เป็นในลักษณะ Soft Landing มองตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่ชะลอตัวลง ถือเป็นการปรับเข้าสู่สมดุลของเศรษฐกิจ
- Valuation: ราคาหุ้นข้าง Laggard และระดับ PE Ratio ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต รวมถึงถูกกว่าหุ้นสหรัฐฯ ขนาดใหญ่ค่อนข้างมาก
- Growth: ตลาดคาดการณ์การเติบโตของ Earning เพิ่มขึ้นเนื่องจากจุดต่ำสุด
- Technical: ราคาปรับตัวอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น

จุดเด่นของกองทุน ASP-USSMALL

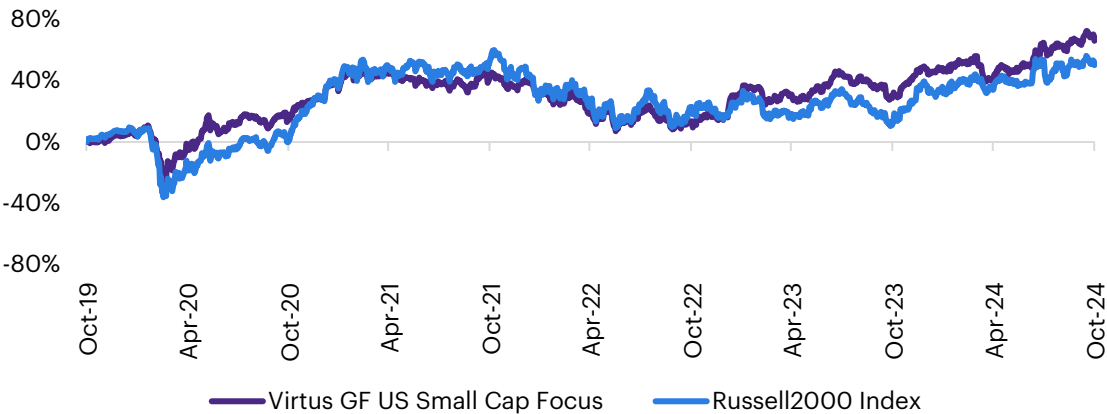
- ลงทุนผ่านกองทุนหลัก Virtus GF US Small Cap Focus Fund ที่มีจัดตั้งเมื่อปี ค.ศ. 2014 โดยผู้จัดการกองทุนที่มีประสบการณ์กว่า 25 ปี และมีทีมงานผู้เชี่ยวชาญอีก 22 ท่าน
- กองทุนหลักมีปรัชญาการลงทุนโดยเชื่อว่าการลงทุนในธุรกิจที่มีคุณภาพสูงในระดับราคาที่น่าสนใจ จะช่วยสร้างผลตอบแทนโดยไม่เกิดความเสียหายอย่างมีนัยสำคัญ
- ใช้การวิเคราะห์ธุรกิจอย่างเชิงลึก โดยจะประเมินทั้งปัจจัยด้าน Competitive Protection และ Owner-Oriented Management
- ในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของธุรกิจ ทีมผู้จัดการกองทุนหลักจะมองสิ่งที่คาบเกี่ยวกันระหว่างปัจจัยด้าน Qualitative และ Quantitative เพื่อสร้างพอร์ตที่มีความสมดุลระหว่าง Quality และ Valuation
- ลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ ขนาดเล็ก ราว 20 บริษัท ตัวอย่างหุ้นที่ลงทุน ได้แก่ Goosehead Insurance, Primerica, Landstar System, Ryan Specialty Holdings, Enerpac Tool Group เป็นต้น
- พอร์ตการลงทุนมีความ Conviction โดยมีสัดส่วนการลงทุนในหุ้น 10 ตัวแรกสูงถึง 64.3% (as of 31 Oct 2024)
- ณ 31 Oct 2024 กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานตั้งแต่มีการจัดตั้งกองทุน (12 Mar 2024) เฉลี่ย 13.2% ต่อปี เทียบกับ Russell 2000 Index ที่ 7.4% ต่อปี

Virtus GF US Small Cap Focus Fund

คัดเลือกหุ้น High Quality ผ่านมุมมองเสมือนการเป็น Private Business Buyer เพื่อสร้างผลตอบแทนที่น่าดึงดูดในระยะยาว



ผลการดำเนินงานย้อนหลัง 5 ปีของกองทุนหลัก



คำเตือน: ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลตอบแทนที่ได้รับในอนาคต กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะเงื่อนไข ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์



