



Quarterly Outlook 4Q25



เมื่อหนู
(ตลาดหุ้นไทย)
กลายเป็น
"ราชสีห์"



สารบัญ

Table of Content

แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยใน 4Q25 และปี 2026	4
แนวโน้มและเริ่มการลงทุน 4Q25	22
- สรุปภาพรวมตลาด 3Q25	23
- แนวโน้มตลาด 4Q25	28
- แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผลประกอบการ	40
- SET Index scenario และหุ้นเด่น	47
มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์	55
ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ	67

กลยุทธ์การลงทุน 4Q25 ของ InnovestX – เมื่อหนู (ตลาดหุ้นไทย) กลายเป็น “ราชสีห์”

เมฆหมอกเริ่มจางหาย แต่ความท้าทายมีมากขึ้น ถึงแม้ว่าจะมีแรงกดดันอยู่บ้าง แต่แนวโน้มเศรษฐกิจโลกเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น ภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่อยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการจะทำให้เศรษฐกิจโลกยังขยายตัวได้ แม้ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจอื่นๆ ยังคงมีอยู่ เช่น คำตัดสินของศาลฎีกาเกี่ยวกับความชอบด้วยกฎหมายของมาตรการภาษีของทรัมป์ ความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นจากการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed และปัญหาโครงสร้างเศรษฐกิจที่ฝังรากลึกในประเทศจีน

ไม่ร้อนแรงเกินไปจนต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย และไม่ชะลอตัวจนเกิดภาวะถดถอย แนวโน้มที่เป็นบวกของตลาดหุ้นทั่วโลกได้รับการสนับสนุนจากการคาดการณ์ว่า Fed และ ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยในปีนี้ โดยคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยได้และจะกลับมาเติบโตแรงตัวขึ้นอีกครั้งในปี 2026 ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันต่อตลาดไทย นอกจากนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงปลายปีจะเป็นปัจจัยหนุนเพิ่มเติมให้กับมุมมองเชิงบวกนี้

เงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น การที่เงินบาทแข็งค่าขึ้นสวนทางกับเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อ่อนค่าลงนั้นจะส่งผลต่อเศรษฐกิจไทยทั้งในด้านบวกและลบ แม้ว่าแนวโน้มเช่นนี้จะช่วยควบคุมเงินเฟ้อได้โดยทำให้สินค้านำเข้ามีราคาถูกลงและสามารถดึงดูดเงินทุนจากต่างชาติให้ไหลเข้ามาได้ แต่ก็สร้างแรงกดดันอย่างมีนัยสำคัญ โดยจะทำให้การส่งออกของไทยมีความสามารถในการแข่งขันลดลงในระยะยาว

เศรษฐกิจไทยชะลอตัว แต่เงินบาทกลับแข็งค่า และยังมีปัจจัยบวกกระตุ้นตลาด เศรษฐกิจไทยจะเข้าสู่ช่วงชะลอตัวที่รุนแรงขึ้น โดยคาดว่า GDP จะขยายตัวต่ำกว่า 2% ในปี 2025-2026 อย่างไรก็ตาม มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลชุดใหม่จะช่วยพยุงเศรษฐกิจในระยะสั้น อัตราเงินเฟ้อที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่องทำให้ ธปท. มีโอกาสที่จะลดอัตราดอกเบี้ยถึง 3 ครั้ง แต่ในทางกลับกัน เงินบาทกลับมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นไปอยู่ที่ 31-32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จากการที่ดอลลาร์อ่อนค่าลง

คาดหวังอะไรจากรัฐบาลใหม่? รัฐบาลใหม่ภายใต้การนำของนายอนุทิน ชาญวีรกูลในฐานะนายกรัฐมนตรี คาดว่าจะมีการเปลี่ยนผ่านทางการเมืองอย่างราบรื่นไปสู่การเลือกตั้งในเดือนเมษายน 2026 โดยรัฐบาลใหม่มีแนวโน้มจะให้ความสำคัญกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นเพื่อสนับสนุนการบริโภคและการท่องเที่ยว รวมถึงลดความตึงเครียดบริเวณชายแดนเพื่อสร้างความนิยมจากประชาชน ไขว่ไขว่ไขว่ทางการเมืองที่ชัดเจนนี้จะช่วยลดความไม่แน่นอนในตลาด และเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน รวมถึงช่วยให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้น

ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและการท่องเที่ยวผ่านจุดเลวร้ายที่สุดไปแล้ว ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและการท่องเที่ยวของไทยดูเหมือนจะผ่านพ้นจุดเลวร้ายที่สุดไปแล้ว การปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเกิดขึ้นและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลใหม่น่าจะช่วยกระตุ้นการใช้ภายในประเทศได้ตั้งแต่ 4Q25 แม้ว่าการท่องเที่ยวจะยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่จนกว่าจะถึงปี 2026 แต่ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว โดยยอดจองเที่ยวบินของนักท่องเที่ยวชาวจีนที่เริ่มฟื้นตัวถือเป็นสัญญาณของจุดเปลี่ยนที่สำคัญ

ตลาดหุ้นไทยยังมีแรงส่งต่อเนื่อง จากปัจจัยบวกที่เริ่มปรากฏขึ้น ตลาดหุ้นไทยยังมีโอกาสขึ้นต่อได้อีก โดยได้แรงหนุนจากแนวโน้มในอสังหาริมทรัพย์และมูลค่าที่สมเหตุสมผล การรวมตัวของปัจจัยบวกหลายด้าน เช่น การปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเกิดขึ้น มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว และความเสี่ยงทางการเมืองที่ลดลง ล้วนส่งผลให้แนวโน้มตลาดยังคงเป็นบวก และมีโอกาสที่จะรักษาโมเมนตัมขาขึ้นได้ต่อเนื่องตลอด 4Q25

กลยุทธ์ที่จะเสี่ยงเมื่อปัจจัยพื้นฐานเอื้ออำนวย เป้าหมายของดัชนี SET สำหรับปี 2026 อยู่ในช่วง 1,350-1,400 จุด (upside 7-10%) โดยจุดเข้าลงทุนที่น่าสนใจอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,200 จุด กลยุทธ์การลงทุนมุ่งเน้นไปที่บริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง มูลค่าสมเหตุสมผล และมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้น หุ้่นเด่นสำหรับ 4Q25 ได้แก่ AP, CENTEL, DIF, HMPRO และ MTC

4Q25 InnovestX – แนวโน้มและกลยุทธ์

กลยุทธ์การลงทุนในตลาดหุ้นโลก: ใช้แนวทางคัดสรร

ใน 4Q25 เราประเมินว่าหุ้นโลกยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อ แต่ upside เริ่มจำกัด

สหรัฐฯ: การลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ ควรเน้นกลุ่มคุณภาพสูง หรือธีม “catch up play” อย่างหุ้นขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีแนวโน้มทำผลงานได้ดีหากเฟดลดดอกเบี้ย

ยุโรป: หุ้นยุโรปยังมีมูลค่าที่น่าสนใจและกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวในปีหน้า โดยได้รับแรงหนุนจากนโยบายการคลังและต้นทุนพลังงานที่ลดลง

จีน: เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักลงทุนในหุ้น A-Shares มากขึ้น เพราะจะได้รับอานิสงส์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศหลังจาก H-Shares ปรับตัวขึ้นมาแรง

ญี่ปุ่น: ญี่ปุ่นยังเป็นตลาดที่น่าสนใจสำหรับการทยอยลงทุนอย่างช้าๆ เพราะได้รับแรงหนุนจากการปฏิรูปเชิงโครงสร้างและเสถียรภาพทางการเมือง

อินเดีย และเวียดนาม: สำหรับอินเดีย แม้มีศักยภาพระยะยาวจากการเติบโตเชิงโครงสร้าง แต่ควรรอจังหวะพื้นฐานก่อนสะสมเพราะมูลค่า (Valuation) ยังสูงและความเสี่ยงทางการค้ายังไม่คลี่คลาย สำหรับเวียดนามควรรอจังหวะตลาดอ่อนตัวก่อนกลับเข้าสะสม หลังจากที่เราปรับขึ้นแรงใน 3Q25

กลยุทธ์การลงทุนในตลาดหุ้นไทย: เน้นการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง และมุ่งเป้าไปหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศ

เราแนะนำให้เน้นการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง โดยให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มหุ้นวัฏจักร ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

- เน้นกลุ่ม domestic plays: เราชอบบริษัทในกลุ่มพาณิชย์ ท่องเที่ยว และอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากเป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวขึ้น
- ชอบกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากเงินบาทแข็งค่า: เงินบาทที่แข็งค่าเป็นปัจจัยบวกสำหรับกลุ่มสาธารณูปโภคและสายการบิน
- ระวังหุ้นกลุ่มส่งออก: เราแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์และยานยนต์จากความไม่แน่นอนของอุปสงค์ทั่วโลก และแรงกดดันจากค่าเงิน

การเปลี่ยนแปลงนโยบายที่ไม่คาดคิด หรือความล้มเหลวในการดำเนินการมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อาจส่งผลทำให้ sentiment ตลาดกลับทิศทางในทางลบได้

ธีมหลักในการคัดเลือกหุ้นสำหรับการลงทุนใน 4Q25 คือ ความคาดหวังกับ 3R: Recovery (การฟื้นตัว), Rate cut (การปรับลดอัตราดอกเบี้ย) และ Revitalization (การฟื้นฟูเศรษฐกิจ) โดยหุ้นเด่นที่เราเลือก ได้แก่ AP, CENTEL, DIF, HMPRO และ MTC ซึ่งเป็นบริษัทคุณภาพสูงที่อยู่ในตำแหน่งที่เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมการลงทุนในช่วงนี้ และสะท้อนถึงการลงทุนเกี่ยวกับการฟื้นตัว การปรับลดอัตราดอกเบี้ย และการฟื้นฟูเศรษฐกิจได้อย่างชัดเจน



แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจ ไทยใน 4Q25 และปี 2026:

เมฆหมอกเริ่มจางหาย แต่ความท้าทายมีมากขึ้น

บทสรุปผู้บริหาร: เศรษฐกิจโลก

- **เศรษฐกิจโลกไตรมาสที่ 4 ปี 2025 และปี 2026:** เศรษฐกิจโลกเริ่มมีสัญญาณบวกมากขึ้น หลังจากผ่านช่วงความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าที่ตึงเครียด สถานการณ์เริ่มชัดเจนขึ้นเมื่อสหรัฐฯ ได้กำหนดอัตราภาษี "Reciprocal Tariff" ในระดับที่ต่ำกว่าที่ประกาศเดิมมาก โดยประเทศพัฒนาแล้วอย่างยุโรปและญี่ปุ่นถูกเก็บประมาณ 15% ขณะที่ประเทศกำลังพัฒนาอย่างไทย เวียดนาม และฟิลิปปินส์ถูกเก็บ 19-20% การที่อัตราภาษีจริงลดลงจากที่ประกาศเดิม การเลื่อนระยะเวลากว่า 100 วันให้ภาคเอกชนปรับตัว และความชัดเจนว่าเป็นเครื่องมือต่อรองแบบครอบคลุม ช่วยหลีกเลี่ยงการตอบโต้รุนแรงและสร้างเสถียรภาพการค้าโลกมากขึ้น ทำให้ GDP โลกปี 2025-26 อาจขยายตัวที่ 2.9% และ 3.0% ตามลำดับ โดยสหรัฐฯ และยุโรปจะปรับตัวดีขึ้นจากมาตรการกระตุ้นภาครัฐ ขณะที่จีนและไทยชะลอลงจากปัญหาโครงสร้างเศรษฐกิจ โดยจะเห็นการชะลอตัวอย่างรุนแรงในครึ่งแรกของปีก่อนเริ่มฟื้นตัวในครึ่งหลัง
- อย่างไรก็ตาม ความไม่แน่นอนยังคงมีอยู่เมื่อศาลอุทธรณ์กลางสหรัฐตัดสินเมื่อวันที่ 29 สิงหาคม 2025 ด้วยคะแนน 7-4 ว่าภาษีศุลกากร "Reciprocal Tariff" ส่วนใหญ่ของทรัมป์เป็นโมฆะ เพราะใช้อำนาจเกินขอบเขต แต่ศาลอนุญาตให้เก็บภาษีต่อได้ถึง 14 ตุลาคม 2025 เพื่อรอการอุทธรณ์ต่อศาลสูงสุด หากภาษีถูกยกเลิก รัฐบาลอาจต้องคืนเงินภาษีที่เก็บไปแล้วซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของรัฐบาลกลางอย่างรุนแรง อย่างไรก็ตาม ศาลฎีกาที่มีผู้พิพากษายอนุรักษนิยม 6 จาก 9 คน (และทรัมป์แต่งตั้งเอง 3 คน) อาจเป็นด้านสำคัญในการตัดสินมาตรการภาษีของทรัมป์
- ในส่วนของสหรัฐ ความเสี่ยงด้านนโยบายการเงินจะมีมากขึ้น โดยประธานธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ส่งสัญญาณชัดเจนว่า Fed อาจลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน ก.ย. สอดคล้องกับความเสี่ยงต่อตลาดแรงงานเพิ่มขึ้น และการจ้างงานใหม่เพิ่มเพียง 22,000 ตำแหน่ง ต่ำกว่าคาดการณ์ที่ 75,000 ตำแหน่ง
- อย่างไรก็ตาม การจ้างงานใหม่ที่ชะลอลงเป็นความเสี่ยง แต่อัตราว่างงานจะไม่เพิ่มขึ้นเนื่องจากกำลังแรงงานรวมที่ลดลง แต่เงินเฟ้อในระยะต่อไปเป็นความเสี่ยงมากขึ้นจากการขึ้นภาษีศุลกากร ซึ่งถ้าความเสี่ยงนี้เพิ่มขึ้น Fed ไม่น่าจะรีบลดดอกเบี้ย ดังนั้น จึงเป็นไปได้การตัดสินใจนี้ส่วนหนึ่งอาจเป็นการยอมอ่อนต่อแรงกดดันของประธานาธิบดีทรัมป์ ทำให้ความเป็นอิสระของธนาคารกลางลดลง และเสี่ยงต่อเงินเฟ้อที่จะพุ่งสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในระยะต่อไป ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นจะลดลงตามทิศทางดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งจะทำให้ความชันของผลตอบแทนพันธบัตรมีมากขึ้น และเป็นความเสี่ยงต่อวิกฤตการคลังในระยะถัดไป
- ด้านเศรษฐกิจจีน ส่งสัญญาณชะลอตัวชัดเจนในครึ่งปีหลังจากปัญหาโครงสร้างที่สะสมมาหลายปี ได้แก่ เงินฝืดติดต่อกัน 32 เดือน กับดัชนีสภาพคล่อง วิกฤตอสังหาริมทรัพย์ และหนี้ประชาชนสูงที่กดดันมาตรการภาครัฐ ทำให้ INVX คาดการณ์เศรษฐกิจจีนจะขยายตัวเพียง 4.4% และ 4.0% ในปี 2025-2026 ต่ำกว่าปี 2024 ที่ขยายตัว 4.8% แม้รัฐบาลจีนจะเปลี่ยนทิศทางนโยบายตั้งแต่วันที่ 20 กันยายน 2024 ด้วยการออกมาตรการกระตุ้นอย่างต่อเนื่อง รวมถึงการอุดหนุนดอกเบี้ย 1% สำหรับสินเชื่ออุปโภคบริโภคด้วยงบ 8 หมื่นล้านหยวน และนโยบาย Anti-Involution ที่มุ่งหยุดยั้งการแข่งขันแบบทำลายล้างจากการผลิตล้นตลาด โดยตั้งราคาขั้นต่ำบังคับให้ผู้ผลิตพัฒนาคุณภาพสินค้าแทนการแข่งขันด้วยราคา ซึ่งแม้จะช่วยดัน GDP เพิ่มขึ้น 100-150 bps แต่ยังไม่เพียงพอต่อการแก้ไขปัญหาโครงสร้างที่ลึกซึ้งของเศรษฐกิจจีน

บทสรุปผู้บริหาร: เศรษฐกิจไทย

- **เศรษฐกิจไทยไตรมาสที่ 4 ปี 2025 และปี 2026:** เศรษฐกิจไทยจะเข้าสู่ช่วงชะลอตัวที่รุนแรงขึ้นและลากยาวสู่ครึ่งแรกของปี 2026 โดยใน 4 ไตรมาสนับจากนี้อาจขยายตัวได้ต่ำกว่า 1% ทำให้ทั้งปี 2025-2026 เศรษฐกิจไทยคาดขยายตัวได้เพียง 1.8% และ 1.4% ตามลำดับ ปัจจัยเสี่ยงหลักได้แก่ สัญญาณเศรษฐกิจชะลอตัวที่เด่นชัดขึ้นตั้งแต่เดือนมิถุนายน ความผันผวนทางการเงินจากนโยบายการเงินสหรัฐที่ไม่แน่นอน สินค้าคงคลังที่อาจหดตัวอีกครั้งในครึ่งปีหลังท่ามกลางการค้าโลกที่แย่งลง และภาคการเกษตรที่เผชิญความเสี่ยงจากราคาสินค้าเกษตรโลกที่ผันผวนและผลกระทบจากสงครามการค้า ซึ่งจะกระทบรายได้เกษตรกรและการบริโภคภายในประเทศ รวมถึงจำนวนนักท่องเที่ยวที่ชะลอตัวลงกระทบต่อภาคบริการ
- การก่อตั้งรัฐบาลภูมิไทยภายใต้การนำของนายอนุทิน ชาญวีรกูล เป็นจุดเปลี่ยนสำคัญ แม้จะอยู่ภายใต้ข้อจำกัดระยะเวลา 4 เดือนและเป็นรัฐบาลเสียงข้างน้อย แต่อาจส่งผลกระทบเชิงบวกต่อเศรษฐกิจได้จากโครงการคนละครึ่งรูปแบบใหม่ด้วยงบประมาณ 2.5 หมื่นล้านบาทซึ่งอาจกระตุ้น GDP ได้ประมาณ 0.1% การแต่งตั้ง ดร.เอกนิติ นิติทัณฑ์ประภาศ ที่มีประสบการณ์บริหารราชการ รัฐวิสาหกิจ และเอกชนเป็นรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังน่าจะช่วยสร้างความเชื่อมั่น ประกอบกับการปรับเปลี่ยนหัวหน้าหน่วยงานเศรษฐกิจสำคัญพร้อมกันอาจทำให้ความร่วมมือเชิงนโยบายเพิ่มขึ้น และโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่อาจดำเนินต่อไปตามแผนเดิมโดยใช้เงินกู้และงบรัฐวิสาหกิจ ซึ่งจะเป็นผลบวกต่อตลาดเงินตลาดทุนไทยระยะสั้น
- เงินเฟ้อที่อยู่ต่ำกว่ากรอบเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทยต่อเนื่องในปี 2025-2026 ที่ 0.25% และ 0.27% จากราคาน้ำมันที่ยังตกต่ำ ราคาสินค้าเกษตรที่อาจลดลงจากภาวะ La Nina และความต้องการในประเทศที่ซึมเซา หนุบโอกาสการลดดอกเบี้ยในวัฏจักรนี้ได้ 3 ครั้ง ทำให้ดอกเบี้ยนโยบายลงไปสู่ 0.75% แต่แม้ทิศทางดอกเบี้ยไทยจะลดลง ค่าเงินบาทน่าจะแข็งค่าต่อเนื่องจากการอ่อนค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ ภายใต้นโยบายผ่อนคลายของ Fed ขณะที่การลดดอกเบี้ยของไทยเผชิญข้อจำกัดเชิงนโยบาย ทำให้คาดการณ์ค่าเงินบาทอาจแตะระดับ 31-32 บาทต่อดอลลาร์ในปี 2026
- ท่ามกลางความท้าทายเหล่านี้ ประเทศไทยจำเป็นต้องปฏิรูปเชิงโครงสร้าง 3 ด้านหลัก ด้านการคลัง รัฐบาลควรพิจารณาปรับแก้กฎหมายวินัยการเงินการคลังเพื่อเปิดโอกาสทำโครงการขนาดใหญ่ โดยหากสามารถผลักดันการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานประมาณ 2.6 ล้านล้านบาทจะเพิ่มการเติบโตทางเศรษฐกิจได้ 0.54-1.27% ต่อปี ด้านการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทยควรปรับปรุงกฎหมายให้มุ่งเน้นความเจริญเติบโตควบคู่เสถียรภาพการเงินและแก้ไขกฎระเบียบให้สามารถทำนโยบายการเงินอย่างยืดหยุ่นมากขึ้น และด้านการพัฒนา สภาพัฒน์ฯ ควรเน้นการวิเคราะห์ภูมิรัฐศาสตร์ที่เปลี่ยนแปลงเพื่อวางยุทธศาสตร์ประเทศด้านคมนาคมและเทคโนโลยี ควบคู่กับการวิเคราะห์โครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานเชิงลึกเพื่อเป็นทางออกจากภาวะเศรษฐกิจโลกที่จะผันผวนรุนแรงขึ้นในช่วง 5-10 ปีข้างหน้า

Highlight Events: พัฒนาการล่าสุดเศรษฐกิจโลก-ไทยใน 4Q/25 & 2026



ประเทศ DM โดนเก็บภาษี 15% ขณะที่ EM โดนเก็บภาษีราว 20%

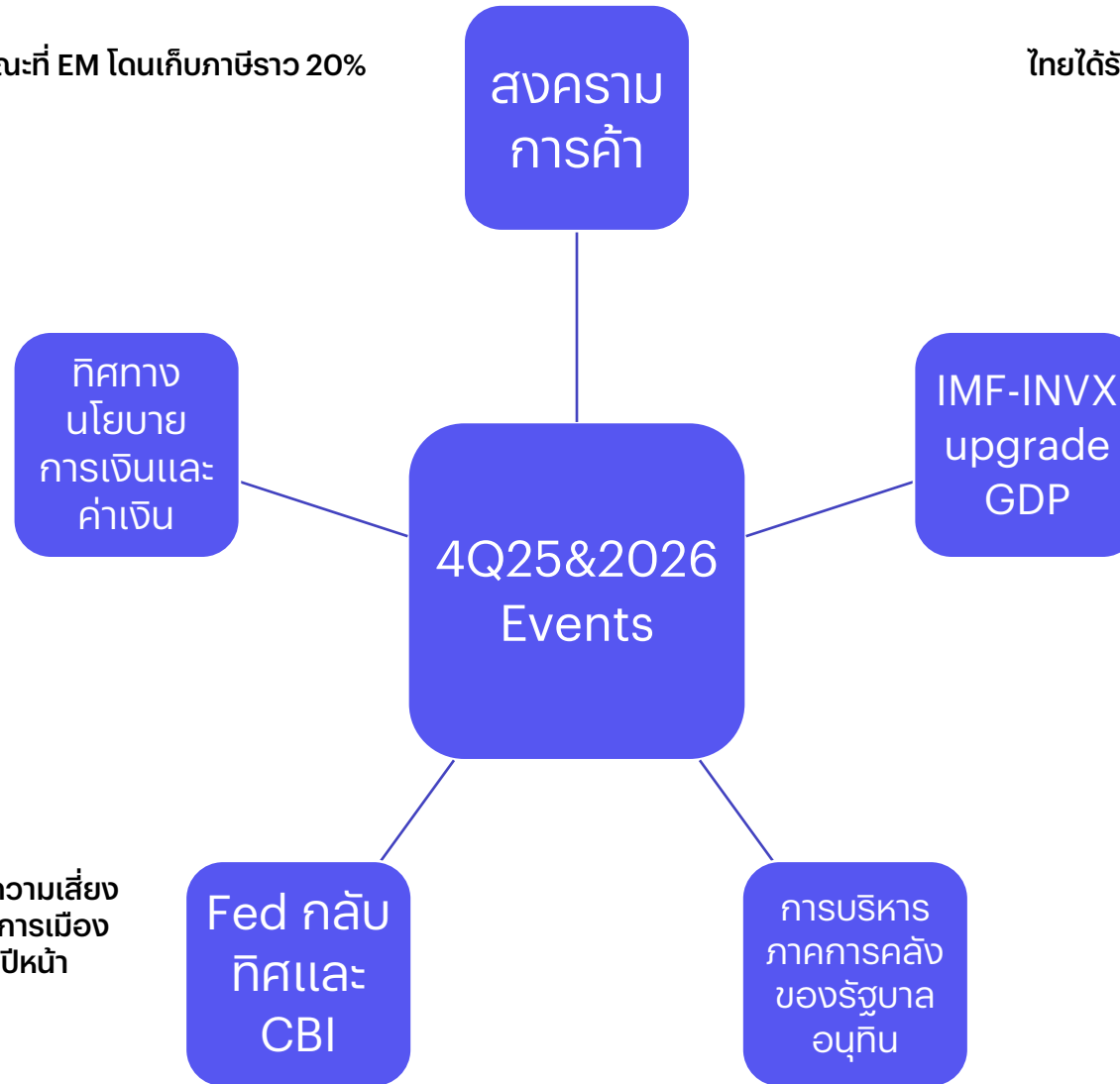
ไทยได้รับอัตราภาษีที่ 19% เท่าประเทศเอเชียอื่น

US Yield Curve จะชันขึ้น จาก Fed กลับทิศ และเสี่ยงวิกฤตการคลังในระยะยาวเพิ่มขึ้น ขณะที่ รปท. จะลดดอกเบี้ยอีก 3 ครั้ง ทำให้บาทแข็งค่าสู่ 32.0 บาทต่อดอลลาร์ใน 2026

IMF ปรับขึ้น 0.2% (pp.) INVX +0.4% (pp.)

Powell ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ย ก.ย. เนื่องจากความเสี่ยงตลาดแรงงาน แต่ INVX มองว่าเป็นการยอมต่อการเมือง และคาดว่าเงินเฟ้อจะกลับมาสูงขึ้นในปลายปี-ปีหน้า

สมว. คลังทำนใหม่ น่าจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นได้

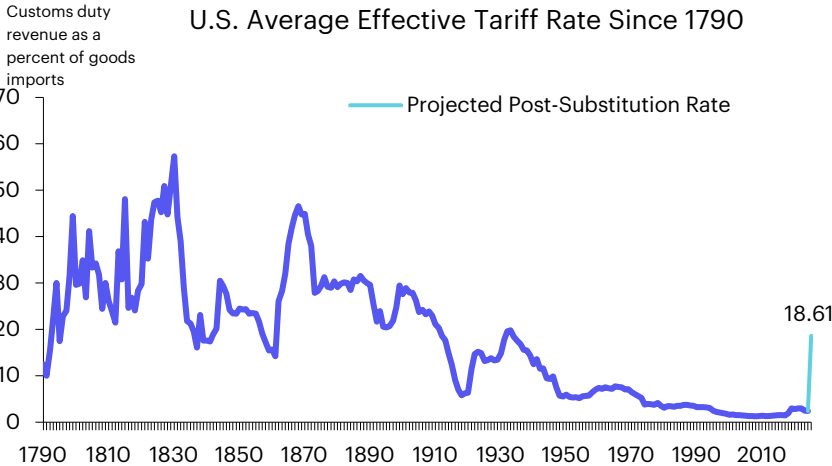


ผลของภาษีการค้าต่อเศรษฐกิจสหรัฐและเศรษฐกิจโลก



อัตราภาษีศุลกากรสหรัฐสูงสุดในรอบ 70 ปี

U.S. Average Effective Tariff Rate Since 1790



IMF และเราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะชะลอลงในปีนี้

	2024 GDP (%)	GDP in 2025		Export/ GDP (%)
		IMF Jul 25	INVX Jul 25	
World (IMF)	3.2	3.0	2.9	29%
US	2.8	1.9	1.3	12%
Eurozone	0.8	1.0	0.8	20%
Japan	-0.2	0.7	0.8	18%
China	4.8	4.8	4.4	20%
Thailand	2.7	2.0	1.8	70%

Source: Bloomberg, CEIC, Yale Budget Lap, Congressional Budget Office, INVX

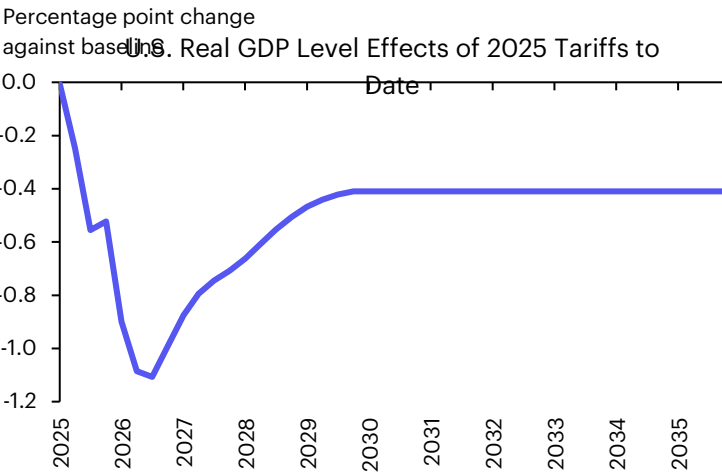
Yale Budget Lap คาดภาษีจะทำให้รายได้เพิ่มขึ้น 1.4-1.5 แสนล้านดอลลาร์ในปีนี้ (2.7ล้านล้านฯ ใน 10 ปี ส่วน CBO คาดที่ 4 ล้านล้านฯ)

USDbn	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2026-35
Conventional	151	247	237	246	254	263	273	284	295	306	318	2,723
Dynamic	142	201	178	194	211	223	232	240	248	257	265	2,248
Dynamic effect	-9	-46	-60	-52	-43	-40	-42	-44	-47	-50	-53	-475

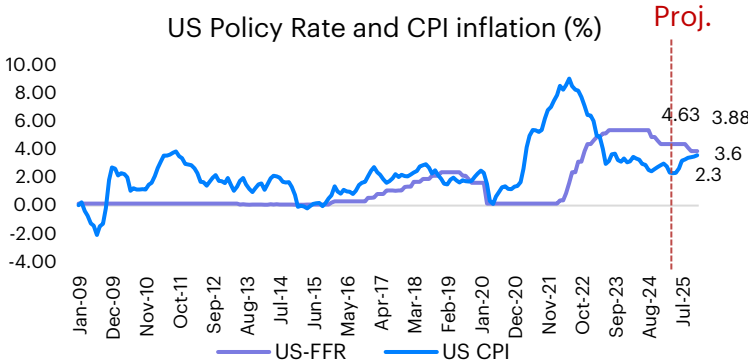
Budget Lap คาดภาษีจะทำให้เงินเฟ้อสหรัฐขึ้น 1.8% ในระยะสั้น และ 1.5% ในระยะยาว



Budget Lap คาดภาษีจะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐหดตัว -1.2% (pp.) จากกรณีฐานในปี 2026



เรายังคงเชื่อว่าเงินเฟ้อจะเข้าสู่ระดับ 3.6% ปลายปี



IMF และ INVX ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปี 2025 ขึ้น

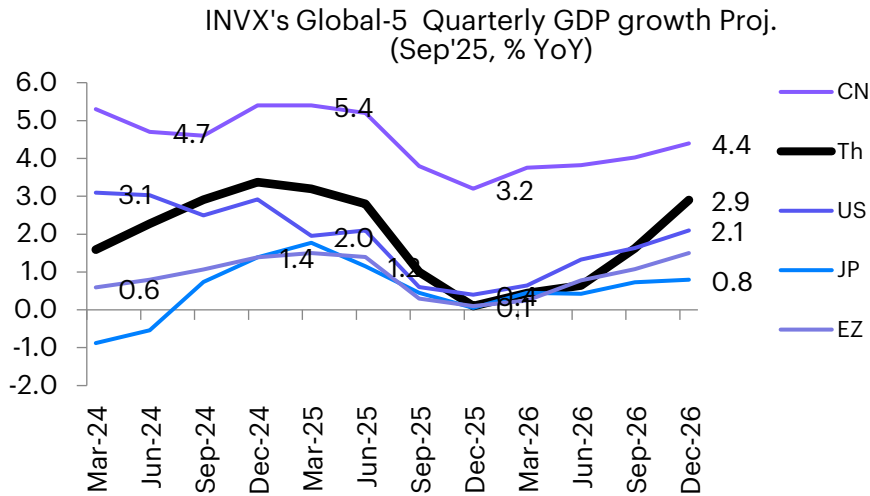
ขณะที่ปี 2026 ใกล้เคียง 2025 โดยครั้งแรกจะชะลอตัวแรงและเริ่มฟื้นในครึ่งหลัง



IMF WEO and INVX Forecast

	2024 GDP (%)	GDP 2025F (%)						2026 GDP (%)	2026 GDP (%)
		IMF Apr 25	IMF Jul 25	Impact (p.p.)	INVX Apr 25	INVX Jul 25	Impact (p.p.)	IMF Jul 25	INVX Sep 25
World (IMF)	3.2	2.8	3.0	+0.2	2.5	2.9	+0.4	3.1	3.0
US	2.8	1.8	1.9	+0.1	0.9	1.3	+0.4	2.0	1.4
Eurozone	0.8	0.8	1.0	+0.2	0.0	0.8	+0.8	1.2	0.9
Japan	-0.2	0.6	0.7	+0.1	0.8	0.8	0.0	0.5	0.6
China	4.8	4.0	4.8	+0.8	3.6	4.4	+0.8	4.2	4.0
Thailand	2.7	1.8	2.0	+0.2	1.4	1.8	+0.4	1.7	1.4

INVX Global GDP Forecast (Sep 2025)



INVX New Global GDP Proj. (Aug 2025)

- INVX มอง GDP โลกปี 2025 ดีขึ้นจากนโยบายภาษีศุลกากรสหรัฐที่มาช้าและน้อยกว่าที่ประกาศ ณ วันที่ 2 ก.พ.
- GDP โลกปี 2026 จะใกล้เคียง 2025 โดย US & EZ ดีขึ้นจากนโยบายการเงินการคลัง ส่วนจีนและไทยชะลอจากปัญหาเชิงโครงสร้าง

	Actual						Forecast									
	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	03/2025	06/2025	09/2025	12/2025	03/2026	06/2026	09/2026	12/2026	yr 2023	yr 2024	yr 2025f	yr 2026f
US	3.1	3.0	2.5	2.9	2.0	2.1	0.6	0.4	0.6	1.3	1.6	2.1	2.5	2.9	1.3	1.4
EZ	0.6	0.8	1.0	1.3	1.5	1.4	0.3	0.1	0.2	0.8	1.1	1.5	0.5	0.9	0.8	0.9
CN	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4	5.2	3.8	3.2	3.8	3.8	4.0	4.4	5.2	5.0	4.4	4.0
JP	-0.9	-0.5	0.7	1.4	1.8	1.2	0.5	0.1	0.5	0.4	0.7	0.8	1.9	0.2	0.9	0.6
Thai	1.6	2.3	2.9	3.4	3.2	2.8	1.0	0.1	0.4	0.6	1.6	2.9	1.9	2.5	1.8	1.4
Avg. 5	1.9	2.1	2.3	2.9	2.8	2.5	1.2	0.8	1.1	1.4	1.8	2.3	2.4	2.3	1.8	1.7

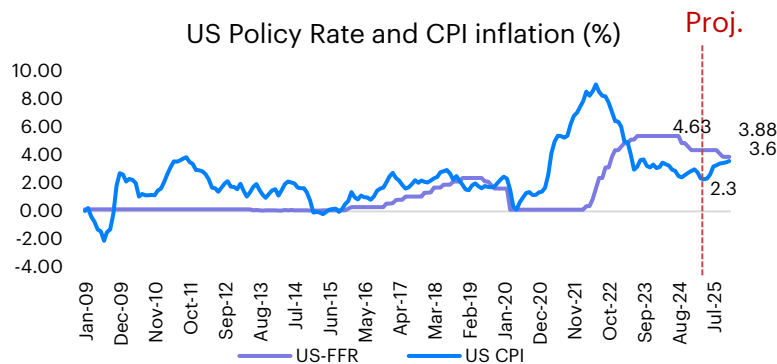
Source: IMF, INVX

เรามองว่าเป็นไปได้ที่ Fed จะลดดอกเบี้ยอย่างน้อย 1-2 ครั้ง ในปี 2025



- เรามองว่า เป็นไปได้ที่ Fed จะลดดอกเบี้ยของ Fed จาก 5.38 bps สู่ 4.1% ในการประชุมเดือน ก.ย. และหากเงินเฟ้อยังไม่สูงขึ้นมาก อาจลดได้อีกครั้งในการประชุมเดือน ต.ค.
- มาตรการภาษีของทรัมป์ จะทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง โดยเศรษฐกิจและตัวแปรอื่น ๆ เช่น ISM, NFP, U-rate, Retail sales แต่ยังไม่ได้ลดลงมากจนน่ากังวล โดยอัตราว่างงานจะยังคงอยู่ที่ประมาณ 4.3-4.4% จากตลาดแรงงานที่ตึงตัว
- ในด้านเงินเฟ้อจะมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นมาก สู่ 3.6% ในไตรมาสที่ 4
- Fed เลือกที่จะ respond ต่อความเสี่ยงอัตราว่างงานมากกว่าเงินเฟ้อตามการเปลี่ยน Monetary policy framework

การประมาณการดอกเบี้ยและเงินเฟ้อสหรัฐในปี 2024-2025 ของ INVX (ส.ค. 2025)



FFR
CPI
GDP
ISM Manu
ISM Service
NFP
U-rate
Retail Sales

การประมาณการเศรษฐกิจสหรัฐในปี 2024-2025 ของ INVX (ส.ค. 2025)

	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025
FFR	5.38	5.38	4.88	4.38	4.38	4.38	4.13	3.88
CPI	3.5	3.0	2.4	2.9	2.7	2.5	3.3	3.6
GDP	3.1	3.026	2.495	2.916	1.95195	2.1	0.6	0.4
ISM Manu	49.8	48.3	47.5	49.2	50.0	48.6	49.7	48.1
ISM Service	51.3	49.2	54.5	54.0	52.4	50.7	50.7	49.3
NFP	246.0	87.0	240.0	323.0	111.0	143.0	76.7	77.5
U-rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4
Retail Sales	3.6	2.0	2.0	4.6	4.6	2.7	3.0	3.3

Source: CEIC, Bloomberg, INVX

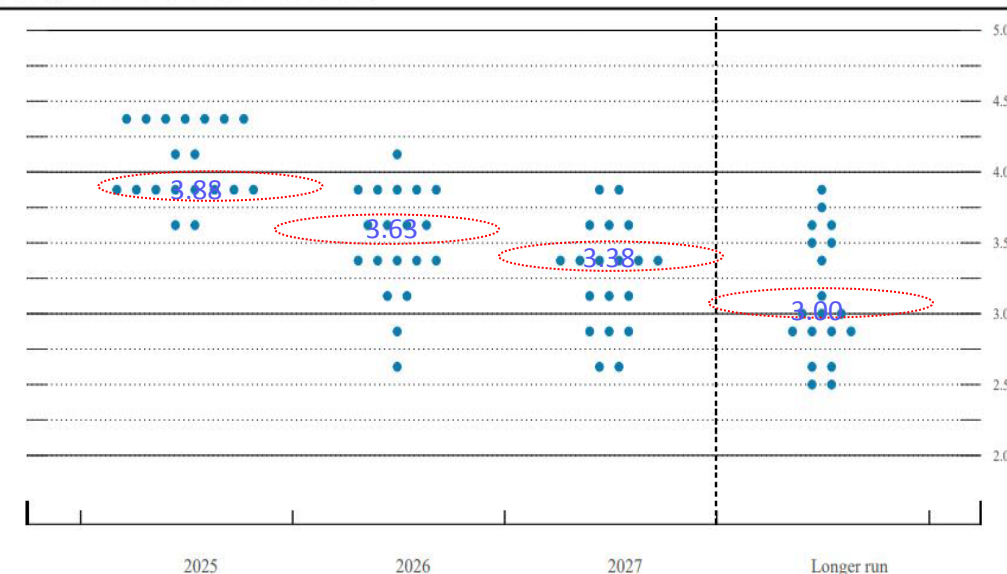
FOMC Jun 2025 Econ Projection

Variable (%)	2025	2026	2027	Longer run
GDP (Mar Proj.)	1.4	1.6	1.8	1.8
	1.7	1.8	1.8	1.8
U-rate (Mar Proj.)	4.5	4.5	4.4	4.2
	4.4	4.3	4.3	4.2
Core PCE (Mar Proj.)	3.1	2.4	2.1	
	2.8	2.2	2.0	
Fed Funds (Mar Proj.)	3.9	3.6	3.4	3.0
	3.9	3.4	3.1	3.0