PRINCIPAL VNEQ-A

ปัจจัยสนับสนุน

- Macro: IMF คาดเศรษฐกิจเวียดนามโต 6-7% ต่อปี ใน 5 ปีข้างหน้า
- Valuation: ระดับ PE Ratio ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต และถูกกว่าตลาดหุ้นอื่น
- Growth: ตลาดคาดการณ์เติบโตของ Earning ในระดับสูง
- Technical: มีแนวโน้มขาขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2023

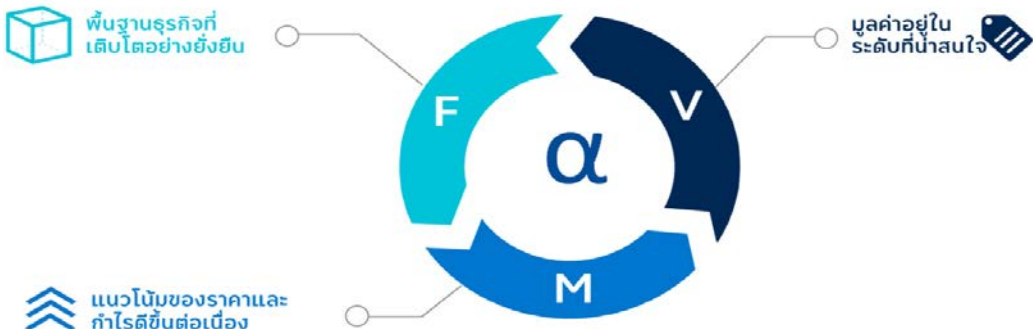
จุดเด่นของกองทุน PRINCIPAL VNEQ-A

- เป็นหนึ่งในกองทุนหุ้นเวียดนามที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในไทยประมาณ 8,000 ล้านบาท (คิดเป็นประมาณ 20% ของกองทุนเวียดนามทั้งหมดในไทย)
- บริหารโดยทีมผู้จัดการกองทุนที่มีประสบการณ์สูง โดยทีมผู้จัดการกองทุนมีประสบการณ์ด้านการลงทุนกว่า 13 ปี และบริหารกองทุนเวียดนามมามากกว่า 6 ปี
- มีทีมผู้จัดการกองทุนและนักวิเคราะห์สามารถเข้าถึงข้อมูลต่างๆ ในเวียดนามได้ง่าย เนื่องจากมีทีมที่สามารถสื่อสารภาษาเวียดนามได้
- ทีมผู้จัดการกองทุนเน้นลงพื้นที่ในประเทศเวียดนามจริงอย่างสม่ำเสมอเพื่อหาข้อมูลเชิงลึกจากผู้เชี่ยวชาญ
- สร้างพอร์ตการลงทุนแบบกระจายตัวผ่านการวิเคราะห์ในเชิง Top-down และ Bottom-up
- คัดสรรหุ้นที่มีธรรมาภิบาลที่ดี
- ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยกรอบวิธี FMV (Fundamental, Momentum, Valuation)
- เน้นลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่และขนาดกลางประมาณ 20-30 ตัว
- ในปี 2023 เป็นหนึ่งในกองทุนหุ้นเวียดนามในไทยที่สร้างผลตอบแทนได้อย่างโดดเด่นที่ 11.9%
- มีผลการดำเนินงานที่โดดเด่นในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา โดยกองทุนสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยปีละ 8.8% ต่อปี ขณะที่ VN Index สร้างผลตอบแทนเฉลี่ย 6.6% ต่อปี (as of 31 Oct 2024)
- ตัวอย่างหุ้นที่ลงทุน (Sep 2024) ได้แก่ Mobile World Investment Corp, FPT Corporation, Housing Development Bank, Military Commercial Joint Stock Bank, Joint Stock Commercial Bank for Foreign Trade of Vietnam