Source: FOMC, INVX

Jun 2025 Dot plot

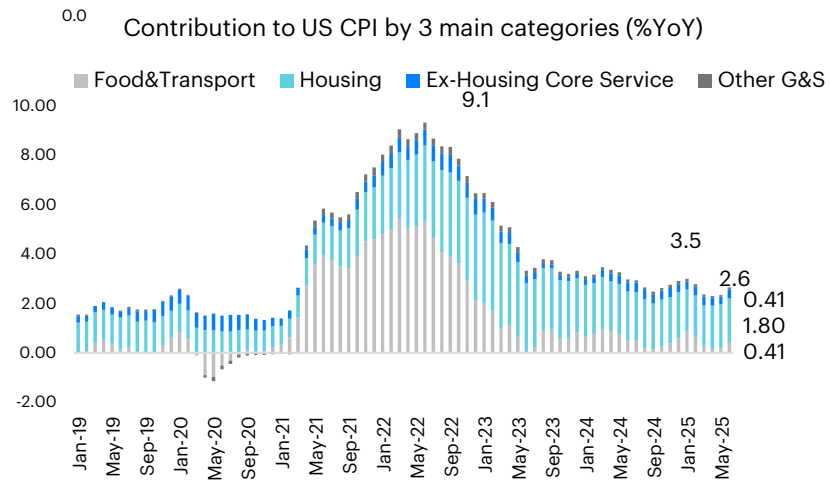
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



เรามองว่าเงินเฟ้อจะเป็นขาขึ้น และมีความเสี่ยงจะควบคุมยากในอนาคต



เงินเฟ้อผู้บริโภค (CPI) เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกองค์ประกอบ (Contribution of CPI Inflation) ทั้งราคาอาหารและการเดินทาง ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับบ้าน และค่าจ้างและอื่น ๆ



ใช้เงินของเงินเฟ้อทุกชนิดปรับตัวเพิ่มขึ้น

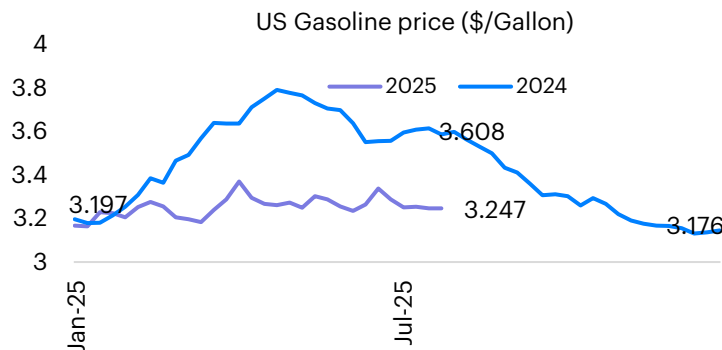
US CPI Component (%YoY)

	01/2025	02/2025	03/2025	04/2025	05/2025	06/2025	07/2025
Urban	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7
Food & Beverages	2.4	2.4	2.5	2.9	2.7	2.8	2.9
Housing	4.1	3.8	3.8	3.7	4.0	4.0	4.1
Apparel	1.3	0.5	0.5	0.3	-0.7	-0.9	-0.5
Transport	1.6	3.1	1.6	-0.8	-1.4	-1.2	-0.1
Medical Care	2.8	2.6	2.9	2.6	2.7	2.5	2.8
Recreation	1.1	1.6	1.8	1.8	1.6	1.8	2.1
Education & Comm	0.6	0.5	0.3	0.6	0.2	0.3	0.5
Core	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9

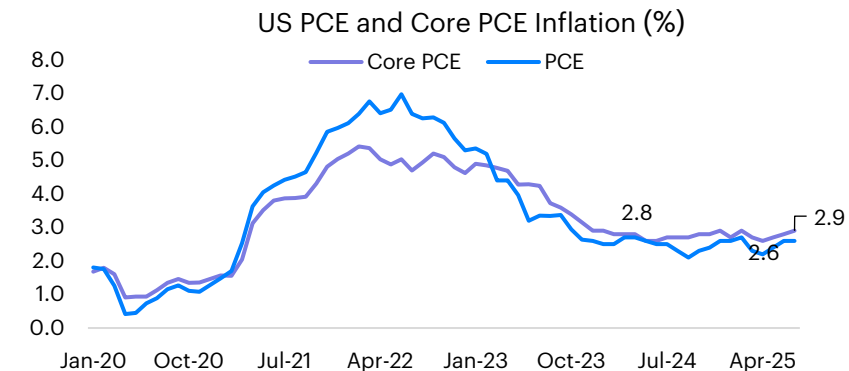
Contribution to US CPI by 3 main categories (%YoY)

	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	01/2025	02/2025	03/2025	04/2025	05/2025	06/2025	07/2025
Food&Transport	0.84	0.97	0.51	0.12	0.59	0.86	0.63	0.28	0.16	0.20	0.41	0.43
Housing	2.17	2.09	1.97	1.85	1.87	1.70	1.70	1.64	1.76	1.76	1.80	1.75
Wage+Others	0.31	0.41	0.49	0.49	0.44	0.44	0.46	0.44	0.39	0.38	0.44	0.53
CPI	3.33	3.47	2.97	2.46	2.90	3.00	2.78	2.36	2.30	2.34	2.65	2.71

ในครึ่งปีหลัง ปัจจัยฐานสูงของราคาน้ำมันจะหมดไป

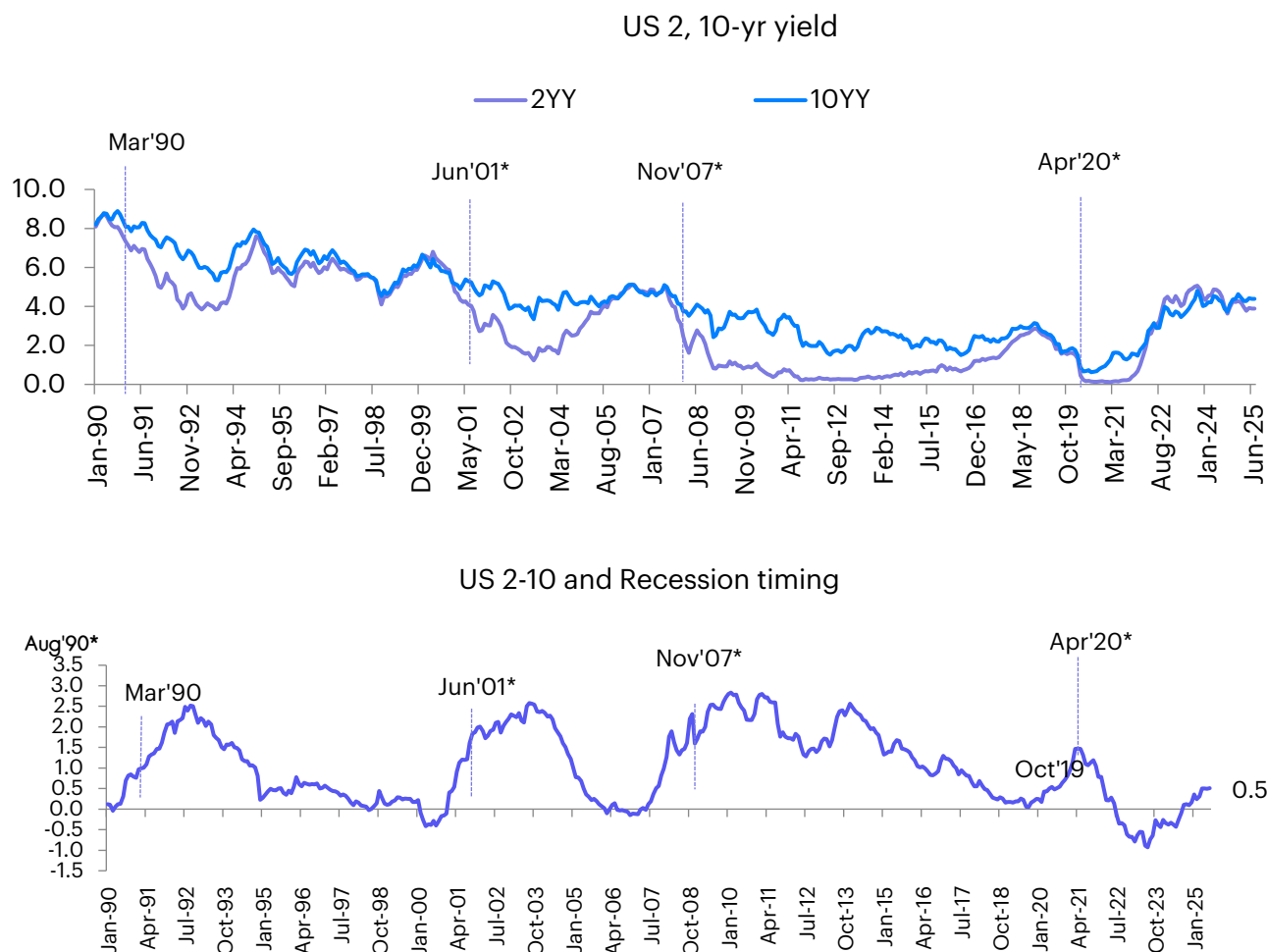


เงินเฟ้อ Core PCE ก็เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเช่นกัน



Source: Bloomberg

เรามองว่าความเสี่ยงเศรษฐกิจสหรัฐมีมากขึ้นในปี 2026



(*: Timing of Recession)

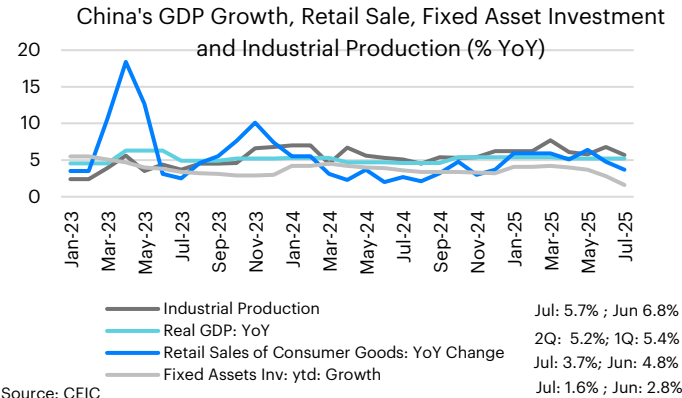
Source: CEIC, InnovestX Research

- โดยปกติแล้ว เมื่อเกิด Inverted Yield Curve จะเป็นสัญญาณของเศรษฐกิจถดถอยใน 1-2 ปีข้างหน้า แต่เวลาที่เกิดวิกฤตจริง 2-10 yield curve จะกลับมา uninverted ในระดับประมาณ 1%
- การลดดอกเบี้ยของ Fed ท่ามกลางความเสี่ยงเงินเฟ้อขาขึ้น จะทำให้ 2-10 ปรับเพิ่มขึ้น โดยจะเข้าสู่ 1.2% ในปลายปี
- Ray Dalio มองว่า จะมี 2 เหตุการณ์ที่จะนำมาซึ่งวิกฤตเศรษฐกิจสหรัฐ อันได้แก่ (1) การทำมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) อีกครั้งหนึ่ง ซึ่งจะทำให้สภาพคล่องเพิ่มมากขึ้นและดอกเบี้ยลดลง (2) รัฐบาลกลางสามารถควบคุม Fed ได้ (ซึ่งอาจเป็นไปได้มากขึ้นเมื่อทรัมป์ประกาศชื่อประธาน Fed ท่านใหม่ในกลางปีหน้า)
- เรา มองว่า วิกฤตการเงินการคลังสหรัฐมีมากขึ้นในระยะต่อไป โดยสหรัฐฯ ปัจจุบันมีรายได้ 5 ล้านล้านดอลลาร์ต่อปี แต่ใช้จ่าย 7 ล้านล้านดอลลาร์ ทำให้ขาดดุลงบประมาณปีละ 2 ล้านล้านดอลลาร์ พร้อมหนี้สะสม 36 ล้านล้านดอลลาร์ หรือ 6 เท่าของรายได้ภาษี (คิดเป็น 720% ของรายได้) โดยมีค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายปีละ 1 ล้านล้านดอลลาร์ หรือ 20% ของรายได้รัฐบาล เมื่อสหรัฐขาดดุลงบการคลังมากขึ้น (ปัจจุบันขาดดุลประมาณ 6.5% GDP) จากรายได้ไม่พอกับรายจ่าย ทำให้ต้องออกพันธบัตรมากขึ้น และจะกระทบต่อดอกเบี้ยพันธบัตรพุ่งสูงขึ้น ทำให้รัฐบาลต้องบังคับให้ธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ลดดอกเบี้ย เพื่อทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของภาครัฐลดลงและทำให้เกิดเงินเฟ้อ เพื่อให้มูลค่าที่แท้จริงของหนี้สาธารณะลดลง แต่การลดดอกเบี้ยท่ามกลางเงินเฟ้อที่เริ่มสูงขึ้น จะทำให้เงินดอลลาร์อ่อนค่าลงมากขึ้น และอาจทำให้หมดความน่าเชื่อถือในอนาคต

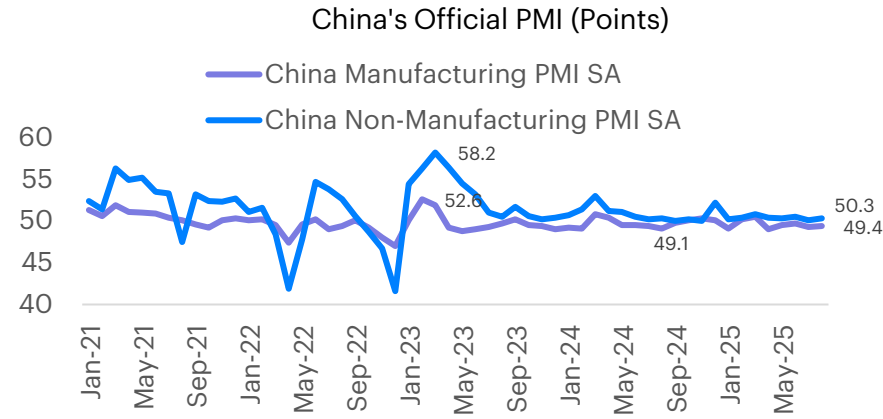
เศรษฐกิจจีนชะลอชัดเจนครึ่งปีหลังและเผชิญปัญหาโครงสร้าง



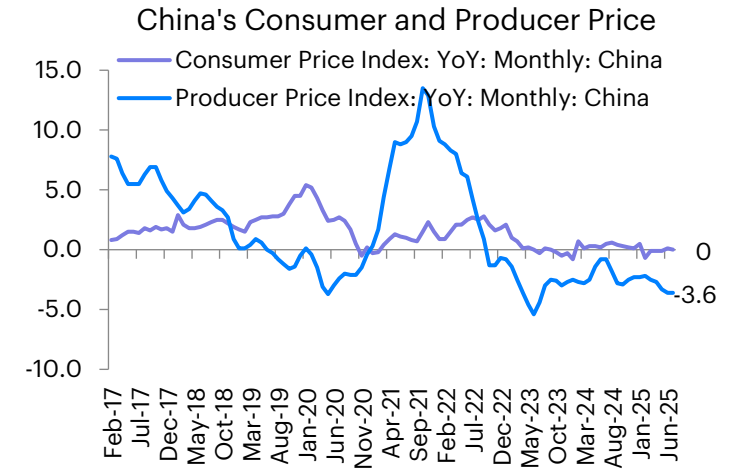
ศก. จีนส่งสัญญาณชะลอชัดเจนขึ้น



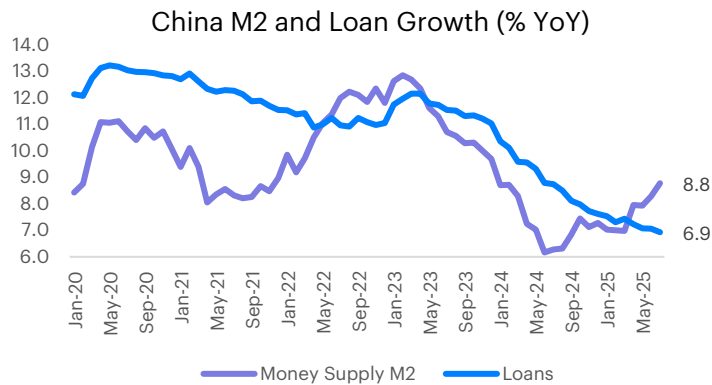
ภาคการผลิตชะลอต่อเนื่อง



ปัญหาเชิงโครงสร้างจีน: (1) เงินฝืด



(2) กับดักสภาพคล่อง

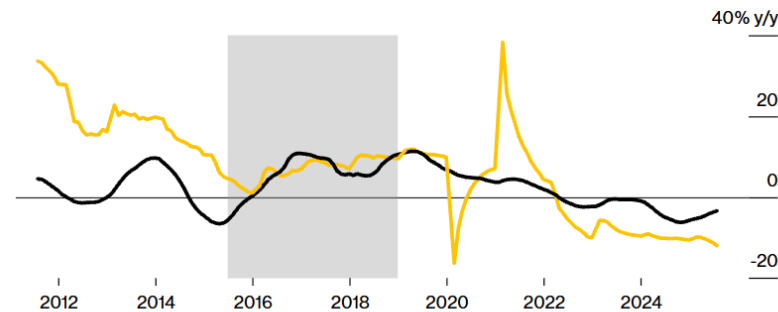


(3) วิกฤตอสังหา

China's Shantytown Policy Reverses 2015 Property Downturn

Program drove an estimated 6 trillion yuan in total property investment

▲ New home prices in 70 cities ▲ Property investment (year-to-date)
■ Shanty-town redevelopment program



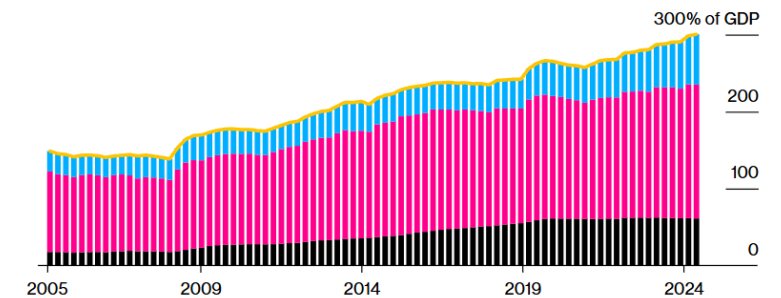
Source: National Bureau of Statistics

(4) หนี้ประชาชนสูง กดดันมาตรการภาครัฐ

Chinese Economy's Debt Level Has Soared Since 2015

Overall debt level tops 300% of gross domestic product

■ Household debt ■ Non-financial corporation debt ■ Official government debt
▲ Debt of real economy



Source: National Institution for Finance and Development

Source: CEIC, InnovestX Research

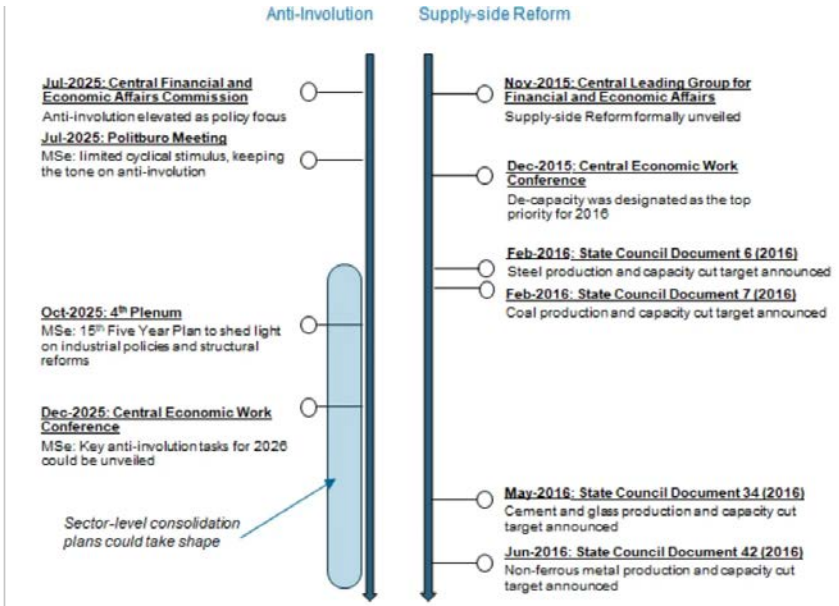
นโยบายรัฐบาลในการแก้ปัญหาเศรษฐกิจ: (1) ผ่อนคลายมาตรการ การเงินการคลัง (2) Anti-Involution



- รัฐบาลจีนได้เปลี่ยนทิศทางนโยบายเศรษฐกิจอย่างชัดเจนตั้งแต่กันยายน 2024 โดยหันมาออกมาตรการกระตุ้นอย่างต่อเนื่องเพื่อแก้ไขปัญหาโครงสร้างที่สะสมมาหลายปี รวมถึงวิกฤตเงินฝืด กับดักสภาพคล่อง และวิกฤตภาคอสังหาริมทรัพย์ที่กดดันการเติบโตของประเทศ
- มาตรการล่าสุดคือการลดหย่อนดอกเบี้ย 1% สำหรับสินเชื่ออุปโภคบริโภคและธุรกิจบริการด้วยงบประมาณ 8 หมื่นล้านหยวน ซึ่งมาในช่วงที่สินเชื่อใหม่ของธนาคารพาณิชย์จีนหดตัวสุทธิ 5 หมื่นล้านหยวนในเดือนกรกฎาคม เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2005 แม้จะมีนโยบายการเงินผ่อนคลายก็ตาม
- INVX คาดว่ามาตรการกระตุ้นเหล่านี้จะช่วยดัน GDP จีนเพิ่มขึ้น 100-150 จุดฐาน ประกอบกับการที่สหรัฐฯ เลื่อนเส้นตายการเก็บภาษีการค้าออกไป 90 วัน ทำให้ GDP จีนน่าจะขยายตัวได้ประมาณ 4.4-5.0% ตามที่คาดการณ์ไว้

- นโยบาย Anti-Involutionของจีนเป็นยุทธศาสตร์ใหม่ที่มุ่งหยุดยั้งการแข่งขันแบบทำลายล้างซึ่งเกิดจากการผลิตล้นตลาดอย่างรุนแรง ทำให้เกิดเงินฝืดติดต่อกัน 32 เดือนและราคาสินค้าอุตสาหกรรมปรับลงใน 25 จาก 30 ภาคส่วน เห็นได้จากตัวอย่างชัดเจนคือรถยนต์ไฟฟ้าที่ขายต่ำกว่า 8,000 ดอลลาร์และร้านกาแฟขายเครื่องดื่มเพียง 1 หยวน โดยนโยบายนี้จะตั้งราคาขึ้นต่ำบังคับให้ผู้ผลิตต้องพัฒนาคุณภาพสินค้าเพื่อดึงดูดผู้บริโภคแทนการแข่งขันด้วยราคา แม้จะคล้ายกับการปฏิรูปโครงสร้างฝ่ายอุปทานช่วง 2015-2017 ที่ควบคุมการผลิตเหล็กผ่านโควตา แต่การดำเนินนโยบายครั้งนี้ท้าทายกว่าเนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่ควบคุมโดยบริษัทเอกชนที่มีเทคโนโลยีสูงแทนที่จะเป็นรัฐวิสาหกิจที่ควบคุมได้ง่าย นักวิเคราะห์คาดว่านโยบายจะสำเร็จบางส่วนและเป็นประโยชน์ต่อการลงทุนในหุ้นจีนโดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ แต่อาจเพิ่มความเหลื่อมล้ำในสังคมและการว่างงานในระยะสั้น

มาตรการ	ผลต่อ GDP
โครงการแลกเปลี่ยนสินค้าอุปโภคบริโภค: เพิ่มงบ 1.5 แสนล้านหยวน	+40-50 bps
เบี้ยเลี้ยงดูเด็กทั่วประเทศ: 3.6 พันหยวนต่อเด็กต่อปี	
เพิ่มบำนาญขั้นพื้นฐาน 20 หยวนต่อเดือน	
ลดหย่อนดอกเบี้ย 1% สำหรับสินเชื่ออุปโภคบริโภคและธุรกิจบริการ งบ 8 หมื่นล้านหยวน	+30-40 bps
โครงสร้างพื้นฐานเชิงกลยุทธ์: 1 แสนล้านหยวน เช่น เชื้อเพลิงในทิเบตและรถไฟจีนเจียง-ทิเบต	
โครงการอู่เรืออุตสาหกรรม กองทุนสำหรับ AI และโครงการนวัตกรรม งบ 1.65 ล้านล้าน	
ปรับปรุงที่อยู่อาศัยในเมือง และสินเชื่อผู้ประกอบการ (Whitelist) งบ 1 ล้านล้าน	+40-50 bps
มาตรการสงเคราะห์ 6.7 หมื่นล้านหยวนสำหรับผู้ว่างงาน นักเรียน และผู้มีรายได้น้อย	



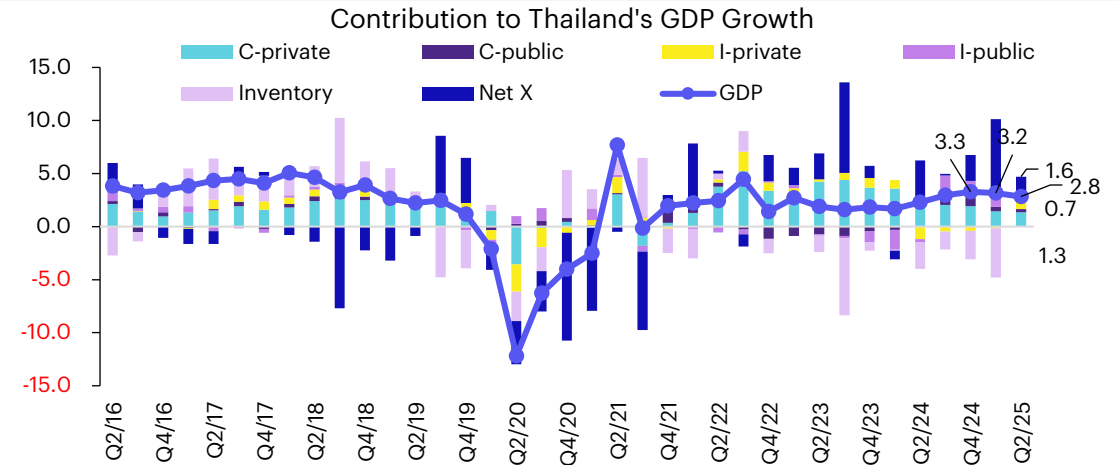
Source: Bloomberg, InnovestX Research

InnovestX คงประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 2025 ไว้ที่ 1.8% โดย ยังมีความเสี่ยงจากทั้งภายในและภายนอกประเทศรออยู่

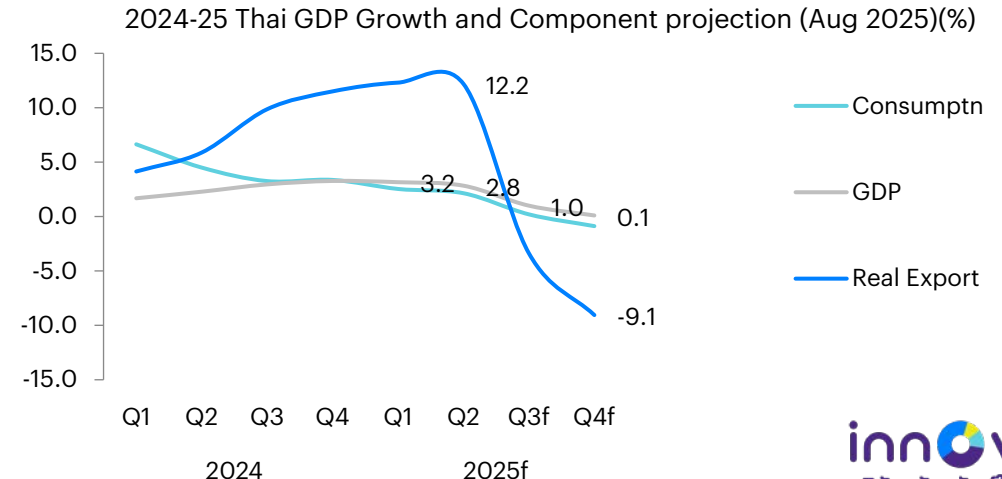


- InnovestX ยังคงมองว่าเศรษฐกิจทั้งปี 2025 คาดว่าจะขยายตัวได้ 1.8% โดยเรามองว่าไตรมาส 3 GDP จะขยายตัวได้เพียง 1.0% และลดลงเหลือ 0.1% ในไตรมาส 4 จากสัญญาณของเครื่องยนต์หลักของเศรษฐกิจทั้งการส่งออก การท่องเที่ยว และภาคเกษตร เริ่มแผ่วลงพร้อมกัน
- อีกทั้งประเทศไทยกำลังเผชิญความเสี่ยงสำคัญ 4 ด้านได้แก่
 - (1) สัญญาณเศรษฐกิจชะลอลงเริ่มเห็นเด่นชัดขึ้นตั้งแต่เดือน มิ.ย.
 - (2) ความผันผวนทางการเงินที่จะมีมากขึ้นจากนโยบายการเงินสหรัฐที่จะคาดการณ์ยาก
 - (3) สินค้าคงคลังที่มีแนวโน้มจะกลับมาหดตัวอีกครั้งในครึ่งปีหลังหลังจากการลงทุนในไตรมาสนี้เร่งตัวขึ้น
 - (4) ภาคการเกษตรที่มีความเสี่ยงมากขึ้นทั้งจากราคาสินค้าเกษตรโลกที่ผันผวนและผลกระทบจากสงครามการค้า ซึ่งจะทำให้รายได้เกษตรกรลดลงและกระทบการบริโภคภายในประเทศ
- **ปัจจัยเสี่ยงต่าง ๆ จะทำให้เศรษฐกิจในไตรมาสถัด 4 ชะลอแรง** โดยการบริโภคและลงทุนหดตัวเล็กน้อย ขณะที่ภาคการส่งออกหดตัวมากทั้งจาก Demand ต่างประเทศที่หดตัวจากสงครามการค้า

GDP ไตรมาส 2 บ่งชี้ว่า (1) Momentum เศรษฐกิจจะลดลง (2) สินค้าคงคลังจะหดตัว



INVX Macro Model ชี้ให้เห็นว่า GDP จะชะลอรุนแรงในครึ่งปีหลัง



ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานราชการล่าสุดเปรียบเทียบกับ InnovestX



Macro growth projection	Actual 2024	FPO (Jul'25) 2025F	BOT (Jul'25) 2025F	NESDC (Aug'25) 2025F	InnovestX (Aug'25) 2025F	InnovestX (Sep'25) 2026F
GDP growth	2.5	2.2	2.3	2.0	1.8	1.4
Private investment	-1.6	3.0	1.7	1.0	-0.5	-1.3
Public investment	4.8	3.9	6.0	5.2	5.5	1.2
Private consumption	4.4	3.1	2.0	2.1	1.2	0.7
Public consumption	2.5	1.2	1.2	1.2	3.7	4.0
Export value in US\$ terms (%)	5.8	5.5	4.0	5.5	5.0	-6.9
Import value in US\$ terms (%)	6.3	5.0	5.3	5.8	4.5	-4.0
Current account to GDP (%)	2.1	2.9	1.9	2.1	2.0	2.0
Headline inflation (%)	0.4	0.4	0.5	0.0-0.5	0.25	0.27
USD/THB	35.3	33.05	N/A	32.5-33.5	32.7	32.2
Policy rate (%)	2.25	N/A	N/A	N/A	1.25	0.75
No. of inbound tourists (mn)	35.5	34.5	35.0	33.0	33.8	35.0

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

ประมาณการเงินเฟ้อทั่วไปของ INVX ปี 2025-2026 อยู่ที่ 0.25% และ 0.27%



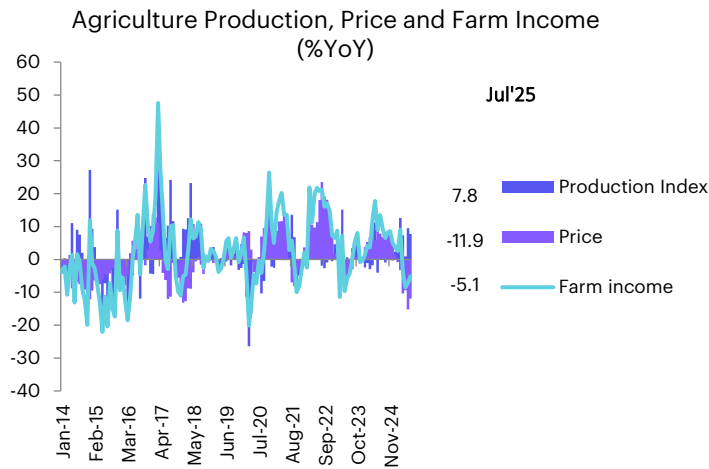
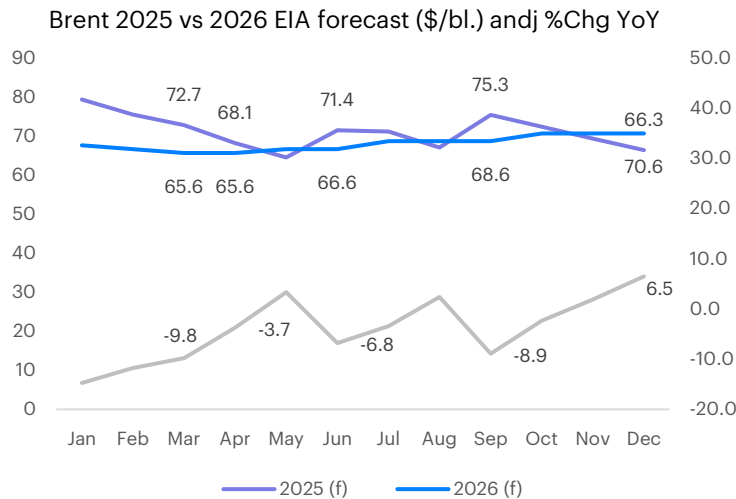
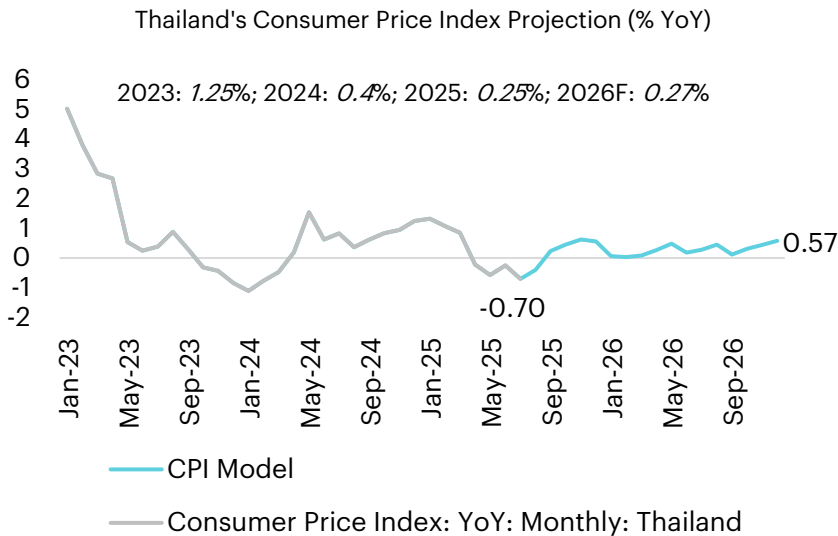
เงินเฟ้อที่อยู่ต่ำกว่ากรอบเป้าหมายของ ธปท. ต่อเนื่องทั้งปี (ที่ 0.25%) หุ่นโอกาสการลดดอกเบี้ยในช่วงครึ่งปีหลัง

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep (F)	Oct (F)	Nov (F)	Dec (F)	Avg. (F)
CPI'25	1.32	1.08	0.84	-0.22	-0.57	-0.25	-0.70	-0.79	0.20	0.40	0.60	0.55	0.25
RP'25	2.25	2.00	2.00	1.75	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25 (End)

ปี 2026 เราคาดเงินเฟ้อไทยอยู่ที่ 0.27%

จากราคาน้ำมันเฉลี่ยที่ชะลอลง ('25: \$70; '26: \$68)

ภาวะ La Nina ที่จะทำให้ราคาสินค้าเกษตรตกต่ำต่อเนื่อง



รวมถึงการส่งออกเงินฝืดจากจีน (มาตรการ Anti-involution) และความต้องการในประเทศที่ตกต่ำ

Source: TPSO, CEIC, InnovestX Research



นโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลภูมิไไทย

- เรามองว่า รัฐบาลอนุทิน ชาญวีรกูล ภายใต้ข้อจำกัดระยะเวลา 4 เดือนและการเป็นรัฐบาลเสียงข้างน้อย จะสามารถสร้างผลกระทบเชิงบวกต่อเศรษฐกิจได้อย่างจำกัด โดยความเคลื่อนไหวที่อาจเกิดในระยะต่อไปได้แก่
 - (1) โครงการคนละครึ่งรูปแบบใหม่ด้วยงบประมาณ 3-5 หมื่นล้านบาทจากงบกลางที่มี 6.3 แสนล้านบาท ซึ่งอาจกระตุ้น GDP ได้ประมาณ 0.13%
 - (2) การแต่งตั้งนักวิชาการและผู้บริหารกระทรวงการคลังอย่าง ดร.เอกนิติ นิติทัณฑ์ประภาศ เป็น รมว. คลังจะช่วยสร้างความเชื่อมั่น โดย ดร. เอกนิติ เคยเป็นทั้ง ผอ. สำนักนโยบายเศรษฐกิจมหภาค สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) ผอ. สำนักงานคณะกรรมการรัฐวิสาหกิจ (สคร.) อธิบดีกรมสรรพากร กรมสรรพสามิต และกรมธนารักษ์ รวมถึงเป็นประธานบอร์ดรัฐวิสาหกิจและบริษัทมหาชนหลายแห่ง จึงมีความรู้ความเชี่ยวชาญ ทั้งในแง่เศรษฐกิจมหภาค กรมจัดเก็บ รัฐวิสาหกิจ และภาคธุรกิจ รวมถึงมีความสัมพันธ์อันดีกับคุณวิทย์ รัตนกร ว่าที่ผู้ว่าการฯ รพท. ในฐานะเพื่อนร่วมรุ่นคณะเศรษฐศาสตร์ ม. ธรรมศาสตร์ จึงน่าจะสามารถเป็นกลจักรสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยได้ดี
 - (3) โครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่อย่างรถไฟไฟฟ้าและรถไฟความเร็วสูงจะดำเนินต่อไปตามแผนเดิม โดยใช้เงินกู้และงบรัฐวิสาหกิจ ไม่ได้รับผลกระทบจากนโยบายใหม่ ขณะที่การเบิกจ่ายงบกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลเพื่อไทย วงเงิน 1.1 แสนล้านบาท อาจผลักดันได้ต่อเนื่อง
 - (4) ผลต่อตลาดการเงิน ตลาดหุ้นไทยอาจได้รับแรงหนุนระยะสั้นจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยเฉพาะโครงการคนละครึ่ง และโครงการโครงสร้างพื้นฐาน อย่างไรก็ตาม ค่าเงินบาทยังคงแข็งค่าต่อเนื่อง ขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรอาจยังคงปรับตัวลดลงจากเศรษฐกิจในประเทศที่ยังคงซึมเซาและเงินเฟ้อที่ต่ำ

การวิเคราะห์วงเงินงบประมาณปี พ.ศ. 2569 ในส่วนงบโครงการคนละครึ่งรูปแบบใหม่

หัวข้อวิเคราะห์	รายละเอียดวงเงิน (ล้านบาท)	ความเป็นไปได้	ผลกระทบงบประมาณปี 2569
งบประมาณรายจ่ายประจำปี พ.ศ. 2569	3,780,600	✅ ผ่านสภาแล้ว	กรอบงบประมาณจำกัด เพิ่มขึ้นเพียง 0.7%
งบกลางสำหรับเหตุฉุกเฉิน การชำระหนี้ และโครงการพิเศษ	632,968	✅ มีอยู่	ลดลงจากปีก่อน 209,032 ล้านบาท
งบโครงการคนละครึ่ง (ตามประสบการณ์โครงการเดิม)	25,000	เป็นไปได้	ใช้งบกลาง 4% ของทั้งหมด (อาจให้ผลบวกประมาณ +0.1% GDP)

Source: Fiscal Policy Office, InnovestX Research, Bangkok Business News



ไทม์ไลน์การเมืองไทยของรัฐบาลอนุทิน

- รัฐบาลอนุทิน ชาญวีรกูล เริ่มต้นจากการรับตำแหน่งนายกรัฐมนตรีในช่วง ต.ค. 2568 โดยรัฐบาลมีกรอบเวลาทำงานเพียง 4 เดือนก่อนจัดการเลือกตั้งใหม่ตามข้อตกลงกับพรรคประชาชน ในช่วง ก.พ.-มี.ค. 2569 โดยรัฐบาลจะต้องเร่งดำเนินนโยบายระยะสั้นอย่างโครงการคนละครึ่งรูปแบบใหม่และการรักษาความต่อเนื่องของโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่อนุมัติแล้ว
- ขณะเดียวกันต้องเตรียมการสำหรับการเลือกตั้ง และเร่งรัดกระบวนการจัดทำงานงบประมาณให้ผ่าน ครม. ในช่วง ก.พ.-มี.ค. 2569 ซึ่งช่วงเวลาสั้นนี้ทำให้รัฐบาลอนุทินต้องมุ่งเน้นการรักษาเสถียรภาพทางการเมืองและเศรษฐกิจเป็นหลัก มากกว่าการสร้างการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างระยะยาว โดยความสำเร็จจะวัดจากความสามารถในการผ่านพ้นช่วงเปลี่ยนผ่านนี้ไปได้อย่างราบรื่น และการวางรากฐานที่ดีให้กับรัฐบาลถัดไป

	รัฐบาลอนุทิน
ก.ย. 68	- สภาฯ เข้ากระบวนการเลือก นรม. ใหม่
ต.ค. 68	- เริ่มต้นปีงบประมาณใหม่/ ได้ ครม. ใหม่ หลังการถวายสัตย์ฯ / อภิปรายนโยบายรัฐบาล/ ผลักดันประเด็นการเจรจาการค้ากับรัฐบาลทวีป/ FTA ไทย-EU/ พรก. ที่เกี่ยวข้อง กับ กสท./ เริ่มเตรียมการโครงการคนละครึ่งรูปแบบใหม่
พ.ย. 68-ธ.ค. 68	- ครม. เร่งโครงการคนละครึ่งรูปแบบใหม่ และโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านโครงสร้างพื้นฐาน (1.1 แสนล้านบาท) รองรับผลกระทบภาษีทวีป
ม.ค. 69	- เร่งรัดนโยบายต่าง ๆ ที่สัญญา กับประชาชน - เริ่มกระบวนการพิจารณา จปม. ปี 70
ก.พ. 69- มี.ค. 69	- เตรียมประกาศยุบสภาฯ - ยุบสภาและเตรียมการเลือกตั้งใหม่ - กระบวนการงบประมาณหยุดชะงัก
เม.ย. 69 - พ.ค. 69	- เลือกตั้งเสร็จสิ้น - สภาฯ เข้ากระบวนการเลือก นรม. ใหม่ - กระบวนการงบประมาณเดินหน้าต่อ (ล่าช้า 1-2 เดือน)
มิ.ย. 69	- ร่าง จปม. 70 ผ่าน กฎปฏิภาและ ครม.

Source: InnovestX Research

INVX ปรับคาดการณ์ค่าเงินบาทปี 2025 สู่ 32.8 บาท/ดอลลาร์ และจาก 32.2 บาท/ดอลลาร์ ในปี 2026



Timing	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
US CPI (%)	5	3	3.7	3.3	3.2	3.2	2.8	2.9	2.7	2.46	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
FFR (%)	4.88	5.13	5.38	5.38	5.38	5.38	4.88	4.38	4.38	4.38	4.13	3.88	3.63	3.38	3.38	3.38
2YY (%)	4.06	4.87	5.03	4.23	4.5	4.82	4.15	4.14	4.15	3.86	3.7	3.5	3.4	3.45	3.5	3.60
2YY-FFR (%)	-0.82	-0.26	-0.35	-1.15	-0.88	-0.56	-0.73	-0.24	-0.23	-0.52	-0.43	-0.38	-0.23	0.08	0.13	0.23
1OYY (%)	3.48	3.81	4.59	3.88	4.16	4.44	4.05	4.27	4.45	4.35	4.35	4.3	4.3	4.6	4.8	5.0
10YY-2YY (%)	-0.58	-1.06	-0.44	-0.35	-0.34	-0.38	-0.1	0.13	0.30	0.49	0.65	0.80	0.90	1.15	1.30	1.40
DXY (Index)	103.4	102.5	103.2	104.6	103.5	105.2	103.6	105.2	106.7	99.8	100.5	99	97	98	98	101
Thai RP-1 (%)	1.75	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	1.75	1.50	1.25	1.00	0.75	0.75	0.75
Exports (YoY)	-3.30%	-5.80%	0.30%	6.40%	-0.60%	4.30%	7.50%	10.50%	15.20%	14.70%	0.00%	-8.70%	-9.50%	-13.40%	-5.30%	3.80%
USDTHB	34.1	35.3	36.6	34.3	35.6	36.8	34.8	34	33.9	33.1	32.5	32	31.7	32.0	32.4	32.7

- เราเชื่อว่า ธปท.จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 2 ครั้งในปี 2026 มาอยู่ที่ 0.75% ภายในครึ่งปีหลังของปี 2026 เราคาดว่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลมาจากดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลงภายใต้นโยบายผ่อนคลายทางการเงินของ Fed (เราเชื่อว่า Fed จะลดอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้งในปี 2025 และอีก 2 ครั้งในปีหน้า รวมเป็น 1%) ในขณะที่ประเทศไทยสามารถลดดอกเบี้ยได้เพียง 0.75% (3 ครั้ง ครั้งละ 0.25%) เนื่องจากขีดความสามารถของนโยบายการเงิน (policy space) มีจำกัด ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้น เราคาดการณ์ค่าเงินบาทโดยเฉลี่ยที่ 32.8 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในปี 2025 และ 32.2 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในปี 2026 โดยมองว่ามีโอกาสแข็งค่าแตะระดับ 30-31 บาทในช่วงต้นปีหน้า

	2024 AVG	2025 AVG	2026 AVG
USD/THB	35.3	32.8	32.2



แนวโน้มและเริ่มการลงทุน 4Q25



สรุปภาพรวมตลาด 3Q25

หุ้นแนะนำใน 3Q25 ของเรา ผลตอบแทนแยกกว่า SET อยู่ 2%

ตลาดหุ้นไทยฟื้นตัวกลับขึ้นมาอย่างแข็งแกร่งใน 3Q25TD โดย SET Index ปรับตัวขึ้นถึง 16% พลิกกลับจากผลงานที่ย่ำแย่ใน 1H25 และให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาดภูมิภาคถึง 11% และดีกว่าตลาดโลก 10% การฟื้นตัวที่โดดเด่นนี้เกิดจากหลายปัจจัย: 1) ผลกระทบจากมาตรการภาษีสหรัฐฯ ที่น้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ 2) ข้อตกลงหยุดยิงระหว่างไทยและกัมพูชา 3) จำนวนนักท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป 4) ปัญหาความขัดแย้งทางการเมืองของไทยที่คลี่คลายลง และ 5) อัตราดอกเบี้ยที่ลดลง หลังจากทำผลงานได้แยกว่ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาคอย่างมีนัยสำคัญใน 1H25 ตลาดหุ้นไทยก็ฟื้นตัวอย่างโดดเด่นใน 3Q25 ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นการฟื้นตัวที่สมเหตุสมผล เนื่องจากปัจจัยลบและความเสี่ยงสำคัญๆ ที่เคยกดดันตลาดเริ่มทยอยคลี่คลายลงท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอลง

นักลงทุนต่างชาติยังคงขายสุทธิในตลาดหุ้นไทย 150 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 3Q25TD ต่อเนื่องจากที่ขายสุทธิ 1.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 2Q25 การขายสุทธิเกิดขึ้นในตลาดอาเซียนเช่นกัน โดยอินโดนีเซียมีเบ็ดเงินไหลออก 90 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (เทียบกับ -1.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 1Q25) เวียดนาม 1.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ (เทียบกับ -668 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 1Q25) มาเลเซีย 1.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ (เทียบกับ -539 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 1Q25) และฟิลิปปินส์ 131 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (เทียบกับ -362 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 1Q25) เงินทุนยังคงไหลออกจากภูมิภาคอย่างต่อเนื่อง เพราะนักลงทุนกังวลเกี่ยวกับอุปสงค์ในจีนที่ยังฟื้นตัวช้า และผลกระทบจากนโยบายภาษีของรัฐบาลทรัมป์

ตลาดหุ้นไทยทำผลงานได้ดีกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย โดยให้ผลตอบแทนเป็นบวกที่ 16% ใน 3Q25TD โดยมี 4 กลุ่มอุตสาหกรรมหลักที่ช่วยสนับสนุน SET Index อย่างมีนัยสำคัญ: กลุ่มขนส่ง (THAI, AOT, BA, AAV), กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA, KCE, HANA), กลุ่มเงินทุน (SAWAD, TIDLOR, THANI) และกลุ่มวัสดุ (SCC, PTTGC) ซึ่งเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่ปรับตัวดีขึ้นและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ในขณะที่บางกลุ่มทำผลงานได้ดี แต่ก็มีบางกลุ่มที่ทำผลงานได้แยกว่ตลาด เช่น กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม (CPF, BTG), กลุ่มการแพทย์ (BDMS, BCH) และกลุ่มสื่อสาร (TRUE, ADVANC)

แม้ว่าตลาดหุ้นไทยทำผลงานได้ดีกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาค แต่หุ้นแนะนำของ INVX ให้ผลตอบแทนแยกกว่าตลาด โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 14% อย่างไรก็ตาม หุ้นแนะนำทุกตัวให้ผลตอบแทนเป็นบวก โดยราคาหุ้น SCC MTC และ DIF ปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งจากแนวโน้มกำไรที่ดีขึ้นและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ขณะที่ BCH และ CPF ให้ผลตอบแทนแยกว่ตลาด โดยมีสาเหตุมาจากความขัดแย้งบริเวณชายแดนไทย-กัมพูชา และราคาสุกรที่ลดลง ตามลำดับ

Price performance ของสินทรัพย์ลงทุนประเภทต่างๆ ใน 3Q25

SET, จีน outperform; ทองคำโดดเด่น; EU, น้ำมัน underperform



3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	
7.1%	13.9%	71.7%	18.4%	27.2%	57.0%	66.7%	6.4%	21.3%	46.9%	19.0%	30.6%	16.1%	SET
3.7%	12.7%	8.0%	8.3%	3.3%	11.6%	20.6%	5.6%	13.2%	7.6%	14.8%	13.7%	10.9%	MSCI China
1.4%	11.0%	7.8%	7.0%	3.2%	11.2%	13.6%	4.3%	11.4%	5.2%	7.9%	11.6%	8.6%	Gold
-1.7%	9.8%	7.5%	2.7%	0.1%	9.4%	10.2%	4.1%	9.4%	4.0%	7.7%	11.0%	6.3%	Nikkei 225
-2.6%	9.6%	7.0%	1.6%	-0.4%	8.1%	8.1%	3.9%	7.8%	2.1%	5.2%	10.9%	4.9%	AEJ
-3.2%	9.2%	6.2%	1.4%	-2.1%	7.6%	7.0%	1.5%	7.8%	-0.4%	4.6%	10.6%	4.5%	S&P 500
-4.5%	7.1%	5.3%	0.9%	-2.5%	7.4%	4.0%	1.5%	7.4%	-1.1%	2.6%	5.7%	4.4%	EM
-4.7%	7.0%	4.1%	0.4%	-3.1%	6.4%	3.1%	1.3%	7.0%	-1.6%	2.4%	5.3%	3.5%	DM ex US
-4.8%	5.0%	3.6%	-0.1%	-3.4%	6.3%	2.0%	1.2%	5.8%	-2.9%	2.0%	4.8%	3.3%	IG Bond
-5.3%	4.8%	3.5%	-0.9%	-3.6%	6.1%	1.9%	0.0%	5.5%	-3.4%	1.7%	4.8%	2.9%	Bitcoin
-7.6%	4.8%	3.1%	-2.2%	-3.7%	5.0%	1.8%	-0.1%	4.0%	-3.6%	1.4%	3.3%	2.1%	High Yield Bond
-8.1%	4.3%	1.9%	-2.4%	-3.7%	4.3%	1.5%	-0.2%	3.0%	-4.8%	0.1%	1.7%	1.4%	STOXX 600
-10.6%	1.2%	1.0%	-2.5%	-4.0%	-3.8%	0.9%	-1.2%	2.2%	-6.0%	-3.9%	1.4%	0.9%	Dollar Index
-12.5%	0.6%	-1.0%	-3.8%	-4.1%	-4.6%	-0.9%	-1.9%	-0.6%	-7.6%	-4.6%	-4.1%	0.4%	Commodities
-14.6%	-2.3%	-3.6%	-6.1%	-4.2%	-4.7%	-2.0%	-2.0%	-4.2%	-7.8%	-10.7%	-5.9%	-0.2%	Global Treasury
-23.1%	-7.7%	-6.5%	-6.6%	-4.4%	-5.9%	-2.7%	-5.6%	-4.8%	-7.8%	-12.1%	-7.0%	-0.8%	EM Currencies
-23.4%	-14.9%	-7.1%	-10.8%	-10.9%	-19.2%	-2.9%	-12.6%	-16.9%	-8.1%	-17.3%	-9.5%	-3.1%	Brent Oil

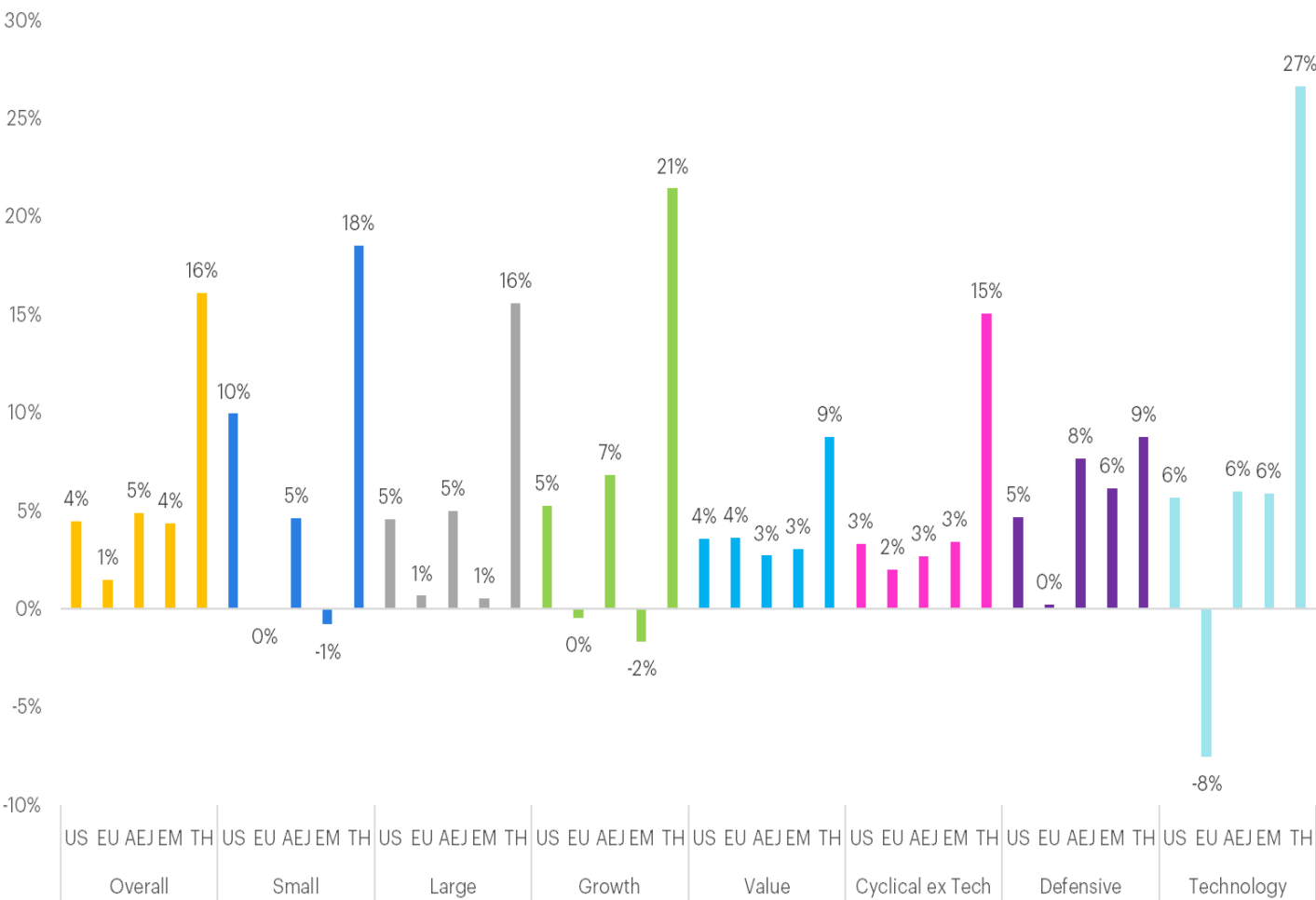
Source: Bloomberg, InnovestX Research

Price performance ใน 3Q25

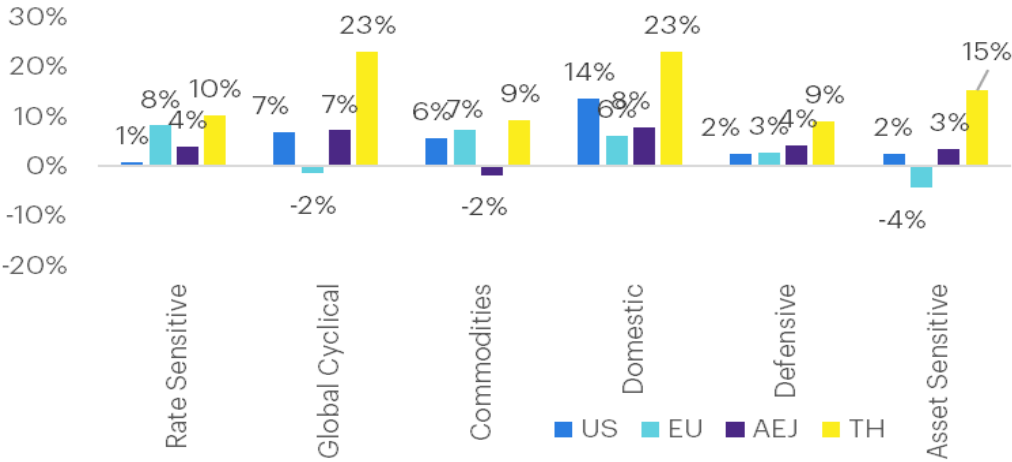
หุ้นเทคโนโลยี หุ้นเช็งฮง และ small-cap ปรับตัว outperform



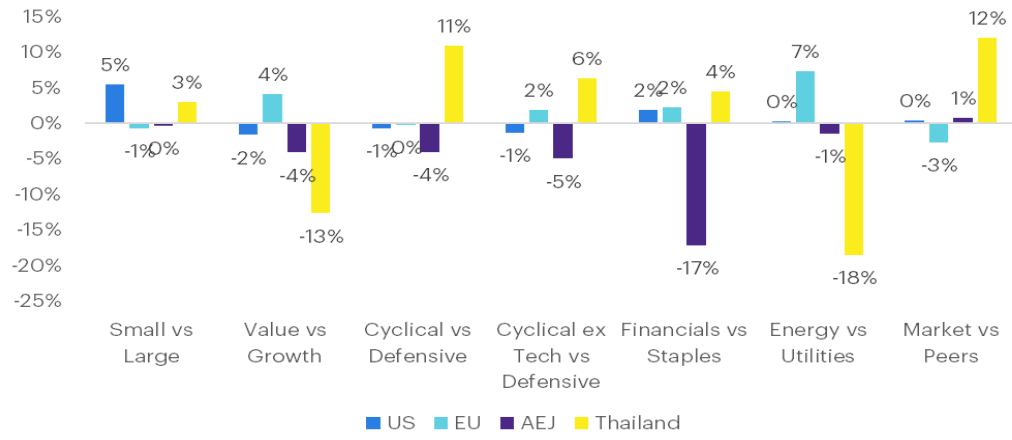
Performance comparison in 3Q25 (as of 5 Sep 2025)



2Q25 basket returns (as of 6 June 2025)



Relative performance in 3Q25 (as of 5 Sep 2025)



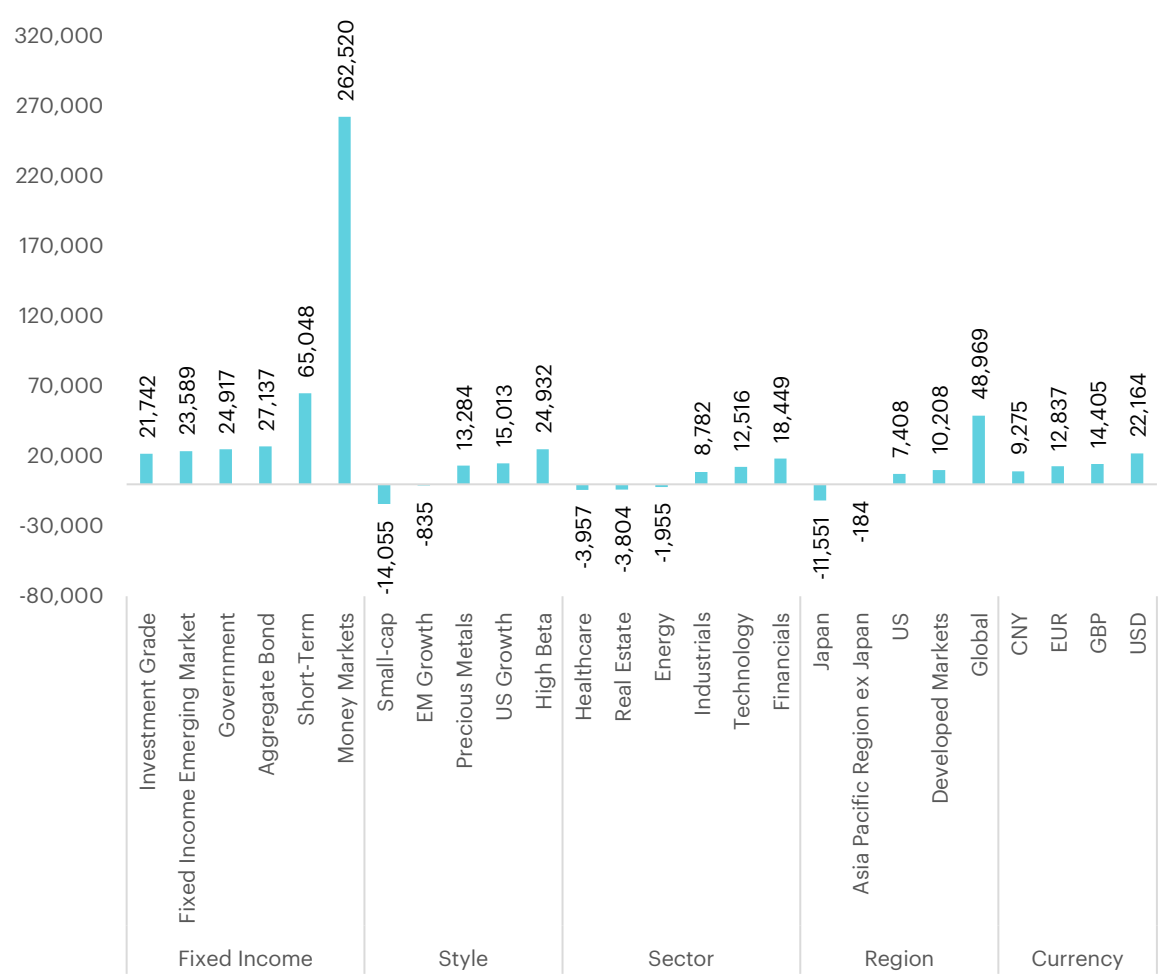
Source: Bloomberg, InnovestX Research



พลวัตของกระแสเงินทุน

ความสนใจย้ายเบ็ดลงทุนไปยัง EM, small-cap, หุ้นเชิงรับ และกลุ่ม non-tech มีจำกัด

Fund Flows - 3QTD (as of 5 Sep 2025)



Source: EPFR, Haver Analytics

ในไตรมาสที่ 3 ปี 2025 มีการปรับพอร์ตการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยนักลงทุนหันมาให้ความสนใจในสินทรัพย์ที่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจ (cyclical assets) มากขึ้น ท่ามกลางกระแสเงินทุนที่ผันผวน เราพบว่ากระแสเงินไหลเข้าตลาดเกิดใหม่ (EM) หุ้นขนาดเล็ก (small-cap) และหุ้นนอกกลุ่มเทคโนโลยี (non-tech) ค่อนข้างจำกัด ท่ามกลางการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ดอลลาร์ที่อ่อนค่าลง และ valuation กลุ่มเทคโนโลยีที่แพง

กองทุนตราสารหนี้มีเงินไหลเข้าอย่างแข็งแกร่งและต่อเนื่องในระดับสูงเป็นประวัติการณ์ ซึ่งได้รับแรงหนุนจากความคาดหวังว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย

ในขณะที่เราพบว่ามีความต้องการเข้าลงทุนในกองทุนหุ้นสหรัฐฯ เป็นพักๆ ภาพรวมของตลาดเกิดใหม่ค่อนข้างซับซ้อน และไม่สามารถสรุปได้ว่าเงินดอลลาร์ที่อ่อนค่าจะทำให้ นักลงทุนถอนเงินทุนออกจากตลาดเกิดใหม่ทั้งหมด นักลงทุนเลือกลงทุนแบบเฉพาะเจาะจงในแต่ละประเทศในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ แทนที่จะถอนเงินทุนออกทั้งหมด ดังเห็นได้จากกระแสเงินจำนวนมากที่ไหลเข้าตลาดจีนและเกาหลีใต้ ในขณะที่มีกระแสเงินไหลออกจากอินเดียและไต้หวัน

แทนที่จะย้ายเงินลงทุนออกจากกลุ่มเทคโนโลยีแบบง่ายๆ นักลงทุนกลับขยายการลงทุนไปยังสินทรัพย์ที่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจ (cyclical assets) มากขึ้น การที่กระแสเงินทุนจำนวนมากไหลเข้ากลุ่มการเงินและอุตสาหกรรมมากกว่ากลุ่มหุ้นเชิงรับบ่งชี้ว่านักลงทุนยังคงบริหารความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุนด้วยความระมัดระวังและมุ่งเน้นเฉพาะกลุ่ม นอกจากนี้ นักลงทุนยังให้ความสำคัญกับเสถียรภาพของหุ้นขนาดใหญ่ในสภาวะแวดล้อมที่ไม่แน่นอน

ใน 4Q25 เราคาดว่า การเปลี่ยนกลุ่มลงทุนเชิงกลยุทธ์ (tactical rotation) จะยังคงดำเนินต่อไป โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้ 1) กระแสเงินทุนจะไหลเข้าตลาดเกิดใหม่ (EM) มากกว่าตลาดพัฒนาแล้ว (DM) เนื่องจากเงินดอลลาร์อ่อนค่า 2) การหมุนเงินจากกลุ่มเทคโนโลยีไปยังกลุ่ม non-tech จะมีจำกัด เพราะกลุ่มเทคโนโลยียังคงมีการเติบโตที่แข็งแกร่ง 3) กระแสเงินมีแนวโน้มไหลออกจากตราสารหนี้ เนื่องจากตลาดรับรู้ความคาดหวังเรื่องการลดดอกเบี้ยไปแล้ว ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อหุ้นทั่วโลก



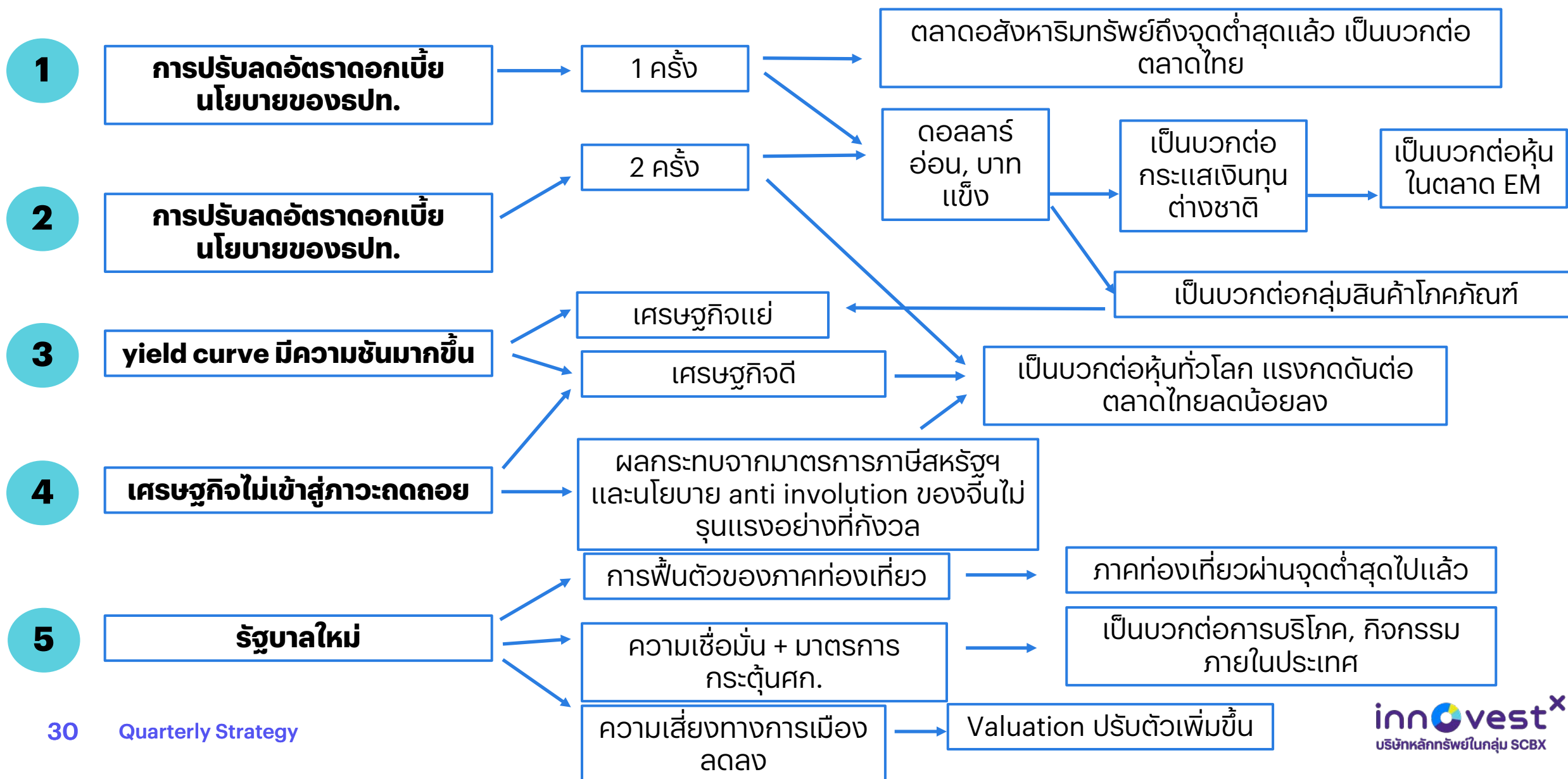
แนวโน้มตลาด 4Q25

สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 4Q25



สรุปมุมมองของเรา	
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค	เศรษฐกิจไทยจะเข้าสู่ช่วงชะลอตัวที่รุนแรงขึ้น โดยคาดว่า GDP จะขยายตัวเพียง 1.8% ในปี 2025 และ 1.4% ในปี 2026 ซึ่งเป็นผลจากความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญทั้งในระดับโลกและภายในประเทศ ถึงแม้รัฐบาลชุดใหม่อาจจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะสั้นด้วยโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่า 2.5 หมื่นล้านบาท แต่อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง (ประมาณ 0.25%) จะเปิดโอกาสให้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้ถึง 3 ครั้งลงมาอยู่ที่ 0.75% แม้ว่าจะมีการผ่อนคลายนโยบายภายในประเทศ แต่เงินบาทยังคงมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 31-32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ จากการอ่อนค่าของดอลลาร์ อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยยังจำเป็นต้องดำเนินการปฏิรูปเชิงโครงสร้างในระยะยาวเพื่อให้การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจมีความยั่งยืน
ไม่ร้อนแรงเกินไปจนต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย และไม่ชะลอตัวจนเกิดภาวะถดถอย	แนวโน้มที่เป็นบวกของตลาดหุ้นทั่วโลกได้รับการสนับสนุนจากการคาดการณ์ว่า Fed และสปก. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยในปี 2026 ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันต่อตลาดไทย นอกจากนี้ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงปลายปีจะเป็นปัจจัยหนุนเพิ่มเติมให้กับมุมมองเชิงบวกนี้
ภาวะ bull steepening เกิดขึ้นแล้ว	ภาวะ bull steepening ของเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) เกิดขึ้นแล้ว ซึ่งบ่อยครั้งมักเป็นสัญญาณเตือนถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าเศรษฐกิจจะสามารถหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยได้ ซึ่งคล้ายคลึงกับเหตุการณ์ในอดีตที่ภาวะนี้ไม่ได้นำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย แต่กลับเป็นสัญญาณที่ดีต่อตลาดหุ้น ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการลงทุน และเราแนะนำให้เน้นการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง โดยให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มหุ้นวัฏจักร เพื่อใช้ประโยชน์จากความกังวลในตลาดที่เข้าใจผิดว่าเศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอย
คาดบาทแข็งค่าขึ้น	เราคาดการณ์ว่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐภายในสิ้นปีนี้ โดยมีปัจจัยหนุนจากเงินดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลงและปัจจัยภายในประเทศที่แข็งแกร่ง ปัจจัยสนับสนุนหลักได้แก่ ท่าทีผ่อนคลายนโยบายของ สปก., บัญชีเดินสะพัดที่ปรับดีขึ้นจากการท่องเที่ยว และเสถียรภาพทางการเมือง แนวโน้มเช่นนี้จะดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศให้ไหลเข้ามา ซึ่งจะส่งผลดีต่อหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคและสายการบิน แต่จะสร้างแรงกดดันต่อผู้ส่งออกในกลุ่มอาหารและปิโตรเคมี
เส้นทางสู่การเลือกตั้งปี 2026 ชัดเจนมากขึ้น	การแต่งตั้งนายอนุทิน ชาญวีรกูลเป็นนายกรัฐมนตรี เป็นสัญญาณของการเปลี่ยนผ่านทางการเมืองที่ราบรื่นไปจนถึงการเลือกตั้งในเดือนเมษายน 2026 ไทม์ไลน์ที่ชัดเจนนี้ช่วยลดความไม่แน่นอนทางการเมืองในระยะสั้น ซึ่งจะส่งผลบวกสุทธิต่อ sentiment ตลาด การมุ่งเน้นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นของรัฐบาลจะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่น สนับสนุนการปรับมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น และดึงดูดเงินลงทุนจากต่างประเทศให้กลับเข้ามาอีกครั้งตั้งแต่ 4Q25 ไปจนถึงต้นปี 2026
ความเชื่อมั่นผู้บริโภคจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และภาวะซบเซาของการท่องเที่ยวไทยน่าจะใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว	เราคาดการณ์ว่าผู้บริโภคภายในประเทศและการท่องเที่ยวของไทยจะฟื้นตัวในระดับปานกลางใน 4Q25 โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยคาดว่าจะเกิดขึ้นและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ของรัฐบาล แม้ว่าการฟื้นตัวแบบ V-shape อย่างเต็มรูปแบบจะไม่เกิดขึ้น แต่ภาคการท่องเที่ยวก็เริ่มแสดงสัญญาณฟื้นตัวจากจุดต่ำสุด ซึ่งถือเป็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญ เรามองเห็นโอกาสจากการฟื้นตัวครั้งนี้ โดยแนะนำให้เข้าลงทุนในกลุ่มที่ได้รับประโยชน์โดยตรง เช่น หุ้นกลุ่มโรงแรมอย่าง CENTEL และ ERW
กลยุทธ์การลงทุน (4Q25)	เน้นการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง และมุ่งเป้าไปที่กลุ่มหุ้นวัฏจักรใน 4Q25 มุ่งเน้นไปที่บริษัทที่มีกำไรชัดเจนและได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศ เล็งเป้าหมายไปที่กลุ่มธุรกิจที่เน้นตลาดภายในประเทศ เช่น พาณิชยกรรม ท่องเที่ยว และอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงกลุ่มสาธารณูปโภคและสายการบินที่ได้ประโยชน์จากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น หลีกเลี่ยงกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์และยานยนต์ที่พึ่งพาการส่งออกท่ามกลางความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก และให้ความสำคัญกับกลุ่มที่เน้นตลาดในประเทศ เช่น พาณิชยกรรม ท่องเที่ยว และอสังหาริมทรัพย์ เป็นหลักต่อไปจนกว่าจะเห็นสัญญาณที่ชัดเจนของการปฏิรูปการคลังเชิงลึกหรือการผ่อนคลายทางการเงินเชิงรุกมากขึ้น
เป้าหมาย SET Index ปี 2026	เป้า SET Index ปี 2026 ของเราอยู่ในช่วง 1,350-1,400 จุด โดยมีจุดเข้าลงทุนที่น่าสนใจอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,200 จุด
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่ม (4Q25)	Overweight Neutral Underweight พาณิชยกรรม เครื่องดื่ม โรงแรม REIT อสังหาริมทรัพย์ และสื่อสาร ขนส่งทางอากาศ ธนาคาร วัสดุก่อสร้าง พลังงาน อาหาร การแพทย์ ขนส่งทางบก ปิโตรเคมี และสาธารณูปโภค ธุรกิจการเกษตร ยานยนต์ และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
คำแนะนำ	เราเลือกหุ้นเด่นที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง valuation สมเหตุสมผล และได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้น หุ้นเด่นสำหรับ 4Q25 ของเรา คือ AP, CENTEL, DIF, HMPRO และ MTC

โรดแมปการลงทุนรายไตรมาสจากมุมมองเศรษฐกิจมหภาค

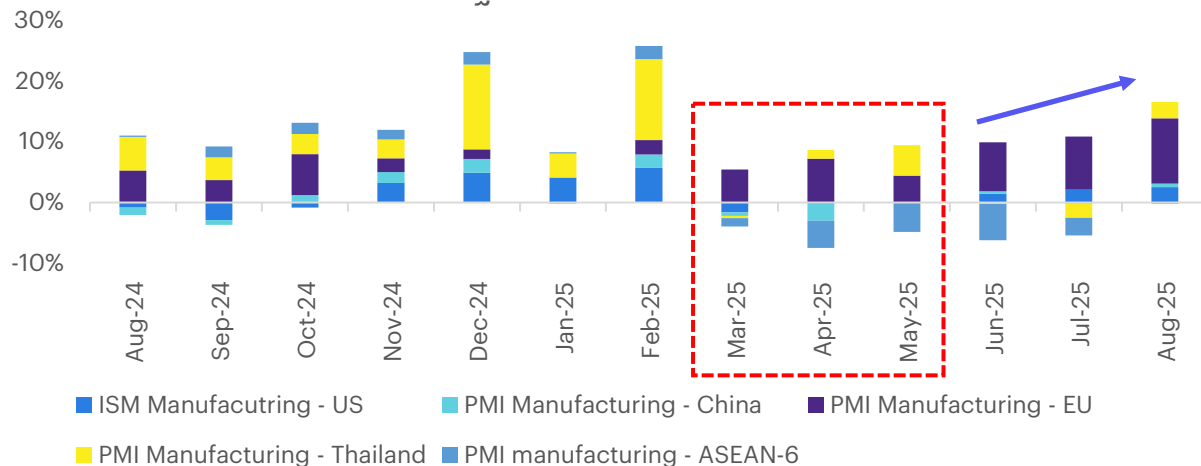


ธีม 1: ภาวะ Goldilocks สำหรับเศรษฐกิจโลก

ไม่ร้อนแรงเกินไปจนต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย และไม่ชะลอตัวจนเกิดภาวะถดถอย