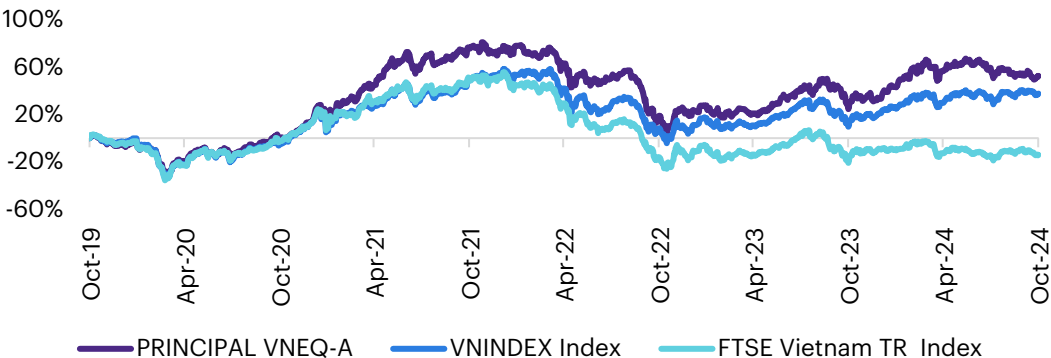
หลักการคัดเลือกหลักทรัพย์ของกองทุน PRINCIPAL VNEQ-A

ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ผ่านการใช้กรอบ FMV

เราเชื่อว่าผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Alpha) มาจากการสร้างพอร์ตการลงทุนที่รัดกุม ด้วยหุ้นคุณภาพสูงซึ่งมีคุณลักษณะ



ผลการดำเนินงานย้อนหลัง 5 ปีของกองทุน



คำเตือน: ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลตอบแทนที่ได้รับในอนาคต กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะเงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

UGIS-N & UGISFX-N

ปัจจัยสนับสนุน

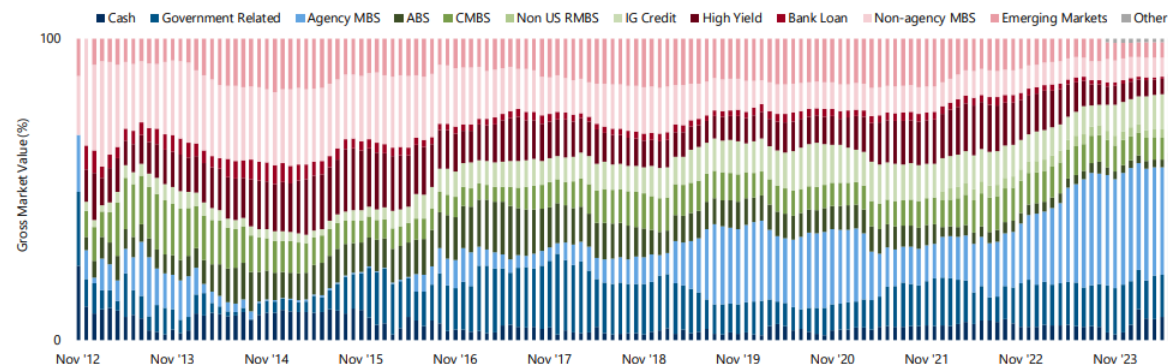
- การลงทุนในตราสารหนี้ (Fixed Income) เป็นการลงทุนเพื่อหวังผลตอบแทนจากสร้างกระแสเงินสดจากดอกเบี้ยรับเป็นหลัก รวมถึงการคาดหวังการเพิ่มขึ้นของราคาตราสาร
- การแบ่งสัดส่วนการลงทุนมายังตราสารหนี้จะช่วยลดความผันผวน และระดับการขาดทุน (Drawdown) ของพอร์ตการลงทุนได้ โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูง
- จากการที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 10 ปีปรับตัวขึ้นมาอยู่เหนือระดับ 4% ทำให้การลงทุนในกองทุนตราสารหนี้มีความน่าสนใจมากขึ้น ซึ่งปัจจุบันเฟดมีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไปจึงส่งผลบวกต่อตราสารหนี้ในระยะกลางถึงยาว