แม้ว่าแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจจะชะลอลง และเผชิญกับแรงกดดันจากนโยบายภาษีสหรัฐฯ แต่กิจกรรมภาคการผลิตยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY

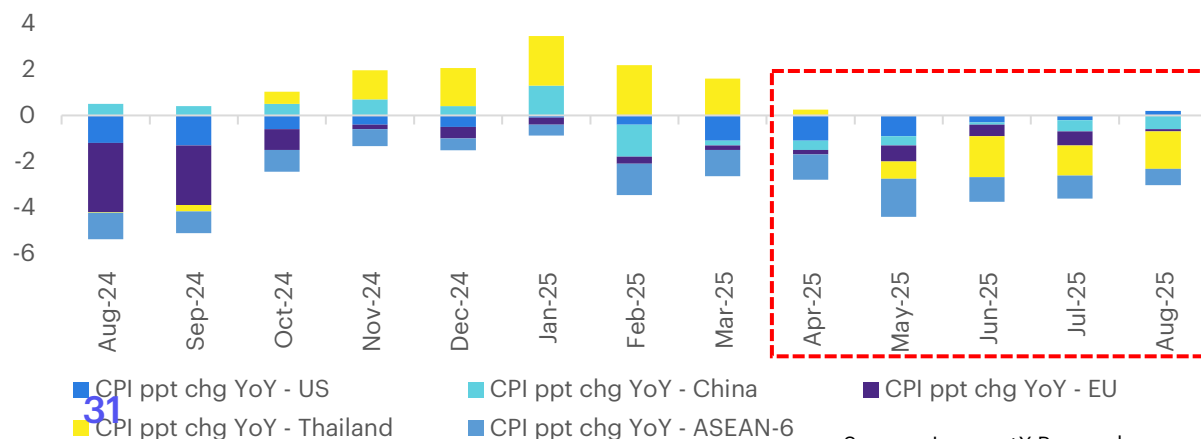


เนื่องจากเศรษฐกิจผ่านพ้นช่วงเลวร้ายที่สุดจากผลกระทบของมาตรการภาษีสหรัฐฯ ไปแล้ว เราคาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ที่กำลังจะเกิดขึ้น และเศรษฐกิจที่จะกลับมาเติบโตครั้งใหม่ในปี 2026 จะเป็นปัจจัยหนุนให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง นักเศรษฐศาสตร์ของเราคาดว่า Fed และ ธปท. จะลดอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีนี้ โดยคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะหลีกเลี่ยงภาวะถดถอย และจะกลับมาเติบโตตามแนวทางปกติได้อีกครั้งในปี 2026 ด้วยเหตุนี้ ตลาดหุ้นทั่วโลกจึงมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนเป็นบวกในช่วงที่ Fed ลดดอกเบี้ย ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจยังคงเติบโตและไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันจากภายนอกต่อตลาดหุ้นไทยใน 4Q25-1H26

นอกจากนี้ นโยบายต่อต้านความไม่ก้าวหน้าของจีน (anti-involution policy) มีเป้าหมายเพื่อแก้ไขปัญหาค่าลงการผลิตส่วนเกิน และการแข่งขันที่รุนแรงเกินไปภายใต้การปฏิรูปด้านอุปทาน ผลกระทบต่อการเติบโตของ GDP และอัตราเงินเฟ้อจะเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป หากไม่มีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากฝั่งอุปสงค์อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ใน 4Q25 เราคาดว่าจีนจะเริ่มเห็นพัฒนาการของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่อาจมาพร้อมกับภาวะเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น (economic reflation)

แม้มุมมองในเชิงมหภาคจะมีแนวโน้มไปในทิศทางที่ระมัดระวัง แต่กลยุทธ์หลักยังคงยึดอยู่กับการผ่อนคลายนโยบายการเงิน และสภาวะเศรษฐกิจที่ไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย เราจึงเลือกใช้กลยุทธ์เชิงรุก (pro-risk) ในการลงทุนในตลาดหุ้นทั่วโลก โดยพอร์ตการลงทุนควรเน้นไปที่กลุ่มหุ้นเชิงวัฏจักร (cyclicals) ที่อุปสงค์และอัตราค่ามีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น เช่น กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย รวมถึงกลุ่มที่อ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยและกลุ่มเทคโนโลยี เรามีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดเกิดใหม่ (EM) จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ออกมาอย่างต่อเนื่อง และการอ่อนค่าของดอลลาร์ ซึ่งจะสนับสนุนให้มีกระแสเงินทุนไหลเข้าในระยะสั้น

อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ดีกว่าที่หลายฝ่ายกังวล ขณะที่นโยบายภาษีสหรัฐฯ ยังไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อระดับราคาสินค้านับถึงปัจจุบัน



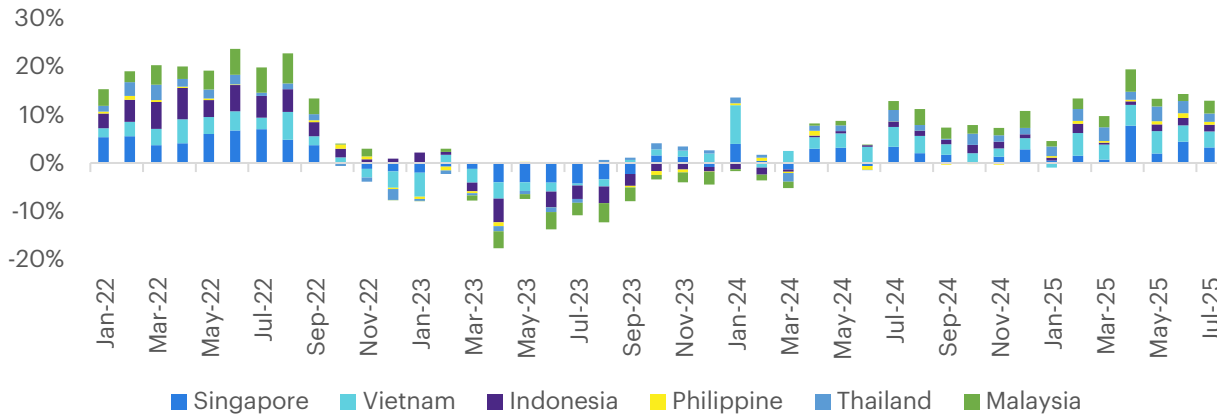
Source: InnovestX Research

ธีม 2: ผลกระทบจากมาตรการภาษีสหรัฐฯ จะเริ่มมีให้เห็นใน 2H25

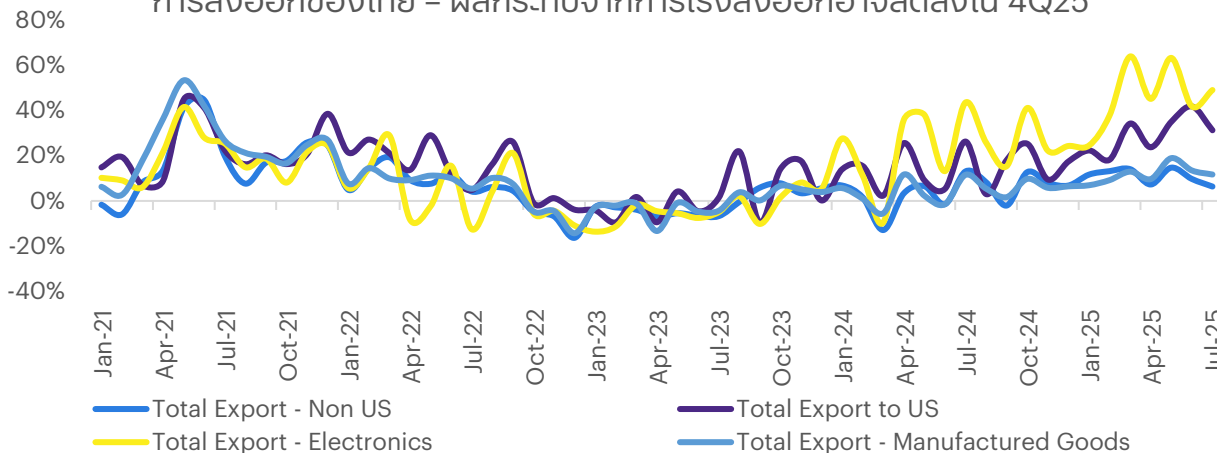
อย่างไรก็ตาม ตลาดรับรู้แนวโน้มการปรับลดดอกเบี้ยและการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวไปแล้ว



สัดส่วนการมีส่วนร่วมต่อการเติบโตของการส่งออกใน ASEAN-6



การส่งออกของไทย – ผลกระทบจากการเร่งส่งออกอาจลดลงใน 4Q25

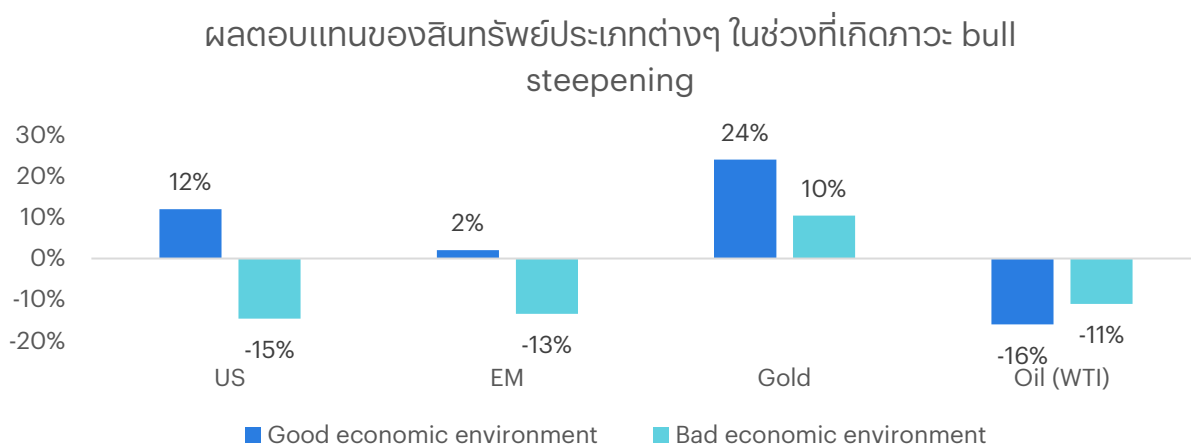
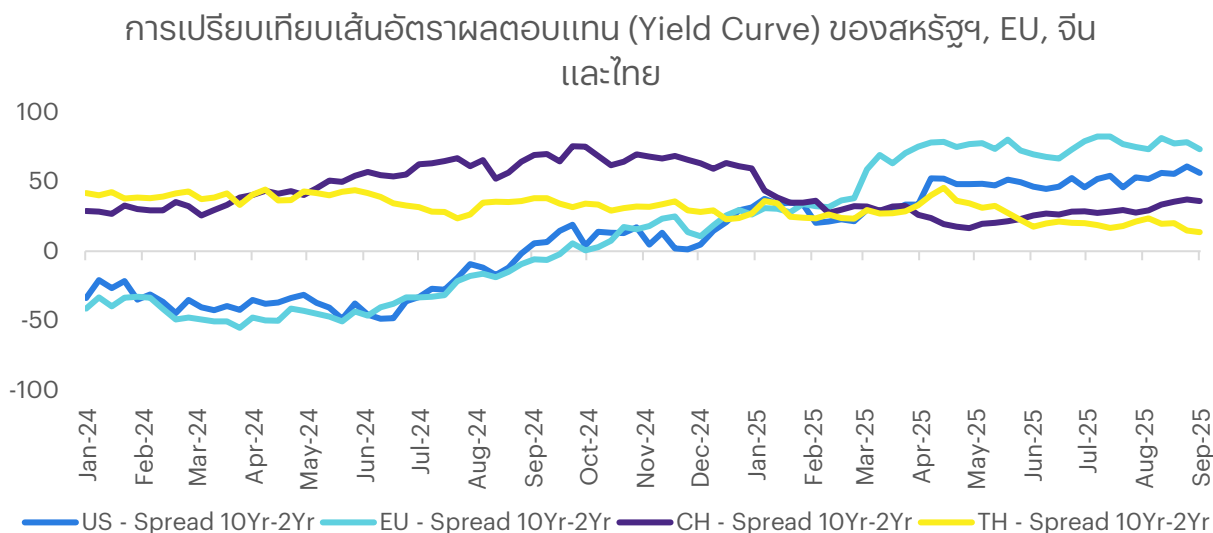


การส่งออกของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ยังคงแข็งแกร่งในเดือนก.ค. แม้ว่าสหรัฐฯ จะเริ่มใช้มาตรการภาษีตอบโต้ที่สูงถึง 19% สำหรับสินค้าส่วนใหญ่จากภูมิภาคนี้ การส่งออกของประเทศไทยเพิ่มขึ้น 9.7% ในเดือนก.ค. ต่อเนื่องจากการเพิ่มขึ้น 16.1% ในเดือนมิ.ย. และ 18.4% ในเดือนพ.ค. โดยส่วนใหญ่เป็นการส่งออกเครื่องจักรและยานยนต์ ซึ่งรวมถึงอุปกรณ์ไฟฟ้าที่มีสัดส่วนถึง 17% ทั้งนี้ สินค้าส่วนใหญ่ของไทยส่งไปยังสหรัฐฯ (19%) จีน (14%) และสหภาพยุโรป (9%)

การส่งผ่านผลกระทบของภาษ้นำเข้าไปยังผู้บริโภคในสหรัฐฯ ยังเกิดขึ้นแบบเลือกเฉพาะบางกลุ่ม ซึ่งช่วยสนับสนุนอุปสงค์ในตลาด ขณะนี้ยังมีช่วงเวลาที่สามารถเร่งการส่งออกก่อนที่มาตรการจัดเก็บภาษีเซมิคอนดักเตอร์จะเริ่มบังคับใช้ ซึ่งคาดว่าจะสูงถึง 100% ซีปและอุปกรณ์ไฟฟ้าที่ใช้เซมิคอนดักเตอร์เป็นส่วนประกอบถือเป็นสินค้าส่งออกหลักของกลุ่มประเทศที่เกี่ยวข้อง และคาดว่าจะการส่งออกสินค้าทั้งสองกลุ่มนี้จะชะลอตัวลงภายในสิ้นปีนี้ อย่างไรก็ตาม แม้ว่าจะชะลอตัวลง แต่เราคาดว่าจะการส่งออกของไทยจะยังคงแข็งแกร่งในระยะสั้น เนื่องจากผู้ส่งออกสามารถปรับตัวเพื่อรับมือกับอัตราภาษีใหม่ทั่วโลกได้ดี โดยการส่งออกไปยังตลาดนอกสหรัฐฯ ยังเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 10% ในเดือนมิ.ย. และ 7% ในเดือนก.ค. 2025

แม้ว่าการส่งออกไปยังตลาดนอกสหรัฐฯ อาจช่วยชดเชยผลกระทบบางส่วนได้ แต่โมเมนตัมการส่งออกจากจีนมีแนวโน้มอ่อนตัวลง เนื่องจากการเร่งส่งออกผ่านประเทศที่สามเริ่มลดลง หลังจากใช้อัตราภาษีตอบโต้ใหม่มีผลบังคับใช้ใน 4Q25

ธีม 3: ภาวะ bull steepening เกิดขึ้นแล้ว ตลาดหุ้นทั่วโลกมีแนวโน้มเป็นบวก ไม่ใช่แค่ฟื้นตัวชั่วคราว



ภาวะ bull steepening ของเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) ซึ่งหมายถึงภาวะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นลดลงเร็วกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว เกิดขึ้นในหลายประเทศทั่วโลก โดยในอดีตที่ผ่านมา ภาวะเช่นนี้มักเป็นสัญญาณเตือนล่วงหน้าของภาวะเศรษฐกิจถดถอย และเป็นสัญญาณอันตรายสำหรับตลาดหุ้น อย่างไรก็ตาม การตีความเช่นนี้ไม่สามารถใช้ได้ในทุกกรณี เนื่องจากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจพื้นฐานเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดทิศทางของตลาดอย่างแท้จริง

ข้อมูลในอดีตแสดงให้เห็นว่า ภาวะ bull steepening สามารถส่งผลกระทบเชิงบวกต่อตลาดหุ้น หากเกิดขึ้นในช่วงที่เศรษฐกิจไม่ได้อยู่ในภาวะถดถอย ตัวอย่างเช่น ในช่วงกลางทศวรรษ 1990 และปี 2019 ซึ่งธนาคารกลางสหรัฐฯ ปรับลดอัตราดอกเบี้ยในช่วงกลางวัฏจักรการดำเนินนโยบายการเงิน ส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้น แม้ว่าเส้นอัตราผลตอบแทนจะมีลักษณะชันขึ้นก็ตาม ในกรณีเหล่านี้ ตลาดคาดการณ์ผิดพลาดว่าเศรษฐกิจจะเผชิญกับภาวะถดถอยอย่างรุนแรง แต่ในความเป็นจริงแล้วกลับไม่ได้เป็นเช่นนั้น

เราเชื่อว่าสถานการณ์ในปัจจุบันคล้ายกับเหตุการณ์ในอดีตเหล่านี้ นั่นคือเศรษฐกิจโลกยังคงอยู่ในทิศทางที่ไม่ถดถอย แต่ตลาดกลับมองโลกในแง่ร้ายเกินไป โดยสะท้อนความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวที่ยังไม่น่าจะเกิดขึ้น ความไม่สอดคล้องกันระหว่างความกลัวของตลาดกับสถานะเศรษฐกิจที่แท้จริงนี้ จึงถือเป็นโอกาสที่น่าสนใจ

เราสนับสนุนท่าทีที่กล้ายอมรับความเสี่ยงในการลงทุน เนื่องจากในสภาวะที่เส้นอัตราผลตอบแทนชันขึ้นแบบ bull steepening และเศรษฐกิจไม่ถดถอย หุ้นวัฏจักรจึงมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นกลุ่มอื่น เพราะการเติบโตทางเศรษฐกิจจะยังคงแข็งแกร่งกว่าที่หลายฝ่ายคาดการณ์ไว้ เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นวัฏจักร ซึ่งเป็นกลุ่มที่จะได้รับประโยชน์จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ต่อเนื่อง และสามารถใช้ประโยชน์จากความกลัวที่ตลาดมีอยู่ผิดที่ผิดทางนี้ได้

การวิเคราะห์ช่วงที่เกิดภาวะ bull steepening ในอดีตที่ผ่านมา

performance ของหุ้นขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจ



Period (Start-End)	Duration	Equities (MSCI World)	Bonds (Global Aggregate)	Macro Env.	US	EM	Short-term Bond	Long-term Bond	Gold	Oil (WTI)
Apr-Sep 1980	~6 months	Fell early, then rebounded (volatile)	Strong rally (yields ↓ ~500 bps)	Bad (recession; high inflation)	23%		-17%	-7%	31%	
Sep 1981-Dec 1982	~15 months	Declined, bottomed mid-1982, then surged	Soaring (long Treasuries +20%)	Bad (deep recession; 11% unemployment)	13%		-41%	-30%	8%	
Oct 1984-Aug 1985	~11 months	Rising (new bull market underway)	Solid gains (disinflationary rally)	Good (expansion; falling inflation)	14%		-26%	-18%	-4%	-5%
Jan-Sep 1986	~9 months	Rising (continued 1980s bull market)	Strong gains (oil-price collapse effect)	Good (boom; low 1% inflation)	10%		-21%	-18%	30%	-42%
Oct 1987-Jan 1988	~4 months	Crash in Oct '87, then partial rebound	Bond rally (flight-to-quality)	Good (no recession; solid growth)	-22%	9%	-17%	-15%	1%	-14%
Jul 1989-Oct 1990	~16 months	Fell ~20% into 1990 bear market	Sharply higher (yields plunged)	Bad (1990 recession onset; oil shock)	-6%	23%	-3%	8%	-1%	71%
Nov 1990-Dec 1992	~26 months	Strong recovery (U.S. +30% off '90 lows)	Continued gains (curve at +200 bps steep)	Bad (weak recovery; high unemployment)	40%	63%	-37%	-19%	-12%	-45%
Jul 1995-Feb 1996	~8 months	Modest rise (steady gains)	Gains (easing cycle)	Good (soft landing; low inflation)	17%	5%	15%	10%	7%	3%
Sep 1998-Mar 1999	~7 months	Volatile (~15% in Sep, then +20% rally)	Strong rally (Fed cut rates during LTCM)	Good (no U.S. recession; late-90s boom)	25%	20%	5%	6%	2%	-11%
Jan-Dec 2001	~12 months	Declining (tech bust bear market)	Surged (Treasuries +13%)	Bad (2001 recession; rising unemployment)	-10%	6%	-35%	4%	1%	-25%
Jun 2002-Jun 2003	~13 months	Bottomed out, then rallied by mid-2003	Strong gains (deflation scare)	Bad (slow growth; deflation risk)	-8%	-9%	-58%	-33%	11%	18%
Aug 2007-Aug 2008	~13 months	Fell ~15% (financial crisis build-up)	Large gains (safe-haven demand)	Bad (GFC onset; 2008 recession)	-13%	-11%	-49%	-21%	25%	51%
Sep-Dec 2008	~4 months	Crash (global equities -30%+)	Soared (UST 10Y yield to 2%, gold +)	Bad (GFC panic; GDP -8% Q4)	-32%	-40%	-66%	-44%	8%	-64%
May 2019-Jan 2020	~9 months	Strong rally (new highs by late 2019)	Moderate gains (yields cut ~75 bps)	Good (late-cycle; low 3.5% unemployment)	12%	2%	-37%	-39%	24%	-16%
Feb-Apr 2020	~3 months	Crash (~30% in COVID shock)	Soared (USTs +8% in Mar 2020)	Bad (global COVID recession)	-10%	-13%	-86%	-58%	7%	-35%

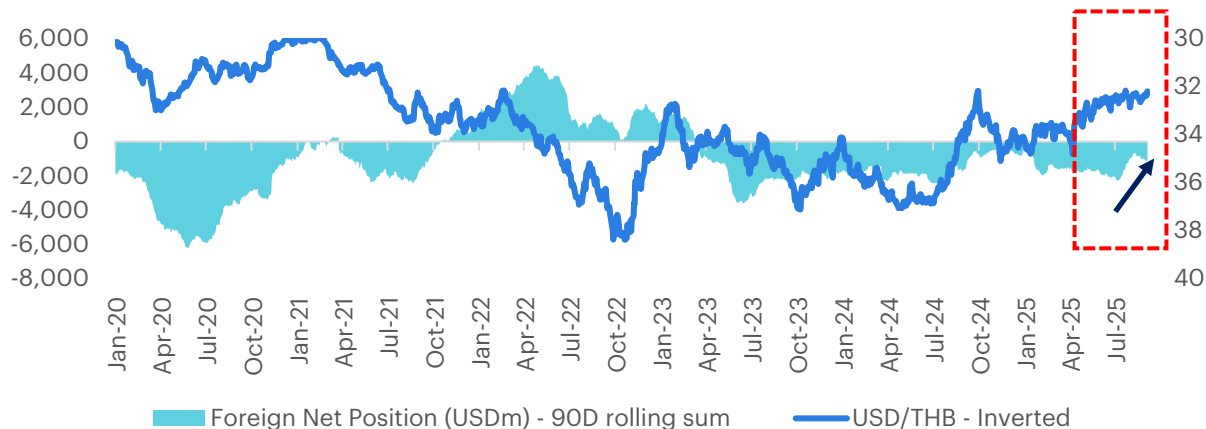
Source: , InnovestX Research

ธีม 4: บาทแข็ง ดอลลาร์อ่อน

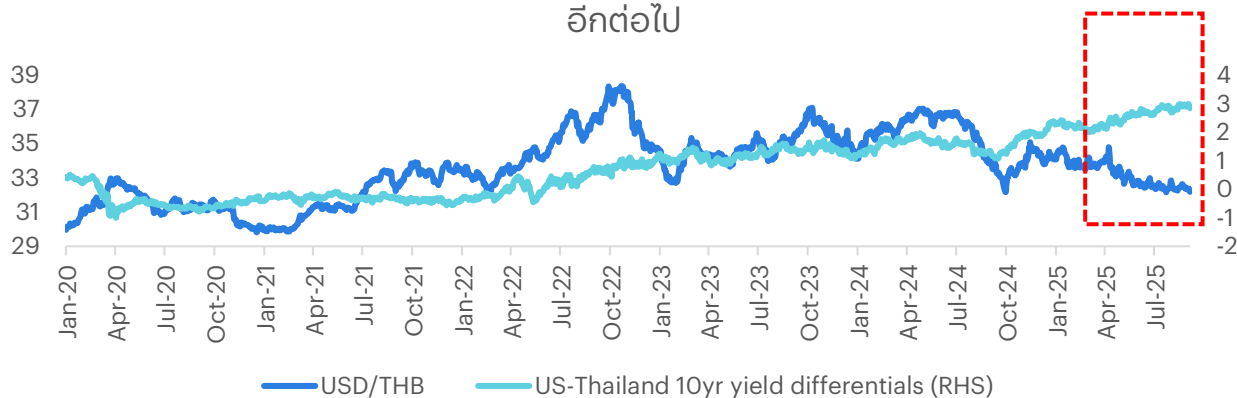
เงินทุนที่ไหลออกจากตลาดหุ้นน้อยลงจะทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้น



ยอดรวมการไหลออกของเงินทุนจากตลาดหุ้นในช่วง 90 วันล่าสุดเริ่ม
ชะลอลง



เงินบาทมีความเสี่ยงที่จะอ่อนค่าหากมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยอย่างรุนแรง
และส่วนต่างของอัตราผลตอบแทน (Yield differential) ไม่จูงใจนักลงทุน
อีกต่อไป



การดำเนินนโยบายกีดกันทางการค้าอย่างต่อเนื่องภายใต้รัฐบาลทรัมป์อาจทำให้ดอลลาร์อ่อนค่าลงทั่วโลก ซึ่งเป็นผลดีต่อสกุลเงินของตลาดเกิดใหม่ เช่น เงินบาท

สำหรับภายในประเทศ 1) ธปท.อาจดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายน้อยกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ซึ่งจะทำให้เงินบาทดูน่าสนใจมากขึ้นในแง่ของผลตอบแทน 2) ขาดดุลที่น้อยกว่าคาด เนื่องจากการนำเข้าลดลง ประกอบกับรายได้จากการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มฟื้นตัว อาจสร้างเซอร์ไพรส์ให้กับตลาดและกระตุ้นให้เงินบาทแข็งค่า 3) เงินบาทอาจได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว 4) การเปลี่ยนผ่านทางการเมืองที่มีแนวโน้มดีขึ้นใน 4Q25 ถึงต้น 1Q26 เป็นปัจจัยที่เอื้อต่อเงินบาท นอกจากนี้ 5) รูปแบบตามฤดูกาลบ่งชี้ว่าเงินบาทมักจะแข็งค่าขึ้นในไตรมาส 4 โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ในช่วงเทศกาล

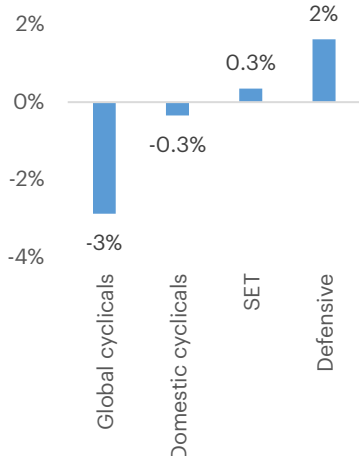
ดังนั้น ปัจจัยภายในและภายนอกรวมกันอาจช่วยหนุนให้เงินบาทแข็งค่าขึ้น และอาจแตะระดับ 32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐภายในสิ้นปี 2568 ซึ่งอาจส่งผลทำให้มีเงินทุนจากต่างประเทศไหลเข้าหรือ เงินทุนไหลออกน้อยลง

สำหรับตลาดหุ้นไทย เราชอบหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค (GPSC, BRGIM) และสายการบินใน 4Q25 เนื่องจากเงินบาทแข็งค่าขึ้น เรามองว่ากลุ่มอาหารและกลุ่มปิโตรเคมีอาจได้รับผลกระทบระยะสั้นจากเงินบาทที่แข็งค่าใน 4Q25 นอกจากนี้เรายังมองว่าหุ้นขนาดใหญ่ใน SET50 อาจได้รับประโยชน์จากแนวโน้มนี้ด้วยเช่นกัน

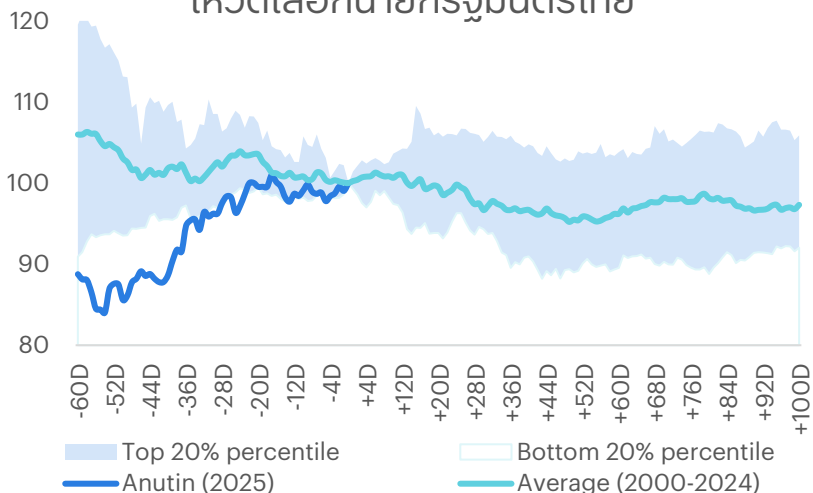
ธีม 5: เส้นทางสู่การเลือกตั้งปี 2026 ชัดเจนขึ้น คาดหวังอะไรจากรัฐบาลใหม่?



Stock performance –
ช่วง 6 เดือนก่อนการ
เลือกตั้ง



Performance ของดัชนี SET หลังการ
โหวตเลือกนายกรัฐมนตรีไทย



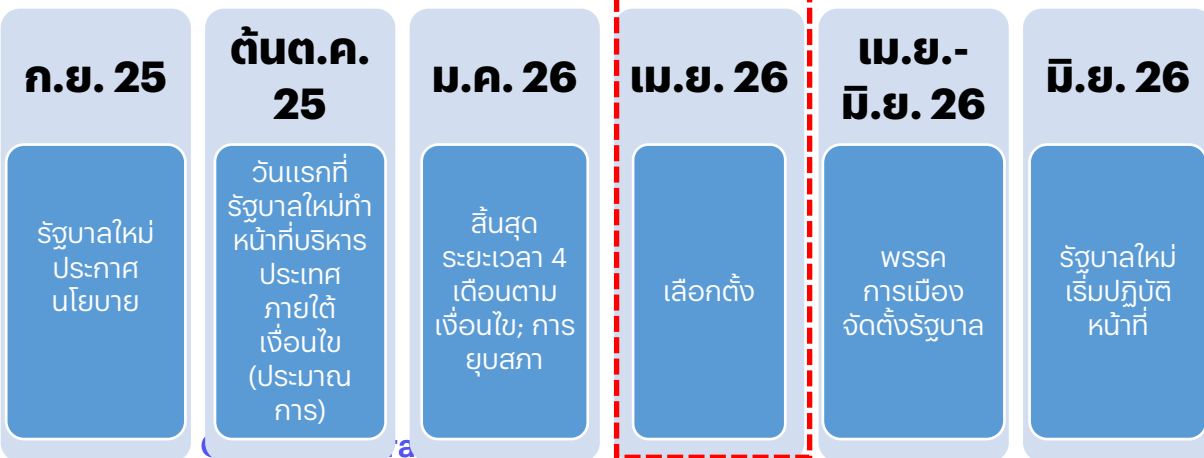
การแต่งตั้งนายอนุทิน ชาญวีรกูล เป็นนายกรัฐมนตรีคนใหม่ น่าจะช่วยปูทางไปสู่การเปลี่ยนผ่านทางการเมืองที่ราบรื่นในช่วง 6-9 เดือนข้างหน้า โดยคาดว่าจะมีการเลือกตั้งทั่วไปในเดือนเมษายน 2026 และน่าจะจัดตั้งรัฐบาลใหม่ได้ภายในเดือนมิถุนายน 2026 ไทม์ไลน์นี้มีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อกระบวนการอนุมัติงบประมาณประจำปี 2027 ซึ่งจะช่วยให้การดำเนินงานด้านการคลังมีความต่อเนื่อง

เพื่อเรียกคะแนนนิยมและเสียงสนับสนุนจากประชาชน รัฐบาลชุดใหม่น่าจะให้ความสำคัญกับการแก้ปัญหาเร่งด่วนในระยะสั้นเป็นอันดับแรก โดยประเด็นสำคัญที่น่าจะมุ่งเน้น ได้แก่ การลดความขัดแย้งบริเวณชายแดนกับกัมพูชา, การถอนกฎหมายกาสีโน, การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศแบบเฉพาะเจาะจงเพื่อสนับสนุนการบริโภค และการนำนโยบายเพิ่มเติมมาใช้เพื่อเร่งการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว หากรัฐบาลประสบความสำเร็จในด้านเหล่านี้ จะช่วยเพิ่มคะแนนนิยมก่อนการเลือกตั้งได้อย่างมีนัยสำคัญ

ต้นทุนทางการเมืองจากการผิดสัญญาที่ให้ไว้จะสูงมากสำหรับพรรคภูมิใจไทย ซึ่งอาจนำไปสู่การต่อต้านจากสาธารณชนและการสูญเสียความเชื่อมั่น

โดยรวมแล้ว ไทม์ไลน์ที่ชัดเจนนี้จะช่วยลดความไม่แน่นอนทางการเมืองในระยะสั้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อบรรยากาศการลงทุน ทำให้นักลงทุนหันมาให้ความสำคัญกับพื้นฐานทางเศรษฐกิจและผลประกอบการของบริษัทต่างๆ มากกว่าความเสี่ยงทางการเมือง ซึ่งน่าจะช่วยหนุนความเชื่อมั่นของผู้บริโภค การไหลเข้าของเงินทุนจากต่างชาติ และการ re-rating valuation ใน 4Q25-1Q26

ไทม์ไลน์ทางการเมืองโดยประมาณ



นโยบายหลักของพรรคภูมิใจไทย

มุ่งเน้นที่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศระยะสั้น



	รายละเอียดนโยบายที่พรรคภูมิใจไทยเคยใช้หาเสียง	ผลกระทบต่ออุตสาหกรรม	หุ้นที่ได้รับประโยชน์
1	พักหนี้ 3 ปี: หยุตต้น-ปลอดดอก สูงสุดคนละ ≤1 ลบ.	(0/-) หากทำเป็นวงกว้างอาจจะทำให้กลุ่มธนาคาร ได้รับแรงกดดันเรื่อง NPLs และเกิด Moral hazard รวมถึง NIM	(0/-) กลุ่มธนาคาร: BBL
2	ท่องเที่ยวเป็นเครื่องยนต์หลัก: เป้า 80 ล้านคน, รายได้ 6 ล้านลบ. ภายใน ปี 2027 + อีเวนต์/โลว์คาร์บอนทัวร์ริซึม + Wellness	(+) บวกต่อกลุ่มสนามบิน สายการบิน โรงแรม คำปลีก ท่องเที่ยว	(+) CENTEL, ERW, AAV, CPALL
3	Land Bridge (ชุมพวง-ระนอง) / Southern Economic Corridor – PPP	(+) บวกต่อกลุ่มรับเหมา วัสดุก่อสร้าง นิคม โลจิสติกส์ (ระยะยาว)	(+) AMATA, WHA, SCC, SCCC
4	พลังงานสะอาดเพื่อลดค่าครองชีพ: ผลิตติดตั้งหลังคาโซลาร์ มอเตอร์ไซค์ไฟฟ้าผ่อน ~100 บ./ด.	(+) บวกต่อกลุ่มผู้ผลิตและรับติดตั้งโซลาร์ โรงไฟฟ้า และ EV Supply Chain (ผลิตแบตเตอรี่ , EV Charger)	(+) GULF, GPSC, BGRIM, BCPG
5	เกษตรทำรายได้ (Contract Farming): ข้าว-ยาง-มันสำปะหลัง-ปาล์ม	(+) เพิ่มกำลังซื้อและรายได้ของเกษตรกร	(+) CPALL, GLOBAL
6	กัญชาเพื่อการแพทย์และเศรษฐกิจ	(+)หนุนกลุ่มเฮลท์แคร์และการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ	(+) BDMS, BH, CENTEL, ERW

Source: InnovestX Research

ธีม 6: ความเชื่อมั่นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

...มาตรการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศยังคงเป็นสิ่งจำเป็น



	SET	Commerce	Hotel & Leisure	Airport & Airlines	Beverage	QSR	Media	Bank
Half-Half co-payment								
Phase 1 (Oct-Dec20)	19%	2%	17%	31%	1%	19%	15%	37%
Phase 2 (Jan-Mar21)	10%	16%	29%	21%	22%	14%	17%	19%
Phase 3 (Jul-Dec21)	4%	1%	-1%	-5%	-10%	2%	10%	19%
Phase 4 (Feb-Apr22)	3%	7%	5%	6%	9%	3%	3%	-2%
Phase 5 (Sep-Oct22)	-2%	-1%	10%	14%	-5%	4%	-9%	0%
Average	7%	5%	12%	14%	3%	8%	7%	15%
Median	4%	2%	10%	14%	1%	4%	10%	19%
Shopping's tax incentive								
Oct-Dec20	19%	2%	17%	31%	1%	19%	15%	37%
Jan-Feb22	3%	4%	5%	5%	-5%	-1%	1%	10%
Jan-Feb22	-1%	-3%	8%	0%	5%	-4%	2%	-1%
Average	7%	1%	10%	12%	0%	5%	6%	15%
Median	3%	2%	8%	5%	1%	-1%	2%	10%
Domestic tourism subsidy								
Phase 1-2 (Jul20-Jan21)	19%	9%	28%	31%	56%	26%	21%	40%
Phase 3 (Oct21-Jan22)	0%	-6%	-2%	-14%	-9%	0%	3%	10%
Phase 4 (Jul-Oct22)	3%	3%	7%	13%	-1%	22%	-13%	4%
Phase 5 (Mar-Apr23)	-5%	-1%	-2%	1%	-6%	-5%	-14%	-2%
Average	4%	1%	8%	8%	10%	10%	-1%	13%
Median	2%	1%	3%	7%	-3%	11%	-5%	7%

เราคาดว่า การบริโภคภายในประเทศของไทยจะฟื้นตัวในระดับปานกลางใน 4Q25 อัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะปรับลดลงน่าจะช่วยให้ต้นทุนการกู้ยืมลดลง และกระตุ้นการใช้จ่ายของผู้บริโภค นอกจากนี้ รัฐบาลใหม่ยังมีแนวโน้มที่จะกระตุ้นความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและปลดล็อกอุปสงค์ที่ถูกกักไว้ ซึ่งเมื่อผนวกกับการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของภาคการท่องเที่ยวและเทศกาลเฉลิมฉลองปลายปีแล้ว จะช่วยสนับสนุนให้การบริโภคภายในประเทศฟื้นตัวได้อย่างมีนัยสำคัญ

รัฐบาลมีศักยภาพทางการคลังที่จะดำเนินมาตรการดังกล่าวได้ โดยมีเงินทุนพร้อมใช้ประมาณ 110,000 ล้านบาท (3.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ซึ่งเป็นโอกาสที่ชัดเจนในการกระตุ้นเศรษฐกิจได้อย่างมีนัยสำคัญ