จุดเด่นของกองทุน UGIS-N และ UGISFX-N

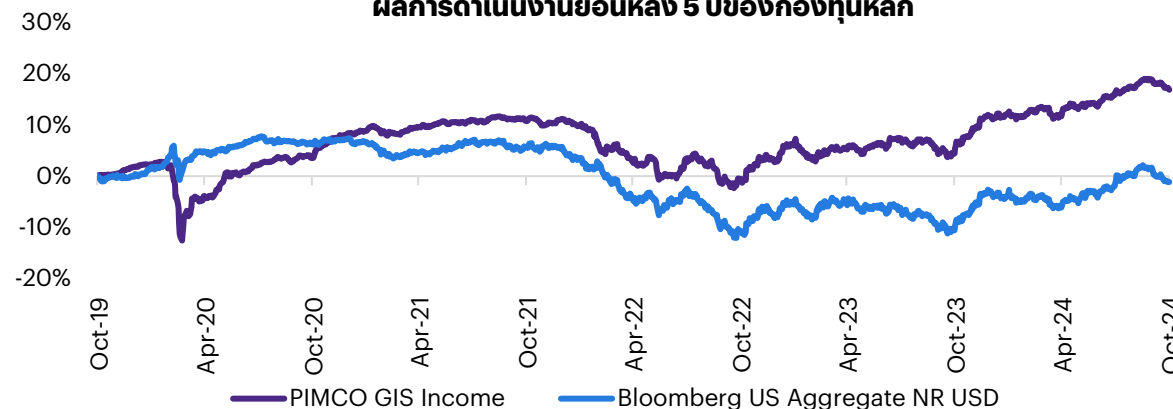
- ลงทุนในกองทุนหลัก PIMCO GIS Income ลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพสูงทั่วโลกแบบ โดยสามารถกระจายการลงทุนไปยังตราสารหนี้หลากหลายประเภท ปัจจุบันพอร์ตการลงทุนมีอันดับความน่าเชื่อถือเฉลี่ยระดับ AA- และมีอายุตราสารเฉลี่ยในพอร์ตการลงทุนประมาณ 3.24 ปี (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ต.ค. 67)
- ทีมผู้จัดการกองทุนหลักมีประสบการณ์สูงกว่า 30 ปี มีจุดเด่นด้านกลยุทธ์การลงทุนที่ยืดหยุ่น โดยจะผสมผสานการวิเคราะห์เชิง Top-down และ Bottom-up เพื่อเพิ่มหาตราสารหนี้ที่สามารถสร้างกระแสเงินสดให้กับพอร์ตการลงทุนได้อย่างสม่ำเสมอ และพร้อมที่จะทำการปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนให้เหมาะสมกับสภาวะตลาดอย่างสม่ำเสมอ
- PIMCO GIS Income มีประวัติการจัดตั้งมาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2012 PIMCO GIS Income Fund โดยสามารถสร้างผลตอบแทนได้เฉลี่ย 5.10% ต่อปี
- กองทุน UGIS-N เป็นกองทุนที่ป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน เน้นลงทุนให้ได้ผลตอบแทนกองทุนตามกองทุนหลัก แต่จะมีต้นทุนการป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน (ปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 2.5% ต่อปี)
- กองทุน UGISFX-N เป็นกองทุนที่ไม่ป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน กองทุนจึงไม่มีต้นทุนการป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน (ปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 2.5% ต่อปี) แต่จะมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนและมีความความผันผวนของราคา

PIMCO GIS Income Fund

กลยุทธ์การลงทุนที่ยืดหยุ่นมีการกระจายการลงทุนในตราสารหนี้หลากหลายประเภท*



ผลการดำเนินงานย้อนหลัง 5 ปีของกองทุนหลัก



คำเตือน: ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลตอบแทนที่ได้รับในอนาคต กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะเงื่อนไข ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

BGOLD

ปัจจัยสนับสนุน

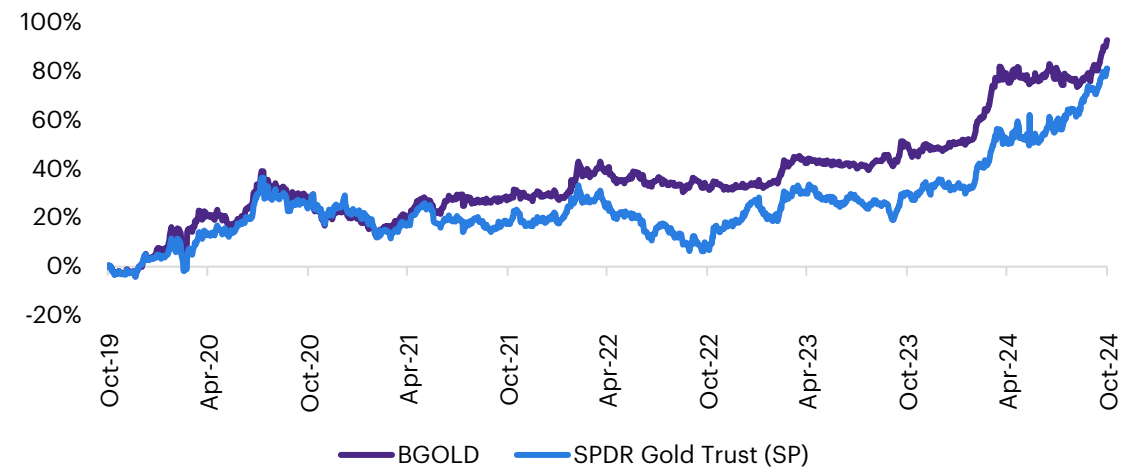
- Global rate cutting cycle: ธนาคารกลางหลายแห่งทั่วโลกปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย อีกทั้ง FED มีแนวโน้มปรับดอกเบี้ยลงครั้งแรกในการประชุมเดือน ก.ย.
- Gold demand from central banks: ธนาคารกลางทั่วโลกสะสมทองคำเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง
- Uncertainty hedge: ทองคำสามารถป้องกันความเสี่ยงจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์และความไม่แน่นอนต่าง ๆ ได้
- Technical: ราคาทองคำส่งสัญญาณแนวโน้มขาขึ้นอย่างแข็งแกร่ง