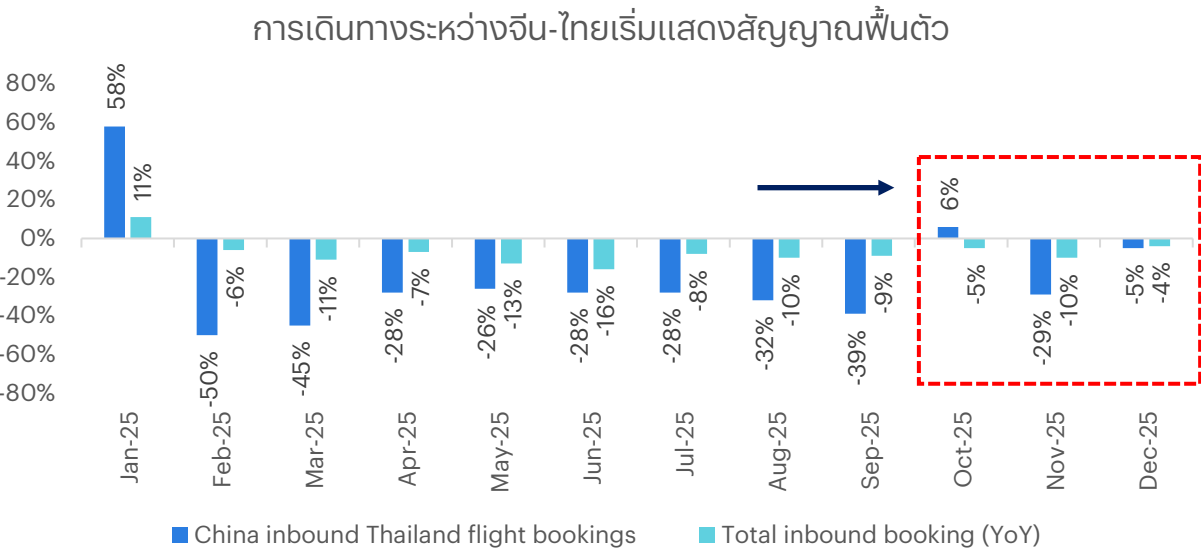
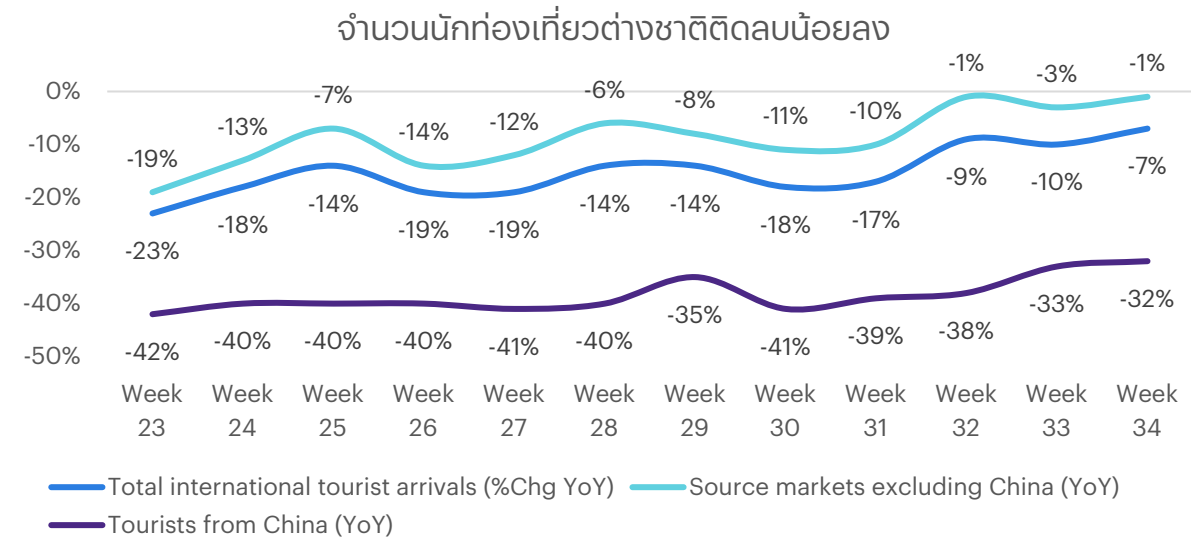
การฟื้นตัวของเศรษฐกิจน่าจะต้องได้รับการสนับสนุนโดยตรงจากรัฐบาล เพื่อให้เกิดความต่อเนื่อง รัฐบาลชุดใหม่ควรพิจารณานำมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่เคยได้ผลมาแล้วในอดีตกลับมาใช้ใหม่ โครงการต่างๆ เช่น โครงการคนละครึ่ง มาตรการลดหย่อนภาษีจากการช้อปปิ้ง และเงินอุดหนุนการท่องเที่ยวในประเทศ จะช่วยอัดฉีดเม็ดเงินเข้าสู่เศรษฐกิจในวงกว้างได้โดยตรงและทันที ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการบริโภคใน 4Q25-1Q26

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากประเด็นดังกล่าว ได้แก่ กลุ่มพาณิชย์ การท่องเที่ยว เครื่องดื่ม และอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งล้วนมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

Source: InnovestX Research

ธีม 7: ภาวะซบเซาของการท่องเที่ยวไทยน่าจะใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว

ยอดจองที่ลดลงของนักท่องเที่ยวชาวจีนเริ่มชะลอตัวลง



ภาคการท่องเที่ยวของไทยเริ่มแสดงสัญญาณฟื้นตัว หลังจากที่ทำผลงานได้ต่ำกว่าคาดตั้งแต่ต้นปี 2025 จากความกังวลด้านความปลอดภัยและเหตุการณ์แผ่นดินไหวในเดือนมี.ค. ปัจจุบันอัตราการลดลงของจำนวนนักท่องเที่ยวรายสัปดาห์เริ่มชะลอตัวลง ข้อมูลการจองเที่ยวบินล่วงหน้าบ่งชี้ว่าการลดลงอย่างรวดเร็วของนักท่องเที่ยวจีนเริ่มชะลอตัวลง โดยยอดจองสำหรับช่วง Golden Week ในเดือนต.ค. 2025 ปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับจำนวนผู้ใช้งานแพลตฟอร์ม Trip.com รายเดือนในประเทศไทยที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง (+66% YoY) ในเดือนส.ค. 2025

แม้การฟื้นตัวแบบ V-shape เติบโตแบบยังไม่น่าจะเกิดขึ้นเมื่อพิจารณาจากเงินบาทที่แข็งค่าและการแข่งขันในระดับภูมิภาค ซึ่งอาจส่งผลให้การฟื้นตัวเติบรูปลงช้าไปจนถึงปี 2569 แต่ภาคการท่องเที่ยวอาจมาถึงจุดเปลี่ยนแล้ว โดยกลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวดูเหมือนจะปรับตัวลงถึงระดับต่ำสุดไปแล้วใน 2Q25 ข้อมูลจากผู้ประกอบการโรงแรมอย่าง AWC และ ERW สะท้อนถึงผลกระทบจากการปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องทั้งในด้านรายได้และยอดจองล่วงหน้าที่เป็นบวก

สายการบิน Air China, China Eastern และ China Southern รวมถึงการบินไทยและไทยแอร์เอเชีย จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากความต้องการเดินทางที่เพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวชาวจีน เนื่องจากทั้งห้าสายการบินมีส่วนแบ่งเกือบครึ่งหนึ่งของจำนวนที่นั่งที่กำหนดไว้สำหรับเส้นทางบินดังกล่าวในไตรมาสที่ 4

เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ปรับตัวดีขึ้น และแนวโน้มที่โมเมนตัมกำลังจะเร่งตัวขึ้นใน 4Q25 ประกอบกับมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวที่ภาครัฐออกมาใหม่ที่จะช่วยสนับสนุนความต้องการเดินทางในระยะสั้น เรามองว่า CENTEL และ ERW อยู่ในจุดที่ดีสำหรับการฟื้นตัวและได้รับประโยชน์จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย

Source: Ministry of Tourism and Sports, InnovestX Research



แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรม และผลประกอบการ

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 4Q25

ผลประกอบการโดยรวมปรับตัวดีขึ้น ยังคงมีแนวโน้มเติบโต



ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
เราคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทย ที่ 33.8 ล้านคน ในปี 2025 (ลดลง 5% YoY) และ 35 ล้านคนในปี 2026 (เพิ่มขึ้น 3% YoY) โดยประมาณการดังกล่าวสะท้อนถึงการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของภาคการท่องเที่ยวจากฐานที่ต่ำสำหรับ AOT พัฒนาการสำคัญที่ควรติดตาม ได้แก่ (-) การปรับสัญญาสัมปทานร้านค้าปลอดภาษี ซึ่งคาดว่าจะมีความชัดเจนในเดือนก.ย. และ (+) การปรับขึ้นค่าบริการผู้โดยสารขาออก (PSC) ซึ่งคาดว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นในเดือนต.ค. สำหรับกลุ่มการบิน (AAV และ THAI) แม้ปริมาณผู้โดยสารยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่แรงกดดันด้านราคาค่าโดยสารยังเป็นประเด็นที่น่ากังวล และอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร	ภาวะอุตสาหกรรมยานยนต์ยังคงท้าทายอันเป็นผลมาจากตลาดรถยนต์ภายในประเทศที่อ่อนแอและความกังวลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับการส่งออกรถยนต์ซึ่งเป็นผลมาจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่ยังคงไม่แน่นอน	เราคาดว่าธนาคารจะรายงานกำไรลดลง QoQ และ YoY ใน 2H25 จาก NIM ที่ลดลง สินเชื่อที่หดตัวลง และการตั้ง ECL เพิ่มขึ้นเพื่อรับมือกับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว NIM จะได้รับแรงกดดันจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกและความเสี่ยงที่คุณภาพสินทรัพย์จะได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว เราคาดว่าธนาคารต่างๆ จะยังคงจ่ายเงินปันผลที่ดี ซึ่งเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นที่สำคัญ	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโตเล็กน้อย YoY ใน 4Q25 โดยได้รับแรงหนุนจากยอดขายที่ดีขึ้นจากการขยายสาขาซึ่งจะมากเกินพอชดเชย SSS ที่หดตัวลง YoY ในอัตราที่ช้าลงเมื่อเทียบกับ 2Q25 (ไม่มีสภาพอากาศที่เย็นกว่าปกติเมื่อเทียบกับปีก่อน เหมือนที่เคยเกิดขึ้นใน 2Q25, ฐานการบริโภคระดับต่ำของปีก่อน ท่ามกลางกำลังซื้อที่เปราะบาง) EBIT ที่ลดลงเพียงเล็กน้อยจากการควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A ได้จากต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ลดลง ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงเล็กน้อย แต่จะเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล	สำหรับ 4Q25 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะปรับตัวดีขึ้น YoY ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับขึ้นราคาปูนซีเมนต์ นอกจากนี้เรายังคาดว่าราคาปูนซีเมนต์ในภูมิภาคจะปรับตัวดีขึ้นหลังจากจีนดำเนินมาตรการ anti-involution เพื่อจำกัดการส่งออกสินค้าราคาต่ำสุดในตลาดในภูมิภาค
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินลงทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q25 จะปรับตัวลดลง YoY หลักๆ เป็นผลมาจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวหลังจากที่มีการซื้อล่วงหน้าไปแล้ว และค่าใช้จ่ายภาษี GMT ของ DELTA ที่เริ่มบันทึกใน 1Q25 นอกจากนี้ความอ่อนแอของตลาด EV ยานยนต์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า ซึ่งได้รับผลกระทบจากนโยบายภาษีนำเข้าของรัฐบาลกรีมป์ ส่งผลให้คำสั่งซื้อใหม่จากลูกค้าปลายทางมีจำนวนจำกัด	น้ำมันและก๊าซ: ราคาน้ำมันจะลดลงท่ามกลางสต็อกที่สูงขึ้นจากอุปทานน้ำมันที่เพิ่มขึ้นจาก OPEC และอุปสงค์ที่ชะลอตัวลง ความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบเชิงลบจากสงครามการค้าต่ออุปสงค์ฟอสซิลอาจ Market GRM น่าจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลงและอุปสงค์ตามฤดูกาล โดยเฉพาะน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบิน สาธารณูปโภค: เราคาดว่ากำไรของ GULF จะเพิ่มขึ้น YoY โดยได้แรงหนุนจาก capacity payment ที่สูงขึ้นในสหรัฐฯ และกำลังการผลิตเพิ่มเติมจากโครงการ solar + BESS (ซึ่งคาดว่าจะเริ่มดำเนินงานใน 4Q25) ในขณะที่เราคาดว่าราคาไฟฟ้าที่ลดลงจะได้รับผลกระทบเชิงลบต่อต้นทุนก๊าซที่ลดลงสำหรับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP	ใน 3Q25 และ 4Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ และ YoY จากสินเชื่อที่เติบโตเพิ่มขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงเล็กน้อย และคุณภาพสินทรัพย์ที่ทรงตัว การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกจะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น	อาหาร: เราคาดว่ากำไร 4Q25 ของกลุ่มอาหารจะเติบโต YoY สำหรับผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์บกจากมาร์จินที่กว้างขึ้น (ต้นทุนอาหารสัตว์ลดลง ท่ามกลางราคาวัตถุดิบที่ทรงตัว) แต่จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY สำหรับผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์น้ำ (TU) เนื่องจากเงินบาทที่แข็งค่าจะหักล้างยอดขายและมาร์จินจากการดำเนินงานปกติที่ปรับตัวดีขึ้น ขณะที่กำไรจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล เครื่องดื่ม: ไตรมาส 4 ถือเป็นฤดูกาลที่ดีเป็นอันดับสองสำหรับผู้ประกอบการเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศ โดยต้นทุนขายยังอยู่ในระดับต่ำ ดังนั้นกำไรจึงน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ ในขณะที่ความเสี่ยงยังคงอยู่ในตลาดต่างประเทศ	หลังจากรายได้มีแนวโน้มอ่อนตัวลง YoY ใน 3Q25 จากฐานสูงใน 3Q24 ที่การระบาดของโรคไข้หวัดใหญ่ทำจุดสูงสุดและมีกำไรรับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากโครงการประกันสังคม (SC) จากการให้บริการรักษาพยาบาลที่เกี่ยวข้องกับ 26 โรคเรื้อรัง เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวใน 4Q25 โดยได้แรงหนุนจากปัจจัยอุตสาหกรรมจากฐานรายได้ที่เกี่ยวข้องกับโรคระบาดที่กลับสู่ระดับปกติ

โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
หลังจาก 2Q68 ที่อ่อนแอ เราเห็น 3 สัญญาณบวกที่สะท้อนถึงความคืบหน้าในการฟื้นตัวอุตสาหกรรมท่องเที่ยว ประการแรก จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติรายสัปดาห์ในเดือนส.ค. ลดลง YoY น้อยลง ประการที่สอง การดำเนินงานของผู้ประกอบการโรงแรมชี้ให้เห็นว่าผลประกอบการทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q68 และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ประการที่สาม กลุ่มท่องเที่ยวมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง เราคาดการณ์ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทยที่ 33.8 ล้านคน ในปี 2025 (ลดลง 5% YoY) และ 35 ล้านคนในปี 2026 (เพิ่มขึ้น 3% YoY) โดยประมาณการดังกล่าวสะท้อนถึงการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของภาคการท่องเที่ยวจากฐานที่ต่ำ	แนวโน้มอุตสาหกรรมทั้งธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และธุรกิจอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงยังคงเป็นบวก เนื่องจากเราคาดว่า ARPU ของทั้งสองธุรกิจน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง โดยได้รับแรงหนุนจากการปรับราคากายในอุตสาหกรรม นอกจากนี้เรายังคาดว่าประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนได้หลังการประมูลคลื่นความถี่จะช่วยสนับสนุนกำไรของกลุ่มใน 2H25	เรามองว่ากลุ่มขนส่งทางบกยังขาดปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในการบังคับใช้นโยบายค่าโดยสาร 20 บาทตลอดสาย แนวโน้มการฟื้นตัวของปริมาณจราจรยังคงเป็นไปอย่างเชื่องช้าทั้งทางด่วนและรถไฟฟ้าจากเศรษฐกิจภายในประเทศที่อ่อนแอและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ชะลอตัวลง	คาดอุปสงค์จะอ่อนตัวลงในช่วงปลายไตรมาส 4 จากปัจจัยฤดูกาล ความกังวลเกี่ยวกับการหยุดชะงักทางการค้าจากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ความต้องการเร่งกำไรในคอนโดมิเนียม ขณะที่ปัจจัยหนุนหลายตัว นักลงทุนจะจับตาผลการปรับลดกำลังการผลิต โดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชีย ต้นทุนวัตถุดิบ LTV และการลดค่าธรรมเนียม ดังนั้นคาดว่ากำไรของกลุ่มจะลดลงน่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของส่วนต่าง น่าจะเพิ่มขึ้น QoQ แต่ยังคงลดลง YoY จากฐานที่สูง ราคาผลิตภัณฑ์ แม้ว่าความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานทั่วโลกจะยังคงเป็นความเสี่ยงที่สำคัญ	Presales กลุ่มที่อยู่อาศัยน่าจะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ โดยได้รับแรงหนุนจากความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจริงและความต้องการเร่งกำไรในคอนโดมิเนียม ขณะที่ปัจจัยสนับสนุน คือ การลดอัตราดอกเบี้ย การผ่อนคลายนโยบายการเงิน การลดค่าธรรมเนียม ดังนั้นคาดว่ากำไรของกลุ่มจะเพิ่มขึ้น QoQ แต่ยังคงลดลง YoY จากฐานที่สูง

Source: InnovestX Research

สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 4Q25



	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	ปัจจัยกระตุ้น	ปัจจัยเสี่ยง
ICT	7	7	8	8	8	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มจะเติบโตเร่งตัวขึ้นใน 2H25 หลักๆ เป็นผลมาจากการประหยัลดต้นทุนได้หลังการประมูลคลื่นความถี่	เศรษฐกิจภายในประเทศที่อ่อนแออาจเป็นปัจจัยที่จำกัดการเพิ่มขึ้นของ ARPU ทั้งในธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และธุรกิจอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง
อสังหาริมทรัพย์	7.5	7	6.5	7	7.5	ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจริงและความต้องการเก็งกำไรโดยเฉพาะในกลุ่มคอนโดพื้นที่ตัวดีขึ้น โดยได้แรงหนุนจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย การผ่อนคลายเกณฑ์ LTV และค่าธรรมเนียมที่ลดลง	การระบายสินค้าคงคลังจะกดดันให้อัตราค่าขึ้นขึ้นต้นลดลงพร้อมกับการแข่งขันที่สูงขึ้น
การแพทย์	7	7	7.5	6.5	7	รายได้ทั้งจากบริการผู้ป่วยชาวไทยและบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น การชำระค่าบริการ SC ดีขึ้น	ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกลุ่มผู้ป่วยรายได้ปานกลาง การดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ การขาดแคลนบุคลากร
ท่องเที่ยว	7	6.5	6.5	6.5	7	ความต้องการเดินทางฟื้นตัวใน 2H25 มาตรการภาครัฐในการกระตุ้นนักท่องเที่ยวจากจีนและประเทศอื่นๆ	นักท่องเที่ยวจากจีนฟื้นตัวช้า เศรษฐกิจโลกชะลอตัว ต้นทุนเริ่มแรกจากการลงทุนใหม่ อุปกรณ์โรงแรมใหม่
เครื่องดื่ม	6.5	7	7	6	7	ไตรมาส 4 ถือเป็นฤดูกาลที่ดีเป็นอันดับสองของปี โดยได้รับแรงหนุนจากยอดขายภายในประเทศและการควบคุมต้นทุนสินค้าขาย	ความเสี่ยงต่างประเทศทั้งกับพหุชาและเมียนมา
เงินทุน	6	6	6	6	7	การเติบโตของสินเชื่อเพิ่มขึ้น คุณภาพสินทรัพย์ทรงตัวพร้อมกับผลขาดทุนจากสินทรัพย์ยัดที่ลดลง และ NIM มี upside จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวอันเป็นผลมาจากสงครามการค้า
พาณิชย์	8	8	6	5	7	กำลังซื้อที่เปราะบางจะกดดัน SSS YoY ใน 4Q25 ฐานการบริโภคระดับต่ำของปีก่อนและสภาพอากาศที่เป็นปกติ (เทียบกับที่มีฝนตกหนักขึ้น YoY ใน 2Q25) จะสนับสนุนให้ SSS ใน 4Q25 หดตัวลง YoY ในอัตราที่ชะลอตัวลง YoY จาก 2Q25 การเลือกตั้งที่กำลังจะเกิดขึ้น (ถ้ามี) จะช่วยหนุนให้ sentiment ปรับตัวดีขึ้น	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อ และการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล
สาธารณูปโภค	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบยังคงมีอยู่เนื่องจากรัฐบาลมีแผนที่จะลดค่าไฟฟ้า (ม.ค.-เม.ย. 25: 4.15 บาท/kWh, พ.ค.-ส.ค. 25: 3.98 บาท/kWh, ก.ย.-ธ.ค. 25: 3.94 บาท/kWh) เราคาดว่ากำไรของกลุ่มจะเพิ่มขึ้น YoY ใน 4Q25 หลักๆ ได้แรงหนุนจาก GULF ที่จะได้รับประโยชน์จาก capacity payment จากกำลังการผลิตใหม่ในสหรัฐฯ และการเริ่มรับรายได้จากโครงการ solar และ solar+BESS ในขณะที่คาดว่ามาร์จิ้นของธุรกิจ SPP จะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ เนื่องจากค่า Ft ที่ลดลงจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนก๊าซที่ลดลง	ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ ต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นซึ่งได้แรงหนุนจากราคา LNG ที่เพิ่มขึ้นของญี่ปุ่น/เกาหลี และค่า Ft ที่ต่ำกว่าค่าจะส่งผลกระทบต่อมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP
พลังงาน	7	7	7	6	6	ความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบเชิงลบของสงครามการค้าต่ออุปสงค์น้ำมันผ่อนคลายลง ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินกับต้นทุนน้ำมันดิบสูงขึ้น	ราคาน้ำมันที่ผันผวนจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และการเพิ่มอุปทานของ OPEC ขาดทุนสินค้าคงเหลือ เงินบาทแข็งค่า และนโยบายพลังงานใหม่ๆ ของรัฐบาล
วัสดุก่อสร้าง	4	5	5.5	6	6	คาดว่าแนวโน้มความต้องการปูนซีเมนต์จะชะลอตัวลงจากระดับหนึ่งครั้งเรือนที่สูง แต่จะถูกชดเชยด้วยโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลที่ยังคงดำเนินอยู่ แนวโน้มการปรับขึ้นราคาปูนซีเมนต์ ประกอบกับต้นทุนถ่านหินที่ต่ำ น่าจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรกว้างขึ้น.	กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวเป็นเวลานาน หนึ่งครั้งเรือนสูง และความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ
อาหาร	6	6	7	6.5	5	ต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ YoY ท่ามกลางราคาผลิตภัณฑ์เนื้อสัตว์ที่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล เงินบาทที่แข็งค่า YoY จะถูกชดเชยด้วยค่าซื้อส่งออกปศุสัตว์ที่เพิ่มขึ้นโดยไม่มีแนวโน้มด้านภาษี	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอจากอุปทานใหม่ เงินบาทแข็งค่า การขาดแคลนคนงานชาวกัมพูชาในการดำเนินงานในประเทศไทย (โดยเฉพาะผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์บก)
ขนส่งทางบก	5	5	5	6	5	นโยบายค่าโดยสาร 20 บาทตลอดสายมีความไม่แน่นอนมากขึ้น	ปริมาณจราจรพื้นตัวต่ำกว่าคาด
ธนาคาร	6	5	5	5	5	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลดี	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากสงครามการค้า และ NIM ได้รับแรงกดดันจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก
ปิโตรเคมี	5	5	5	5	5	การฟื้นตัวของอุปสงค์ ต้นทุนวัตถุดิบลดลง และการปรับลดกำลังการผลิตลงอีก	ราคาน้ำมันที่ผันผวน และ sentiment ตลาดเชิงลบต่อสงครามการค้าและผลกระทบต่อ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก
ประกัน	5	5	5	5	5	อัตราค่าโงาการรับประกันปรับตัวดีขึ้น	กำไรจากการลงทุนมี downside risk จากตลาดทุนที่ผันผวน และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	4.5	4	4	4	4	เราคาดว่ากำไรปกติ 4Q25 จะปรับตัวลดลง YoY เพราะได้รับแรงกดดันจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวหลังจากที่มีการซื้อล่วงหน้าไปแล้ว และค่าใช้จ่ายภาษี GMT ของ DELTA ที่เริ่มบันทึกใน 1Q25 รวมถึงความอ่อนแอของตลาด EV ยานยนต์ และเครื่องใช้ไฟฟ้า	เหตุการณ์ที่ไม่สามารถคาดเดาได้ เช่น นโยบายภาษีนำเข้าของทรัมป์ สงครามเทคโนโลยีระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ที่ตึงเครียดมากขึ้น และความต้องการผลิตภัณฑ์ EV ที่ลดลง อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรม

Source: InnovestX Research

โมเมนตัมกำไรใน 3Q25 และ 4Q25



กลุ่ม	3Q25		4Q25		เหตุผล
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	+	+	-	+	คาดการณ์กำไรปกติจะฟื้นตัวขึ้น QoQ ใน 3Q25 จากกำไรที่สูงขึ้นของบริษัทที่ประกอบธุรกิจ E&P และน้ำมันครบวงจร ขณะที่คาดว่าจะกำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ ใน 4Q25 โดยได้แรงหนุนจากความต้องการน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินตามฤดูกาล รวมถึงปริมาณการขายที่สูงขึ้นของธุรกิจ E&P
พาณิชย์	+/=	=	+	+	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโตเล็กน้อย YoY ใน 4Q25 โดยได้รับแรงหนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากการขยายสาขาซึ่งจะมากเกินพอชดเชย SSS ที่หดตัวลง YoY ในอัตราที่ช้าลงเมื่อเทียบกับ 2Q25 (ไม่มีสภาพอากาศที่เย็นกว่าปกติเมื่อเทียบกับปีก่อนเหมือนที่เคยเกิดขึ้นใน 2Q25, ฐานการบริโภคระดับต่ำของปีก่อน ท่ามกลางกำลังซื้อที่เปราะบาง) EBIT ที่ลดลงเพียงเล็กน้อยจากการควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A ได้จากต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ลดลง ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงเล็กน้อย แต่จะเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	-	=	-	=	เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง YoY ใน 3Q25 และ 4Q25 หลักๆ ได้รับแรงกดดันจากการบันทึกภาษีส่วนเพิ่มตามเกณฑ์ GMT (อัตราภาษีที่แท้จริงที่สูงขึ้น) ของ DELTA และผลกระทบจากความต้องการผลิตภัณฑ์ปลายทางที่อาจลดลงจากนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ รวมถึงอุปสงค์ EV และยานยนต์ที่อ่อนแอ
เครื่องดื่ม	+	-	+	+	3Q25 จะเป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งเพราะได้รับแรงกดดันจากยอดขายต่างประเทศ ในขณะที่ 4Q25 จะเป็นไตรมาสที่ดีเป็นอันดับสองของปี โดยได้แรงหนุนจากยอดขายภายในประเทศและอัตรากำไรขั้นต้นที่แข็งแกร่ง
การแพทย์	=/-	+	+	-	เราประเมินในเบื้องต้นว่ากำไรปกติ 3Q25 ของหุ้นกลุ่มการแพทย์จะอยู่ในระดับทรงตัวหรือลดลง YoY (แต่เติบโต QoQ) ซึ่งบ่งชี้ถึงช่วงไฮซีซั่นที่ไม่คึกคัก โดยหลักๆ เป็นผลมาจากแนวโน้มรายได้ที่อ่อนแอ YoY เนื่องจาก 3Q24 เป็นช่วงที่การระบาดของโรคไข้หวัดใหญ่ทำจุดสูงสุดและมีการรับรู้รายได้ส่วนเพิ่มจากโครงการประกันสังคม (SC) ประกอบกับปริมาณผู้ป่วยชาวกัมพูชายังลดลงต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม รายได้จะกลับมาฟื้นตัว YoY อีกครั้งใน 4Q25 โดยได้รับแรงหนุนจากปัจจัยอุตสาหกรรมจากรายได้ที่เกี่ยวข้องกับโรครบาดที่กลับสู่ระดับปกติ ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นให้โมเมนตัมปรับตัวดีขึ้น
ท่องเที่ยว	=/-	=/+	+	+/=	ตัวเลขสถิตินักท่องเที่ยวต่างชาติรายสัปดาห์แสดงสัญญาณฟื้นตัว โดยมีการหดตัว YoY ในอัตราที่ลดลง ข้อมูลด้านการดำเนินงานจากผู้ประกอบการโรงแรมชี้ให้เห็นว่าผลประกอบการน่าจะทำได้ดีที่สุดใน 2Q25 และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ยกเว้น MINT ยกเว้น MINT เนื่องจากผลประกอบการของบริษัทได้รับแรงหนุนส่วนใหญ่จากการดำเนินงานในยุโรป และ 2Q25 เป็นช่วงไฮซีซั่น ผู้ประกอบการโรงแรมได้รับประโยชน์จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทย แต่ระดับผลกระทบจะแตกต่างกันไปตามโครงสร้างหนี้ของแต่ละบริษัท
สาธารณูปโภค	+	=	+	+	คาดการณ์กำไรแข็งแกร่งขึ้น YoY และ QoQ โดยได้แรงหนุนจาก GULF ซึ่งได้รับประโยชน์จากค่าความพร้อมจ่าย (capacity payment) ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในสหรัฐฯ และกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และ solar + BESS ที่จะเริ่ม COD ใน 4Q25 เราคาดว่ามาร์จิ้นของโรงไฟฟ้า SPP จะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ (ค่า Ft ลดลง แต่ถูกชดเชยด้วยต้นทุนก๊าซที่ลดลง)
อสังหาริมทรัพย์	-	+	-	+	Backlog ของกลุ่มที่ 4.6 หมื่นล้านบาทจะถูกรับรู้เป็นรายได้ใน 2H25 และคาดว่าจะอุปสงค์จะฟื้นตัว ดังนั้นกำไรจึงน่าจะเพิ่มขึ้น QoQ
ธนาคาร	-	-	-	-	ใน 3Q25 และ 4Q25 เราคาดว่ากำไรจะลดลง QoQ และ YoY หลักๆ เป็นผลมาจาก NIM ที่หดตัวลงจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย สินเชื่อที่หดตัวลง และ credit cost ที่สูงขึ้นเพื่อสะท้อนเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง
ปิโตรเคมี	+	+	+	-	คาดส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กว้างขึ้นจากต้นทุนแนฟทาที่ลดลง การไม่มีการบันทึกรายการขาดทุนจากการด้อยค่าเหมือนในปีก่อนจะช่วยสนับสนุนให้กำไรใน 3Q-4Q25 ฟื้นตัว YoY กำไร 3Q25 น่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ จากการผลิตที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล ตลาดยังคงมีท่าทีระมัดระวังท่ามกลางราคาน้ำมันที่ผันผวน ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และสงครามการค้าทั่วโลก
วัสดุก่อสร้าง	+	=	+	=	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะยังคงสูงขึ้น YoY ใน 3Q25 และ 4Q25 จากการปรับขึ้นราคาขายเฉลี่ย (ASP) ของปูนซีเมนต์กึ่งกอง (70% ของความต้องการปูนซีเมนต์ทั้งหมดในประเทศไทย) นอกจากนี้ เรายังคาดว่าส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากต้นทุนแนฟทาที่ลดลง
ประกัน	=	=	=	=	สำหรับ 3Q25 และ 4Q25 เราคาดว่าจะมีการรับรู้กำไรจากสัญญาประกันภัย (CMS) ในระดับทรงตัว อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะลดลงจากผลของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง และกำไรจากการลงทุนจะมีความผันผวน
เงินทุน	+	+	+	+	ใน 3Q25 และ 4Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ และ YoY โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงเล็กน้อย และคุณภาพสินทรัพย์ที่ทรงตัว
อาหาร	+	-	+	-	เราคาดว่ากำไร 4Q25 ของกลุ่มอาหารจะเติบโต YoY สำหรับผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์บกจากมาร์จิ้นที่กว้างขึ้น (ต้นทุนอาหารสัตว์ลดลงท่ามกลางราคาวัตถุดิบที่ทรงตัว) แต่จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY สำหรับผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์น้ำ (TU) เนื่องจากเงินบาทที่แข็งค่าจะหักล้างยอดขายและมาร์จิ้นจากการดำเนินงานปกติที่ปรับตัวดีขึ้น ขณะที่กำไรจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
ICT	+	+	+	+	กำไรจะเพิ่มขึ้นใน 3Q-4Q25 หลักๆ ได้แรงหนุนจากการประหยัดต้นทุนได้หลังการประมูลคลื่นความถี่และจะเริ่มเห็นประโยชน์ในเดือน.ศ. 2025 เป็นต้นไป
ขนส่งทางบก	+	+	+	-	กำไรจะเติบโต YoY และ QoQ ใน 3Q25 จากฐานที่ต่ำใน 2Q25 (QoQ) ในขณะที่ YoY น่าจะเกิดจากการประหยัดต้นทุนเนื่องจากปริมาณจราจรน่าจะฟื้นตัวเพียงเล็กน้อย สำหรับ 4Q25 กำไรจะลดลง QoQ เนื่องจากไม่มีรายได้เงินปันผลที่ BEM
ยานยนต์	=	+	=	-	คาดการณ์กำไร 3Q25 ปรับตัวดีขึ้น QoQ ตามฤดูกาล แต่เรามีความกังวลเกี่ยวกับการผลิตรถยนต์ที่ชะลอตัวลงจากอุปสงค์รถยนต์ในประเทศที่อ่อนแอ และความกังวลที่เพิ่มขึ้นต่อการส่งออกรถยนต์อันเป็นผลมาจากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ซึ่งยังไม่มีคำตอบแน่นอน

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2026



ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
คาดกลุ่มสายการบิน (AAV และ THAI) จะเผชิญกับปีที่ท้าทายเนื่องจากจำนวนผู้โดยสารยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ท่ามกลางแรงกดดันด้านราคาค่าโดยสาร อย่างไรก็ตาม แนวโน้มราคาน้ำมันที่ลดลงอาจช่วยลดต้นทุนการดำเนินงานได้บ้าง สำหรับ AOT แม้ว่าบริษัทจะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทยอย่างต่อเนื่อง แต่ก็มีพัฒนาการที่สำคัญเฉพาะของบริษัทที่ต้องติดตามเป็นพิเศษ ในด้าน downside การปรับสัญญาสัมปทานร้านค้าปลอดภาษีที่อาจเกิดขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อเงินปันผลได้ ในด้าน upside การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมผู้โดยสารขาออก (PSC) อาจช่วยสนับสนุนกำไร	เรายังคงมุมมองที่ระมัดระวัง เนื่องจากความกังวลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศและการส่งออกรถยนต์ที่ได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจจะชะลอตัว เราเชื่อว่าภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นลบจะยังคงกดดันความต้องการซื้อรถยนต์และส่งผลกระทบต่อเนื่องมาจากการผลิตรถยนต์ของไทย	ปัจจุบันเราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2026 ของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัว ซึ่งเป็นผลมาจากสินเชื่อที่เติบโต 1% NIM ที่ลดลง 11 bps credit cost ที่ลดลง 5 bps non-NII ที่ลดลง 2% และการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพื่อพยุงกำไรสุทธิ เราเห็นความเสี่ยง downside ต่อ NIM จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก และความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากลูกค้าที่มีการส่งออกสินค้าโดยตรงไปยังสหรัฐฯ และภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง	กำไรของกลุ่มพาณิชย์มีแนวโน้มที่จะเติบโต YoY ในปี 2026 โดยได้แรงหนุนจากยอดขายที่ดีขึ้นจากการขยายสาขาและ SSS growth ที่เป็นบวก (จากเศรษฐกิจที่อ่อนแอและบรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยที่ซบเซาในปี 2025 สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยใน 1H25 และนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย) และมาร์จิ้นที่กว้างขึ้นจากการมีส่วนยอดขายสินค้ามาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้นและการควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น YoY ในปี 2026 หลักๆ เกิดจากราคายานยนต์และวัสดุก่อสร้างที่ปรับขึ้นตลอดทั้งปี เราคาดว่าความต้องการปูนซีเมนต์จะฟื้นตัวโดยได้แรงหนุนจากการกลับมาเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐสำหรับปี 2026 และต้นทุนถ่านหินที่ลดลง อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวอาจถูกกดดันลงบางส่วนจากความต้องการที่อยู่อาศัยที่อ่อนแอจากระดับหนี้ครัวเรือนที่สูง
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
แนวโน้มตลาดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลกในปี 2026 คาดว่าจะฟื้นตัว YoY จากฐานที่ต่ำในปี 2025 อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ด้านอุปสงค์ยังคงไม่มีความแน่นอน โดยขึ้นอยู่กับผลกระทบจากนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ซึ่งอาจกดดันความต้องการสินค้าปลายทางในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ รวมถึงความต้องการในกลุ่มรถยนต์ไฟฟ้า (EV) และยานยนต์ที่ยังอ่อนแอ ท่ามกลางภาวะเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง	น้ำมันและก๊าซ: ราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงอาจส่งผลกระทบต่อผลกำไรของธุรกิจ E&P อย่างต่อเนื่อง แม้ว่าปริมาณการขายจากโครงการใหม่จะเพิ่มขึ้นก็ตาม อย่างไรก็ตาม ผลกระทบในเชิงลบต่อบริษัทที่ประกอบธุรกิจน้ำมันแบบครบวงจรน่าจะถูกลดเซด้วยผลกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นของธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน ซึ่งเป็นผลจากค่าการกลั่นที่ปรับตัวดีขึ้นจากต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง ทั้งนี้ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันยังคงเป็นความเสี่ยงหลัก สาธารณูปโภค: เราคาดการณ์ถึงกำไรที่แข็งแกร่งหลักๆ ได้แรงหนุนจากผลกระทบเต็มปีจากค่าความพร้อมจ่าย (capacity payment) ในสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของ GULF และการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ามาร์จิ้นของโรงไฟฟ้า SPP จะยังอยู่ในระดับทรงตัว เนื่องจากราคาไฟฟ้าที่อาจลดลงจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนก๊าซที่มีแนวโน้มลดลง	ในปี 2026 เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวได้ โดยได้แรงหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตในระดับปานกลาง NIM ที่ปรับตัวดีขึ้นจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และ credit cost ที่ทรงตัว	อาหาร: เราคาดว่ากำไรปี 2026 ของผู้ประกอบการธุรกิจสุตว์จะลดลง YoY ซึ่งเป็นผลมาจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงเนื่องจากมีอุปทานสุกรใหม่เข้าสู่ตลาด ท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ ขณะเดียวกัน กำไรปี 2026 ของผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์น้ำ (TU) มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจากการรับรู้ประโยชน์จากโครงการ transformation เพิ่มขึ้น เครื่องดื่ม: ในปี 2026 เราคาดการณ์ว่ายอดขายจากต่างประเทศของ CBG จะเติบโตสูงขึ้น โดยได้รับแรงหนุนจากโรงงานใหม่ 2 แห่ง ขณะที่คาดว่ายอดขายในประเทศจะเติบโตเล็กน้อย ต้นทุนขายจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY สำหรับวัตถุดิบหลักอย่างอลูมิเนียมและน้ำตาล ดังนั้นกำไรจะเติบโต YoY	ในปี 2026 เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 9% YoY (ค่ากลาง) ฟื้นตัวจากที่ลดลง 3% YoY ในปี 2025 โดยการฟื้นตัวจะได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นและ EBITDA margin ที่แข็งแกร่ง ความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตา ได้แก่ เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัว ซึ่งอาจทำให้มีการเลื่อนการเข้ารับการรักษาพยาบาลที่ไม่เร่งด่วนออกไป และความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้ป่วย
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
เราคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทยที่ 33.8 ล้านคนในปี 2025 และ 35 ล้านคนในปี 2026 ซึ่งสะท้อนถึงการปรับตัวลดลง 5% ในปี 2025 ตามด้วยการปรับตัวเพิ่มขึ้น 3% YoY ในปี 2026 โดยประมาณการของเราสะท้อนถึงการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของภาคการท่องเที่ยวจากฐานที่ต่ำ แทนที่จะเป็นการฟื้นตัวแบบ V-shaped อย่างรวดเร็วเหมือนในรอบก่อนๆ แนวโน้มเช่นนี้ได้รับอิทธิพลจากหลายปัจจัย ได้แก่ ความพยายามของรัฐบาลไทยในการกระตุ้นให้นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาใน 4Q25 ตลาดจีนที่ฟื้นตัวช้า และความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก	กลุ่ม ICT น่าจะได้รับประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนได้เนื่องจากการลดต้นทุนการประมวลผลคลาวด์ เนื่องจากเริ่มรับรู้ผลประโยชน์ดังกล่าวได้ในเดือนส.ค. 2025 ในส่วนของอุตสาหกรรม เราคาดว่าจะเห็น ARPU ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องสำหรับธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ (โดยเฉพาะระบบเติมเงิน) และธุรกิจอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง	เนื่องจากฐานจำนวนผู้โดยสารที่ต่ำจากผลกระทบของเหตุการณ์แผ่นดินไหวในช่วงปลาย 1Q25 ในปี 2025 เราคาดว่าจะเห็นกำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2026 โดยเฉพาะในส่วนของบริษัทมหาชนรายทางด่วน ซึ่งได้รับผลกระทบเพิ่มเติมจากเหตุก่อสร้างบนถนนพระราม 2 ใน 1Q25 นอกเหนือจากเหตุการณ์แผ่นดินไหว	กำไรปกติมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้น YoY โดยได้แรงหนุนจากการปรับปรุงประสิทธิภาพสินทรัพย์และการเพิ่มประสิทธิภาพในปีก่อนหน้า กำไรสุกีน่าจะฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญจากฐานที่ต่ำในปี 2025 และขาดทุนจากสต็อกน้ำมันที่ลดลงจากราคาน้ำมันที่มีความผันผวนน้อยลง ต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงช่วยหนุนการฟื้นตัวของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ แม้ว่าจะยังคงอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่ความตึงเครียดทางการค้าเริ่มคลี่คลายลง การลดกำลังการผลิตทั่วโลกที่ยังคงดำเนินอยู่อาจช่วยหนุนให้มีการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป แต่อาจต้องใช้เวลา	เนื่องจากกำไรปี 2025 จะลดลงเป็นตัวเลขสองหลัก เราจึงคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวกลับมาเติบโต 11% ในปี 2026 โดยใน 1H26 จะได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและการผ่อนคลายนโยบาย LTV จนถึงวันที่ 30 มิ.ย. 2026

Source: InnovestX Research

ทำไมมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปในปี 2025-2026

น่าจะเติบโตได้ตามเป้า



	Consensus			InnovestX		
	2H25F		2026F	2H25F		2026F
	%HoH	%YoY	%YoY	%HoH	%YoY	%YoY
ธุรกิจการเกษตร	-27%	1%	-3%	-18%	13%	-5%
ยานยนต์	-54%	-44%	13%	-49%	-37%	8%
ธนาคาร	-14%	-5%	1%	-16%	-7%	0%
พาณิชย์	10%	8%	10%	10%	9%	12%
วัสดุก่อสร้าง	102%	110%	-9%	58%	104%	-39%
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	14%	74%	17%	22%	86%	9%
พลังงานและสาธารณูปโภค	-37%	32%	-6%	-22%	62%	-18%
เงินทุนและหลักทรัพย์	-8%	3%	8%	-9%	2%	6%
อาหารและเครื่องดื่ม	-36%	7%	-14%	-19%	34%	-8%
การแพทย์	11%	2%	6%	14%	5%	8%
สื่อสาร	18%	205%	23%	31%	239%	14%
ประกัน	-47%	-7%	7%	2%	77%	5%
บรรจุกัญท์	-5%	250%	19%	-4%	253%	11%
ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	226%	137%	614%	210%	132%	1725%
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	0%	-18%	5%	-2%	-20%	0%
ท่องเที่ยวและสันทนาการ	44%	34%	10%	43%	33%	8%
ขนส่งและโลจิสติกส์	nm	187%	-3%	nm	170%	-5%
รวม	-21%	39%	3%	-13%	53%	-3%

Source: Bloomberg, InnovestX Research

หมายเหตุ: กำไรสุทธิปี 2025 ที่ INVX ทำประมาณการไว้สำหรับ GULF รวมรายการพิเศษ

กำไร 2Q25 แข็งแกร่งกว่าที่คาดการณ์ไว้เป็นไตรมาสที่สองติดต่อกัน โดยเพิ่มขึ้น 4.7% YoY ซึ่งได้รับแรงหนุนจาก EBIT margin ที่ขยายตัว 190bps YoY และ 98bps QoQ ขณะที่รายได้ที่ลดลง 8% YoY และ 1% QoQ เป็นปัจจัยกดดันที่สำคัญ หากไม่รวมกลุ่มพลังงาน กำไรสุทธิขยายตัว 33% YoY และ 6% QoQ ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) มีผลการดำเนินงานที่อ่อนแอกว่าบริษัทขนาดใหญ่ โดยกำไรสุทธิลดลง 12% QoQ และ 16% YoY รายได้และ EBIT margin ลดลงทั้ง QoQ และ YoY

เราคาดการณ์ถึงแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งใน 2H25 โดยคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตถึง 53% YoY การเติบโตที่เร่งตัวขึ้นนี้ได้รับการสนับสนุนจากการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญของกลุ่มธุรกิจที่เติบโตตามวัฏจักรเศรษฐกิจและผลจากฐานที่ต่ำในปีที่ผ่านมา

เมื่อมองต่อไปถึงปี 2026 เราคาดว่ากำไรของตลาดโดยรวมจะหดตัวลงเล็กน้อย 3% YoY ซึ่งไม่ได้บ่งชี้ถึงแนวโน้มขาลง แต่เป็นผลจากการปรับตัวกลับสู่ภาวะปกติหลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งเป็นพิเศษในปี 2025

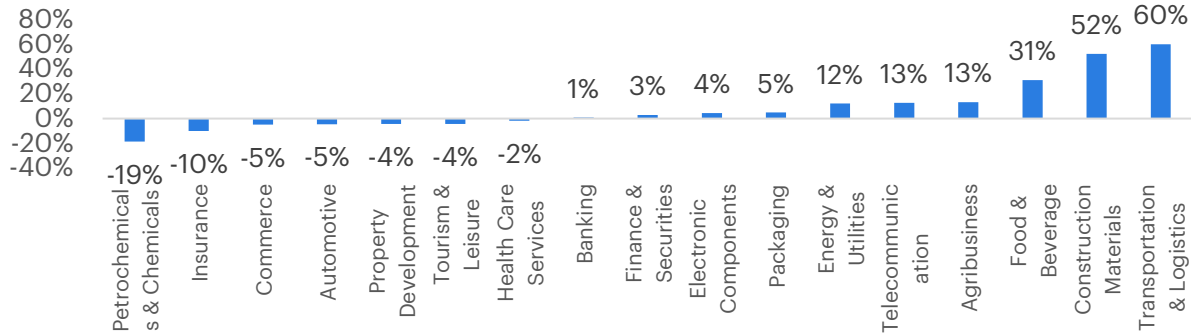
การเติบโตจะมีลักษณะเฉพาะเจาะจงมากขึ้น และกลยุทธ์ของเราจะเน้นไปที่กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพในการสร้างกำไรอย่างยั่งยืน เราแนะนำให้มุ่งเน้นไปที่กลุ่มที่มีอุปสงค์แข็งแกร่ง และสามารถเติบโตได้โดยไม่ต้องอาศัยผลจากฐานต่ำ เช่น กลุ่มพาณิชย์ (+12% YoY), กลุ่มท่องเที่ยว (+8% YoY) และกลุ่มการแพทย์ (+8% YoY) ซึ่งมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากอุปสงค์ที่มั่นคงและการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว

การปรับลดประมาณการ EPS เริ่มมีแนวโน้มทรงตัวมากขึ้น

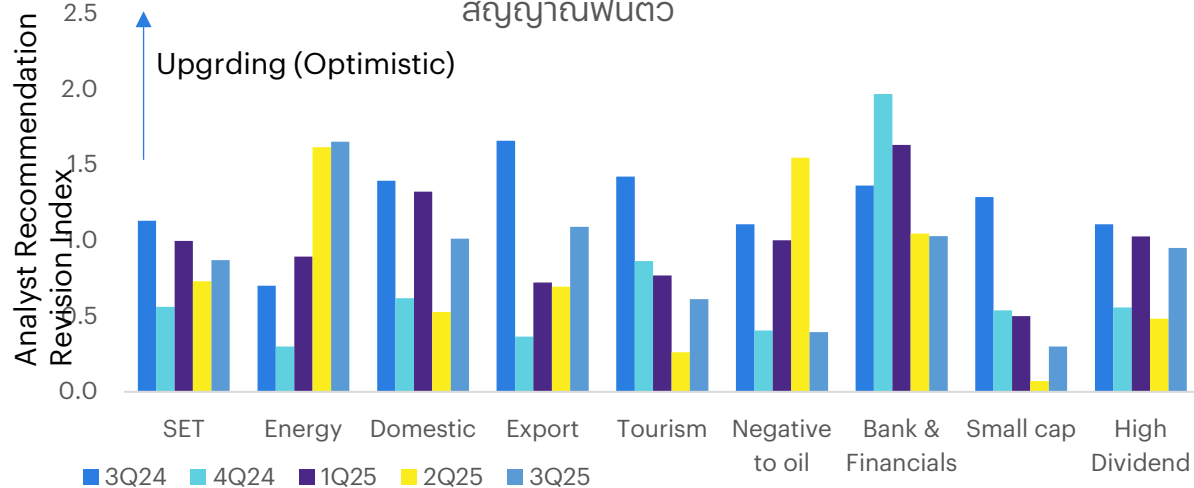
Recommendation sentiment มีแนวโน้มที่ดีขึ้น



อัตราการเปลี่ยนแปลงของประมาณการกำไรต่อหุ้นประจำปี 2025 ใน 3Q25 (เทียบกับประมาณการ 2Q25)



Recommendation sentiment สำหรับ SET ยังคงอ่อนแอ แต่เริ่มมีสัญญาณฟื้นตัว



Source: Bloomberg, InnovestX Research

หลังจากที่มีการปรับลดประมาณการกำไรต่อหุ้นอย่างต่อเนื่องเป็นเวลานาน เราเริ่มเห็นสัญญาณชัดเจนว่าวงจรการปรับลดประมาณการกำไรของตลาดหุ้นไทยเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น ซึ่งบ่งชี้ว่าตลาดน่าจะสร้างฐานได้แล้ว

ตัวชี้วัดสำคัญ คือ ประมาณการกำไรล่วงหน้าของดัชนี SET โดยนับเป็นครั้งแรกของปีนี้ที่เราไม่พบการปรับลดประมาณการ EPS ปี 2025 ของ consensus ใน 3Q25 ซึ่งถือเป็นการปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเทียบกับการปรับลดประมาณการลง 3% และ 4% ใน 2Q25 และ 1Q25 ตามลำดับ และมีแนวโน้มที่จะไม่เห็นการปรับลดประมาณการต่อเนื่องไปจนถึง 4Q25 และต้นปี 2026

นอกจากนี้ ความเชื่อมั่นในคำแนะนำการลงทุน (recommendation sentiment) ก็เริ่มแสดงสัญญาณฟื้นตัว โดยเรตติ้งของนักวิเคราะห์ในกลุ่มอุตสาหกรรมหลักที่มีความอ่อนไหวต่อการบริโภคในประเทศ การส่งออก และการท่องเที่ยว เริ่มมีการปรับขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน การเปลี่ยนแปลงนี้สะท้อนถึงความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้นต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

เมื่อมองไปข้างหน้า มีหลายปัจจัยที่สนับสนุนมุมมองของเรา เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 โดยได้รับแรงหนุนจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจากการมีเสถียรภาพมากขึ้น นอกจากนี้ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่คาดว่าจะออกโดยรัฐบาลใหม่ และตัวเลขภาษีการค้าทั่วโลกที่ออกมาดีกว่าที่กังวลกันน่าจะเป็นแรงหนุนเพิ่มเติมให้ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น



SET Index scenario และหุ้นเด่น

หลังจากปรับตัวขึ้นแรง: ตลาดหุ้นไทยจะไปต่อหรือไม่?

หากดูจากประวัติศาสตร์ คำตอบคือ “ไปต่อได้”



	ไตรมาสที่ตลาดให้ ผลตอบแทน >10%	หลังจากปรับตัว ขึ้นแรง 1 ไตร มาส	หลังจากปรับตัว ขึ้นแรง 2 ไตร มาส
2Q01	10.5%	-14.1%	9.7%
1Q02	23.1%	4.1%	-14.7%
2Q03	26.7%	25.4%	33.4%
4Q03	33.4%	-16.2%	-0.1%
2Q07	15.3%	8.8%	1.5%
2Q09	38.5%	20.0%	2.4%
3Q09	20.0%	2.4%	7.3%
3Q10	22.3%	5.9%	1.4%
4Q11	11.9%	16.7%	-2.1%
1Q12	16.7%	-2.1%	10.8%
3Q12	10.8%	7.2%	12.2%
1Q13	12.2%	-7.0%	-4.7%
3Q18	10.1%	-11.0%	4.8%
2Q20	18.9%	-7.6%	17.2%
4Q20	17.2%	9.5%	0.0%
ผลตอบแทนเฉลี่ย (ตั้งแต่ปี 2000)		2.8%	5.3%
% ของผลตอบแทนที่เป็นบวก		60%	80%
ค่าเฉลี่ยหลังวิกฤตการเงินโลก		1.6%	5.2%
% ของผลตอบแทนที่เป็นบวก		56%	78%

ไตรมาสนี้เป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งสำหรับตลาดหุ้นไทย ซึ่งปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยได้รับแรงหนุนจากกำลังซื้อทางการเมืองที่คลี่คลายลงและความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่กลับมาอีกครั้ง ประกอบกับผลกระทบจากมาตรการภาษีและปัจจัยลบจากภายนอกที่ไม่ได้เลวร้ายอย่างที่คาดไว้ คำถามสำคัญตอนนี้คือ โมเมนตัมนี้จะสามารถคงอยู่ต่อไปได้หรือไม่

ข้อมูลจากอดีตบ่งชี้ว่าการปรับตัวขึ้นแรงไม่จำเป็นต้องหมายถึงการกลับทิศทางในทันที จากการวิเคราะห์ข้อมูลตลาดตั้งแต่ปี 2000 พบว่าหลังจากไตรมาสที่ตลาดให้ผลตอบแทนสูงกว่า 10% ดัชนี SET ยังคงทำผลงานได้ดีอย่างต่อเนื่อง โดยเฉลี่ยแล้ว ตลาดให้ผลตอบแทนเป็นบวกที่ 2.8% ในไตรมาสถัดมา โดยมีโอกาส 60% ที่ผลตอบแทนจะเป็นบวก ผลงานของดัชนี SET ดูน่าสนใจมากยิ่งขึ้นหากดูใน 2 ไตรมาสถัดมา โดยผลตอบแทนเฉลี่ยอยู่ที่ 5.3% และมีโอกาสถึง 80% ที่ผลตอบแทนจะเป็นบวก

เราคาดว่ารูปแบบทางสถิตินี้จะยังคงใช้ได้จริงกับ 4Q25 เสถียรภาพทางการเมืองปัจจัยตามฤดูกาลช่วงปลายปีที่แข็งแกร่ง และความคาดหวังที่สูงขึ้นสำหรับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ น่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนตลาดหุ้น

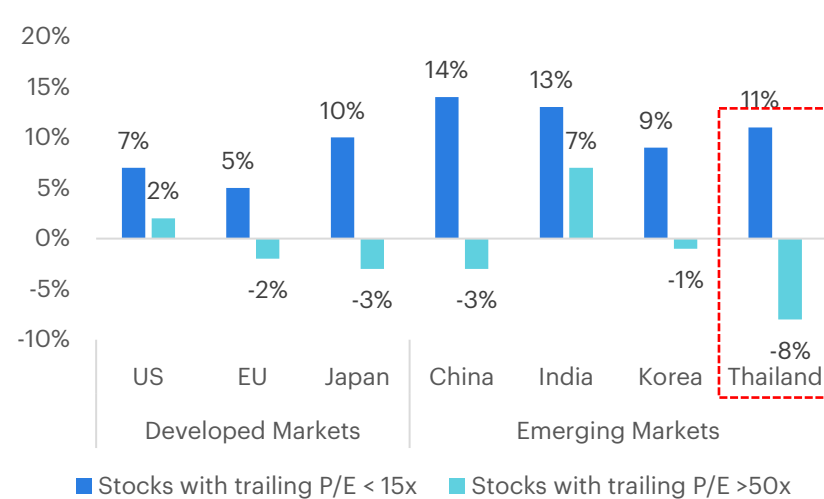
อย่างไรก็ตาม แม้แนวโน้มระยะสั้นจะดูเป็นบวก แต่การปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะยาวยังไม่น่าจะเกิดขึ้นได้ หากไม่มีปัจจัยขับเคลื่อนเชิงโครงสร้างที่สำคัญ การปฏิรูปการคลังอย่างจริงจัง การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเชิงรุกมากขึ้นจาก ธปท. จะเป็นสิ่งจำเป็นในการผลักดันตลาดให้ปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว

กับดักราคา P/E สูง?

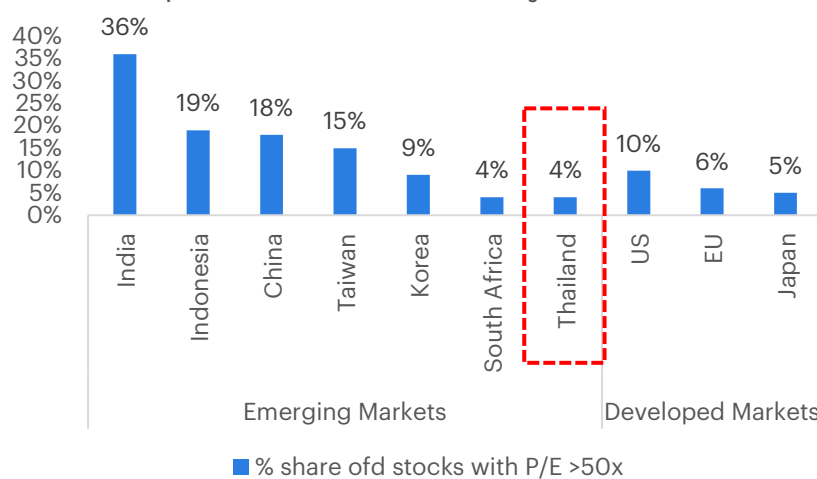
ตลาดหุ้นไทยมีสัดส่วนหุ้นแพงค่อนข้างต่ำ



อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา

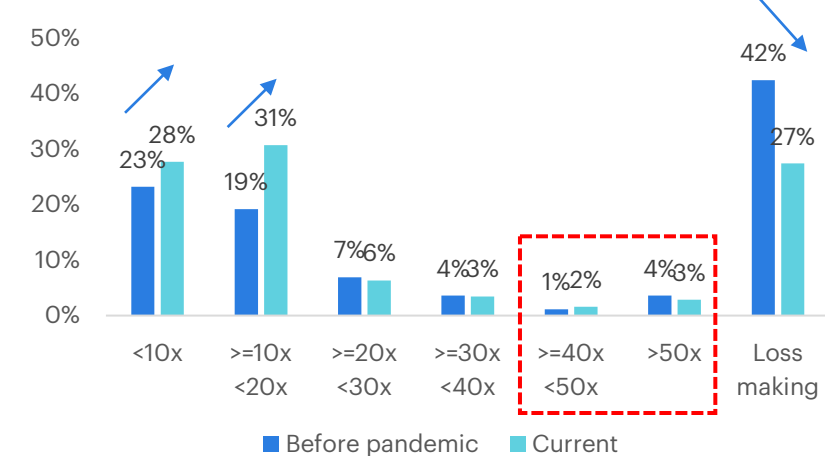


มีหุ้นไทยเพียง 4% ที่มีค่า P/E สูงกว่า 50 เท่า



Source: Bloomberg, InnovestX Research

Valuation distribution ของ SET Index



ข้อมูลสถิติที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่ามูลค่าหุ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดผลตอบแทนในอนาคต การศึกษาชี้ให้เห็นว่าตลาดที่มีมูลค่าต่ำกว่ามักจะทำงานได้ดีกว่าตลาดอื่นๆ ในประเทศไทย หุ้นที่มีอัตราส่วนราคาต่อกำไรย้อนหลัง (trailing P/E) ต่ำกว่า 15 เท่า ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ 11% ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ซึ่งแตกต่างอย่างชัดเจนจากหุ้นที่มีค่า P/E สูงกว่า 50 เท่า ซึ่งให้ผลขาดทุนเฉลี่ยถึง 8% ต่อปี ปัจจุบัน ตลาดหุ้นไทยมีสัดส่วนของหุ้นแพงไม่มากนัก ซึ่งบ่งชี้ว่าไม่มีการเก็งกำไรที่รุนแรงเมื่อเทียบกับตลาดในภูมิภาคเดียวกัน โดยมีหุ้นในดัชนี SET เพียง 5% เท่านั้นที่มีค่า P/E เกิน 40 เท่า

การกระจายตัวของมูลค่า (valuation distribution) เปลี่ยนไปในทางที่ดีขึ้น โดยมีสัดส่วนของหุ้นในกลุ่ม P/E ต่ำมากขึ้น ซึ่งไม่ใช่สัญญาณของวิกฤต แต่เป็นสัญญาณของปัจจัยพื้นฐานที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น โดยเห็นได้จากสัดส่วนบริษัทที่มีผลขาดทุนที่ลดลงอย่างมากจาก 42% ก่อนเกิดการระบาดของ COVID-19 เหลือเพียง 27% ในปัจจุบัน

ดังนั้น มูลค่าหุ้นโดยรวมในปัจจุบันอาจเป็นแรงสนับสนุนให้ตลาดปรับตัวขึ้นได้ โดยมีแรงหนุนจากเสถียรภาพทางการเมือง การฟื้นตัวของกำไรในระดับปานกลาง ความเสี่ยงจากภายนอกที่ไม่ได้เฝ้าระวังอย่างทั่วถึง และความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งทั้งหมดนี้ช่วยให้ตลาดมีเสถียรภาพมากขึ้น

เป้า SET Index สำหรับปี 2026 อยู่ในช่วง 1,350-1,400 จุด

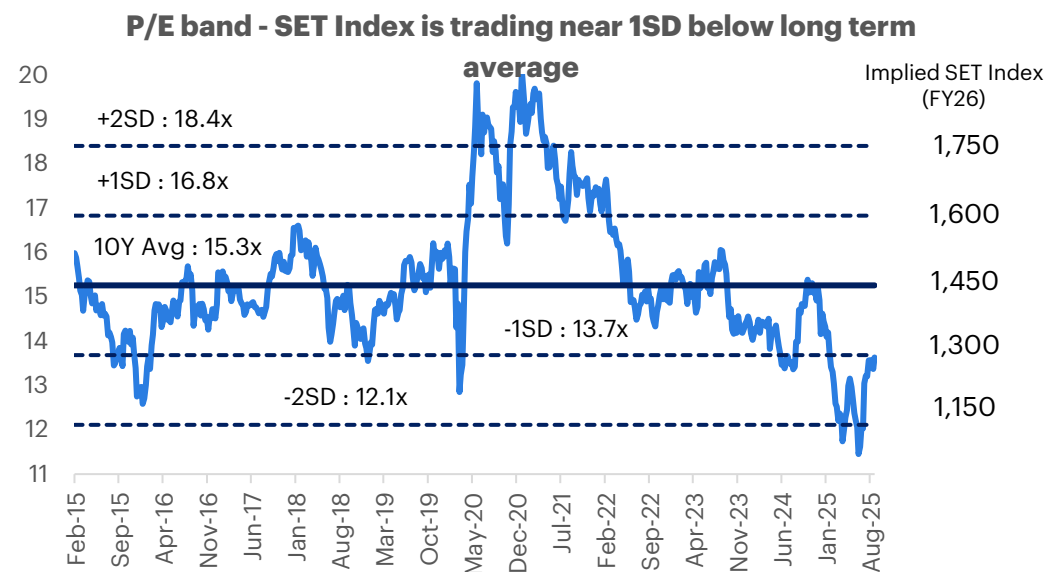
จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,200 จุด



		Target PB		Market Cap	
	Book value (2026)	SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
Energy	3,354,340	0.9	1.0	2,928,327	3,186,623
Utilities	114,686	2.4	2.3	275,247	263,778
Bank	3,117,846	0.8	0.7	2,425,262	2,307,206
Trans	615,689	1.9	2.0	1,171,051	1,231,377.5
ICT	499,590	3.4	3.1	1,698,605	1,548,728
Food	691,684	2.0	2.1	1,362,261	1,452,537.4
Commerce	851,499	1.9	2.0	1,617,848	1,702,998
Petro	458,218	0.8	0.7	359,813	320,752.5
Healthcare	227,697	3.5	3.7	798,945	842,480
Electronics	161,910	3.0	3.0	485,729	485,728.8
Property	812,901	1.0	1.1	815,631	894,191
Tourism	173,358	2.2	2.0	387,056	346,715.4
Media	87,734	1.5	1.4	131,600	122,827
Con Mat	588,596	1.3	1.4	789,253	824,034.3
Finance	375,622	2.3	2.2	850,634	826,368
Others	1,468,964	0.8	0.8	1,101,723	1,101,723.3
Implied target				1,364	1,384

Source: Bloomberg, InnovestX Research

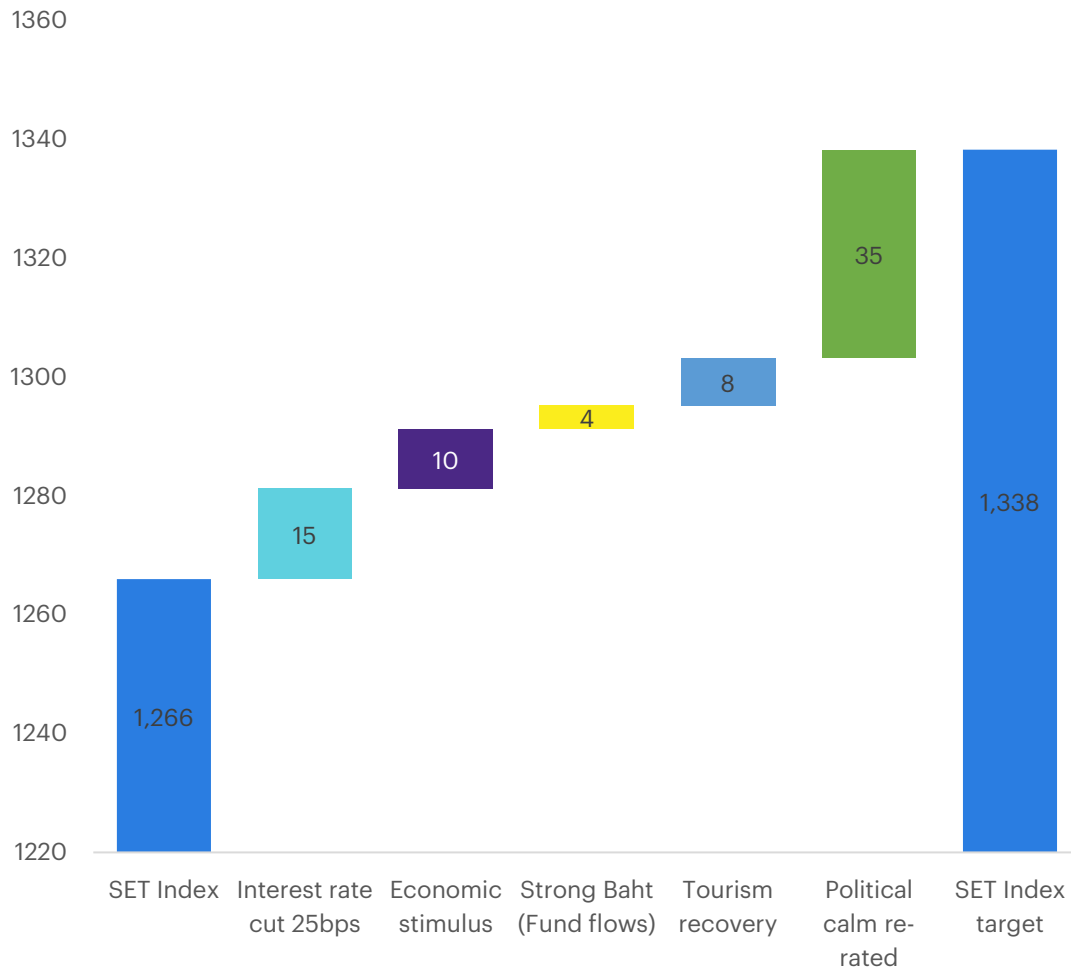
Yield Gap	EPS FY2026				
	-5%	-1%	Base (EPS 95)	+1%	+5%
+1SD (3.0%)	1,507	1,571	1,587	1,602	1,666
Avg (3.6%)	1,356	1,413	1,428	1,442	1,499
-1SD (4.3%)	1,233	1,285	1,298	1,311	1,363
-2SD (4.9%)	1,130	1,178	1,189	1,201	1,249
Forward P/E					
-2SD (12.1x)	1,093	1,139	1,151	1,162	1,208
-1SD (13.7x)	1,235	1,287	1,300	1,313	1,365
Avg (15.3x)	1,377	1,435	1,449	1,464	1,522
+1SD (16.8x)	1,519	1,583	1,599	1,615	1,679



SET Index scenario – ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET



ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET



Source: Bloomberg, InnovestX Research

เมื่อพิจารณาจากปัจจัยบวกที่คาดว่าจะเกิดขึ้นหลังความไม่แน่นอนทางการเมืองลดลง เราคาดว่าดัชนี SET จะมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นพร้อมกับผันผวนใน 4Q25 โดยมีโอกาสขึ้นไปถึงเป้าหมายของเราที่ 1,350 จุดได้ หากปัจจัยบวกทั้งหมดเกิดขึ้นใน 4Q25-1Q26 เราเชื่อว่าดัชนี SET มีโอกาสปรับขึ้นถึงระดับ 1,350 จุดได้

ปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนดัชนี SET ได้แก่:

- 1) **การปรับลดอัตราดอกเบี้ย** - การลดดอกเบี้ยลง 25 bps จะส่งผลกระทบต่อกำไรประมาณ 1.3% และช่วยหนุนให้ดัชนี SET ปรับขึ้นได้ 15 จุด
- 2) **มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ** - คาดว่าจะช่วยหนุนให้ GDP เพิ่มขึ้นได้ 0.1% และส่งผลให้กำไรเติบโตในระยะสั้น โดยมีแนวโน้มที่จะช่วยหนุนให้ดัชนี SET ปรับขึ้นได้อีก 10 จุด
- 3) **เงินบาทแข็งค่า** - จากงานวิจัยเกี่ยวกับการเคลื่อนย้ายเงินทุนในประเทศไทย พบว่าดัชนี SET จะเพิ่มขึ้น 0.3% เมื่อเงินบาทแข็งค่าขึ้นทุกๆ 1% หรือคิดเป็นดัชนี SET ที่เพิ่มขึ้น 4 จุด
- 4) **การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว** - จำนวนนักท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวกลับมาอยู่ที่ 80% ของระดับก่อนเกิด COVID-19 และการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น 3% จะช่วยสนับสนุนให้ดัชนี SET ปรับขึ้นได้ประมาณ 8 จุด
- 5) **การปรับมุมมองทางการเมือง (Political re-rated)** - Overhang ทางการเมืองที่คลี่คลายลงจะช่วยสนับสนุนให้มีการปรับ valuation เพิ่มขึ้นจาก P/E ที่ 13.6 เท่า เป็น 14 เท่า (ก่อนเกิด Overhang ทางการเมือง) ซึ่งคาดว่าจะช่วยสนับสนุนให้ดัชนี SET ปรับขึ้นได้ประมาณ 35 จุด

น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายการอุตสาหกรรมใน 4Q25



Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 23-26	P/E		P/B		EV/EBITDA		Dividend yield	
				25F	26F		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
Commerce	Overweight	8%	-22%	7%	12%	12%	16.0	14.3	1.1	1.1	8.8	8.2	3.5	3.9
Hotel	Overweight	1%	-13%	7%	8%	19%	16.5	15.2	1.4	1.3	11.4	11.1	2.0	2.2
Residential/IE	Overweight	5%	-21%	-15%	0%	-10%	9.7	9.7	0.7	0.7	12.9	11.8	5.3	5.4
REITs / PF / IF	Overweight	2%	-9%	65%	5%	n.m.	8.3	7.9	0.7	0.7	8.3	8.0	13.8	13.6
Telecoms	Overweight	10%	-4%	142%	14%	70%	21.6	19.0	6.6	6.0	7.2	6.7	3.6	4.0
Healthcare	Neutral	4%	-17%	3%	8%	7%	19.5	18.0	3.2	3.0	11.9	10.9	3.5	3.8
Energy	Neutral	19%	-8%	28%	-18%	-4%	9.5	11.5	0.8	0.7	4.3	4.4	5.0	4.9
Utilities	Neutral	6%	-16%	168%	-54%	12%	10.8	23.5	1.5	1.5	10.8	15.6	2.4	2.6
Building Materials	Neutral	3%	7%	129%	-39%	-15%	10.3	17.0	0.6	0.6	8.3	7.9	3.6	3.6
Food & beverage	Neutral	5%	-13%	70%	-8%	n.m.	7.1	7.8	0.9	0.8	6.9	6.9	5.1	4.5
Land Transportation	Neutral	1%	-36%	-50%	55%	n.m.	41.8	27.0	0.9	0.9	17.4	15.8	1.5	2.1
Petrochemical	Neutral	2%	-6%	102%	1725%	n.m.	304.7	16.7	0.6	0.6	8.0	5.9	0.7	2.1
Air Transportation	Neutral	6%	187%	1265%	-10%	6%	11.0	12.2	2.6	2.3	10.1	10.3	1.3	1.1
Bank	Neutral	13%	7%	-1%	0%	2%	8.2	8.2	0.7	0.7	0.0	0.0	6.8	6.8
Agribusiness	Underweight	0%	-11%	18%	-5%	17%	5.2	5.4	0.6	0.5	3.6	3.2	2.1	2.1
Electronics	Underweight	12%	-6%	23%	9%	-1%	76.2	70.1	13.7	12.2	49.5	46.1	0.5	0.5
Automotive	Underweight	0%	-13%	9%	8%	-8%	7.9	7.3	0.6	0.6	2.2	1.8	7.5	8.0

Source: Bloomberg, InnovestX Research

กลยุทธ์การลงทุนตลาดหุ้นไทย เมื่อหุ้นกลายเป็นราชสีห์; แล้วจะเกิดอะไรขึ้นต่อไป?