จุดเด่นของกองทุน BGOLD

- ลงทุนในทองคำผ่านกองทุนหลัก SPDR Gold Trust (GLD)
- GLD มีกลยุทธ์การลงทุนแบบ Passive Management โดยอ้างอิงราคาทองคำ
- GLD ลงทุนในทองคำแท่งโดยตรงเพื่อสร้างผลตอบแทนหลังหักค่าใช้จ่ายของกองทุนให้เคลื่อนไหวสอดคล้องไปกับราคาทองคำ
- GLD ถือเป็นกองทุน ETF ขนาดใหญ่ที่สุดที่มีการลงทุนในทองคำแท่งโดยตรง
- GLD มีการจดทะเบียนซื้อขายในหลายตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกทั้งในสหรัฐฯ สิงคโปร์ ญี่ปุ่น ออสเตรเลีย และเม็กซิโก
- GLD ถูกสร้างขึ้นมาเพื่อให้นักลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงการลงทุนในทองคำได้ง่ายขึ้น
- GLD มีค่าใช้จ่ายต่ำกว่าหากเทียบกับการลงทุนในทองคำแท่งโดยตรง
- กองทุน BGOLD เป็นกองทุนทองคำประเภทไม่ป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในไทย โดยมีขนาดกองทุนกว่า 1,933 ล้านบาท มีสภาพคล่องสูง
- กองทุน BGOLD เป็นหนึ่งในกองทุนทองคำที่มีค่าใช้จ่ายรวมต่ำเพียง 0.73% ต่อปี
- มีผลการดำเนินงานที่โดดเด่นในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา โดยกองทุน BGOLD สร้างผลตอบแทนเฉลี่ยปีละ 14.0% ต่อปี ขณะที่ LBMA Gold Price Index สร้างผลตอบแทนเฉลี่ย 12.6% ต่อปี (as of 31 Oct 2024)

SPDR Gold Trust (Singapore)

ผลการดำเนินงานย้อนหลัง 5 ปีของกองทุน



คำเตือน: ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลตอบแทนที่ได้รับในอนาคต กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะเงื่อนไข ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

• Follow us



Innovestx

 @innovestx



ทีมผู้จัดทำ

พยนต์ พงศาวิธี
ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ
ฝ่าย Product Specialist



วิศกรณ์ คีรีวรรณ, CFA
นักกลยุทธ์การลงทุน

InnovestX

WEALTH PRODUCTS AND STRATEGY

ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์
หัวหน้านักวิจัยเศรษฐกิจ

ธนาบดี รัตนแสง
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ณัฐจิวรีน ไตรภาพสกุล
นักวิเคราะห์อาวุโสกลุ่มหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก
ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน

เอกสิทธิ์ อุไพบุรณ์
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์



สิทธิชัย ดวงรัตนธาดา
นักกลยุทธ์อาวุโสตลาดหุ้นไทยและต่างประเทศ
ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน

สุทธิชัย กุ่มวรชัย
หัวหน้าฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน

InnovestX Research

Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือ สมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่ จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจ ก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกิจการ บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการ เชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจาก แหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการ ใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด

CG Rating 2024 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVG, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GCG, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, IIL, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCG, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMP, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TV, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TFC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

Companies with Good CG Scoring

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIIK, XO, XPG, YUASA, ZAA

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 2023 to 28 October 2024) is publicized.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการทำผิดและกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอรัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, IIL, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLO, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, WPH, XO, YUASA, ZEN

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, ECL, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUSA, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLT, PMC, PMTA, POLAR, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRO, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STECH, STECON, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 14, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.