4Q25

- **แนวโน้ม** – ดัชนี SET ของประเทศไทยมีแนวโน้มเป็นบวกใน 4Q25 โดยจะฟื้นตัวต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนหน้า ปัจจัยหนุนที่สำคัญ ได้แก่ ธีมไลน์การเมืองที่มีความชัดเจนมากขึ้นจากการเลือกตั้งที่คาดว่าจะมีขึ้นในปี 2026 มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศที่คาดว่าจะออกมาจากรัฐบาลใหม่ ผลกระทบเชิงบวกจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed ซึ่งจะช่วยสร้างสถานการณ์ที่เหมาะสมสำหรับเศรษฐกิจโลก (Goldilocks scenario) เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นคาดว่าจะดึงดูดเงินลงทุนจากต่างชาติให้ไหลเข้ามา แม้ว่าผลกระทบโดยตรงจากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ จะเริ่มชัดเจนขึ้นและดูเหมือนว่าจะสามารถบริหารจัดการได้ แต่การเติบโตของเศรษฐกิจโลกยังคงมีแนวโน้มชะลอตัวลง อย่างไรก็ตาม ข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นว่าโมเมนตัมตลาดมีแนวโน้มที่จะดำเนินต่อไป แต่การปรับตัวขึ้นอย่างยั่งยืนในระยะยาวจะขึ้นอยู่กับการปฏิรูปการคลังอย่างจริงจังและการผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างเข้มข้นมากขึ้น
- **กลยุทธ์** – นำกลยุทธ์การลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงมาใช้ โดยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มหุ้นวัฏจักรที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นและอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง เน้นการลงทุนในธุรกิจที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศ โดยเฉพาะกลุ่มพาณิชย์ ท่องเที่ยว และอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งได้รับประโยชน์โดยตรงจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่คาดว่าจะออกมาและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัว ในขณะที่เงินบาทแข็งค่าขึ้น ควรให้ความสนใจกับกลุ่มสาธารณูปโภค และสายการบิน และคงน้ำหนักการลงทุนในระดับปานกลางในกลุ่มพลังงาน และธนาคาร ขณะที่ลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มสินค้านิคมและอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีความไม่แน่นอนในเรื่องอุปสงค์ทั่วโลก และนโยบายการค้า รวมถึงความผันผวนของค่าเงิน เน้นลงทุนในบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรแข็งแกร่งและบริษัทที่ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศ โดยอาศัยจังหวะที่ประมาณการกำไรเริ่มมีเสถียรภาพและ valuation ที่น่าสนใจ

2026

- **แนวโน้ม** – ตลาดในปี 2026 จะได้รับอิทธิพลอย่างมากจากสถานการณ์ทางการเมือง โดยคาดว่าจะมีการเลือกตั้งทั่วไปในไตรมาสที่ 2 เราคาดว่าโมเมนตัมเชิงบวกจาก 4Q25 จะดำเนินต่อไปใน 1H26 โดยได้รับแรงหนุนจากการใช้จ่ายภาครัฐก่อนการเลือกตั้ง และการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภายในประเทศ อย่างไรก็ตาม ครึ่งหลังของปีมีแนวโน้มที่จะมีความผันผวน เนื่องจากนักลงทุนจะรอผลการเลือกตั้งและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ ความสงบทางการเมืองและความชัดเจนของนโยบายหลังการเลือกตั้งจะเป็นปัจจัยสำคัญในการรักษาทิศทางของตลาดและความเชื่อมั่นของนักลงทุนตลอดทั้งปี
- **กลยุทธ์** – ใช้กลยุทธ์การลงทุนที่แบ่งเป็น 2 ช่วงสำหรับปี 2026 โดยในครึ่งปีแรกให้เน้นลงทุนในกลุ่มหุ้นวัฏจักรและกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจภายในประเทศ เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก่อนการเลือกตั้งและโมเมนตัมเศรษฐกิจ เมื่อใกล้ถึงช่วงการเลือกตั้งและความผันผวนของตลาดมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในครึ่งปีหลัง ให้ค่อยๆ ปรับเปลี่ยนมาใช้กลยุทธ์เชิงรับมากขึ้น โดยเน้นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจำกัดจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายในประเทศ ให้ความสำคัญกับหุ้นคุณภาพที่มีความสามารถในการสร้างกำไรอย่างมั่นคงและมีฐานะการเงินแข็งแกร่งซึ่งสามารถรับมือกับความไม่แน่นอนทางการเมืองได้ และเมื่อนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลใหม่มีความชัดเจน ควรมีการประเมินกลยุทธ์ใหม่อีกครั้งเพื่อปรับพอร์ตให้สอดคล้องกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคที่เปลี่ยนไป

หุ้นเด่นของเราใน 4Q25 – AP, CENTEL, DIF, HMPRO, MTC

ความคาดหวังกับ 3R: Recovery (การฟื้นตัว), Rate cut (การลดอัตราดอกเบี้ย) และ Revitalization (การฟื้นฟูเศรษฐกิจ)

- จากการวิเคราะห์ของเราพบว่ามีหุ้นที่มีลักษณะสำคัญ 4 อย่างที่เราเชื่อว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดใน 4Q25
- 1) บริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่ง ทำให้สามารถรับมือกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและความท้าทายที่หลากหลายได้
 - 2) Large-cap ที่มี valuation สมเหตุสมผลและกำไรเติบโต ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและวงจรขาขึ้นของอุตสาหกรรม
 - 3) ได้ประโยชน์จากโมเมนตัมเชิงบวกของความเชื่อมั่นผู้บริโภคและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นจากรัฐบาลใหม่
 - 4) มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากกระแสเงินทุนต่างชาติไหลเข้า หรือมีแรงขายจำกัด

เรายังคงใช้แนวทางการคัดเลือกหุ้นเด่นโดยมุ่งเน้นไปที่บริษัทที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง และ valuation สมเหตุสมผล เมื่อพิจารณาจากเกณฑ์เหล่านี้ หุ้นเด่นที่เราเลือกสำหรับ 4Q25 ได้แก่ AP (presales ฟื้นตัว, backlog สูง, โมเมนตัมกำไรแข็งแกร่งใน 2H25), CENTEL (กำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว, การฟื้นตัวของกลุ่มท่องเที่ยว, ความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ), DIF (ความผันผวนต่ำ และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง), HMPRO (ความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ, ยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีขึ้น, ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว), และ MTC (ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง

ตาราง valuation หุ้นเด่น

Rating		Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
AP	Outperform	8.20	10.5	34.3	5.1	5.6	5.0	(17)	(8)	11	0.6	0.6	0.5	12	10	11	6.8	6.3	7.0	8.7	7.2	5.6
CENTEL	Outperform	31.50	36.0	16.0	23.1	25.7	22.7	65	-10	14	2.1	2.0	1.9	9	8	8	1.9	1.7	2.0	10.8	12.0	11.9
DIF	Outperform	8.55	10.0	27.2	7.8	7.7	7.5	(2)	1	3	0.6	0.6	0.5	7	7	7	10.4	10.3	10.2	8.2	7.8	7.4
HMPRO	Outperform	7.70	9.2	24.6	15.6	16.8	15.3	1	-7	10	3.8	3.7	3.5	25	22	24	5.6	5.1	5.2	9.7	10.2	9.5
MTC	Outperform	42.00	47.0	12.7	15.2	13.2	11.5	20	15	15	2.4	2.1	1.8	17	17	17	0.6	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
Average					13.3	13.8	12.4	13	-2	10	1.9	1.8	1.6	14	13	13	5.1	4.8	5.1	7.5	7.4	6.9

Source: InnovestX Research



มุมมองการลงทุน รายสินทรัพย์ (ASSET ALLOCATION)

มุมมองการลงทุนตราสารทุนไตรมาส 4/2025

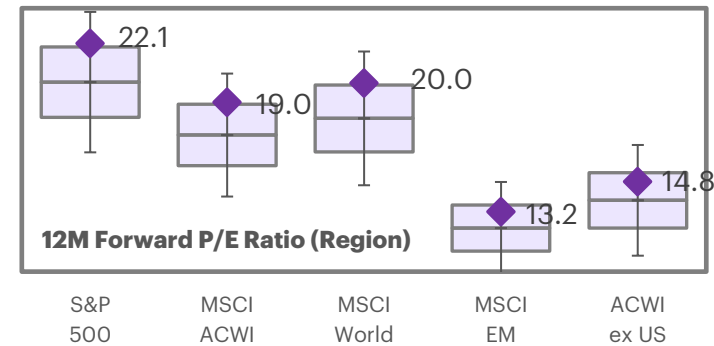


หุ้นโลกปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่องในไตรมาส 3/2025 โดยได้รับแรงหนุนจากบรรยากาศการค้าโลกที่ผ่อนคลาย หลังหลายประเทศทยอยบรรลุข้อตกลงด้านภาษีกับสหรัฐฯ ทำให้ความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจโลกเริ่มลดลง และคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะยังขยายตัวต่อได้ อีกทั้งการอ่อนค่าของดอลลาร์ยังช่วยหนุนผลตอบแทนของหุ้นนอกสหรัฐฯ โดยเฉพาะตลาดเกิดใหม่ตามที่เราได้ประเมินไว้ตั้งแต่ช่วงไตรมาส 2/2025 จนต่อเนื่องมายังปัจจุบัน ทั้งนี้ ปัจจัยดังกล่าวยังได้สะท้อนถึงความเสี่ยงที่แรงหนุนจาก US Exceptionalism จะค่อยๆ ลดลง ขณะที่ Institutional Stability Premium ของสินทรัพย์สหรัฐฯ ก็อ่อนแรงลงเช่นกัน โดยตลาดหุ้นโลกมีโอกาสดึงตัวขึ้นสูงต่อภายใต้การดำเนินนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์ ที่มักใช้แนวทาง “Push-Retreat-Restart” คือผลักดันนโยบายเชิงรุก เมื่อเจอแรงต้านก็ถอย แล้วกลับมาเริ่มใหม่ด้วยข้อมูลหรือวิธีการที่มากขึ้น

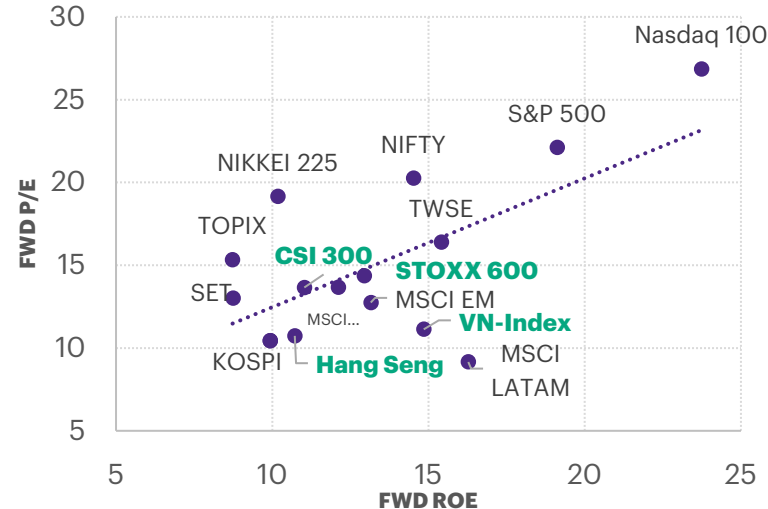
แนวคิด Modern Mercantilism หรือการค้าที่มุ่งปกป้องอุตสาหกรรมในประเทศและลดการพึ่งพาการนำเข้ากำลังกลายเป็นกระแสหลักในเศรษฐกิจโลก สืบเนื่องจากมาตรการภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ ส่งผลให้โลกการค้ากำลังเปลี่ยนจาก Win-Win สู่ Zero-Sum Game ที่ผลประโยชน์ของฝ่ายหนึ่งเกิดจากความเสียหายของอีกฝ่าย การผลิตจึงเริ่มเปลี่ยนจากการเน้นประสิทธิภาพ ไปสู่การรักษาความมั่นคงภายในประเทศ ทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นและกดดันกำไรบริษัท โดยเฉพาะบริษัทสหรัฐฯ ที่ต้องแบกรับต้นทุนภาษีนำเข้าที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ จีนเป็นประเทศที่ก้าวสู่ Modern Mercantilism มานานแล้ว เพื่อตอบโต้สงครามการค้าตั้งแต่ยุค Trump 1.0 ด้วยการเดินหน้านโยบายห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) และพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อสร้างความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจ ปัจจัยเหล่านี้ทำให้เศรษฐกิจจีนยืดหยุ่นมากขึ้น สะท้อนจากที่ IMF ปรับคาดการณ์ GDP ปี 2025 ของจีนขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น 4.8% จากเดิม 4.0% ซึ่งเป็นแรงหนุนสำคัญต่อแนวโน้มหุ้นจีนในระยะข้างหน้า

สำหรับแนวโน้มไตรมาส 4/2025 เราประเมินว่าหุ้นโลกยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อ แต่ upside เริ่มจำกัด การลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ ควรเน้นกลุ่มคุณภาพสูง หรือเริ่ม Catch up play อย่างหุ้นขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีแนวโน้มทำผลงานได้ดีหากเฟดลดดอกเบี้ย ส่วนหุ้นยุโรปยังมีมูลค่าที่น่าสนใจและกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวในปีหน้า โดยได้รับแรงหนุนจากนโยบายการคลังและต้นทุนพลังงานที่ลดลง ขณะที่จีนควรเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้น A-Shares ให้มากขึ้น เพราะจะได้รับอานิสงส์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศหลังจาก H-Shares ปรับตัวขึ้นมาแรง ด้านญี่ปุ่นยังเป็นตลาดที่น่าสนใจสำหรับการทยอยลงทุนอย่างช้าๆ เพราะได้รับแรงหนุนจากการปฏิรูปเชิงโครงสร้างและการเข้าลงทุนของ Berkshire Hathaway อย่างต่อเนื่อง ส่วนอินเดียแม้มีศักยภาพระยะยาวจากการเติบโตเชิงโครงสร้าง แต่ควรรอจังหวะพักฐานก่อนสะสมเพราะมูลค่า (Valuation) ยังสูงและความเสี่ยงทางการค้ายังไม่คลี่คลาย สำหรับไทยและเวียดนามก็อยู่ในลักษณะเดียวกัน กล่าวคือ ควรรอจังหวะตลาดอ่อนตัวก่อนกลับเข้าสะสม หลังจากที่เราปรับขึ้นแรงในไตรมาสที่ผ่านมา

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มี Valuation ถึงตัว ขณะที่หุ้น EM และ Ex-US ยังมี Valuation ถูก คาด re-rating ได้ต่อ



Valuation ของหุ้น EM และ Ex-US เมื่อเทียบกับ ROE ยังไม่แพง บ่งชี้ถึง Upside ที่เปิดกว้าง แม้ราคาปรับตัวขึ้นมาพอสมควร

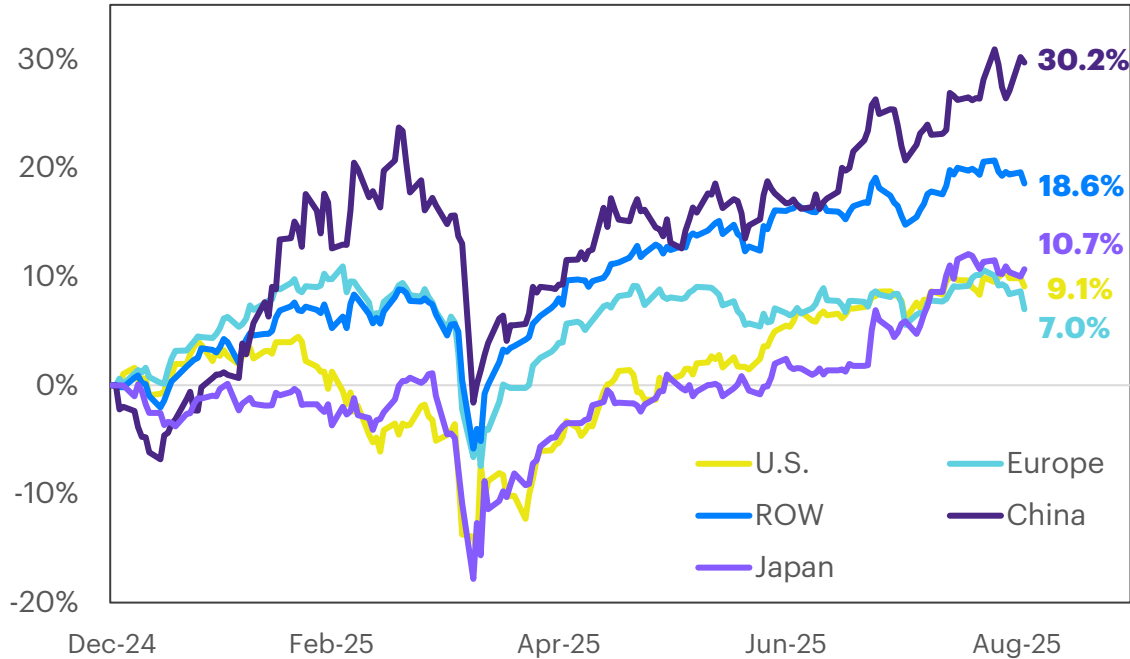


Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 3 September 2025

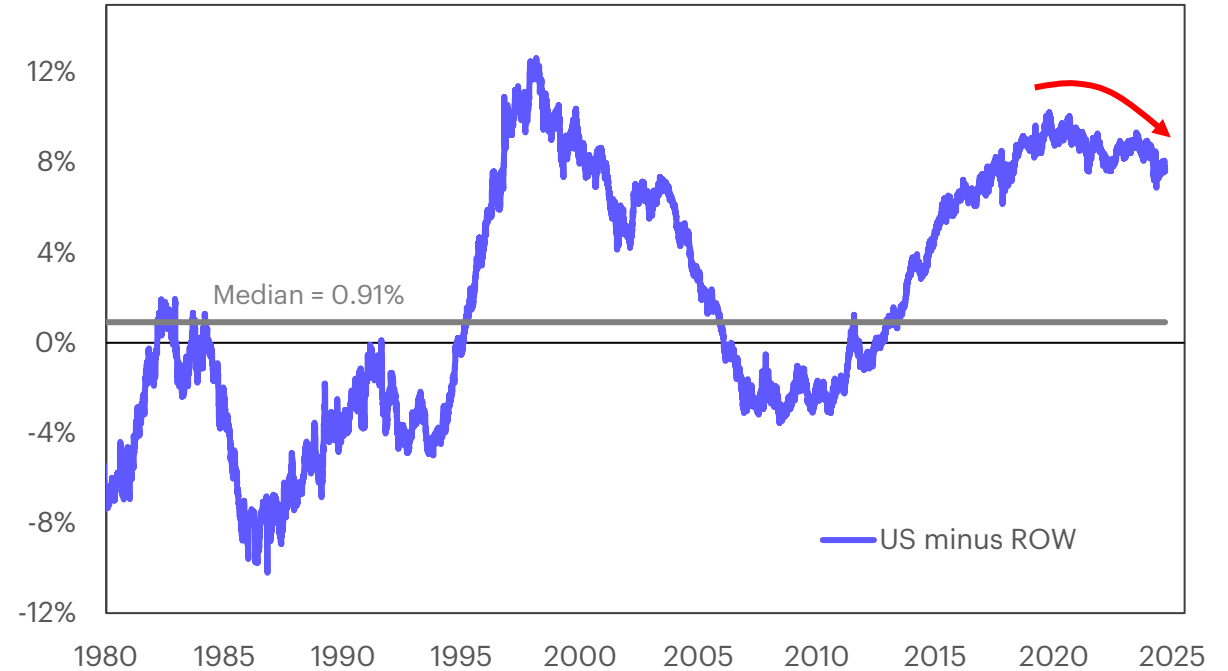
ROW ทำผลตอบแทนเหนือกว่าสหรัฐฯ ตามที่ประเมินไว้ โดยคาดว่ารูปแบบนี้จะยังดำเนินต่อไปในระยะถัดไป



Market Movement



Annualized 10-year Return Difference US vs. ROW



ตลาดหุ้นโลกไม่รวมสหรัฐฯ (ROW) ทำผลตอบแทนเหนือกว่าสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาส 3/2025 สอดคล้องกับประมาณการและกลยุทธ์ที่เราวางไว้ตั้งแต่ไตรมาส 2/2025 โดยเฉพาะตลาดหุ้น EM อย่างตลาดหุ้นจีนที่ทำผลตอบแทนได้โดดเด่น ทั้งนี้ เราประเมินว่ารูปแบบนี้จะยังดำเนินต่อไปในไตรมาส 4/2025 เนื่องจาก Institutional Stability Premium ของสินทรัพย์สหรัฐฯ ที่อ่อนแรงลงในยุคของประธานาธิบดีทรัมป์ และ Valuation ของตลาดหุ้น ROW ยังอยู่ในระดับที่ไม่แพง ขณะเดียวกัน กำไรของบริษัทในตลาดหุ้น ROW คาดว่าจะเติบโตใกล้เคียงกับสหรัฐฯ ได้ในปี 2026 (ROW +11% vs สหรัฐฯ 12%) จึงมีความน่าสนใจมากกว่า นอกจากนี้ โอกาสที่เฟดจะใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นขี้นให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่า ซึ่งจะเป็นแรงส่งสำคัญต่อหุ้น ROW โดยเฉพาะกลุ่ม EM

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 3 September 2025

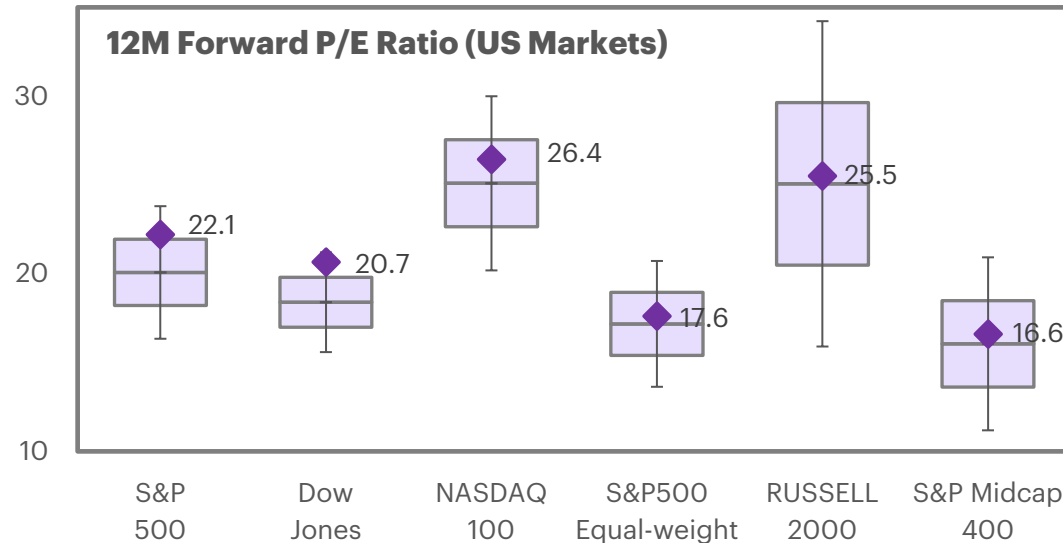


ตลาดหุ้นสหรัฐฯ: จับโอกาสจาก Rotation และ Broadening



S&P 500 Index : 2025-Year End Target

			2026 EPS (Estimates)				
			280	290	300 (current)	310	320
		CAGR	9%	11%	12%	14%	16%
FWD P/E Ratio	16	35-yr avg	4480	4640	4800	4960	5120
	18	10-yr avg	5040	5220	5400	5580	5760
	20	5-yr avg	5600	5800	6000	6200	6400
	22	Current	6160	6380	6600	6820	7040
	24	Record high	6720	6960	7200	7440	7680



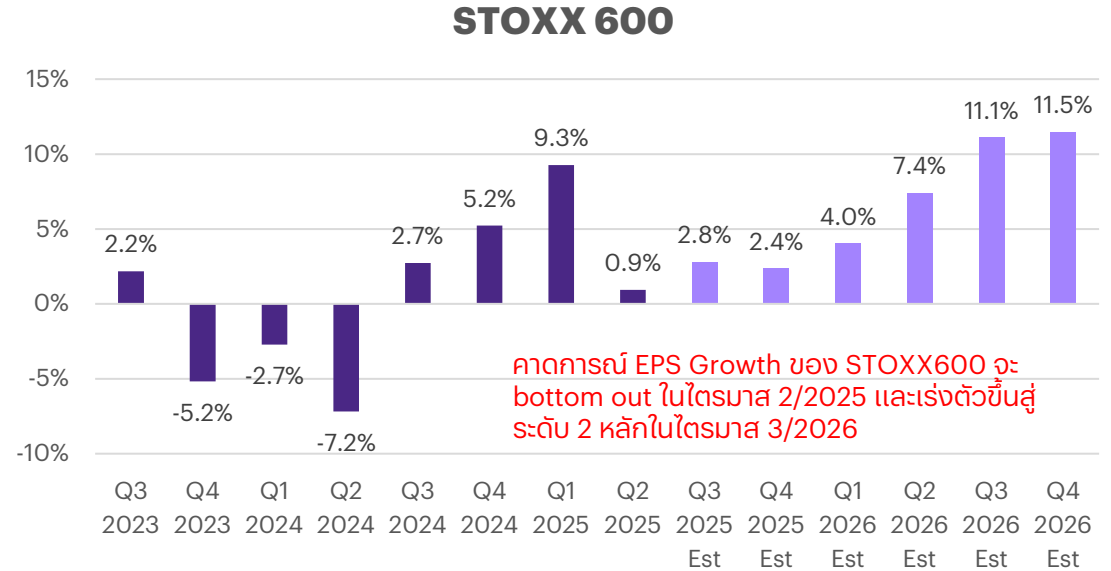
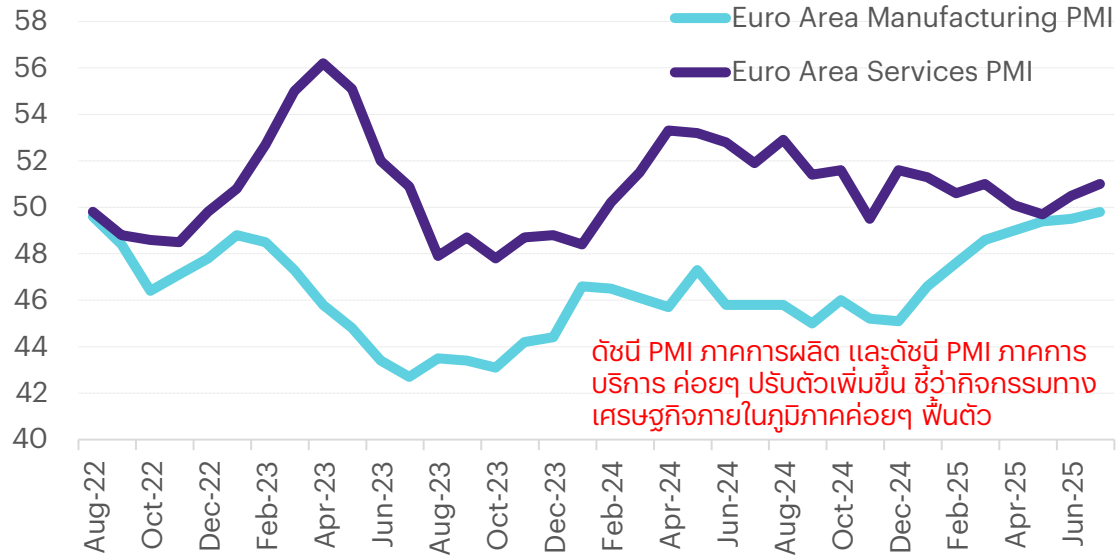
เราประเมินว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ดัชนี S&P 500 มี upside จำกัดในไตรมาส 4/2025 จาก Valuation ที่ตึงตัว โดยปัจจุบัน FWD P/E อยู่ที่ 22.1 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีถึง +1.2 S.D. ซึ่งเป็นระดับที่มีจำกัดโอกาสในการ re-rate แม้ว่าภาพรวมผลประกอบการยังแข็งแกร่งและกำไรถูกปรับประมาณการขึ้นก็ตาม ภายใต้บริบทนี้เราแนะนำกลยุทธ์ Rotation & Broadening Theme โดยคาดว่าหุ้นที่ราคายัง laggard แต่มีพื้นฐานดีจะได้รับแรงหนุนให้ราคาปรับขึ้นตาม โดยกลุ่มที่น่าสนใจคือ Healthcare ซึ่งยังซื้อขายที่ระดับไม่แพงเมื่อเทียบกับกำไร และเริ่มเห็นสัญญาณการปรับประมาณการขึ้นหลัง Berkshire Hathaway ได้เข้าลงทุนในหุ้น UnitedHealth Group นอกจากนี้ เรายังประเมินว่าจะเห็นการ broadening ของตลาดมากขึ้นไปที่หุ้นขนาดกลางและเล็ก (อิง S&P Mid Cap 400 หรือ Russell 2000) หลังจากที่ผ่านมาหุ้นขนาดใหญ่ โดยเฉพาะกลุ่มเทคโนโลยีนำตลาดมาตลอด

อีกหนึ่งกลยุทธ์คือ Fed Rate Cut Beneficiaries Theme ผ่านการลงทุนในหุ้นกลุ่ม Utilities ซึ่งได้ประโยชน์โดยตรงจากดอกเบี้ยที่ลดลง อีกทั้งยังเป็น sector ที่มีรายได้มั่นคงและได้รับอานิสงส์เชิงโครงสร้างจากความต้องการไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นตามการเติบโตของ AI data centers ทำให้ Utilities มีจุดแข็งทั้งในเชิง defensive และ secular growth พร้อมกัน

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 2 September 2025



ตลาดหุ้นยุโรป: สัญญาณเศรษฐกิจฟื้นตัว กำไรบริษัทเร่งตัวชัดปี 2026



เราประเมินตลาดหุ้นยุโรปไตรมาสที่ 4/2025 ยังอยู่ในทิศทางขาขึ้นจากเศรษฐกิจในภูมิภาคที่ส่งสัญญาณฟื้นตัวต่อเนื่อง หลังยุโรปมีการปรับกรอบการใช้นโยบายการคลังให้มีความผ่อนคลายมากขึ้น รวมถึงสนับสนุนการลงทุนในพลังงานสะอาด ดิจิตอล และงบประมาณการป้องกันประเทศ (ไม่จำเป็นต้องคิดรวมการขาดดุล) ซึ่งจะส่งผลให้ประเทศในยุโรปสามารถเพิ่มงบประมาณการคลังได้คล่องตัวขึ้น ในขณะที่สงครามระหว่างรัสเซียและยูเครนที่มีพัฒนาการดีขึ้น ได้ส่งผลให้ราคาพลังงานของภูมิภาคยุโรปลดลง ช่วยหนุนอัตรากำไร (Margin) ของบริษัทจดทะเบียนในภาพรวม แม้จะมีความผันผวนในระยะสั้นจากความไม่แน่นอนการเมืองฝรั่งเศส แต่เราคาดว่าจะผ่อนคลายลงได้ภายในเดือน พ.ย. 2025

ด้าน EPS Growth ของยุโรปมีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุดในไตรมาสที่ 2/2025 และคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นแตะระดับ 2 หลักในช่วงไตรมาส 3/2026 นำโดยหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม สื่อสาร ธนาคาร และเทคโนโลยี ที่ได้แรงหนุนจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและดิจิทัลของประเทศต่างๆ ประกอบกับ Valuation ที่สมเหตุสมผล โดยมี FWD P/E อยู่ที่ระดับ 14.3 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปี เป็นปัจจัยดึงดูดนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นที่มี Valuation เหมาะสมในกลุ่มตลาดพัฒนาแล้ว (DM) และคาดการณ์ว่าจะมีการเติบโตในระดับ 2 หลัก

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, CITI Research, Bloomberg as of 29 Aug 2025

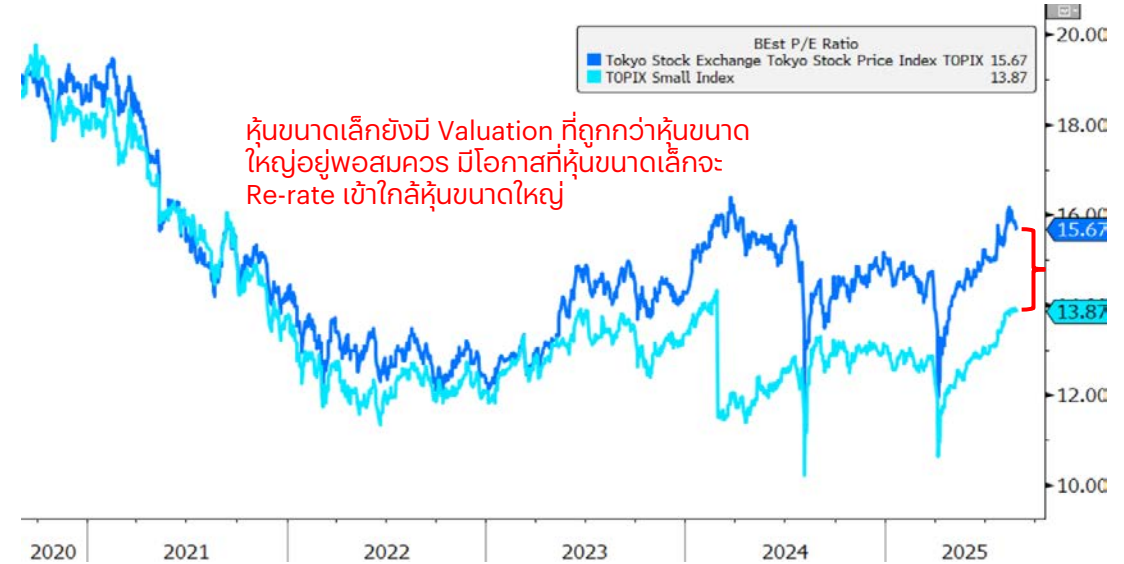


ตลาดหุ้นญี่ปุ่น: เศรษฐกิจในประเทศหนุน Small Caps เติบโต

Amount of Japan's Share Buyback Announcements



บริษัทญี่ปุ่นซื้อหุ้นคืนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เมื่อเทียบกับช่วงเวลาเดียวกัน บ่งชี้ถึงความพยายามของบริษัทญี่ปุ่นในการเพิ่มผลตอบแทนผู้ถือหุ้นให้มากขึ้น



หุ้นขนาดเล็กยังมี Valuation ที่ถูกกว่าหุ้นขนาดใหญ่อยู่พอสมควร มีโอกาสที่หุ้นขนาดเล็กจะ Re-rate เข้าใกล้หุ้นขนาดใหญ่

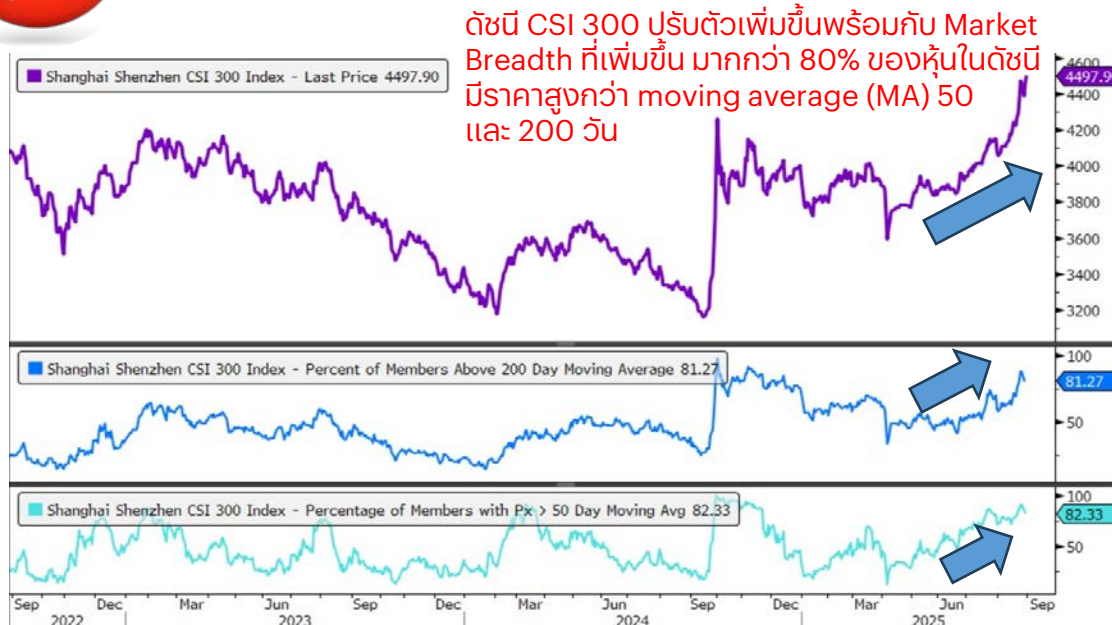
เราประเมินว่าตลาดหุ้นญี่ปุ่นกำลังอยู่ในช่วงฟอร์มฐาน หลังจากปรับตัวขึ้นต่อเนื่องจากความคืบหน้าในข้อตกลงการค้ากับสหรัฐฯ ขณะนี้ Valuation ไม่ได้อยู่ในระดับถูกแล้ว โดย FWD P/E อยู่ที่ 15.7 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีราว +0.5 S.D. ขณะเดียวกัน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรญี่ปุ่นที่ปรับตัวขึ้นยังเป็นปัจจัยกดดันทำให้ Upside ของตลาดจำกัดในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม พื้นฐานเศรษฐกิจญี่ปุ่นยังแข็งแกร่ง ประเทศก้าวพ้นภาวะเงินฝืดแล้ว และได้รับแรงหนุนจากการบริโภคในประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่อง รวมถึงค่าจ้างแรงงานที่ปรับขึ้นสูงสุดในรอบหลายทศวรรษ ซึ่งหากตลาดเกิดการปรับฐาน เรามองเป็นโอกาสทยอยสะสม เนื่องจากแนวโน้มกำไรของบริษัทญี่ปุ่นยังเติบโตได้ต่อ อีกทั้ง การปฏิรูปองค์กรช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทุน และการคืนผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งจะเป็นแรงหนุนสำคัญต่อการ re-rating ในระยะกลาง ยิ่งไปกว่านั้น การที่ Berkshire เพิ่มสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Mitsubishi และ Mitsui ยังสะท้อนถึงความน่าสนใจของตลาดหุ้นญี่ปุ่นมากขึ้น

ภายใต้บริบทนี้ เรามองว่าหุ้นกลุ่ม Japan Small Cap มีความโดดเด่นกว่าภาพตลาดโดยรวม เนื่องจากพึ่งพารายได้ในประเทศเป็นหลัก จึงได้อานิสงส์จากการบริโภคฟื้นตัวและได้รับผลกระทบจากค่าเงินเยนแข็งค่าอย่างจำกัด อีกทั้ง Valuation ของหุ้นขนาดเล็กยังอยู่ในระดับไม่แพงเมื่อเทียบกับหุ้นขนาดใหญ่ ทำให้มีโอกาสถูก re-rate ขึ้นมาใกล้เคียงกับหุ้นขนาดใหญ่มากขึ้น ซึ่งเป็นปัจจัยที่เปิด Upside ให้กับนักลงทุนในระยะถัดไป

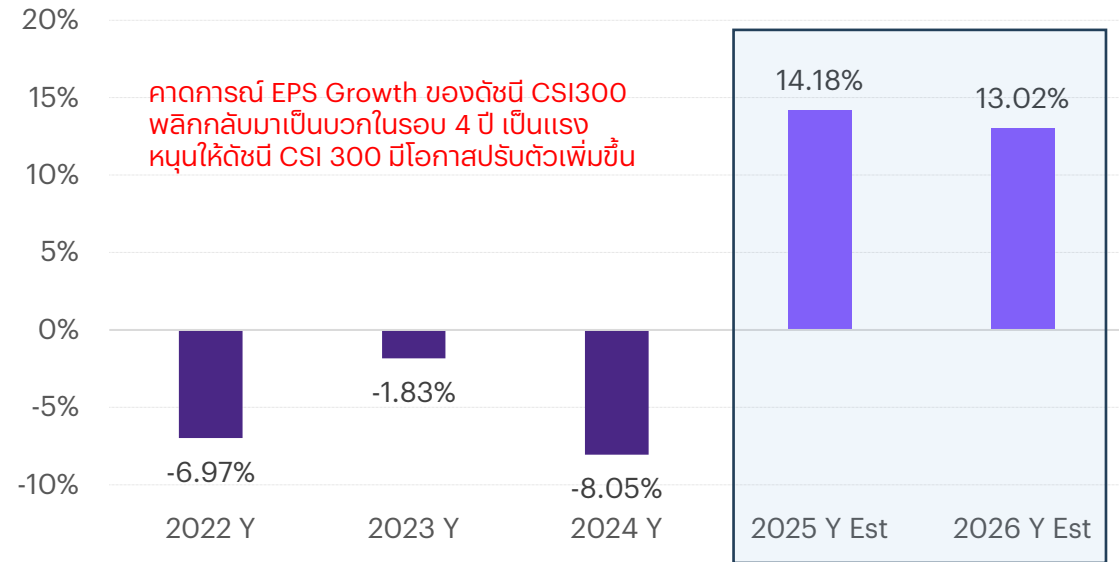
Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg, J.P. Morgan, Nikkei Value Search, Goldman Sachs Global Investment Research as of 29 August 2025.
Japan's Share Buyback Announcements as of 28 August 2025.



ตลาดหุ้นจีน: EPS Growth กลับเป็นบวก หุ่นหุ้นขึ้น Board-based



CSI 300 EPS Growth



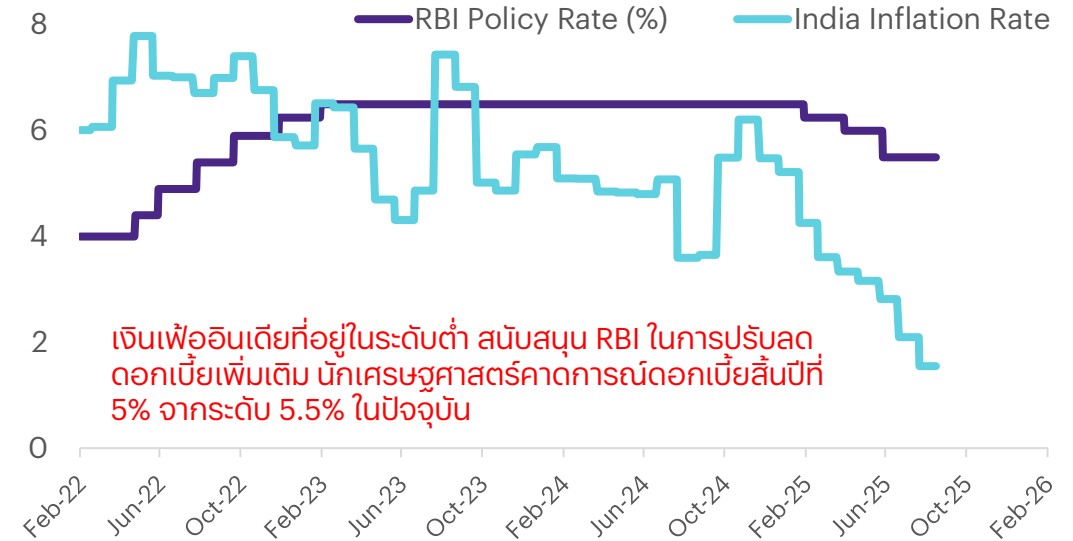
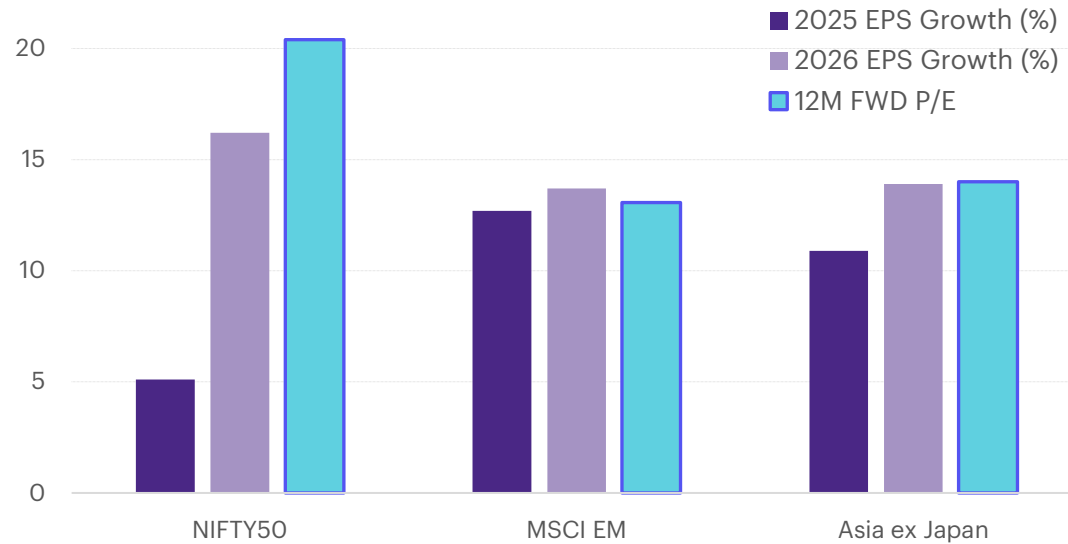
เรายังคงมุมมองเชิงบวกสำหรับตลาดหุ้นจีนในไตรมาสที่ 4/2025 ต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงต้นปี จากรัฐบาลที่มีนโยบายสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะนโยบาย Trade-In program ที่กระตุ้นภาคการบริโภคภายในประเทศ และนโยบาย Anti-Involution ช่วยลดการแข่งขันที่รุนแรงของภาคธุรกิจ เช่น กลุ่มโซลาร์เซลล์ แบตเตอรี่ และเคมีภัณฑ์ เป็นต้น และช่วยพาเศรษฐกิจจีนพ้นภาวะเงินฝืด ซึ่งจะส่งผลให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนจีนปรับตัวขึ้นได้ในระยะข้างหน้า ยิ่งไปกว่านั้น การที่รัฐบาลจีนตั้งเป้าหมายให้ผลิตชิปปัญญาประดิษฐ์ (AI) ได้เองอย่างน้อย 70% ภายในปี 2027 จะยิ่งช่วยหนุนกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ในระยะสั้นให้มีคำสั่งซื้อเพิ่มมากขึ้นจากความต้องการภายในประเทศ และในระยะยาวจะมีการพัฒนาเทคโนโลยีเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ เราเห็นสัญญาณนักลงทุนรายย่อยในจีนแผ่นดินใหญ่เริ่มขายพันธบัตรเพื่อเข้าซื้อหุ้นมากขึ้นในเดือน ส.ค. เป็นแรงหนุนให้ดัชนี CSI 300 ปรับตัวเพิ่มขึ้น ข้อมูลของ Market Breadth พบว่าเป็นการขึ้น CSI 300 ในครั้งนี้ เป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นแบบกระจายตัว (Broad-based) สะท้อนความมีเสถียรภาพของตลาด อีกทั้ง หากพิจารณา AH Premium จะพบว่าอยู่ที่ระดับราว 127% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 140% สะท้อนว่าหุ้นจีน A-Shares มีโอกาส outperform H-Shares ในระยะจากนี้

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 29 August 2025



ตลาดหุ้นอินเดีย: เงินต่างชาติไหลออก แต่มีแรงพยุงจากนโยบาย



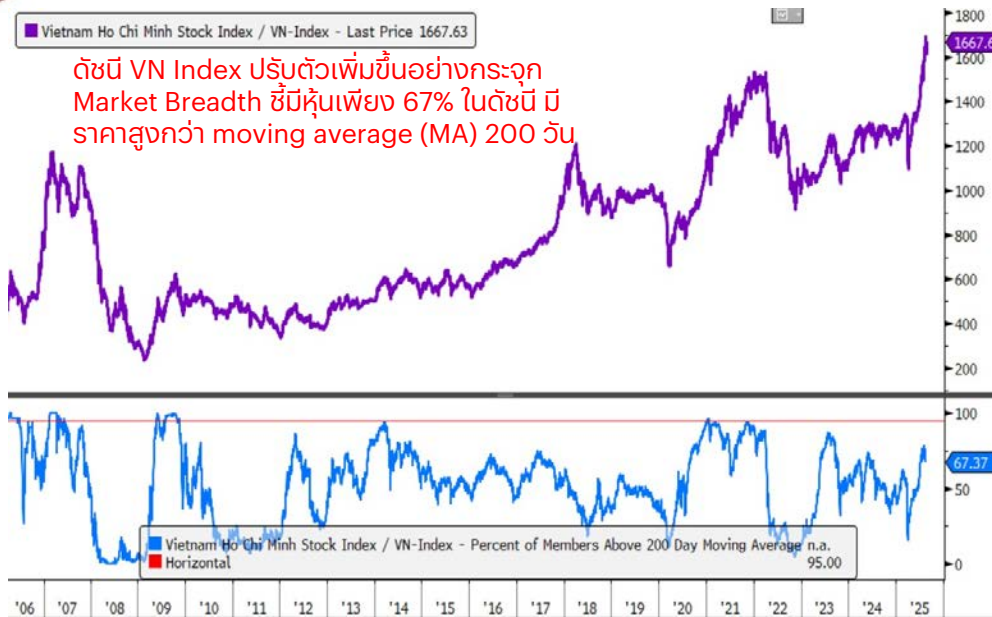
เราประเมินว่าตลาดหุ้นอินเดียในไตรมาส 4/2025 ยังมีแนวโน้ม underperform เมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ จากแรงกดดันด้านเงินทุนที่ไหลออกต่อเนื่อง ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติยังคงลดน้ำหนักการลงทุนในอินเดียไปยังตลาดหุ้น EM ประเทศอื่น เช่น จีน ทำให้ sentiment โดยรวมอ่อนแอ อีกทั้ง Valuation ของตลาดยังอยู่ในระดับตึงตัว โดยดัชนี NIFTY 50 ซื้อขายที่ FWD P/E ราว 20.4 เท่า (+1 S.D.) สูงกว่า MSCI EM และ MSCI Asia ex Japan อย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้ง ประสิทธิภาพการ EPS ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง ส่งผลให้โอกาสที่ตลาดจะกลับมา outperform ในระยะสั้นยังมีข้อจำกัด นอกจากนี้ อินเดียเป็นหนึ่งในไม่กี่ประเทศที่ยังไม่สามารถบรรลุผลการค้ากับสหรัฐฯ โดยโดนเก็บภาษีนำเข้า 50% กดดันต่อเศรษฐกิจและค่าเงินรูปี

อย่างไรก็ตาม มาตรการภาษีการบริโภค (Goods and Services Tax: GST) ที่ปรับลดลงและมีผลตั้งแต่ช่วงปลายเดือนก.ย. จะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ ขณะเดียวกัน ธนาคารกลางอินเดีย (RBI) ยังมีช่องว่างในการลดดอกเบี้ยเพิ่มเติม 2 ครั้งในปลายปีนี้ อาจช่วยหนุน sentiment ต่อหุ้นบางกลุ่มเช่น Consumer, Automobiles และ Financials แต่โดยรวมแล้ว upside ของตลาดยังคงจำกัด และมีแรงกดดันจากค่าเงินรูปีอ่อนค่า เราจึงประเมินว่าตลาดหุ้นภูมิภาคอื่นมีความน่าสนใจมากกว่า นักลงทุนที่ต้องการการลงทุนควรเน้นกลยุทธ์แบบ Selective มากกว่าการลงทุนเชิงกว้างในดัชนี

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 29 August 2025



ตลาดหุ้นเวียดนาม : ขึ้นกระจุกตัว มีโอกาสพักฐานระยะสั้นก่อนไปต่อ



เรามีความระมัดระวังมากขึ้นสำหรับการลงทุนในตลาดหุ้นเวียดนามในไตรมาสที่ 4/2025 จากตลาดหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และมีความกระจุกตัวสูง นำโดยหุ้น Vingroup (VIC) ที่ติดตัวถึง +208% YTD ขณะที่ VN Index ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 33% YTD สอดคล้องกับสัญญาณจาก Market Breadth ที่ระดับ 67.37% สะท้อนการขึ้นแบบกระจุกตัวของหุ้น นอกจากนี้ระดับ Margin ที่ทะลุ 300 ล้านล้านดอง คิดเป็นราว 5% ของ Market cap ถือว่าสูงสุดในประวัติศาสตร์ พร้อมกับระดับ FWD P/E ที่ปรับเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับ 12 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี +0.5 S.D. จากต้นปีที่ระดับ 9 เท่า ที่ -1 S.D. เป็นปัจจัยที่อาจส่งผลให้ตลาดหุ้นเวียดนามเกิดการพักฐานในระยะสั้นได้

อย่างไรก็ดี ในมุมมองระยะกลาง-ยาว ตลาดหุ้นเวียดนามยังคงมีปัจจัยบวกจากการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล อาทิ การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน การปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจ การผลักดันโครงการ Entertainment Complex การใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายเพื่อกระตุ้นการเติบโตของสินเชื่อ รวมถึงผลการพิจารณาเข้า FTSE EM ที่จะประกาศในปลายเดือน ก.ย. - ต.ค. นี้ และมีเป้าหมายถัดไปในการเข้า MSCI EM ซึ่งจะมีการพิจารณาเร็วที่สุดในรอบเดือน มิ.ย. 2026 ปัจจัยเหล่านี้ยังคงมีแนวโน้มสนับสนุนตลาดหุ้นเวียดนามในระยะกลางถึงยาว

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 29 August 2025

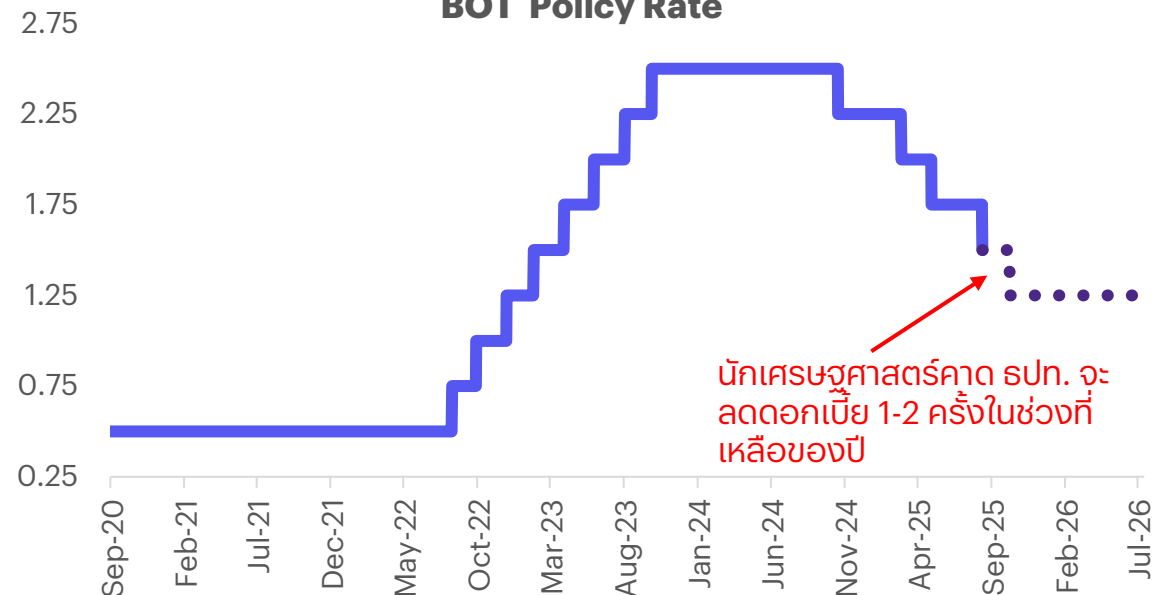


ตลาดหุ้นไทย: สิ้นสุดขาลง ปัจจัยบวก รปท. ลดดอกเบี้ยหนุน

SET Index



BOT Policy Rate



เราประเมินว่าตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มสิ้นสุดวัฏจักรขาลงแล้ว หลังดัชนีสามารถทะลุเส้น Downtrend line ขึ้นมาได้ จากความชัดเจนทางการเมืองที่มีมากขึ้น โดยเราประเมินว่ารัฐบาลชุดใหม่ภายใต้การนำของคุณอนุทิน แม้จะมีกรอบเวลาในการดำเนินงานไม่นาน แต่น่าจะช่วยหนุนความเชื่อมั่นและส่งผลให้ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างน้อยในช่วงไตรมาส 4/2025 นี้ อีกทั้ง ผู้ว่าการ รปท. คนใหม่มีท่าทีสนับสนุนการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นการปรับลดดอกเบี้ยในอนาคต จะช่วยหนุน Sentiment เชิงบวก เพิ่มสภาพคล่อง และลดต้นทุนทางการเงิน ขณะที่ด้าน Valuation แม้อัตราขึ้นตัวจากจุดต่ำสุดแล้วกว่า 20% แต่ FWD P/E ยังอยู่ที่ 13.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 15.4 เท่า สะท้อนหุ้นไทยยังคงมี Upside

นอกจากนี้ ท่าทีการผ่อนคลายนโยบายการเงินของเฟดที่ส่งผลให้ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่า จะเอื้อต่อกระแสเงินทุนไหลเข้ากลุ่มตลาดเกิดใหม่รวมถึงไทย โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาว่าตลาดหุ้นไทยยัง Laggard เมื่อเทียบกับภูมิภาคและตลาดโลก โดยเราแนะนำเน้นหุ้นที่ได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลง เช่น กลุ่ม REITs, อสังหาฯ, เชื้อเพลิง และโรงไฟฟ้า ควบคู่กับการถือหุ้นปันผลสูง และหุ้นขนาดใหญ่ที่มีโอกาสรับแรงหนุนจากกระแสเงินทุนต่างชาติไหลเข้า

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg, TradingView as of 4 September 2025

มุมมองตราสารหนี้และสินทรัพย์ทางเลือกไตรมาส 4/2025



ตราสารหนี้

แม้ว่าสัญญาณจากธนาคารกลางหลายแห่ง โดยเฉพาะหลังการประชุม Jackson Hole จะบ่งชี้ถึงแนวโน้มการผ่อนคลายนโยบายการเงิน เป็นปัจจัยบวกต่อการลงทุนในตราสารหนี้โลก แต่เราประเมินว่าการลงทุนตราสารหนี้โลกในช่วงนี้ยังควรทำด้วยความระมัดระวัง โดยเฉพาะในส่วนของการตราสารหนี้ระยะยาว เพราะจะเผชิญแรงกดดันจากอัตราเงินเฟ้อที่สูงและปัญหาขาดดุลการคลังในหลายประเทศ ทำให้ธนาคารกลางมีข้อจำกัดในการปรับลดดอกเบี้ยอย่างจริงจัง สำหรับตราสารหนี้ไทย แม้จะเห็นบริบทที่เป็นบวกมากขึ้นหลังจาก ธปท. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่ในภาพรวมได้รับรู้ปัจจัยดังกล่าวไปค่อนข้างมากแล้ว อีกทั้งระดับ Bond Yield ปัจจุบันยังค่อนข้างต่ำ ทำให้การลงทุนในตราสารหนี้ไทยจึงให้ผลตอบแทนที่น้อยเมื่อเทียบกับตราสารหนี้โลก เราจึงชอบตราสารหนี้โลกมากกว่าไทย และประเมินว่าตราสารหนี้ระยะสั้นไทยที่มีอายุต่ำกว่า 1 ปีมีความน่าสนใจมากกว่าตราสารหนี้ระยะยาว เนื่องจากมีความเสี่ยงจาก Duration risk ที่ต่ำกว่า

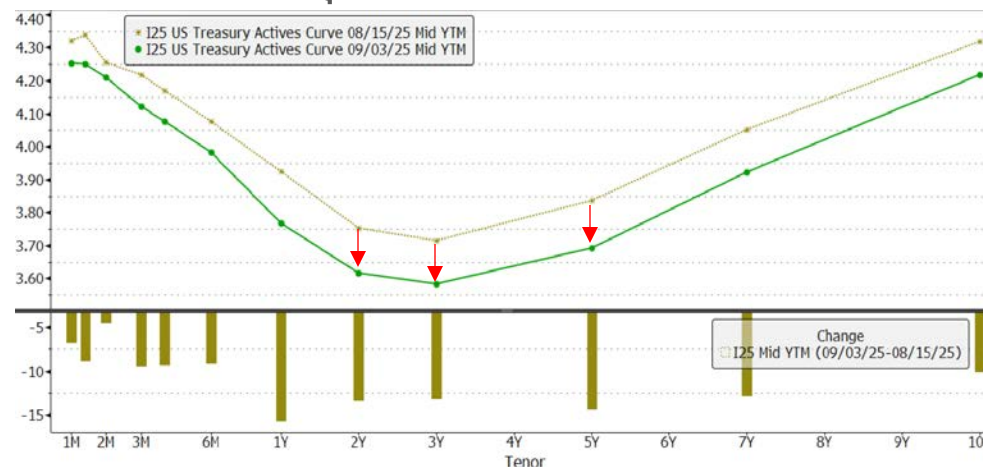
สินทรัพย์ทางเลือก

ทองคำ: เราประเมินว่าทองคำมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นได้โดดเด่นหลังทะลุกรอบสะสม 4 เดือนและทำจุดสูงสุดใหม่ ได้แรงหนุนจากโอกาสเฟดลดดอกเบี้ย 1-2 ครั้งในปีี้ กดดันดอลลาร์สหรัฐให้อ่อนค่า ขณะที่ความไม่แน่นอนทางการค้า-การเมืองยังสูง แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวต่อ แต่ยังเผชิญเงินเฟ้อสูงและตลาดแรงงานอ่อนแอ สะท้อนภาวะ stagflation ที่เอื้อต่อทองคำ

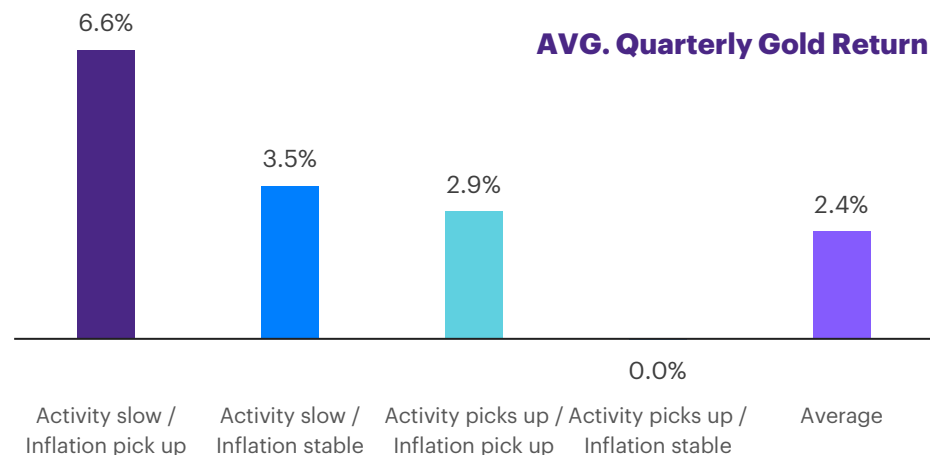
REITs: Global REITs ได้แรงหนุนจำกัดจากการลดดอกเบี้ยของเฟด เนื่องจากเงินเฟ้อยังสูง ทำให้ Bond Yield ระยะยาวลดลงไม่มาก ขณะเดียวกัน ECB และ BoJ ที่ใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้น กดดัน Global REITs ให้ปรับขึ้นได้จำกัด อย่างไรก็ดี เราแนะนำทยอยสะสม TH REITs จาก Dividend Yield ที่โดดเด่น และแนวโน้ม ธปท. ผ่อนคลายนโยบายการเงิน หลังเงินเฟ้อไทยต่ำและเศรษฐกิจเผชิญความเสี่ยงมากขึ้น

สินทรัพย์อื่นๆ: Private Assets เป็นทางเลือกกระจายความเสี่ยงและสร้างกระแสเงินสด โดยภาวะ risk on เศรษฐกิจที่ยังขยายตัว และดอกเบี้ยระดับสูง หนุนให้ Private Credit ยังคงให้อัตราดอกเบี้ยสูง แต่ยังคงแนะนำลงทุนในกลุ่ม Senior ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน ขณะเดียวกัน Cryptocurrency* เช่น Bitcoin และ Ethereum ได้แรงหนุนจากนโยบายสหรัฐฯ เช่น GENIUS Act และ Clarity Act ที่วางกรอบกำกับดูแล Stablecoin และสินทรัพย์ดิจิทัล เปิดทางให้เงินทุนสถาบันไหลเข้ามากขึ้น เรามองว่าสัดส่วนลงทุนใน Private Assets และ Cryptocurrency ราว 1-5% ของพอร์ต จะช่วยกระจายความเสี่ยงและยกระดับผลตอบแทนต่อความเสี่ยงได้อย่างเหมาะสม

Bond yield สหรัฐฯ ปรับลงทั่วทั้งเส้น (Yield Curve) โดยเฉพาะพันธบัตรระยะกลาง อายุ 3-5 ปี จากความหวังเฟดลดดอกเบี้ย



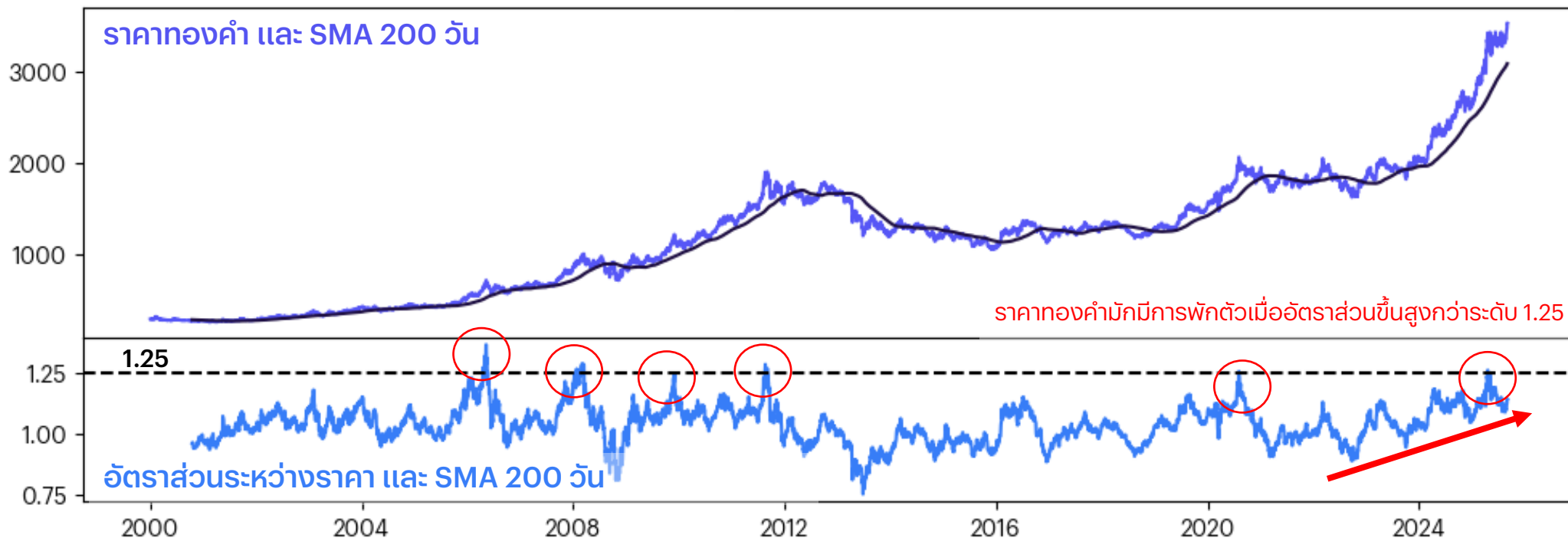
ทองคำมักทำผลตอบแทนได้ดีในภาวะที่อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นและเศรษฐกิจชะลอตัว



Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 3 September 2025 *คริปโทเคอร์เรนซีและโทเคนดิจิทัลมีความเสี่ยงสูง ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนได้ทั้งจํานวน โปรดศึกษาและลงทุนให้เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้



Quantitative Ideas: ทองคำมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นได้ใน Q4 หลังพักฐานช่วง Q2-Q3



จากสถิติย้อนหลังพบว่า เมื่ออัตราส่วนราคาทองคำต่อเส้น Simple Moving Average (SMA) 200 วัน ขึ้นไปสูงกว่าระดับ 1.25 ราคาทองคำ มักจะมีการพักตัวหรือปรับฐานในระยะเวลา 5-6 เดือน ก่อนจะมีทิศทางที่ชัดเจนต่อไป โดยเมื่อเดือน เม.ย. 2025 อัตราส่วนนี้ได้ขึ้นไปถึงระดับ 1.25 ทำให้ เราได้ประเมินในช่วงก่อนหน้านี้ว่าราคาทองคำอาจยังไม่ทำจุดสูงสุดใหม่ในระยะ 5-6 เดือน ซึ่งตรงกับช่วงที่ราคาทองคำได้เคลื่อนไหวในกรอบจากเดือน เม.ย. 2025 ถึงประมาณต้นเดือน ก.ย. 2025 ทั้งนี้ อัตราส่วนดังกล่าวได้มีการปรับตัวลงมาในระดับที่เหมาะสมแล้ว ประจวบกับเวลาที่ผ่านไป 5-6 เดือน พอดี ทำให้เราคาดการณ์ว่าราคาทองคำมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อในช่วงเดือน ก.ย. 2025 ต่อไปจนช่วงไตรมาสที่ 4/2025 นี้

Source: InnovestX Investment Products & Strategy, TradingView as of 29 August 2025



ผลิตภัณฑ์ การลงทุนแนะนำ

Quarterly Funds

KFCSI300-A

Fund Highlights

- ลงทุนในหุ้นจีนแบบ Passive Management ผ่านกองทุนหลัก ChinaAMC CSI 300 Index ETF
- ดัชนี CSI 300 ประกอบไปด้วยหุ้นจีน A-Shares ที่มีขนาดใหญ่ และสภาพคล่องสูง 300 บริษัท และมีการกระจายการลงทุนอย่างครอบคลุมไปยัง 11 กลุ่มอุตสาหกรรมของเศรษฐกิจจีน ทั้งในกลุ่ม New และ Old Economy
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 1 ปีย้อนหลัง 37.3% เทียบกับดัชนีชี้วัดที่ 39.1%

Top 10 Stock Holdings

Kweichow Moutai	3.61%
Contemporary Amperex Technology	3.14%
Ping An Insurance Group	2.42%
China Merchants Bank	2.08%
Zijin Mining Group	1.53%
Midea Group	1.45%
Industrial Bank	1.42%
China Yangtze Power	1.35%
East Money Information	1.29%
Shandong Zhongji Electrica	1.28%

Source: ChinaAMC holdings as of 4 Sep 2025; Morningstar as of 31 Aug 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื้อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

Quarterly Funds

ES-EG-A

Fund Highlights

- ลงทุนในกองทุนหลัก Wellington Strategic Europe Equity ที่ลงทุนในหุ้นยุโรป All Cap โดยเน้นหุ้นที่เป็นผู้ชนะเชิงโครงสร้างระยะยาว และมีความได้เปรียบในเชิงแข่งขัน
- บริหารโดยทีมลงทุนประสบการณ์สูง ใช้ปรัชญาและกระบวนการคัดเลือกหุ้นจากปัจจัยพื้นฐานที่ประสบผลสำเร็จมากกว่า 15 ปี
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 1 ปีย้อนหลังเฉลี่ยปีละ 24.8% ต่อปี เทียบกับดัชนีชี้วัดที่ 7.1% ต่อปี

Top 10 Holdings

British-Amer Tobacco	5.2%
Unilever	3.4%
AIB Group	3.4%
Smiths Group	3.4%
Haleon	3.0%
Erste Group Bank	2.9%
Bunzl	2.7%
Technip Energies	2.7%
Qiagen	2.6%
KBC Group	2.6%

Source: Wellington holdings as of 31 Jul 2025; Morningstar as of 31 Aug 2025 |หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื้อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

Quarterly Funds

UOBSG - H

Fund Highlights

- ลงทุนในกองทุนหลัก SPDR Gold Shares ETF เพียงกองทุนเดียว โดยลงทุนในทองคำแท่งโดยตรง โดยมุ่งหวังให้ผลตอบแทนของกองทุนเคลื่อนไหวอ้างอิงกับราคาทองคำ
- กองทุนหลัก SPDR Gold Shares มีทองคำแท่งไว้ถือครองมากกว่า 980 ตัน ซึ่งมากกว่าปริมาณทองคำสำรองของประเทศที่พัฒนาแล้วหลายประเทศ
- กองทุน UOBSG - H ลงทุนแบบป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนเต็มจำนวน และมีอัตราค่าใช้จ่ายรวมต่ำเพียง 0.61%
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 1 ปีย้อนหลังเฉลี่ยปีละ 35.9% ต่อปี เทียบกับดัชนีชี้วัดที่ 36.4% ต่อปี



Source: SPDR as of 31 Aug 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื้อไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่ บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

Quarterly Strategy

Quarterly Funds

MPDIVMF

Fund Highlights

- ลงทุนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในประเทศเพียงกลุ่มเดียว ปัจจุบันเป็นกองทุน REITs ไทยที่มีขนาดใหญ่ที่สุด
- ทีมผู้จัดการกองทุนจะทำการวิเคราะห์หลักทรัพย์อย่างเชิงลึก เพื่อเน้นลงทุนหลักทรัพย์ที่มีคุณภาพสูง มีปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง มีสภาพคล่องสูง และมีมูลค่าเหมาะสม
- นอกจากนี้ ทีมผู้จัดการกองทุนยังมีการวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจ แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อสร้างพอร์ตการลงทุนที่เหมาะสมกับสภาวะตลาด
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 1 ปีย้อนหลัง -2.0% เทียบกับดัชนีชี้วัดที่ 0.1%

Top 5 Holdings

CPN Retail Growth Leasehold REIT	15.32%
Frasers Property Thailand Industrial Freehold and Leasehold REIT	15.05%
WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT	14.77%
Axtra Future City Freehold and Leasehold REIT	12.82%
LH Hotel Leasehold Real Estate Investment Trust	7.99%

Source: MFC as of 31 July 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื่อมั่นใช้ผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

US & TH Options: เครื่องมือเพื่อรับมือในช่วงตลาดผันผวนสูง



จากกลยุทธ์การลงทุนในช่วงไตรมาส 4/2025 จะเห็นว่าสถานการณ์ตลาดหุ้นโลกยังคงมีความผันผวนสูงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะจากแนวทาง Push-Retreat-Restart ของประธานาธิบดีทรัมป์ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรรู้จักเครื่องมือในการ**เพิ่มโอกาสทำกำไรและป้องกันพอร์ตในช่วงเวลาดังกล่าว**

Options คือ สิทธิในการซื้อหรือขายสินทรัพย์อ้างอิงในราคาที่กำหนด แบ่งเป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ Call และ Put โดยนักลงทุนสามารถใช้ Options ดังกล่าวได้ตามสถานการณ์ดังนี้

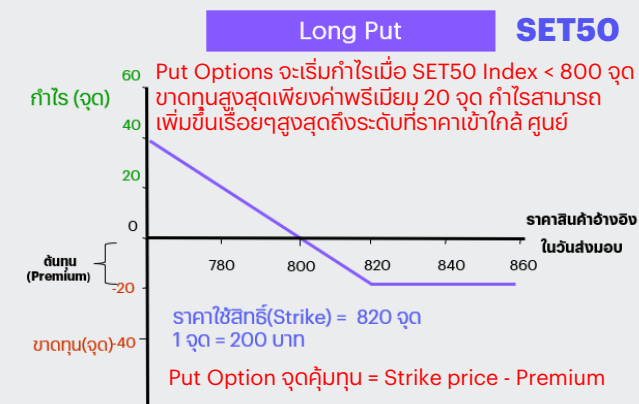
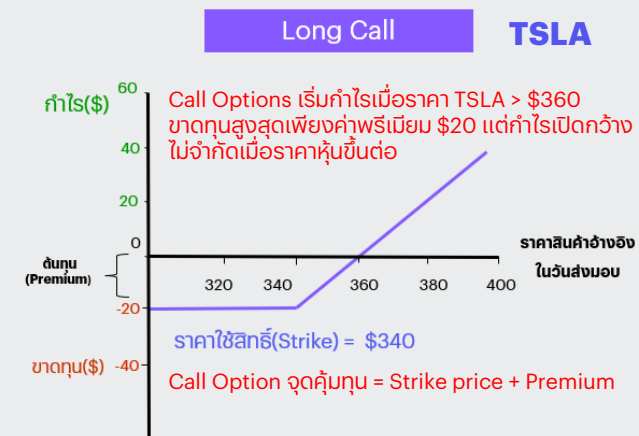
- 1. มองตลาดเป็นขาขึ้น:** เลือก Long Call Options เพื่อเพิ่มผลตอบแทนของพอร์ต โดยที่จำกัดขาดทุนไว้ที่ค่า Premium
- 2. มองตลาดเป็นขาลงระยะสั้น (ไม่อยากขายหุ้นในพอร์ต):** เลือก Long Put Options เพื่อทำกำไร หรือป้องกันความเสี่ยงในช่วงที่ตลาดเป็นขาลงในระยะสั้น ขณะที่จำกัดขาดทุนไว้ที่ค่า Premium หากตลาดเคลื่อนไหวสวนทาง
- 3. มองตลาดเป็นขาลง:** เลือก Long Put Options บุนดัดนี้ หรือหุ้นเป้าหมาย เพื่อทำกำไรจากการปรับตัวลงของราคา ควบคุมความเสี่ยงสูงสุดที่ค่า Premium

ทั้งนี้ ช่องทางการลงทุน Options ในปัจจุบันสามารถเลือกได้ทั้งในตลาด US และไทย

1. US Options (US Stocks, ETFs) สามารถใช้ Options ในการป้องกันความเสี่ยงและเพิ่มผลตอบแทนพอร์ตได้ในหุ้นสหรัฐฯ ได้หลากหลาย เช่น NVDA, TSLA, AAPL รวมถึง ETF อิงดัชนี เช่น SPY, QQQ เป็นต้น โดยลงทุนได้ผ่าน InnovestX App และ Webtrade

2. TH Options (SET 50 Index Options) ทางเลือกอิงดัชนี SET50 ใช้เป็นตัวแทนตลาดหุ้นไทยเหมาะสำหรับ Hedge พอร์ตหุ้นไทย หรือเก็งกำไรระยะสั้นจาก Event สำคัญ โดยลงทุนได้ผ่าน Options Wizard (Steaming App)

ตัวอย่าง Payoff chart Options



Source: InnovestX Investment Products & Strategy, Bloomberg as of 4 September 2025



DR23 เพิ่มโอกาสเข้าถึงการลงทุนในหุ้นจีนได้ง่ายและสะดวก

จากกลยุทธ์การลงทุนในช่วงไตรมาส 4/2025 ที่เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดหุ้นจีน โดย DR23 เป็นหนึ่งในทางเลือกการลงทุนในหุ้นจีนที่ง่ายและสะดวก เพราะสามารถลงทุนได้ผ่านตลาดหุ้นไทย ซึ่งปัจจุบัน DR23 มีทั้งหมด 8 ตัว โดยที่เราได้จัดกลุ่มแบ่งตามประเภทให้เหมาะสมกับผลตอบแทนและความเสี่ยง ซึ่งนักลงทุนสามารถพิจารณาเลือกลงทุนได้ผ่านแอป Streaming เช่นเดียวกับหุ้นไทย

Stable Income			Steady Growth		High Growth Leaders		
 HSHD23	 HKEX23	 AIA23	 BABA23	 KUAISH23	 CATL23	 HUAHONG23	 SMIC23
DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ GLOBAL X HANG SENG HIGH DIVIDEND YIELD ETF ประกอบไปด้วยหุ้นจีนชั้นนำ 50 ตัว ที่มีรายได้สม่ำเสมอ โดย ETF นี้ปันผลเฉลี่ยในอดีตสูงถึง 6-8% ต่อปี และมีความผันผวนต่ำกว่า ETF ที่อิงดัชนี Hang Seng	DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ หุ้นตลาดหลักทรัย์ฮ่องกง (HKEX) ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัย์ชั้นนำในภูมิภาค มีศักยภาพการเติบโตของปริมาณการซื้อขายที่สูงขึ้นจากกระแสเงินทุนจีนแผ่นดินใหญ่ ที่เพิ่มขึ้นชัดเจน และไหลสู่ตลาดหุ้นฮ่องกง อีกทั้งมีโครงสร้างรายได้ที่กระจายตัว	DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ หุ้น AIA Group เป็น บริษัทประกันชีวิตชั้นนำในภูมิภาคเอเชีย ที่มีแนวโน้มเติบโตได้อีกมาก จากสัดส่วนประชากรที่เข้าสู่วัยกลางคนและสูงอายุมากขึ้น ประกอบกับสัดส่วนประชากรที่มีประกันในเอเชียยังมีน้อยเมื่อเทียบกับตะวันตก บ่งชี้ถึง upside ในการเติบโตของบริษัท	DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ หุ้น Alibaba ซึ่งเป็น ผู้นำธุรกิจอีคอมเมิร์ซของจีน ที่ ได้รับแรงหนุนโดยตรงจากการบริโภคภายในประเทศ และธุรกิจ Cloud โดยได้ขยายไปต่างประเทศ พร้อม New S-Curve ใหม่ในธุรกิจ AI ที่มีการเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว อีกทั้งมี valuation ไม่แพง	DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ หุ้น Kuaishou Technology ซึ่งเป็นแพลตฟอร์มวิดีโอไลฟ์สตรีมมิ่ง ซึ่งเป็น หนึ่งในคู่แข่งสำคัญของ TikTok ในตลาดจีน โดยมีการนำระบบอีคอมเมิร์ซรวมเข้ากับแพลตฟอร์ม ซึ่งมีศักยภาพการเติบโตสูง	DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ หุ้น CATL ซึ่งเป็นผู้ผลิตแบตเตอรี่ EV และ ESS (Energy Storage System) ที่มี Market share อันดับต้นของโลก โดยมีเทคโนโลยีแบตเตอรี่ล้ำหน้าคู่แข่ง มีจุดเด่นด้านความปลอดภัยสูง ต้นทุนต่ำ และมีอายุการใช้งานยาวนาน รวมถึงมีฐานลูกค้ากระจายอยู่ทั่วโลก	DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ หุ้น Hua Hong Semiconductor ผู้ผลิตชิปรายใหญ่อันดับสองของจีน โดยมีความเชี่ยวชาญด้านการผลิต ชิพพิเศษ (Specialty IC) ที่มีความซับซ้อนและใช้เทคโนโลยีเฉพาะในระดับกลาง เช่น ชิพสำหรับรถยนต์ไฟฟ้า	DR ที่มีหลักทรัย์อ้างอิงคือ หุ้น SMIC เป็นผู้ผลิตชิปรายใหญ่ที่สุดของจีน โดยรองรับการผลิตชิปขั้นสูงกว่า Huahong โดยเป็นชิปที่ใช้ในอุตสาหกรรม เช่น สมาร์ทโฟน และได้รับประโยชน์จากนโยบายสนับสนุนการผลิตชิปภายในประเทศของรัฐบาล

กำเนิดจักรวาลใหม่ แห่งการลงทุน

ครบทุกเรื่อง ทั้งเครื่องมือ ข้อมูล
เพื่อคว้าทุกโอกาสการลงทุนทั่วโลก

Win Your Way with Precision Tools, Powerful Insight.



InnovestX Investment Products & Strategy

InnovestX Research



- | | |
|------------------------------|---|
| 1. พยงค์ พงศาตรี | Chief Investment Officer |
| 2. ดร. รัชฎ์ธีรย์ ธนไพศาลกิจ | Head of Investment Strategy Department &
Head of Trading Product Specialist Department |
| 3. ปวเรศ ปิยะจิตเมตตา | Fundamental Investment Strategist |
| 4. คณาจุฑา ทรงวัฒนา | Fundamental Investment Strategist |
| 5. รัญไท บริบูรณ์รนา, CFA | Quantitative Investment Strategist |



- | | |
|---------------------------|--|
| 1. ธนาบดี รัตนแสง | ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ Equity Strategy Team |
| 2. ณัฏฐ์วริน ไตรภพสกุล | นักวิเคราะห์อาวุโสกลุ่มหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก |
| 3. สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา | หัวหน้านักกลยุทธ์การลงทุน |
| 4. สุทธิชัย คุ้มวรชัย | Head of Research Department |
| 5. ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์ | หัวหน้านักวิจัยเศรษฐกิจ |
| 6. พบชัย ภัทราวิชญ์ | นักกลยุทธ์ตลาดหุ้นและตลาดอนุพันธ์ |
| 7. เอกสิทธิ์ อุไรบุญ | นักกลยุทธ์การลงทุน |
| 8. สิทธิวัฒน์ เจริญสถาพร | ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ Equity Strategy Team |

Disclaimer

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ 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 ข่าวกฎหมาย บทความวิเคราะห์ 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 ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ 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, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, 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, PCC, 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, TCC, 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, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, 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.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนในการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเพี้ยนกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอรัปชั่น เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังด้วยข้อมูลประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับกรมรับรอง)

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, III, 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, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, 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, WIJK, WPH, XO, YUASA, ZEN

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, 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, 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, BKA, BKD, BKGI, 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, CITY, 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, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, 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, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMC, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, 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, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SUPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, 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, TNDT, TOA, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, 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 January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.